

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Investasi

2.1.1 Pengertian Investasi

Investasi berkaitan dengan keputusan untuk mengalokasikan sejumlah dana, dalam suatu waktu tertentu, pada aset tertentu, sehingga investor akan mendapatkan pengembalian di masa yang akan datang.

Menurut **Jones (2004:3)** definisi investasi adalah:

“An investment can be defined as the commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time period.”

Artinya investasi dapat didefinisikan sebagai komitmen untuk menunda satu aset atau lebih, yang dilakukan selama beberapa periode mendatang.

Selanjutnya, **Gitman dan Joehnk (2005:3)** mendefinisikan investasi sebagai berikut:

“Investment is any vehicle into which funds can be placed with expectation that it will generate positive income and/or preserve or increase its value.”

Artinya investasi ialah suatu sarana dimana dana dapat ditempatkan dengan harapan hal tersebut akan menghasilkan pendapatan positif dan/atau menjaga atau meningkatkan nilainya.

Kemudian **Bodie, Kane, dan Marcus (2007:2)** mendefinisikan investasi sebagai berikut:

“An investment is the current commitment of money or other resources in the expectation of reaping future benefits.”

Artinya investasi adalah komitmen atas sejumlah uang atau sumber daya lainnya yang dilakukan saat ini, dengan tujuan menuai manfaat di masa depan.

Selanjutnya **Jogiyanto (2003:5)** mendefinisikan investasi sebagai berikut:

“Penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu.”

Kemudian definisi lain yang dikemukakan oleh **Tandelilin (2010:2)** adalah:

“Komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang.”

Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan suatu aktivitas, berupa penundaan konsumsi di masa sekarang dalam jumlah tertentu dan selama periode waktu tertentu pada suatu aset yang efisien oleh investor dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang pada tingkat tertentu sesuai dengan yang diharapkan. Tentunya pengembalian yang diharapkan adalah pengembalian di masa datang yang lebih baik daripada mengonsumsi di masa sekarang.

Pengembalian yang diharapkan akan didapat oleh investor adalah pengembalian yang rasional, dimana investor mengharapkan pengembalian atas

investasi yang dilakukannya atas dasar perkiraan risiko yang bersedia ditanggung. Pemilihan alternatif investasi yang baik adalah dengan memilih investasi dengan memilih tingkat pengembalian yang tertinggi dari berbagai pilihan investasi pada risiko yang sama, atau memilih investasi yang mempunyai tingkat pengembalian yang sama pada risiko yang terkecil.

2.1.2 Tujuan Investasi

Untuk mencapai suatu efektivitas dan efisiensi dalam keputusan maka diperlukan ketegasan akan tujuan yang diharapkan. Begitu pula halnya dalam bidang investasi kita perlu menetapkan tujuan yang hendak dicapai.

Menurut **Fahmi dan Hadi (2009:6)** tujuan investasi, yaitu:

1. Terciptanya keberlanjutan (*continuity*) dalam investasi tersebut,
2. Terciptanya profit yang maksimum atau keuntungan yang diharapkan (*profit actual*),
3. Terciptanya kemakmuran bagi para pemegang saham,
4. Turut memberikan andil bagi pembangunan bangsa.

2.1.3 Bentuk-bentuk Investasi

Bentuk investasi sangat beragam yang dapat dijadikan sarana investasi. Masing-masing dengan ciri tersendiri dengan kandungan risiko dan *return* harapan yang berbeda-beda. Investor tinggal memilih bentuk investasi mana yang menurut mereka dapat memenuhi keinginan untuk berinvestasi.

Menurut **Fahmi dan Hadi (2009:7)** dalam aktivitasnya investasi pada umumnya dikenal ada dua bentuk, yaitu:

1. *Real investment*

Investasi nyata (*real investment*) secara umum melibatkan aset berwujud, seperti tanah, mesin-mesin atau pabrik.

2. *Financial investment*

Investasi keuangan (*financial investment*) melibatkan kontrak tertulis, seperti saham biasa (*common stock*) dan obligasi (*bond*).

Perbedaan antara investasi pada *real investment* dan *financial investment* adalah tingkat likuiditas dari kedua investasi tersebut. Investasi pada *real investment* relatif lebih sulit untuk dicairkan karena terbelur pada komitmen jangka panjang antara investor dengan perusahaan. Sementara investasi pada *financial investment* lebih mudah dicairkan karena dapat diperjualbelikan tanpa terikat waktu.

2.1.4 Jenis Investasi

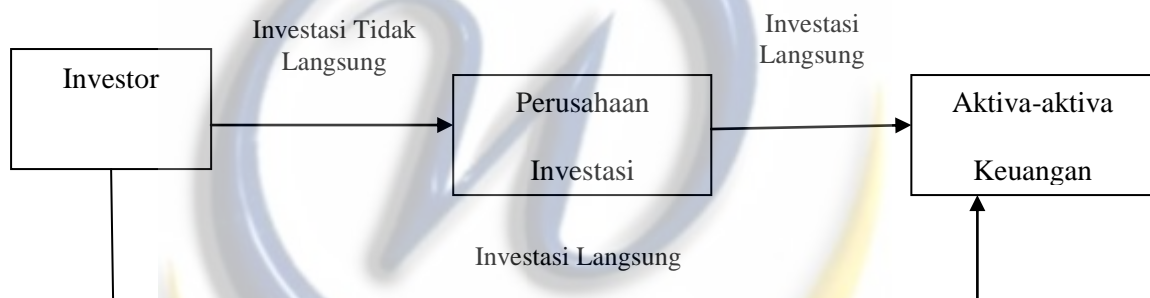
Alternatif investasi yang tersedia bagi investor sangat beragam jenisnya, mulai dari yang berisiko rendah sampai dengan yang berisiko tinggi, mulai dari yang berpendapatan tetap sampai dengan yang berpendapatan bervariasi.

Jones (1998) dalam **Gumanti (2011:24)** membagi alternatif investasi menjadi dua golongan besar, yaitu:

1. Investasi langsung (*direct investing*) → Investor membeli dan menjual bagian dari investasi secara langsung tanpa harus menggunakan fasilitas perusahaan investasi (*investment companies*) atau reksadana (*mutual funds*).
2. Investasi tidak langsung → Investor membeli dan menjual bagian dari investasinya melalui perusahaan investasi atau reksadana dalam bentuk portofolio sekuritas.

Gambaran investasi menurut **Jogiyanto (2003:7)** sebagai berikut:

Gambar 2.1 Investasi Langsung dan Investasi Tidak Langsung



Investor yang melakukan aktivitas investasinya di pasar modal, apakah melalui jasa perantara (*broker* atau *intermediaries*) atau sarana yang lain, memiliki sejumlah jenis aset atau sekuritas yang dapat dipilih. Pada kelompok investasi langsung, ada empat jenis besar alternatif investasi **Gumanti (2011:24)**, yaitu investasi yang tidak dapat diperdagangkan (*nonmarketable investing*), pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), dan pasar derivatif (*derivative market*). Sedangkan pada kelompok investasi tidak langsung hanya ada satu jenis alternatif investasi, yaitu perusahaan investasi (*investment companies*).

