BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN

DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Pasar Modal

2.1.1.1 Pengertian Pasar Modal

Secara formal, definisi pasar modal menurut Suad Husnan (2004:3) adalah sebagai berikut:

> "Pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta"

Pengertian di atas senada dengan yang diungkapkan oleh Dahlan Siamat (1995:365) sebagai berikut:

> "Pasar modal atau *capital market* adalah pasar keuangan untuk dana-dana jangka panjang dan dalam arti sempit merupakan suatu tempat dalam pengertian fisik yang terorganisasi, di mana efek-efek diperdagangkan"

Menurut Pandji Anoraga dan Piji Pakarti (2006:5), pada hakikatnya pasar modal adalah :

> "Jaringan tatanan yang memungkinkan pertukaran klaim jangka panjang, penambahan *financial assets* (dan hutang) pada saat yang sama, memungkinkan para investor untuk mengubah dan menyesuaikan portofolio investasi (melalui pasar sekunder)."

Berdasarkan sejumlah pengertian dan pendapat di atas, maka dapat diperoleh gambaran bahwa pasar modal tidak hanya menyangkut tempat dalam arti fisik yang mempertemukan pihak yang kelebihan dana dan pihak yang membutuhkan dana saja, melainkan juga tempat dalam arti abstrak yang mempertemukan kedua belah pihak tersebut untuk terjadinya transaksi perdagangan aktiva keuangan jangka panjang. Surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk perseroan terbatas (PT), baik yang dimiliki swasta maupun pemerintah Dengan demikian, pasar modal berfungsi sebagai sumber pembiayaan dunia usaha dan alternatif untuk melakukan investasi bagi para investor maupun pemodal.

Pengertian pasar modal dan bursa efek merupakan dua hal yang berbeda, meskipun sebagian orang sering menganggap keduanya sebagai suatu hal yang sama. Berikut ini disajikan definisi bursa efek, menurut Weston dan Brigham (1994:253) yaitu:

> "Bursa efek atau *stock exchange* atau bursa utama (*organized security exchange*) adalah organisasi resmi yang mempunyai lokasi fisik yang nyata, yang memudahkan perdagangan sekuritas '*terdaftar*' "

Dalam Bab 1 pasal 1 Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal disebutkan definisi bursa efek sebagai berikut:

> "Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka"

Sebagai pihak/institusi penyelenggara perdagangan efek, bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisir karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak yang terkait di dalamnya. Sedangkan fungsi bursa efek sendiri menurut Jogiyanto (2003:24) antara lain :

> "Fungsi pasar modal antara lain *: pertama*, menjaga kontinuitas pasar, dan *kedua*, menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran"

Dari kedua pengertian di atas, ternyata memang ada perbedaan antara pasar modal dan bursa efek, di mana bursa efek sendiri merupakan tempat dalam arti fisik untuk terselenggaranya perdagangan efek. Dengan demikian, bursa efek merupakan bagian dari pasar modal atau merupakan sarana untuk menjalankan fungsi-fungsi pasar modal atau dapat dikatakan pula, bahwa bursa efek merupakan pasar modal dalam arti konkrit.

2.1.1.2 Karakteristik dan Jenis-Jenis Pasar Modal

Menurut Suad Husnan (2004:4-8), pasar modal memiliki beberapa karakteristik yang menjadi daya tariknya, yaitu:

1. Pasar modal diharapkan akan dapat menjadi alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan, di mana pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas yang berupa surat tanda hutang (obligasi) ataupun surat tanda kepemilikan (saham).
2. Pasar modal memungkinkan para investor mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi resiko mereka. Dengan adanya pasar modal, para investor dimungkinkan untuk melakukan diversifikasi, investasi, membentuk portofolio sesuai dengan resiko yang bersedia mereka tanggung dan tingkat keuntungan yang mereka harapkan. Dalam pasar modal yang efisien, hubungan yang positif antara resiko dan keuntungan diharapkan akan terjadi.
3. Dari sisi likuiditas pasar modal, di mana investor dapat memindahkan investasinya, misalnya minggu ini melakukan investasi pada industri

semen, dan menggantinya minggu depan pada industri farmasi. Hal ini akan memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien.
4. Dari sisi perusahaan yang memerlukan dana, pasar modal merupakan alternatif pendanaan eksternal dengan biaya yang lebih rendah daripada sistem perbankan.

Selanjutnya, secara garis besar pasar modal terbagi ke dalam beberapa jenis pasar. Menurut Weston dan Copeland (1995:98), pasar modal dapat diklasifikasikan sebagai berikut :

1. Pasar perdana (*primary market*) adalah pasar di mana untuk pertama kalinya sekuritas (saham dan obligasi) ditawarkan.
2. Pasar sekunder (*secondary market*) adalah pasar di mana kegiatan perdagangan saham dan obligasi tersebut selanjutnya dilakukan.

Hal ini sesuai dengan yang dijelaskan oleh Jogiyanto (2003:15),

> "bahwa surat berharga yang baru dikeluarkan oleh perusahaan dijual di pasar primer (*primary market*). Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan sudah *going public* (sekuritas tambahan ini sering disebut dengan *seasoned new issues*). Selanjutnya surat berharga yang sudah beredar diperdagangkan di pasar sekunder (*secondary market*)."

Pengertian pasar primer dan pasar sekunder juga dikemukakan oleh Elton & Gruber (1995:32) sebagai berikut:

> "*Primary markets are security markets where new issues of securities are initially sold. A secondary market is a market where securities are resold.*"

Selain kedua jenis pasar modal di atas, di beberapa bursa di dunia juga terdapat 2 tipe lain, yang merupakan penambahan wahana perdagangan dengan surat-surat berharga derivatif (jabaran) sebagai bagian dari kegiatan pasar modal utama mereka, sehingga jenis pasar modal menjadi bertambah, yaitu pasar ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*).

Jogiyanto (2003:15) menyatakan,

> "Pasar ketiga atau disebut juga pasar bebas surat berharga *(Over-the-Counter = OTC*) merupakan pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup. Pasar ketiga dijalankan oleh *broker* yang mempertemukan pembeli dan penjual pada saat pasar kedua tutup."

Weston dan Copeland (1995:99-100) menyatakan mengenai pasar ketiga dan keempat sebagai berikut:

> "Pasar ketiga (*third market*) merupakan istilah yang digunakan untuk semua kegiatan penjualan dan pembelian surat berharga yang tidak terjadi di bursa saham. Pasar ketiga memperdagangkan baik saham-saham perusahaan yang terdaftar di bursa maupun yang tidak terdaftar. Pasar keempat (*fourth market*) merupakan transfer langsung blok saham antara lembaga-lembaga investasi tanpa melalui pialang sebagai perantara."