Tabel 2.1 berikut menyajikan jenis-jenis aset keuangan utama yang dapat dijadikan sarana berinvestasi.

Tabel 2.1
Jenis-Jenis Aset Keuangan

Kelompok	Jenis Sekuritas
Investasi Langsung (<i>Direct Investing</i>)	
1 Tidak Dapat Diperdagangkan (<i>Nonmarketable</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Tabungan biasa (<i>Saving deposits</i>) • Deposito bersertifikasi (<i>Certificates of deposit</i>) • Akun deposito pasar uang (<i>Money market deposit accounts</i>) • Tabungan obligasi (<i>Saving bonds</i>)
2 Pasar Uang (<i>Money Market</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Obligasi jangka pendek (<i>Treasury bills</i>) • Sertifikat deposito yang dapat dinegosiasi (<i>Negotiable certificates of deposit</i>) • Kertas komersial (<i>Commercial paper</i>) • Eurodollars • Perjanjian dibeli-ulang (<i>Repurchase agreements</i>) • <i>Banker's acceptance</i>
3 Pasar Modal (<i>Capital Market</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Pendapatan tetap (<i>Fixed income</i>) <ul style="list-style-type: none"> - Obligasi jangka menengah dan panjang (<i>Treasury: treasury notes, treasury bonds</i>) - Agen (<i>Agencies</i>) - Daerah (<i>Municipals</i>) - Perusahaan (<i>Corporate</i>) • Ekuitas (<i>Equity</i>) <ul style="list-style-type: none"> - Saham preferen (<i>Preferred stock</i>) - Saham biasa (<i>Common stock</i>)
4 Pasar Derivatif (<i>Derivative Market</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Opsi (<i>Options</i>) • Kontrak masa depan (<i>Future contracts</i>)

Investasi Tidak Langsung (<i>Indirect Investing</i>)		
1	Perusahaan Investasi <i>(Investment Companies)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Unit investment trust</i> • <i>Open end mutual fund</i> <ul style="list-style-type: none"> - Reksadana pasar uang (<i>Money market mutual funds</i>) - Reksadana saham, obligasi, dan pendapatan (<i>Stock, bond, and income fund</i>) • <i>Close end mutual fund</i>

Sumber : Jones (1998:27), dimodifikasi, (dalam Gumanti, 2011:25)

2.2 Saham Biasa

2.2.1 Pengertian Saham Biasa

Digunakannya saham sebagai salah satu alat untuk mencari tambahan dana menyebabkan kajian dan analisis tentang saham begitu berkembang baik secara fundamental dan teknikal. Berbagai literatur mencoba memberikan rekomendasi yang berbeda-beda namun tujuannya sama yaitu ingin memberikan profit yang tinggi bagi pemakainya.

Menurut Jones (2004:38), definisi saham biasa sebagai berikut:

“Common stock represent ownership interest of corporations, or the equity of the stockholders, and we can use the term equity security interchangeably.”

Artinya bahwa saham biasa mewakili kepemilikan perusahaan, atau ekuitas pemegang saham, dan kita dapat menggunakan masa keamanan modal yang dapat diubah.

Menurut **Fahmi dan Hadi (2009:68)** definisi saham biasa, yaitu:

“Suatu surat berharga yang dijual oleh suatu perusahaan yang menjelaskan nilai nominal (rupiah, dolar, yen, dan sebagainya) dimana pemegangnya diberi hak untuk mengikuti RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) dan RUPSLB (Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa) serta berhak untuk menentukan membeli *right issue* (penjualan saham terbatas) atau tidak, yang selanjutnya diakhir tahun akan memperoleh keuntungan dalam bentuk dividen.”

Dari definisi-definisi di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa saham biasa mencerminkan kepemilikan investor dalam penyertaan modal perusahaan dan mewakilkan operasionalisasi perusahaan kepada manajemen. Investor yang berinvestasi dalam saham biasa, berarti turut serta sebagai pemilik perusahaan. Sebesar modal yang disertakan dalam bentuk saham dan ikut menikmati keuntungan serta kerugian perusahaan dari hasil operasinya.

2.2.2 Hak Saham Biasa

Investor yang membeli saham suatu perusahaan dapat menikmati sejumlah hak yang berkaitan dengan kepemilikan mereka. Menurut **Jogiyanto (2003:73)**, hak-hak yang dimiliki oleh saham biasa, yaitu:

“Beberapa hak yang dimiliki oleh pemegang saham biasa adalah hak kontrol, hak menerima pembagian keuntungan, hak *preemptive* dan hak klaim sisa.”

Lebih lengkapnya, hak-hak menurut **Jogiyanto (2003:73-77)** tersebut sebagai berikut:

1. Hak kontrol saham biasa: hak pemegang saham biasa untuk memilih pimpinan perusahaan.
2. Hak menerima pembagian keuntungan: hak pemegang saham biasa untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan.
3. Hak *preemptive*: hak untuk mendapatkan persentasi kepemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham untuk tujuan melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama dan melindungi harga saham lama dari kemerosotan nilai.
4. Hak klaim sisa: bila perusahaan dinyatakan pailit, maka pemegang saham biasa mempunyai hak atas kekayaan perusahaan.

2.2.3 Jenis Saham Biasa

Saham biasa biasanya dapat dikelompokkan ke dalam beberapa jenis berdasarkan sifat dan keberadaannya. Menurut **Gumanti (2011:33)** berbagai jenis saham yaitu:

1. Saham Tumbuh (*Growth stocks*)

Saham suatu perusahaan, yang biasanya atau berkecenderungan atau melekat pada perusahaan yang lebih kecil dalam ukuran aset, yang memiliki pertumbuhan penjualan dan keuntungan di atas rata-rata industri. Perusahaan biasanya tidak membayar dividen atau walaupun membayar nilainya relatif

kecil, melainkan menginvestasikan keuntungan yang diperoleh untuk mendanai ekspansinya.

Contoh: Perusahaan berbasis teknologi (*Microsoft, Acer, atau Dell Computer*), di Indonesia (PT. Indosat Tbk atau PT. Excelcomindo Tbk)

2. Saham Bernilai (*Income stocks*)

Saham umum yang cenderung lebih tua, dimiliki oleh perusahaan yang sudah mapan (*mature*) yang membayar dividen cukup tinggi dan yang tidak tumbuh secara cepat.

Contoh: PT. Astra Internasional Tbk, PT. Telkom Tbk

3. Saham dengan daya tarik tinggi dan likuid (*Bluechip stocks*)

Saham umum perusahaan besar yang memiliki kemampuan finansial mapan dengan sejarah pembayaran dividen yang bagus dan memiliki pertumbuhan keuntungan yang konsisten.

Contoh: PT. HM. Sampurna Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, PT. Unilever Indonesia, Tbk.

4. Saham Spekulasi (*Speculative stocks*)

Saham jenis ini cenderung lebih berisiko dan memiliki tingkat volatilitas jangka pendek yang tinggi. Kebalikan dari *blue-chip stocks*.

Contoh: PT. Adhi Chandra Automotive Tbk, PT. Centrin Online Tbk, PT. Infoasia Teknologi Global Tbk.

5. Saham Musiman (*Cyclical stocks*)

Saham-saham yang cenderung bergerak mengikuti siklus usaha (*business cycle*). Bila perekonomian sedang baik, saham berjenis inipun akan baik,

sebaliknya bila perekonomian mengalami resesi saham jenis inipun akan terimbas dan juga mengalami penurunan harga.

Contoh: Di Amerika (Ford Motor Company), di Indonesia (PT. Matahari Putra Prima Tbk, PT. Ramayana Lestari Tbk.)

6. Saham Bertahan (*Defensive stocks*)

Saham jenis ini biasanya dapat bertahan dengan baik pada saat perekonomian sedang resesi atau kondisi ekonomi secara umum kurang baik. Tetapi sebaliknya kurang berprestasi baik saat perekonomian sedang membaik. Kebalikan dari *cyclical stocks*.

Contoh: Saham perusahaan pembuat *spare-part* kendaraan bermotor, seperti PT. Astra Otopart, Tbk.

2.3 Return Saham

Seandainya seorang investor menginvestasikan dananya pada *financial asset* dalam instrumen investasi saham, maka investor tersebut turut memiliki penyertaan modal perusahaan. Kepemilikan atas saham suatu perusahaan berarti ikut menikmati keuntungan dan kerugiannya sesuai dengan banyaknya modal yang disetorkan kepada perusahaan.

Definisi *return* menurut **Fahmi dan Hadi (2009:151)** adalah:

“Keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya.

Kemudian menurut **Jogiyanto (2003:109)**, definisi *return* adalah:

“*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.”

Return realisasi merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* historis juga berguna sebagai dasar perhitungan *return* ekspektasi dan risiko di masa yang akan datang.

Menurut **Jones (2004:140)**, komponen *return* terdiri dari:

1. *Yield*: arus kas periodik (atau pendapatan) pada investasi, baik bunga atau dividen.
2. *Capital gain (loss)*: apresiasi (atau depresiasi) dalam harga aset.

Yield merupakan pemberian secara periodik oleh perusahaan dalam bentuk uang tunai kepada investor. Pemberian *yield* ini merupakan kebijakan manajemen perusahaan. *Yield* biasanya diharapkan untuk investasi jangka panjang.

Sedangkan yang dimaksud dengan *capital gain (loss)* adalah selisih perubahan harga yang terjadi pada saat dibeli dengan saat saham tersebut dijual di kemudian hari. *Return* ini diharapkan pada investasi jangka pendek.

Dari uraian di atas, hasil (*return*) yang diperoleh investor dari hasil investasi saham terdiri dari dua komponen yaitu *capital gain* dan dividen yang merupakan penghasilan tambahan sehingga *return* saham dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad t = 1, 2, 3, \dots, n$$

Sumber: Jogiyanto, (2003:111)

Dimana:

- $R_{i,t}$ = *return* dari saham i selama periode t investasi
- $D_{i,t}$ = *cash* dividen dibagikan untuk saham i pada akhir periode investasi
- $P_{i,t}$ = harga saham (*closing price*) untuk saham i pada akhir periode investasi
- $P_{i,t-1}$ = harga saham (*closing price*) untuk saham i pada awal periode investasi

Perlu sekali diingat dalam hal ini yaitu jumlah observasi *return* akan menghasilkan satu observasi lebih kecil daripada jumlah observasi harga. Hal ini terjadi karena data harga di awal observasi hanya menjadi suatu bahan perhitungan *return* bagi periode selanjutnya sedangkan nilai *return* pada periode awal observasi tidak dapat dihitung (ditulis NA).

Formula di atas mengukur *rate of return* yang sifatnya historis, pada kenyataannya *return* aktual tidak dapat diketahui dengan pasti pada saat investor melakukan analisis investasi atas rencana investasinya sehingga investor hanya dapat menerima *apriori expectations*. Oleh karena itu keputusan investasi dalam menanamkan dananya didasarkan atas perkiraan *return* yang akan diperoleh (*expected return*). Pada kenyataannya *actual return* tidak selalu sama dengan *expected return*, semakin besar perbedaannya maka semakin besar pula risikonya.

Gitman (2009:243) mendefinisikan *expected return* sebagai berikut:

“Expected return is the most likely return on asset.”

Artinya keuntungan yang diharapkan adalah *return on asset* yang paling memadai.

Definisi di atas dapat dinyatakan dalam bentuk formula sebagai berikut:

$$\bar{k} = \sum_{i=1}^n k_i \times Pr_i \quad i = 1, 2, 3, \dots, n$$

Dimana,

- \bar{k} = *expected value of return*
- k_i = *return* untuk kejadian i
- Pr_i = kemungkinan kejadian dari kemunculan i
- n = jumlah kejadian yang dipertimbangkan

Rumus di atas menunjukkan bahwa investor mampu memperkirakan probabilitas dari masing-masing *rate of return*. Apabila investor tidak dapat memperkirakan *rate of return* yang akan diperoleh, maka *rate of return* dihitung dengan membagi jumlah *rate of return* selama periode pengamatan dengan jumlah periode pengamatan.

Keadaan tersebut dapat dituliskan dalam rumus sebagai berikut:

$$E_{(ri)} = \sum_{j=1}^n \frac{R_{i,j}}{N} \quad j = 1, 2, 3, \dots, n$$

Sumber: Elton, (2007:46)

Dimana,

- $E_{(ri)}$ = *expected return* saham i
- $R_{i,j}$ = *rate of return* saham i
- N = jumlah periode pengamatan

2.4 *Abnormal Return*

Studi peristiwa (*event studies*) menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa.

Definisi *Abnormal Return* menurut **Jogiyanto (2003:434)** adalah:

“Selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi”

Definisi di atas dapat dinyatakan dalam bentuk formula sebagai berikut:

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

Dimana,

- $RTN_{i,t}$: *Return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t
 $R_{i,t}$: *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t
 $E(R_{i,t})$: *Return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

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

Sumber: Jogiyanto (2003:434)

Sedang *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi.

Mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi sebagai berikut:

1. Mean-Adjusted Model

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted returns*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi **Jogiyanto (2003:434)**. Formulasnya adalah sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i$$

Sumber: Tandelilin (2010)

Dimana,

- $AR_{i,t}$: *Return* tak normal sekuritas i pada hari t
- $R_{i,t}$: *Return* aktual sekuritas i pada hari t
- \bar{R}_i : Rata-rata *return* sekuritas i selama sekian hari sebelum hari t

2. Market-Adjusted Model

Model disesuaikan-pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut **Jogiyanto (2003:445)**. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar, persamaannya adalah:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

Sumber: Tandelilin (2010)

Dimana,

$AR_{i,t}$: *Return* tak normal sekuritas i pada hari t

$R_{i,t}$: *Return* aktual sekuritas i pada hari t

$R_{M,t}$: *Return* pasar pada hari t

3. Market Model

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela **Jogiyanto (2003:439)**. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut:

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

Sumber: Jogiyanto (2003:440)

Dimana,

$R_{i,j}$: *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i : *Intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i : Koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

$R_{M,j}$: *Return* indeks pasar

$\varepsilon_{i,j}$: Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

2.5 Risiko Investasi Saham

Dalam praktik investasi yang riil, semua jenis investasi mengandung unsur ketidakpastian. Ketidakpastian inilah yang menjadi dasar adanya risiko dalam investasi. Demikian pula pada instrumen investasi saham di pasar modal. Semua keputusan investasi merupakan pengalokasian sumber daya dengan cara rasional untuk memperoleh hasil di masa datang. Oleh karena hasil di masa datang dipengaruhi oleh ketidakpastian maka investasi akan selalu mengandung risiko. Dalam investasi, risiko tidak dapat dipisahkan dengan hasil atau *expected return*. *Expected return* yang tinggi selalu memiliki risiko yang tinggi pula, demikian pula sebaliknya.

Dalam hubungannya dengan investasi saham, risiko menurut **Jones (2004:142)** sebagai berikut:

“Risk was defined as the chance that the actual outcome from an investment will differ from the expected outcome”

Artinya risiko didefinisikan sebagai kemungkinan hasil investasi aktual akan berbeda dari hasil yang diharapkan.

Risiko menurut **Gumanti (2011:50)** adalah:

“Risiko diartikan sebagai kemungkinan mengalami kerugian, yang biasanya diukur dalam bentuk kemungkinan (*probability*) bahwa beberapa hasil akan muncul yang bergerak dalam kisaran sangat baik (misalnya, asetnya berlipat ganda) ke sangat buruk (misalnya, asetnya menjadi tidak bernilai sama sekali).”

Masih menurut **Gumanti (2011:50)** definisi dari risiko adalah:

“Kemungkinan terjadinya kerugian yang akan dialami investor atau ketidakpastian atas *return* yang akan diterima di masa mendatang.”

Dari definisi-definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa seorang investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukannya. Dalam keadaan semacam inilah dapat dikatakan investor menghadapi risiko. Yang dapat dilakukan investor adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang. Penyebaran nilai dari tingkat hasil yang diharapkan atau *expected return* inilah yang disebut sebagai risiko.

Banyak metode yang dapat digunakan untuk mengekspresikan besarnya risiko, meskipun tidak ada metode yang standar atau pasti tetapi sebagian besar risiko diekspresikan dalam bentuk probabilitas atau dalam bentuk *varians* (standar deviasi) *varians* atau standar deviasi mengukur sejauh mana *expected return* menyimpang dari aktual *return*.

Risiko yang dinyatakan dalam bentuk *varians* dirumuskan sebagai berikut:

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^n P_{ij} (R_{ij} - E(R_i))^2 \quad j = 1, 2, 3, \dots, n$$

Sumber: Elton (2007:48)

Dimana,

- σ_i^2 = *varians return* saham i
- $E(R_i)$ = *average return* saham i
- R_{ij} = *actual rate of return* saham i
- P_{ij} = *probability outcome*

Apabila probabilitas kejadian *rate of return* sama, maka menurut

Husnan (2005:53) perhitungannya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^n \frac{(R_{ij} - E(R_i))^2}{N} \quad j = 1, 2, 3, \dots, n$$

- σ_i^2 = varians *return* saham i
- $E(R_i)$ = *average return* saham i
- R_{ij} = *actual rate of return* saham i
- N = jumlah periode pengamatan

2.6 Hubungan Risiko dan *Return* Investasi

Risk and return merupakan kondisi yang dialami oleh perusahaan, institusi dan individu dalam keputusan investasi baik kerugian ataupun keuntungan dalam suatu periode akuntansi.

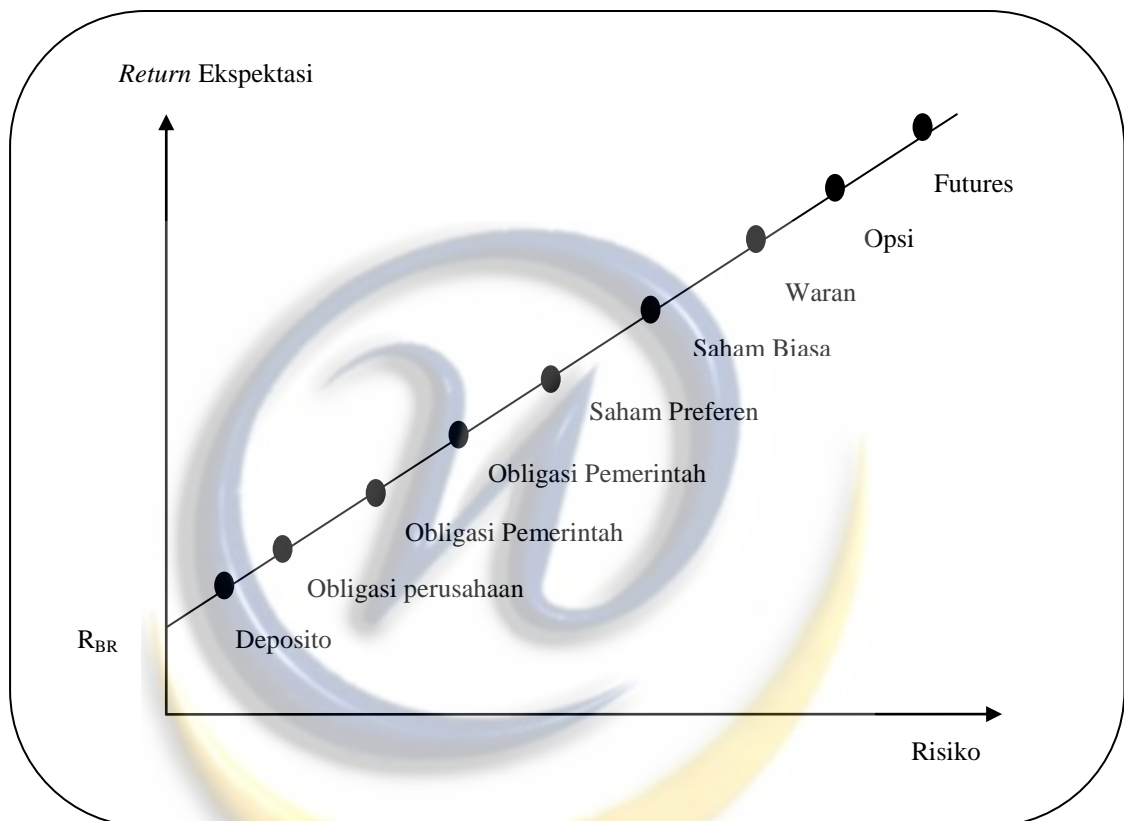
Dalam hubungannya antara *return* suatu investasi dan risiko menurut **Jogiyanto (2003:144)** sebagai berikut:

“*Return* ekspektasi dan risiko mempunyai hubungan yang positif. Semakin besar risiko suatu sekuritas semakin besar pula *return* yang diharapkan. Sebaliknya semakin kecil *return* yang diharapkan, semakin kecil risiko yang harus ditanggung.”