Dengan demikian, pada pasar ketiga, aktivitas perdagangan dilakukan setelah pasar sekunder ditutup. Perbedaan mendasar antara pasar ketiga dan pasar keempat adalah dalam hal penggunaan dan tidak digunakannya peran perantara dalam perdagangan. Contoh pasar keempat ini misalnya Instinet yang dimiliki oleh Reuters yang menangani lebih dari satu milyar lembar saham tiap tahunnya.

2.1.1.3 Instrumen Investasi di Pasar Modal

Instrumen investasi di pasar modal pada prinsipnya adalah semua surat-surat berharga (efek) yang umum diperjualbelikan melalui pasar modal. Menurut Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 tanggal 4 Desember 1990, yang dikutip oleh Dahlan Siamat (1995:385), yang dimaksud dengan efek adalah:

> "Efek adalah setiap surat pengakuan hutang, surat berharga komersil, saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti hutang, *right, warrants,* opsi atau setiap *derivatife* dari efek atau setiap instrumen yang ditetapkan oleh Bapepam sebagai efek"

Sifat efek yang diperdagangkan di pasar modal (Bursa Efek) biasanya berjangka waktu panjang. Instrumen yang paling umum diperjualbelikan melalui Bursa Efek di Indonesia saat ini adalah saham dan obligasi. Mengenai saham sebagai fokus instrumen pasar modal dalam penelitian ini, maka akan dijelaskan secara khusus pada subbab berikutnya.

2.1.1.4 Pelaku-Pelaku Utama Dalam Pasar Modal

Kegiatan perdagangan efek tidak berbeda dengan kegiatan pasar pada umumnya, yang melibatkan pembelian dan penjualan. Jika investor ingin membeli atau menjual efek, mereka tidak dapat langsung membeli atau menjual efek di lantai bursa, melainkan harus melalui perusahaan pialang atau *broker* (anggota bursa). Perusahaan pialang akan bertindak sebagai pembeli dan penjual. Aktivitas jual dan beli saham di lantai bursa dilakukan perusahaan pialang melalui orang yang ditunjuk sebagai Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE).

Ada dua pelaku utama dalam pasar modal yaitu :

1. Emiten, adalah perusahaan yang memperoleh dana melalui pasar modal, di mana untuk mendapatkan modal tersebut, dilakukan penjualan saham atau pinjaman obligasi, dengan mencatatkan efeknya di pasar modal melalui mekanisme *go public.*
2. Investor, adalah masyarakat (individu atau lembaga) yang memberikan dananya pada perusahaan dengan membeli saham atau obligasi yang diterbitkan dan selanjutnya dijual oleh perusahaan yang bersangkutan.

Sedangkan semua pelaku dalam pasar modal seperti dikemukakan oleh Sawidji (1997:144) sesuai dengan penggolongannya adalah sebagai berikut:

1. Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal)
2. Bursa Efek
3. Lembaga Kliring Penyelesaian dan Penyimpanan
4. Reksadana
5. Perusahaan Publik, terdiri dari emiten dan bukan emiten yang memenuhi syarat sebagai perusahaan publik
6. Perusahaan Efek, terdiri dari:
   a. Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*)
   b. Perantara Pedagang Efek (*Broker*)
   c. Manajer Investasi (*Fund Manager*)
   d. Penasehat Investasi
7. Investor
8. Lembaga Penunjang Pasar Modal, terdiri dari:
   a. Tempat Penitipan Harta (*Custodian*)
   b. Biro Administrasi Efek
   c. Wali Amanat (*Trust Agent*)
   d. Penanggung
9. Profesi Penunjang Pasar Modal, terdiri dari:
   a. Akuntan
   b. Notaris
   c. Konsultan Hukum
   d. Perusahaan Penilai (*Appraiser*)

2.1.1.5 Perilaku Investor Dalam Pasar Modal

Para investor yang masuk ke pasar modal berasal dari berbagai macam kalangan masyarakat dengan berbagai tujuan. Jika ditinjau dari tujuannya, menurut Elton dan Gruber (1995:68), maka jenis investor dapat dibagi ke dalam empat kelompok sebagai berikut :

1. *Kelompok investor yang bertujuan memperoleh deviden*
   Kelompok ini mengincar perusahaan-perusahaan yang sudah stabil. Keadaan perusahaan yang demikian menjamin kepastian adanya keuntungan yang relatif stabil. Harapan utama kelompok ini adalah memperoleh deviden yang cukup dan terjamin setiap tahun. Pembagian deviden lebih penting daripada keuntungan untuk memperoleh *capital gain*.
2. *Kelompok investor yang bertujuan untuk berdagang*
   Harga saham di bursa tidak tetap, selalu berfluktuasi tergantung pada kekuatan permintaan dan penawaran saham tersebut. Perubahan harga ini menarik minat kalangan investor yang bertujuan untuk berdagang. Kelompok ini membeli saham dengan tujuan untuk memperoleh

keuntungan dari selisih positif harga beli dengan harga jual (*capital gain*). Pendapatan mereka bersumber dari jual beli saham tersebut.

3. *Kelompok investor yang berkepentingan dalam pemilikan saham perusahaan*.
   Bagi kelompok ini yang penting adalah ikut sertanya mereka sebagai pemilik perusahaan. Investor ini cenderung memilih saham perusahaan yang sudah mempunyai nama baik. Perubagan-perubahan harga saham yang kurang berarti tidak membuat investor menjadi gelisah untuk segera menjual saham.
4. *Kelompok* spekulator
   Kelompok ini lebih menyukai saham-saham perusahaan yang belum berkembang dengan baik. Pada umumnya, dalam setiap kegiatan pasar modal, *spekulator* mempunyai peranan untuk meningkatkan aktivitas pasar modal sekaligus meningkatkan likuiditas.

Dalam kaitannya dengan resiko (*risk*) dan utilitas yang diharapkan (*expected utility model*) dari investasi, Suad Husnan (2004:124) membagi perilaku/sikap investor ke dalam 3 golongan, yaitu:

1. *Risk averse*, yaitu investor yang tidak menyukai resiko, sehingga investor jenis ini akan menolak taruhan yang *fair*.
2. *Risk neutral*, yaitu investor yang netral terhadap resiko, sehingga investor akan bersikap *indifference* terhadap taruhan yang *fair*.
3. *Risk seeker*, yaitu investor yang menyukai resiko, sehingga akan memilih taruhan yang *fair*"

Adapun yang dimaksudkan Suad Husnan dengan pernyataan *utilitas yang diharapkan* adalah tidak selalu sama dengan tingkat keuntungan tertinggi yang diharapkan. Suad Husnan juga menyebut *risk seeker* sebagai "penjudi". Dengan demikian, nampak perbedaan antara "pemodal" dan "penjudi" sendiri.

2.1.1.6 Efisiensi Pasar Modal

Menurut Pandji Anoraga dan Piji Pakarti (2006:85), istilah efisiensi pasar modal (*market efficiency*) menunjukkan bahwa :

"informasi yang relevan mengenai pasar modal secara luas dan murah tersedia bagi investor, dan semua informasi yang mempengaruhi dan relevan sudah tercermin pada harga saham"

Menurut Jansen dan Smith dalam Pandji Anoraga dan Piji Pakarti (2006:83) menjelaskan,

"dan karena penyampaian informasi begitu sempurna, tidak mungkin bagi pemodal mana pun untuk memperoleh laba ekonomi (imbalan abnormal) dengan memanipulasi informasi yang tersedia khusus baginya."