Hubungan positif ini dalam **Jogiyanto (2003:144)** hanya berlaku untuk *return* ekspektasi atau *ex-ante return (before the fact)*, yaitu untuk *return* yang belum terjadi. Sedangkan untuk *return* yang sudah terjadi, hubungan positif ini menjadi tidak berlaku. Untuk pasar yang tidak rasional, kadangkala *return* realisasi yang tinggi tidak mesti mempunyai risiko yang tinggi pula. Bahkan

keadaan sebaliknya dapat terjadi, yaitu *return* realisasi yang tinggi hanya mempunyai risiko yang kecil.

Gambar 2.2 Hubungan Positif antara *Return* Ekspektasi dengan Risiko



Sumber: Jogiyanto (2003:145)

2.7 Pasar Modal

2.7.1 Pengertian Pasar Modal

Apabila seorang investor memutuskan untuk investasi dalam *financial assets* berupa sekuritas, maka dapat dikatakan investor tersebut turut berkecimpung dalam pasar modal.

Definisi pasar modal menurut **Gumanti (2011:77)** sebagai berikut:

“Suatu jaringan yang kompleks dari individu, lembaga, dan pasar yang timbul sebagai upaya dalam mempertemukan mereka yang memiliki uang (dana) untuk melakukan pertukaran efek dan surat berharga.”

Kemudian definisi pasar modal menurut **Fahmi dan Hadi (2009:41)** ialah:

“Tempat dimana berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau untuk memperkuat dana perusahaan.”

Jadi, pasar modal merupakan suatu tempat bertemunya berbagai pihak yang menawarkan dan membutuhkan dana. Pasar modal merupakan suatu penemuan yang sangat berguna bagi kehidupan manusia di suatu negara, karena keberadaannya dapat menaikkan tingkat standar hidup masyarakat, meningkatkan pertumbuhan modal, menciptakan lapangan kerja, meningkatkan pendapatan, dan memungkinkan pemanfaatan serta modifikasi pola konsumsi secara lebih baik. Meskipun demikian terdapat juga negara-negara yang tidak membentuk pasar modal karena pertimbangan politik, sosial, dan ekonomi.

2.7.2 Fungsi Pasar Modal

Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara. Pasar modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen keuangan jangka panjang, seperti obligasi, saham dan sebagainya.

Menurut **Martalena dan Malinda (2011:3)** pasar modal memiliki peranan yang penting dalam perekonomian suatu negara karena memiliki empat fungsi, yaitu:

1. Fungsi *Saving*

Pasar modal dapat menjadi alternatif bagi masyarakat yang ingin menghindari penurunan mata uang karena inflasi.

2. Fungsi Kekayaan

Masyarakat dapat mengembangkan nilai kekayaan dengan berinvestasi dalam berbagai instrumen pasar modal yang tidak akan mengalami penyusutan nilai sebagaimana yang terjadi pada investasi nyata, misalnya rumah atau perhiasan.

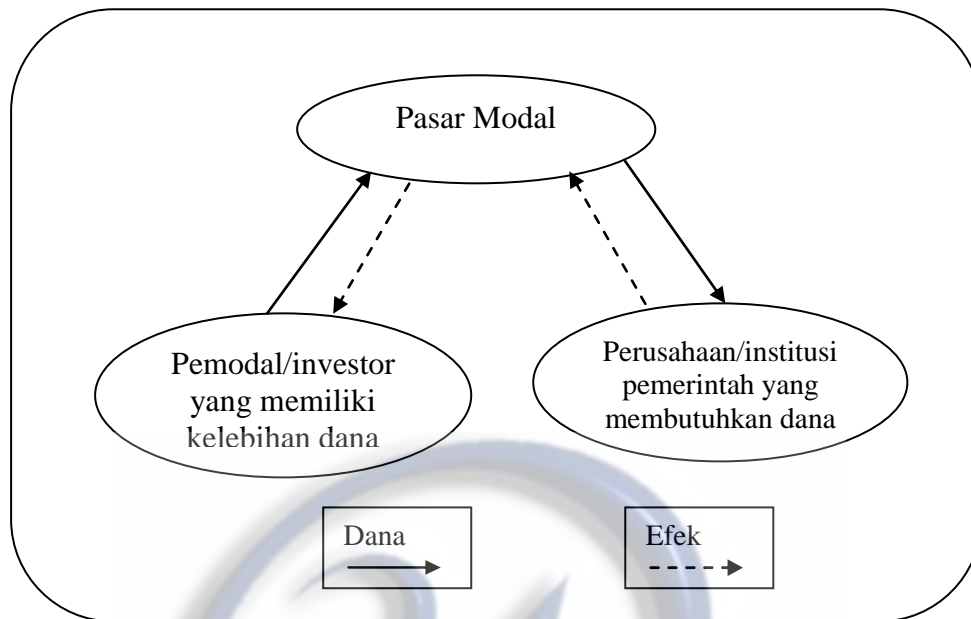
3. Fungsi Likuiditas

Instrumen pasar modal pada umumnya mudah untuk dicairkan sehingga memudahkan masyarakat memperoleh kembali dananya dibandingkan rumah dan tanah.

4. Fungsi Pinjaman

Pasar modal merupakan sumber pinjaman bagi pemerintah maupun perusahaan membiayai kegiatannya.

Gambar 2.3 Aliran Dana dan Efek dalam Pasar Modal



Sumber : Martalena dan Malinda (2011:5)

Pihak yang membutuhkan dana, baik itu perusahaan maupun pemerintah, menerbitkan instrumen berupa saham dan obligasi untuk dapat memenuhi kebutuhan dana. Sementara di pihak lain, ada pihak yang memiliki kelebihan dana dan menginvestasikannya di pasar modal, baik secara langsung ke saham dan obligasi maupun pada instrumen turunannya.

2.7.3 Instrumen Pasar Modal

Dalam pasar modal, banyak instrumen yang ditawarkan, antara lain saham, obligasi, reksadana, dan lain-lain. Setiap instrumen memiliki karakteristik, keuntungan dan risiko yang berbeda-beda. Menurut **Martalena dan Malinda (2011:18)** instrumen pasar modal yang umumnya diperdagangkan antara lain:

Tabel 2.2 Instrumen Pasar Modal Indonesia

Instrumen	Definisi	Keuntungan	Risiko
Saham	Sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Capital gain</i> - Dividen 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Capital loss</i> tidak ada pembagian dividen - Risiko likuidasi - <i>Delisting</i> dari bursa efek
Obligasi	Efek bersifat hutang	<ul style="list-style-type: none"> - Bunga dengan jumlah serta waktu yang telah ditetapkan - <i>Capital gain</i> - Dapat dikonversi menjadi saham (untuk obligasi konversi) - Memiliki hak klaim pertama pada saat emiten dilikuidasi 	<ul style="list-style-type: none"> - Gagal bayar - Risiko tingkat suku bunga (<i>interest rate risk</i>) - <i>Capital loss</i> - <i>Callability</i>
Bukti <i>right</i> (hak memesan efek terlebih dahulu)	Sekuritas yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham baru perusahaan dengan harga dan dalam periode tertentu	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Capital gain</i> dengan <i>leverage</i>, jika bukti <i>right</i> ditukar dengan saham baru. - <i>Capital gain</i> yang diperoleh di pasar sekunder 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Capital loss</i> dengan <i>leverage</i> - <i>Capital loss</i> yang diperoleh di pasar sekunder
Waran	Merupakan sekuritas yang melekat pada penerbitan saham maupun obligasi yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham perusahaan dengan harga dan pada jangka waktu tertentu	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Capital gain</i> dengan <i>leverage</i>, jika waran dikonversikan menjadi saham baru - <i>Capital gain</i> yang diperoleh di pasar sekunder 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Capital loss</i> dengan <i>leverage</i> - <i>Capital loss</i> yang diperoleh di pasar sekunder

Instrumen	Definisi	Keuntungan	Risiko
Reksadana	Saham, obligasi, atau efek lain yang dibeli oleh sejumlah investor dan dikelola oleh sebuah perusahaan investasi profesional	<ul style="list-style-type: none"> - Tingkat pengembalian yang potensial - Pengelolaan dana oleh manajemen yang profesional 	<i>Capital loss</i> , risiko likuidasi pada reksadana tertutup

2.7.4 Pelaku Pasar Modal

Secara umum pelaku-pelaku yang berkaitan langsung dengan keberadaan pasar modal ada beberapa pihak. Di pasar modal Indonesia, dikenal setidaknya ada tujuh perilaku pasar. Di negara-negara lain, yang dalam ini adalah negara barat (negara maju) jumlah pelaku pasar modal bisa lebih banyak lagi, karena tingkat kompleksitas yang lebih tinggi. Pihak-pihak yang terkait dalam kegiatan pasar modal Indonesia, dalam **Gumanti (2011:70)** yaitu:

1. Perusahaan Efek

Perusahaan efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek, dan/atau manajer investasi.

2. Penjamin Emisi

Penjamin emisi efek adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.

3. Perantara Pedagang Efek

Perantara pedagang efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.

4. Manajer Investasi

Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

5. Biro Administrasi Efek

Biro Administrasi Efek (BAE) adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan pemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek.

6. Bank Kustodian

Bank kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan kolektif dan harta lainnya yang berkaitan dengan efek.

7. Wali Amanat

Wali amanat (*trustee*) adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang.

8. Pemeringkat Efek

Perusahaan pemeringkat efek adalah pihak yang menerbitkan peringkat-peringkat bagi surat utang (*debt securities*), seperti obligasi dan *commercial paper*.

9. Akuntan

Akuntan publik adalah pihak yang memberikan pendapat atas kewajaran, dalam semua hal yang material, posisi keuangan, hasil usaha serta arus kas sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum.

10. Konsultan Hukum

Konsultan hukum membantu emiten dalam hal-hal yang berkaitan dengan aspek hukum (*legal*) baik internal maupun eksternal.

11. Penilai

Penilai atau disebut juga *appraisal (valuer)* adalah pihak yang melakukan penilaian terhadap aset tetap perusahaan. Penilai berperan dalam membantu emiten menentukan nilai wajar suatu aset sesuai dengan kriteria dan kondisi yang rasional.

12. Notaris

Notaris adalah pejabat umum yang berwenang membuat akta anggaran dasar dan akta perubahan anggaran dasar termasuk pembuatan perjanjian emisi efek, perjanjian antar penjamin emisi efek dan perjanjian agen penjual.

2.8 Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Dengan adanya indeks, kita dapat mengetahui *trend* pergerakan saham saat ini, apakah sedang naik, stabil atau turun.

Di Bursa Efek Indonesia saat ini memiliki lima macam indeks harga saham dalam **Gumanti (2011:72)**, yaitu:

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau *Composite Stock Price Index*, menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen penghitungan indeks. IHSG pertama kali diperkenalkan pada tanggal 1 April 1983 sebagai indikator pergerakan harga saham yang tercatat di Bursa, baik saham biasa maupun saham preferen. Hari dasar penghitungan indeks adalah tanggal 10 Agustus 1982 dengan nilai 100, sedangkan jumlah saham yang tercatat pada waktu itu adalah sebanyak 13 saham. IHSG biasa digunakan sebagai proksi dalam pengukuran risiko pasar dalam model analisis harga saham. IHSG mencerminkan pergerakan perubahan harga saham harian seluruh saham yang tercatat di bursa saham Jakarta.

2. Indeks Sektoral

Indeks sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor. Semua saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) diklasifikasikan ke dalam sembilan sektor menurut klasifikasi industri yang telah ditetapkan BEI. Indeks sektoral diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996

dengan nilai awal indeks 100 untuk setiap sektor dan menggunakan hari dasar tanggal 28 Desember 1995.

Tabel 2.3 Penggolongan Sektor dan Sub-Sektor Perusahaan di BEI

No	Sektor	Sektor
1	Pertanian	<ul style="list-style-type: none"> • Perkebunan • Peternakan • Perikanan • Lainnya
2	Pertambangan	<ul style="list-style-type: none"> • Pertambangan Batu Bara • Pertambangan Minyak dan Gas Bumi • Pertambangan Logam dan Mineral lainnya • Pertambangan Batu-batuan
3	Industri Dasar dan Kimia	<ul style="list-style-type: none"> • Semen • Keramik, Porselen, dan Kaca • Logam dan Sejenisnya • Kimia • Plastik dan Kemasan • Pakan Ternak • Kayu dan Pengolahannya • Pulp dan Kertas
4	Aneka Industri	<ul style="list-style-type: none"> • Otomotif dan Komponennya • Tekstil dan Garmen • Alas Kaki • Kabel • Lainnya
5	Industri Barang Konsumsi	<ul style="list-style-type: none"> • Makanan dan Minuman • Rokok • Farmasi • Kosmetik dan Barang Keperluan Rumah Tangga • Peralatan Rumah Tangga
6	Properti dan <i>Real Estate</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Properti dan <i>Real Estate</i> • Konstruksi Bangunan
7	Transportasi, Utilitas, dan Infrastruktur	<ul style="list-style-type: none"> • Energi • Telekomunikasi • Transportasi • Konstruksi Non-bangunan