Jogiyanto (2003:363) mengutip sejumlah pendapat ahli menyatakan mengenai definisi efisiensi pasar modal sebagai berikut :

> "Efisiensi pasar modal sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Secara detail, efisiensi pasar dapat didefinisikan dalam beberapa macam definisi, yaitu:(1) definisi pasar didasarkan pada nilai intrinsik sekuritas (Beaver:1989), (2) definisi efisiensi pasar didasarkan pada akurasi dari harga sekuritas (Fama:1970), (3) definisi efisiensi pasar didasarkan pada distribusi dari informasinya (Beaver:1989) dan (4) definisi efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamik (Jones:1995)."

Sri Handaru Yuliati dkk (1996:125) menyatakan,

> "Hipotesis pasar efisien atau *The Efficient Markets Hypothesis* (EMH) merupakan topik penting dalam manajeman keuangan. Efisiensi pasar modal merupakan salah satu indikator yang menentukan kualitas suatu pasar modal. Semakin tinggi derajat efisiensinya, maka kualitas pasar modal tersebut akan semakin baik."

Konsep efisiensi pasar modal ini mempunyai implikasi yang sangat penting baik bagi manajemen maupun investor. Menurut Weston dan Copeland (1995:285) :

> "Dalam pasar modal yang efisien, di mana harga saham cepat bereaksi terhadap informasi baru, maka para manajer harus mengawasi harga saham perusahaan mereka untuk mengetahui apa yang dipersepsikan oleh pasar tentang keputusan manajemen yang mereka ambil."

Menurut Sunariyah (2002:109),

"Efisiensi pasar modal akan mendorong manajemen untuk memperbaiki kinerjanya."

Dalam pasar modal yang efisien, investor akan sulit memperoleh *return* secara konsisten. Tingkat keuntungan (*return* atau perubahan harga relatif terhadap harga periode lalu) yang diperoleh hanya cukup untuk menutupi resiko yang harus ditanggung. Oleh karenanya, dalam pasar yang demikian, tujuan analis saham bukan untuk mencari saham yang *mispriced*, namun untuk mencari saham yang sesuai dengan karakteristik pemodal, seperti misalnya, resiko yang diinginkan, pola pembayaran deviden, dan lain-lain. Dalam pasar modal yang efisien pun, peranan analis sekuritas tetap diperlukan, karena dengan persaingan antar analis tersebut akan membuat pasar modal menjadi lebih efisien.

Dengan demikian, suatu laporan atau peristiwa yang diumumkan (*event*) akan memiliki kandungan informasi, apabila mampu memberikan sinyal perubahan sesuai dengan nilai kandungannya. Misalnya terhadap harga, apabila laporan yang diumumkan memiliki informasi, maka harga akan berubah yang mengakibatkan investor memperoleh *return* yang diharapkan.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Gredia Wanalita (2007), asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal. Sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya *event*

tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga dan volume perdagangan saham yang terjadi.

Bentuk efisiensi pasar modal dapat ditinjau dari segi ketersediaan infomasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan infomasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari infomasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut infomasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara infomasi (*infomationally efficient market*). Sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara *keputusan (decisonally efficient market*).

Menurut Jogiyanto (2008:495), macam-macam efisiensi pasar berdasarkan informasi yang diperoleh, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak form market efficiency*)
   Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin dari informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory)* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*).
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form market efficiency*)
   Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, termasuk informasi yang berada dalam laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa:
   a. Informasi yang dipublikasikan hanya memperngaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi ini dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan

emiten. Misalnya, pengumuman laba, pengumuman pembagian deviden, pengumuman pengembangan produk baru.

b. Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan yang terkena regulasi tersebut.
c. Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong farm market efficiency*)
   Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas mencerminkan suatu informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat, jika pasar efisien dalam bentuk kuat, maka investor dapat memperoleh *abnormal return* karena mempunyai informasi privat.

2.1.1.7 Arti Penting Informasi di Pasar Modal

Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada Bursa Efek atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut (UU No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal pasal 1 ayat 4).

Berdasarkan pengertian diatas tampaklah bahwa investor akan mengasimilasikan *informasi yang relevan* ke dalam harga dalam membuat keputusan menjual atau membeli saham.

Menurut Fama seperti dikutip oleh Suad Husnan (2004:265),

> ”Informasi yang relevan diklasifikasikan menjadi 3 tipe, yaitu (1) informasi mengenai perubahan harga di waktu yang lalu (*past price changes*), (2) informasi yang tersedia kepada publik (*public information*), dan (3) informasi yang tersedia kepada publik maupun tidak (*public and private information*).

Dalam kaitan dengan pasar modal yang efisien, apabila pasar modal efisien, maka pengumuman suatu informasi maupun peristiwa akan mempunyai dampak pada (1) kegiatan perdagangan, (2) variabilitas harga dan tingkat keuntungan, dan (3) harga sekuritas. Dengan munculnya informasi baru, maka diharapkan akan terjadi peningkatan kegiatan perdagangan. Di samping itu, diharapkan akan terjadi perubahan harga yang cukup berarti dan sering sehingga akan meningkatkan variabilitas tingkat keuntungan. Bilamana suatu informasi ditafsirkan sebagai kabar buruk, maka harga saham akan mengalami penurunan, demikian pula sebaliknya apabila suatu informasi ditafsirkan sebagai kabar baik.

Real investor (investor sejati) sebenarnya tidak mengharapkan *capital gain* dalam jangka pendek. Ini berbeda dengan spekulan yang selalu memburu *capital gain*. *Real investor* selalu menilai saham dan mengambil keputusan secara rasional, yaitu dengan membuat keputusan dalam investasinya berdasarkan informasi-informasi yang tersedia.

Secara akademis, informasi yang dibutuhkan dapat digolongkan menjadi tiga bagian besar. Pada hakikatnya infomasi ini adalah sama dengan menganalisis saham. Hal-hal penting, yang harus dicari informasinya menurut Sawidji (1997:31) adalah:

1. Orang-orang yang menggerakkan perusahaan tersebut, sistem manajemen dan teknik produksinya. Biasanya ini disebut analisis fundamental. Hal ini penting, karena hidup matinya perusahaan akan tergantung pada orang orang yang mengelolanya serta sistem yang dijalankannya.
2. Informasi keuangan. Di sini yang perlu dipahami adalah neraca dan laporan rugi/laba perusahaan. Selain itu juga rasio-rasio yang merupakan ukuran efisiensi. Bahasa yang digunakan adalah analisis finansial. Lebih lanjut, analisis finansial ini dapat dikembangkan lebih

luas, misalnya dengan membandingkannya dengan perusahaan sejenis dalam industri.

3. Infomasi tentang situasi. Dalam bahasa akademis disebut analisis psikologis. Informasi yang dibutuhkan adalah hal-hal yang mempengaruhi harga saham yang akan dibeli sekarang ini di bursa-bursa yang sudah mapan seperti AS, Jepang, Singapura. Di banyak bursa, justru informasi yang bersifat psikologis ini amat berpengaruh pada harga saham.

Dalam konteks pengukuran reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa (*event*) sebagaimana dikemukakan Jogiyanto (2003:352),

> ”maka informasi justru menjadi variabel yang akan dilihat hubungannya dengan perubahan harga-harga saham/*return* saham atau perilaku harga saham”

Tetapi, yang dimaksud *informasi* itu sendiri perlu ditelaah lebih lanjut. Suad Husnan (2003:267) dalam kaitannya dengan efisiensi pasar menyatakan,

> “bahwa apa yang disebut informasi baru tidaklah, *per definisi*, bisa diperkirakan sebelumnya (kalau tidak, namanya bukan informasi baru). Dengan kata lain, apabila harga saham mencerminkan semua informasi yang bisa diperkirakan, maka perubahan harga saham hanyalah mencerminkan informasi yang tidak bisa diperkirakan.”

2.1.2 Obligasi Syariah

2.1.2.1 Pengertian Umum Obligasi

Obligasi secara umum adalah surat hutang jangka panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

Menurut Warsono (1997:134),

> “Emisi obligasi dapat ditinjau dari dua sisi, yaitu dari emiten maupun dari sisi investornya. Dari sisi emitennya, emisi obligasi merupakan salah satu

> alternatif pendanaan yang relatif lebih murah dibandingkan dengan pinjaman kredit ataupun kredit bank. Dari sisi investornya, emisi obligasi merupakan alternatif investasi yang aman."

Zaki Baridwan (2004:253) menerangkan bahwa,

> "Obligasi merupakan surat pengakuan utang pihak yang mengeluarkan pada pihak yang membeli (investor). Obligasi menunjukkan jumlah nominal, bunga dan tanggal pembayarannya dan perjanjian-perjanjian lain, sehingga dapat dikatakan bahwa obligasi merupakan suatu janji tertulis untuk membayar sejumlah uang tertentu pada tanggal tertentu di masa yang akan datang dan juga bunga setiap tanggal tertentu."

Berdasarkan pendapat di atas, maka obligasi konvensional memberikan penghasilan tetap berupa kupon bunga yang dibayar secara regular dengan tingkat bunga yang kompetitif serta pokok hutang yang dibayar secara tepat waktu dan saat jatuh tempo yang telah ditentukan.

Berikut ini beberapa klasifikasi obligasi menurut Fakhruddin dan Harnanto (2001:98-102),

1. Berdasarkan masa jatuh tempo, maka obligasi dapat dibedakan atas:
   a. Obligasi Berjangka (*term bond*), yaitu obligasi yang memiliki satu tanggal jatuh tempo yang cukup panjang.
   b. Obligasi Serial (*serial Bond*), yaitu obligasi yang memiliki serangkaian waktu jatuh tempo.
2. Berdasarkan saat penarikan, maka obligasi dapat dibedakan atas:
   a. *Freely Callable*, artinya penerbit obligasi dapat menariknya setiap waktu.
   b. *Non Callable*, artinya penerbit obligasi tidak dapat menarik sebelum jatuh tempo.

c. *Deffered call*, artinya penerbit obligasi dapat menariknya setelah jangka waktu tertentu (umumnya 5 sampai 10 tahun).

3. Berdasarkan jenis jaminan (*Collateral*) yang mendukungnya, maka obligasi dapat dibedakan atas:
   a. Obligasi Senior (*senior bond*), yaitu obligasi yang sepenuhnya terjamin karena didukung oleh tuntutan atau hak legal atas kekayaan tertentu pemilik obligasi, seperti : (1) Obligasi Hipotik (*Mortgage bond*), yang dijamin dengan *real estate*; (2) Sertifikat *trust* peralatan (*Equipment trust certificate*), dijamin peralatan seperti : perusahaan kereta api.
   b. Obligasi Yunior (*junior bond*), yaitu obligasi yang hanya dijamin dengan janji penerbit untuk membayar bunga dan *principal* berdasarkan: (1) tanda hutang (*debenture*), tuntutan atau hak atas penghasilan penerbit setelah hak dari obligasi lain; (2) obligasi penghasilan (*income bond*), yaitu hutang yang bunganya dibayar hanya setelah penghasilan penerbit mencapai jumlah tertentu.
4. Berdasarkan pemegang obligasi, maka obligasi dapat dibedakan atas:
   a. Obligasi atas nama (*registered bond*), yang dikeluarkan kepada pemilik tertentu, yang nama dari pemegang obligasi secara formal terdaftar pada penerbit dan bunga dibayar otomatis kepada pemilik.
   b. Obligasi atas unjuk (*bearer bond*), merupakan obligasi yang pemegangnya dianggap sebagai pemilik obligasi tersebut, dan

penerbit tidak mendaftar nama pemilik dan bunga dibayar berdasarkan kupon.

5. Berdasarkan penerbitnya, maka obligasi dapat dibedakan atas:
   a. Obligasi pemerintah (*treasury bond*), obligasi yang dikeluarkan pemerintah guna membiayai pembangunan ekonomi.
   b. Obligasi instansi (*agency bond*), obligasi yang diterbitkan oleh instansi milik pemerintah, seperti BUMN, proyek pemerintah dan lain-lain.
   c. Obligasi pemerintah daerah (*municipal bond*), obligasi yang dikeluarkan oleh Pemda tingkat I, tingkat II maupun instansi pemerintah lainnya.
   d. Obligasi perusahaan (*corporate bond*), obligasi yang dikeluarkan perusahaan atau perseroan dalam rangka memenuhi struktur permodalan.
   e. Obligasi institusional (*institusional bond*), yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh berbagai institusi swasta yang tidak mencari laba (nirlaba), seperti : sekolah, rumah sakit, dan badan atau yayasan amal.

Selain dari kategori diatas juga ada obligasi yang disebut obligasi konversi atau *convertible bond*. Obligasi ini memberikan harapan kepada pemegangnya suatu pilihan untuk menukar obligasi yang dimiliki dengan sejumlah saham.