No	Sektor	Sektor
8	Keuangan	<ul style="list-style-type: none"> • Bank • Lembaga Pembiayaan • Perusahaan Efek • Asuransi • Lainnya
9	Perdagangan, Jasa dan Investasi	<ul style="list-style-type: none"> • Perdagangan Besar Barang Konsumsi • Perdagangan Eceran • Restoran, Hotel dan Pariwisata • Advertising, Printing dan Media • Jasa Komputer dan Perangkatnya • Perusahaan Investasi • Lainnya

Sumber: Gumanti (2011:74)

3. Indeks LQ45

Indeks LQ45 terdiri atas 45 saham dengan likuiditas (*liquidity*) tinggi, yang diseleksi melalui beberapa kriteria pemilihan. LQ45 dibaca Likuid 45. Saham-saham perusahaan yang masuk ke dalam kelompok ini dikenal dengan sebutan saham *blue chip*. Untuk dapat masuk dalam pemilihan, suatu saham harus memenuhi kriteria-kriteria tertentu. Berikut ini adalah kriteria-kriteria yang harus dipenuhi oleh calon perusahaan yang akan masuk LQ45 dalam **Gumanti (2011:73)** :

- a. Masuk dalam urutan 60 terbesar dari total transaksi saham di Pasar Reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir),
- b. Urutan berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata nilai kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir),
- c. Telah tercatat di BEI selama paling sedikit 3 (tiga) bulan,

- d. Kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi, dan jumlah hari transaksi di Pasar Reguler tertinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lain.

Bursa Efek Indonesia secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam penghitungan LQ45. Setiap 3 (tiga) bulan kajian (*review*) pergerakan ranking saham akan digunakan dalam perhitungan LQ45. Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria seleksi LQ45, maka saham tersebut dikeluarkan dari penghitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang memenuhi kriteria. Hal ini akan terus dilakukan, sehingga konsistensi terpenuhinya kriteria untuk masuk ke dalam LQ45 dapat terjaga.

4. Jakarta Islamic Index (JII)

Jakarta Islamic Index (JII) terdiri atas 30 saham perusahaan yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan Syariah Islam. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam JII melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Management.

Untuk dapat terpilih dan masuk dalam perhitungan indeks Islam, setiap saham yang akan dijadikan calon harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

- a. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 (tiga) bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar),

- b. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun dan yang memiliki rasio kewajiban terhadap aset maksimal sebesar 90 persen,
- c. Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir,
- d. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

Pengkajian ulang dilakukan setiap 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan dimonitor secara terus menerus berdasarkan data-data publik yang tersedia. Oleh karena itu, pada setiap penggolongan, perusahaan-perusahaan yang terpilih bisa berganti-ganti sesuai dengan hasil seleksi yang ada.

5. Indeks Individual

Indeks harga saham individual menggambarkan suatu rangkaian informasi historis mengenai pergerakan harga masing-masing saham, sampai pada tanggal tertentu. Biasanya pergerakan harga saham tersebut disajikan setiap hari, berdasarkan harga penutupan di bursa pada hari tersebut. Indeks tersebut disajikan untuk periode tertentu. Yang dalam hal ini mencerminkan suatu nilai yang berfungsi sebagai pengukuran kinerja suatu saham di bursa efek.

2.9 Pasar Efisien

Efisiensi pasar modal ditentukan oleh seberapa besar pengaruh informasi yang relevan. Adanya berbagai situasi maupun kondisi yang berbeda di antara negara yang satu dengan yang lainnya, menyebabkan efisiensi pasar pada suatu negara akan berbeda dengan negara yang lain.

Menurut **Jones (2004:314)** yang dimaksud pasar efisien sebagai berikut:

“A market in which prices of securities quickly and fully reflect all available information.”

Artinya bahwa sebuah pasar di mana harga sekuritas dengan cepat dan sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia.

Konsep pasar yang efisien dalam **Tandelilin (2010:219)** lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia baik informasi di masa lalu (misalkan laba perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (misal, jika banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik).

Adapun kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien menurut **Tandelilin (2010:220)** sebagai berikut:

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham. Di samping itu mereka merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas,
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah,
3. Informasi yang terjadi bersifat *random*,
4. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Jika kondisi-kondisi tersebut terpenuhi maka akan terbentuk suatu pasar yang para investornya dengan cepat melakukan penyesuaian harga sekuritas ketika terdapat informasi baru di pasar (informasi ini terjadi secara *random*), sehingga harga-harga sekuritas di pasar tersebut akan secara cepat dan secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia.

Dalam kaitannya dengan efisiensi pasar modal, **Fama (1970)** sebagaimana dikutip oleh **Husnan (2005:265)**, mengklasifikasikan informasi menjadi tiga tipe, yaitu: (i) perubahan harga di waktu yang lalu (*past price changes*), (ii) informasi yang tersedia kepada publik (*public information*), (iii) informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak (*public and private information*).

Tiga macam bentuk atau tingkatan untuk menyatakan efisiensi pasar modal dijelaskan oleh **Fahmi dan Hadi (2009:185)** sebagai berikut:

1. Efisiensi Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Hipotesis pasar modal bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu. Bila tingkat efisiensi bentuk lemah ini tercapai, berarti tidak seorang investor pun mendapat keuntungan di atas normal (*abnormal return*), dengan mempelajari gerakan harga-harga sekuritas historis untuk memprediksi gerakan dan arah harga sekuritas pada periode yang akan datang karena gerakan harga sekuritas tersebut bersifat acak (*random walk*), sehingga sangat sulit memprediksi arah perubahan harga periode yang akan datang.

2. Efisiensi Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong Form*)

Hipotesis pasar dalam bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Informasi publik akan tercermin ke dalam harga saham secara cepat dan tidak bias. Investor tidak akan dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*), dengan membeli saham atas dasar suatu publikasi.

3. Efisiensi Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang relevan yang tersedia tercermin dalam harga saham. Jadi baik informasi yang telah dipublikasikan maupun yang belum dipublikasikan (*private information*) akan tercermin dalam harga saham. Dalam keadaan

seperti ini tidak seorang investor pun dapat memperoleh *abnormal return* (*excess return*) dengan menggunakan informasi apapun.

2.10 Anomali Pasar

2.10.1 Pengertian Anomali Pasar

Anomali pasar muncul pada semua bentuk pasar efisien, baik bentuk lemah, semi-kuat, maupun kuat. Anomali pasar ini didefinisikan oleh **Gumanti (2011:342)** sebagai berikut:

“Suatu kejadian (peristiwa) yang dapat dieksploitasi untuk menghasilkan *abnormal return/profits*.”