Dalam hal ini terdapat beberapa perbedaan antara obligasi dengan saham, yang menimbulkan beberapa daya tarik obligasi bagi investor, yaitu :

Tabel 2.1
Perbedaan Saham dengan Obligasi

SAHAM	OBLIGASI
Merupakan bukti kepemilikan	Merupakan bukti pengakuan hutang
Diterbitkan atas nama	Diterbitkan atas unjuk
Dari sisi jangka waktu, umur saham tidak terbatas.	Jangka waktu terbatas, tanggal jatuh tempo ditentukan pada saat emisi
Dari sisi pendapatan saham memiliki hak atas pembayaran dividen dan jumlahnya tergantung kepada keuntungan perusahaan.	Pendapatan berasal dari tingkat bunga dan pokok yang periode pembayarannya telah ditetapkan lebih dahulu.
Dividen dibayar dari keuntungan perusahaan, potensi laba saham sulit ditaksir dan umumnya berupa estimasi.	Pada umumnya, keadaan dalam untung ataupun rugi perusahaan harus tetap mebayar bunga dan pokok pada tanggal jatuh tempo.
Harga saham berfluktuasi, sangat sensitif terhadap kondisi mikro dan makro perekonomian.	Harga obligasi relatif lebih stabil namun sangat sensitif terhadap tingkat suku bunga dan inflasi.
Pemegang saham mempunyai hak suara untuk menentukan jalannya perusahaan.	Pemegang obligasi tidak memiliki hak suara atau hak untuk menentukan jalannya perusahaan
Jika terjadi likuidasi maka klaim pemegang saham bersifat inferior.	Pemegang obligasi memiliki hak klaim senior terhadap aktiva perusahaan

2.1.2.2 Pengertian Obligasi Syariah

Produk syariah yang berkembang di mancanegara sebenarnya sudah relatif banyak, dan yang penting, hampir seluruhnya menunjukkan perkembangan yang menggembirakan. Untuk Indonesia, perkembangan produk syariah juga cukup baik dan telah mendapat dukungan positif dari berbagai pihak, terutama pada perbankan dan reksadana syariah yang menonjol dibandingkan yang lain. Obligasi syariah adalah salah satu produk syariah yang relatif baru dibanding yang lainnya.

Obligasi syariah menurut Fatwa Majelis Ulama Indonesia Nomor: 59/DSN-MUI/V/2002:

> "Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasrkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada investor (pemegang

obligasi) yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/marjin/*fee* serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo."

Asmuni M. Thaher (2004:3) dalam tulisannya mengenai "Obligasi Syariah di Indonesia" berpendapat mengenai obligasi syariah dalam kaitannya dengan *Islamic Law* dan obligasi konvensional sebagai berikut :

1. Obligasi syariah dianggap sebagai sebuah pengakuan oleh *mudarib* bahwa pemegangnya memiliki bagian di dalam proyek yang sedang dilaksanakan dan memberinya hak untuk mendapatkan bagian dari hasil proyek tersebut sesuai dengan kesepakatan dalam akad obligasi. Lain halnya dengan utang karena kreditor tidak bisa mendapatkan nilai tambahan atas utangnya sehingga kalau terjadi seperti itu dianggap *riba*.
2. Obligasi syariah bisa dijual dengan harga lebih dari nilai nominal, karena pemegang obligasi tersebut menjual bagiannya pada proyek yang sedang dilaksanakan dengan harga pasar yang ditentukan oleh permintaan, tingkat keuntungan yang diharapkan, jenis investasi, dll. dan itu lebih memberi keleluasaan, dengan kata lain sama saja dengan saham. Lain halnya dengan utang yang tidak bisa dijual lebih dari nilai aslinya karena akan masuk ke dalam *riba*.

Dari pengertian obligasi konvensional sebelumnya, dapat terlihat perbedaan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah yaitu pada kewajiban emiten yang dibayarkan kepada investor. Di dalam obligasi syariah itu tidak ada kupon bunga, tetapi emiten membayar kewajiban kepada investor berupa bagi hasil/marjin/*fee*. Sama halnya dengan produk syariah lainnya, maka obligasi syariah pun tidak menggunakan bunga tetapi bagi hasil.

2.1.2.3 Kaitan Penerbitan Obligasi Syariah dengan Harga dan *Return* Saham

Syafaruddin Alwi (1994:331) menjelaskan, bahwa pembicaraan mengenai struktur modal tidak lepas dari kebutuhan dana bagi perusahaan yang bersumber dari pinjaman yang dibutuhkan karena berbagai alasan antara lain :

1. Kebutuhan dana yang tidak selalu dapat dipenuhi dari pertumbuhan *retained earning* sehingga tidak mampu membentuk cadangan yang diperlukan
2. Beban tetap harus ditanggung dalam bentuk tingkat bunga atas pinjaman yang belum tentu menguntungkan kepentingan modal sendiri
3. Penjualan saham yang tidak selamanya menguntungkan yang disebabkan persepsi masyarakat atau investasi terhadap saham perusahaan kurang menarik.

Karena berbagai alasan tersebut, konsekuensinya perusahaan harus mencari pinjaman yang mengandung resiko tertentu. Ini berarti bahwa keputusan tentang struktur modal berkaitan erat dengan apa yang disebut resiko. Oleh karena itu pula, maka struktur modal perusahaan harus dikembangkan dengan melihat faktor resiko yang dihadapi.

Faktor resiko dalam kaitannya dengan kebijakan struktur modal, dalam hal ini dikaitkan dengan dua cara yaitu: (Syafaruddin Alwi, 1994:331)

1. Struktur modal harus konsisten dengan resiko bisnis (*business risk*). *Business risk* ini merupakan tingkat *operating leverage* yang berkenaan dengan hubungan antara *sales* dan EBIT. Semakin tinggi biaya tetap operasi, semakin tinggi resiko. Pada tingkat resiko tinggi, sebaiknya struktur modal dipertahankan tetap atau mengurangi penggunaan hutang yang lebih besar (*debt – equity* yang rendah)
2. Struktur modal menghasilkan tingkat resiko finansial tertentu. Struktur modal perusahaan akan mempengaruhi secara langsung resiko finansial sebagai akibat dari penggunaan finansial *leverage*. Finansial *leverage* berkenaan dengan hubungan antara EBIT dan EPS. Semakin tinggi biaya tetap dari penggunaan hutang atau beban tetap, semakin besar resiko yang dihadapi.

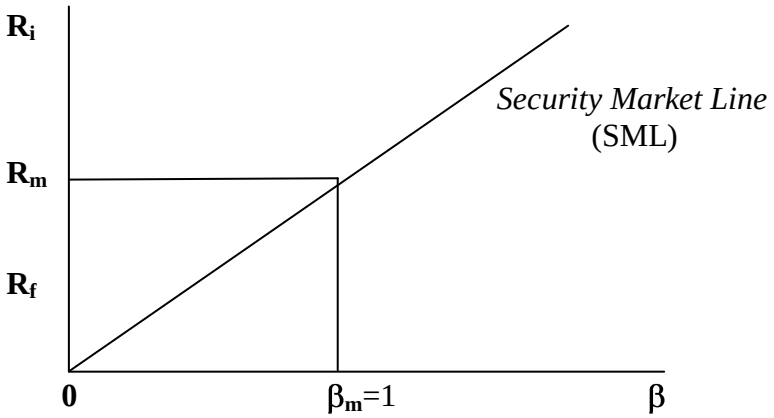
Indriyo Gitosudarmo dan Basri (2002:212) menyatakan, bahwa di dalam memikirkan masalah investasi, maka perusahaan dihadapkan pada resiko usaha. Sedangkan dalam struktur modal (struktur kapital), perusahaan dihadapkan pada resiko finansial (*financial risk*). Lebih lanjut, Gitosudarmo dan Basri (2002:212) menyatakan bahwa resiko finansial terdiri dari dua hal sebagai berikut:

1. Resiko tidak bisa membayar kembali hutang dan kewajiban-kewajiban finansial yang lain.
2. Aspek yang kedua adalah resiko atas semakin kecilnya bagian laba dari pemegang saham (*earning available to common stock*). Semakin besar *leverage factor* berarti semakin besar beban tetap (bunga) yang harus dibayarkan kepada kreditor. Hal ini berarti semakin kecilnya bagian laba dari pemegang saham, karena semakin besarnya bagian laba yang harus digunakan untuk membayar bunga tersebut.