Penelitian awal tentang efisiensi pasar modal umumnya menunjukkan berlakunya hipotesis pasar yang efisien di berbagai pasar modal, baik dalam tingkatan lemah maupun setengah kuat. Meskipun demikian beberapa penelitian lebih akhir menunjukkan adanya berbagai anomali tentang efisiensi pasar modal.

Anomali ini dimanfaatkan oleh beberapa investor untuk memperoleh *excess return*, karena anomali ini merupakan celah adanya ketidakefisienan harga (*pricing inefficiency*) di pasar modal.

2.10.2 Jenis-Jenis Anomali

Selain *January effect*, ada beberapa macam anomali yang dikenal. Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar **Gumanti (2011:343)** yaitu sebagai berikut:

Tabel 2.4 Jenis-Jenis Anomali Pasar

Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
Anomali Peristiwa	1. <i>Analysts' Recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun.
	2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh <i>insiders</i> , semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.
	3. <i>Listings</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di Bursa.
	4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah <i>Value Line</i> menempatkan sekuritas perusahaan pada kelompok nomor 1.
Anomali Musiman	1. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama (awal bulan).
	2. <i>Week-end</i>	Harga sekuritas cenderung naik hari Jum'at dan turun hari Senin.
	3. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan.
	4. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari-hari akhir tiap bulan.
	5. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai.
	6. <i>Holidays</i>	Ditemukan <i>return</i> positif pada hari terakhir sebelum liburan.
Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	<i>Return</i> pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.
	2. <i>Closed-end Mutual Funds</i>	<i>Return</i> pada <i>close-end funds</i> yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi.
	3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan <i>return</i> lebih tinggi.
	4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki <i>return</i> lebih tinggi.

Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
Anomali Akuntansi	1. <i>P/E</i>	Saham dengan <i>P/E ratio</i> rendah cenderung memiliki <i>return</i> yang lebih tinggi.
	2. <i>Earnings Surprise</i>	Saham dengan capaian <i>earnings</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan diumumkan cenderung terus mengalami peningkatan harga.
	3. <i>Price/Sales</i>	Jika rasio <i>price to sales</i> nya rendah, saham perusahaan cenderung berkinerja lebih baik.
	4. <i>Price/Book</i>	Jika rasio <i>price to book</i> nya rendah, saham perusahaan cenderung berkinerja lebih baik.
	5. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> dividen-nya tinggi, saham perusahaan cenderung berkinerja lebih baik.
	6. <i>Earnings Momentum</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan <i>earnings</i> nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.

2.10.3 Anomali Kalender *January Effect*

Banyak penelitian menemukan bahwa pada bulan Januari terdapat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya dan ini biasanya terjadi pada saham yang nilainya kecil (*small stock*) **Tandelilin (2010:230)**.

Jones (2004:332) mengemukakan bahwa:

“The observed tendency for small-cap stocks to be higher in January than in other months.”

Artinya bahwa kecenderungan pengamatan saham berkapitalisasi kecil lebih tinggi pada bulan Januari dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya.

Dalam penelitian yang dilakukan Rozeff dan Kinney (1970) melaporkan bahwa *return* yang lebih besar di *New York Stocks Exchange* (NYSE) pada tahun 1904-1974 terjadi di bulan Januari. Penelitian oleh Gultekin dan Gultekin (1983) menunjukkan bahwa *return* saham di beberapa negara juga mengalami kenaikan

pada bulan Januari. Penjelasan yang paling sering digunakan untuk anomali kalender *January effect* ini adalah *tax selling loss hypothesis*: investor yang mengalami kerugian di bulan Desember menjual sahamnya untuk menghilangkan pajak dan melakukan pembelian di bulan Januari. Saham yang mengalami kerugian akan turun harganya di bulan Desember dan akan naik di bulan Januari.

Rendra (2004) melakukan penelitian mengenai efek Januari pada Bursa Efek Jakarta. Pada penelitian tersebut ditemukan adanya efek Januari pada tahun penelitian 1997 hingga 2001 dengan membandingkan *return* antara bulan Januari dan bulan Desember. Efek Januari ditemukan pada perusahaan berskala sedang dan besar, akan tetapi tidak terjadi di perusahaan yang berskala kecil.

Wibowo dan Wahyudi (2005) melakukan penelitian pada IHSG BEJ selama tahun 1996 sampai 2004. Mereka menemukan bahwa anomali bulanan terbukti secara signifikan terjadi di Bursa Efek Jakarta, hal ini tercermin dari pola *return* pada bulan Juni dan Agustus yang berbeda dari nol yakni berada pada nilai negatif. Koefisien *return* untuk kedua bulan tersebut signifikan pada tingkat 5 persen. Akan tetapi tidak ditemukan efek Januari pada penelitian ini, hal ini tercermin dari tidak signifikannya *return* pada bulan Januari meski nilainya lebih besar dibandingkan dari sebelas bulan lainnya.

Fauzi (2007) melakukan penelitian mengenai *January effect* dan korelasi diantara tiga *emerging stock market Asia*, yaitu: *Shanghai Stock Exchange*, *Bombay Stock Exchange* dan *Jakarta Stock Exchange*. Penelitian ini dilakukan selama tahun 2000 hingga 2006. Pada penelitian tersebut tidak satupun dari pasar modal yang diuji mengalami fenomena *January effect*. Untuk penelitian terhadap

adanya korelasi diantara ketiga pasar modal tersebut ditemukan bukti bahwa untuk pasar modal yang mengalami pembatasan-pembatasan dari pemerintah seperti halnya *Shanghai Stock Exchange* maka korelasi antara pasar modal tersebut akan lemah. Sebaliknya untuk pasar modal yang tidak mengalami pembatasan-pembatasan seperti *Bombay Stock Exchange* dan *Jakarta Stock Exchange* maka korelasi di kedua pasar tersebut akan sangat kuat dan signifikan.

As'adah (2009) melakukan penelitian mengenai pengaruh *January effect* terhadap *abnormal return* dan volume perdagangan, pada saham yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) mulai bulan Desember 2003 hingga Januari 2008. Hasil dari penelitian tersebut ditemukan bahwa tidak ada korelasi antara *abnormal return* dengan *tax-loss selling* maupun *window dressing*, dengan kata lain tidak terdapat *January effect* dilihat dari *abnormal return* maupun volume perdagangan.

Rafique dan Shah (2012) melakukan penelitian *January effect* di Pasar Modal Pakistan. Mereka melakukan penelitian selama bulan Maret 1997 hingga Maret 2011, data diambil dari indeks KSE 100. Mereka menemukan bahwa *January effect* tidak terjadi di Pasar Modal Karachi, tetapi mereka menemukan *May effect* di pasar modal tersebut.