Dari beberapa pendapat di atas, maka dapat dikatakan bahwa kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara resiko dan tingkat pengembalian. Penambahan hutang memperbesar resiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang semakin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Dengan demikian, struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham.

Kaidah ”*risk-return trade off*” menyatakan, bahwa investasi yang mempunyai resiko yang lebih tinggi akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pula. Tingkat pengembalian atas investasi yang mempunyai resiko, sama dengan tingkat pengembalian bebas resiko ditambah premium atas resiko (*risk premium*). Hal ini berlaku juga terhadap investasi pada saham, karena investasi pada saham termasuk investasi yang beresiko.

Selanjutnya, hubungan antara tingkat pengembalian saham dengan resiko sistematis atas saham (β) disebut Garis Pasar Surat Berharga (*Security Market Line*) (Husnan, 1998:182), yang dapat digambarkan sebagai berikut:

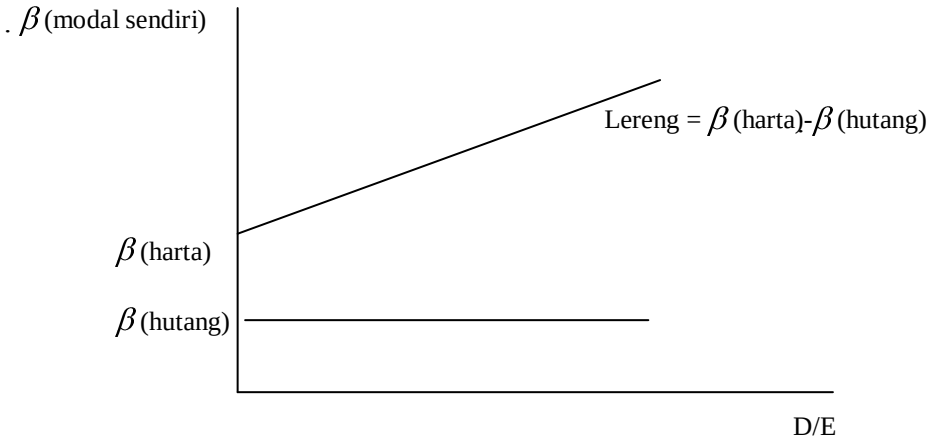


Gambar 2.1 *Security Market Line*
Sumber : Suad Husnan, 2004:182

Dari gambar di atas dapat dijelaskan, bahwa *Beta* atau resiko sistematis atas saham dipengaruhi oleh *leverage* keuangan perusahaan. *Beta* saham akan naik secara linear jika *leverage* keuangan naik. Jika perusahaan menggunakan hutang yang lebih banyak, maka makin banyak juga resiko aktiva yang dibebankan kepada pemegang saham (Weston dan Copeland, 1995:494). Secara matematis, hubungan atas *Beta* saham (modal) dengan *leverage* keuangan dinyatakan sebagai berikut:

$$\beta(\text{modal sendiri}) = \beta(\text{harta}) + \{\beta(\text{harta}) - \beta(\text{hutang})\} \frac{Debt}{Equity}$$

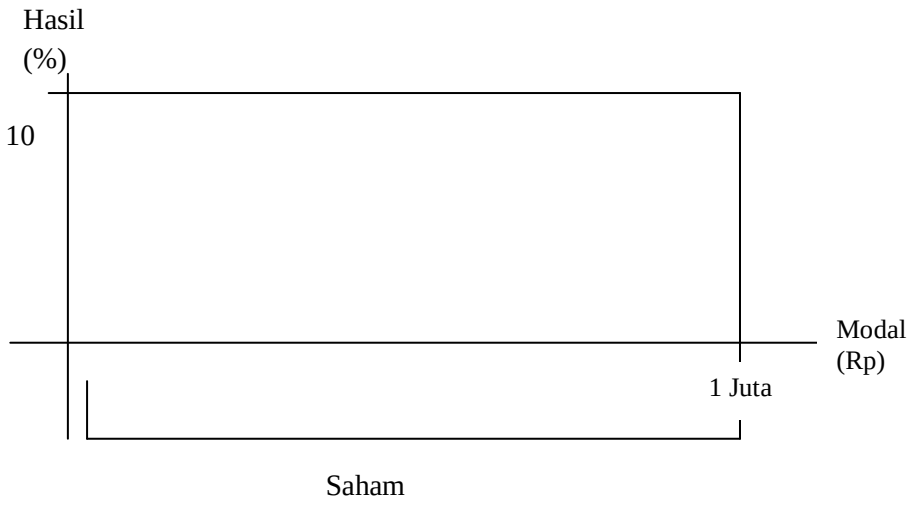
Secara grafis, hal ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.2 Hubungan Antara *Beta* Modal Sendiri (*Beta* Saham) dengan *Leverage* Keuangan
Sumber : Weston dan Copeland, 1995:496

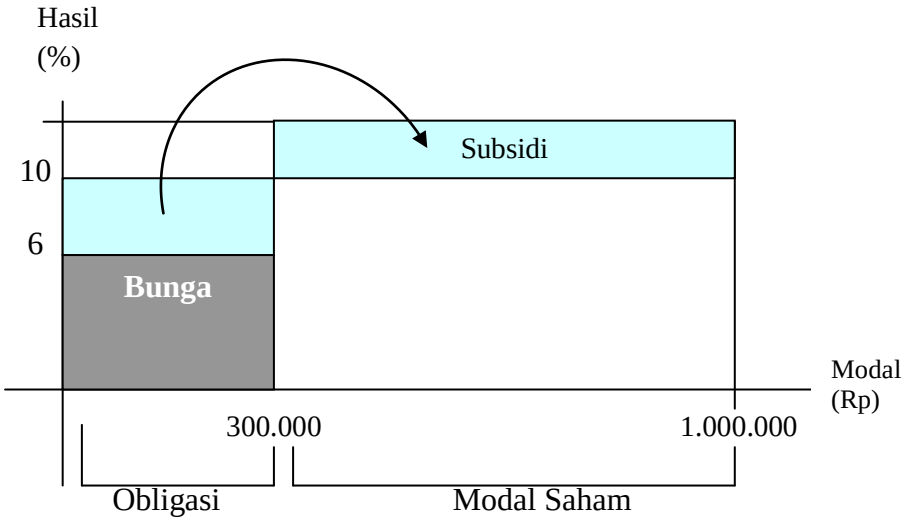
Dari gambaran di atas dapat dijelaskan, bahwa apabila perusahaan mempergunakan dana dari pihak ketiga, maka berarti bahwa dari laba investasi atau laba yang diperoleh, sebagian akan dipakai untuk membiayai bunga (dalam obligasi konvensional) atau *fee* (dalam obligasi syariah) kepada kreditor. Setelah kewajiban tersebut dipenuhi, seluruh sisa penghasilan diperuntukkan bagi pemegang saham biasa. Dasar teoritis daripada jumlah yang harus dibayar untuk dana dari luar yang dipergunakan, maka perbedaan ini membantu menambah hasil dari atau memberi subsidi kepada saham biasa. (Gitosudarmo dan Basri, 2002:219)

Marilah kita ikuti contoh persoalan di bawah ini untuk memperjelas bagaimana proses subsidi itu ditimbulkan. Suatu proyek investasi yang membutuhkan nilai investasi sebesar Rp. 1.000.000,00 akan menghasilkan laba usaha sebesar 10%. Bila perusahaan membelanjai kebutuhan investasi tersebut dengan modal sendiri (saham) seluruhnya, maka semua laba usaha menjadi hak pemegang saham. Situasi ini dapat ditunjukkan dalam Gambar 2.4 berikut :



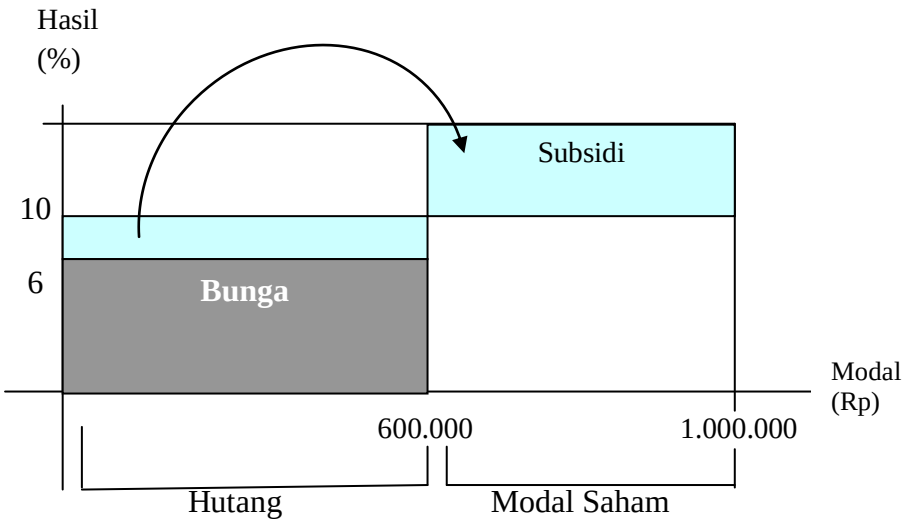
Gambar 2.3 *Leverage Factor* 0%
Sumber: Gitosudarmo dan Basri, 2002:220

Gambar di atas menunjukkan bahwa tidak ada subsidi kepada para pemegang saham biasa. Apabila perusahaan dapat menarik utang, misalnya dengan menerbitkan obligasi (konvensional) dengan tingkat bunga 6% dan jumlah yang diperoleh sebesar Rp 300.000,00; sehingga dalam hal ini perusahaan menggunakan *leverage factor* 30%, maka situasinya akan berbeda. Bagian dari pemegang saham akan memperoleh subsidi dari hasil yang diperoleh dari penggunaan modal asing tersebut. Subsidi tersebut dapat dilihat pada bagian segi empat yang bertanda panah dari Gambar 2.4 berikut :



Gambar 2.4 *Leverage Factor* 30%
Sumber: Gitosudarmo dan Basri, 2002:220

Subsidi yang diperoleh seperti ditunjukkan pada Gambar 2.5 di atas akan menaikkan hasil bagi pemegang saham atau *earning per share* (EPS). Pendekatan ini sering juga disebut analisa EBIT (*earning before interest and tax*) dan EPS. Semakin besar *leverage factor*, akan semakin besar subsidi yang disumbangkan oleh kreditor kepada pemegang saham, dan semakin besar pula EPS. Keadaan tersebut ditunjukkan oleh Gambar 2.5 berikut :



Gambar 2.5 *Leverage Factor* 60%
Sumber: Gitosudarmo dan Basri, 2002:221

Dari gambaran ketiga alternatif permodalan perusahaan tersebut (Gambar 2.3, Gambar 2.4 dan Gambar 2.5), tampak bahwa faktor *leverage* yang lebih besar pada satu sisi akan membawa akibat semakin meningkatnya EPS atau keuntungan bagi pemegang saham, karena adanya subsidi dari kreditor yang timbul apabila tingkat bunga yang berlaku (dalam obligasi konvensional) atau *fee* (dalam obligasi syariah) lebih rendah dari tingkat hasil dari investasi (*return*). Sebaliknya, tentu saja apabila tingkat bunga ataupun *fee* yang berlaku itu lebih besar dari tingkat *return*, maka tambahan utang dalam komponen struktur modal justru akan membawa konsekuensi penurunan pada EPS, dan dalam hal ini justru pemegang saham yang harus mensubsidi para kreditor (pemegang obligasi). Oleh karena itu, bagi investor, penerbitan obligasi akan menjadi suatu pertimbangan yang kritis di dalam membeli atau memegang saham perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut, karena terkait langsung dengan kemungkinan *return* atau hasil investasi maupun deviden yang akan mereka peroleh.

2.1.3 *Event Study* (Studi Peristiwa)

Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi sering disebut dengan *event study*. Penelitian *event study* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga pasar. Menurut Eduardus dalam Anita Hutagalung (2002:8),

> ”Standar metodologi yang biasanya digunakan dalam *event study* ini adalah mengumpulkan sampel, yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman atau *event*, menentukan periode pengamatan yang biasanya dihitung dengan hari, menghitung *return* dan *abnormal return* dari masing-masing sampel.”

Menurut Jogiyanto (2003:392),

> ”Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.”

Jogiyanto (2003:392) menambahkan, bahwa :

> ”Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.”

Kritzman dalam Robert Ang (1997:10), menerangkan bahwa :

> ”Tujuan *event study* adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan *return* dari surat berharga tersebut. Selain itu, reaksi pasar dapat juga diindikasikan dengan adanya perubahan volume perdagangan.”

Berdasarkan beberapa pendapat di atas, maka pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

2.1.4 Harga dan *Return* Saham

2.1.4.1 Pengertian Saham

Saham merupakan instrumen utama yang diperdagangkan di pasar modal atau di bursa efek. Secara sederhana, saham merupakan suatu bentuk modal penyertaan (*equity capital*) atau bukti kepemilikan dalam suatu perusahaan. Berikut ini diberikan beberapa definisi saham, yaitu:

Menurut Dahlan Siamat (2005:385), pengertian saham sebagai berikut :

"Saham atau *stocks* adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perseroan terbatas, baik yang diterbitkan dengan cara atas nama maupun atas unjuk"

Pengertian yang dikemukakan oleh Kasmir (1999:181) sebagai berikut :

"Saham merupakan surat berharga yang bersifat kepemilikan"

Dengan demikian jelaslah, bahwa pada prinsipnya saham merupakan surat berharga yang menyatakan bahwa pemegangnya memiliki hak (*equity*) atas sebagian perseroan terbatas yang menerbitkan saham tersebut. Semakin besar nilai saham yang dimiliki seseorang, maka semakin besar pula kekuasaan seseorang atas perusahaan tersebut.

Sebagai bukti kepemilikan atas perusahaan penerbit saham, maka pemilik saham akan berpeluang mendapatkan keuntungan berupa deviden, yaitu bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Kemudian, juga dimungkinkan *terutama saham yang diperdagangkan di bursa efek* untuk memperoleh c*apital gain*, yaitu selisih dari harga jual dengan harga beli saham,

jika pemilik saham menjual sahamnya dengan harga yang lebih tinggi dari pada harga sewaktu membeli.

2.1.4.2 Jenis-Jenis Saham

Jenis-jenis saham dapat dilihat dari beberapa sudut pandang. Jogiyanto (2003:67-77) menjelaskan 3 jenis saham sebagai berikut:

1. Saham preferen (*preferred stocks*), yaitu merupakan saham yang mempunyai sifat gabungan (*hybrid*) antara obligasi (*bond*) dan saham biasa. Saham ini terdiri dari:
    a. *Convertible preferred stocks*, yaitu saham preferen yang dapat dikonversikan ke saham biasa.
    b. *Callable preferred stocks*, yaitu saham preferen yang dapat ditebus.
    c. *Floating* atau *Adjustable-rate preferred stocks,* yaitu saham preferen dengan tingkat deviden yang mengambang.
2. Saham biasa (*common stocks*), apabila perusahaan hanya menerbitkan satu jenis saham saja.
3. Saham treasuri (*treasury stocks*), yaitu saham milik perusahaan yang sudah pernah dikeluarkan dan beredar yang kemudian dibeli kembali oleh perusahaan untuk disimpan sebagai treasuri yang nantinya dapat dijual kembali.

Di lantai bursa efek, yang umumnya memperdagangkan saham biasa (disebut juga *shares*), penggolongan saham biasa ini dapat ditinjau dari segi kemampuan emitennya dalam memenuhi kewajibannya kepada investor. Ciri-ciri yang melekat pada saham biasa dibandingkan dengan saham preferen dijelaskan oleh Dahlan Siamat (2005:385) sebagai berikut :

1. Saham biasa (*common stock*)
    a. Dividen dibayarkan sepanjang perusahaan memperoleh laba.
    b. Memiliki hak suara (*one share one vote*).
    c. Hak memperoleh pembagian kekayaan perusahaan apabila bangkrut dilakukan setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi.
2. Saham preferen (*preffered stock*)
    a. Memiliki hak paling dahulu memperoleh deviden.
    b. Tidak memiliki hak suara.

c. Dapat mempengaruhi manajemen perusahaan terutama dalam pencalonan pengurus.
d. Memiliki hak pembayaran maksimum sebesar nilai nominal saham lebih dahulu setelah kreditur apabila perusahaan dilikuidasi.
e. Kemungkinan dapat memperoleh tambahan dari pembagian laba perusahaan di samping penghasilan yang diterima secara tetap.

Karena yang akan diteliti dalam studi ini adalah berkaitan erat dengan saham biasa, maka akan dikemukakan lebih lanjut tentang hak pemegang saham biasa, sebagaimana dikemukakan oleh Jogiyanto (2003:73-76) yang diringkas sebagai berikut:

1. Hak kontrol, yaitu hak pemegang saham biasa untuk memilih pimpinan perusahaan.
2. Hak menerima pembagian keuntungan, yaitu hak pemegang saham biasa untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan dalam bentuk deviden.
3. Hak *preemptive* (*preemptive right*), yaitu hak untuk mendapatkan prosentase kepemilikian 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.

Apabila orang mengatakan harga saham di bursa efek, maka yang dimaksudkan adalah harga pasar dari saham tersebut. Data harga penutupan harian (*daily closing price*) yang menjadi data sekunder penelitian ini, juga menggunakan harga pasar pada saat penutupan harian dari saham setiap emiten yang menjadi sampel penelitian.

2.1.4.3 Pengertian Harga Saham

Harga suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham merupakan harga perdananya (Jogiyanto, 2003:70). Perubahan harga saham dipengaruhi oleh kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar sekunder. Semakin banyak investor yang ingin membeli atau

menyimpan suatu saham, maka harganya akan semakin naik. Sebaliknya jika semakin banyak investor yang menjual atau melepaskan maka akan berdampak pada turunnya harga saham. Secara ringkas, harga saham merupakan nilai suatu saham yang mencerminkan kekayaan perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut.

Dalam aktivitas perdagangan saham, investor mengenal beberapa jenis harga saham, yaitu harga pasar, harga pembukaan (*pre-opening*), harga penutupan dan lainnya. Kamus Investor (2006) menjelaskan istilah-istilah harga saham sebagai berikut :

1. **Harga Dasar;** Harga suatu saham yang dijadikan dasar untuk menghitung indeks. Harga dasar akan disesuaikan apabila terjadi penambahan jumlah saham yang beredar.
2. **Harga Emisi;** Harga pada waktu suatu efek pertama kali dikeluarkan, yaitu di pasar perdana. Biasa juga disebut harga perdana, yang biasanya di atas dari harga nominal.
3. **Harga Konversi;** Jumlah yang menetapkan banyaknya unit dari suatu surat berharga yang ditukarkan dengan surat berharga lain.
4. **Harga Nominal;** Harga yang diberikan dan tertulis pada suatu saham atau obligasi.
5. **Harga Pasar;** Harga jual-beli yang berlaku di pasar atau yang terjadi di Bursa Efek.
6. **Harga Pembukaan (*Opening Price*);** Harga saham keitka sesi perdagangan di bursa dimulai.
7. **Harga Penutupan (*Close* atau *Closing Price*);** Harga penutupan suatu saham yang merupakan harga terakhir transaksi (*last trade*).
8. **Harga Perdana;** Harga penjualan saham ketika *go public*. Umunya harga perdana ditawarkan lebih tinggi dari nilai nominal saham.
9. **Harga Sebelumnya (*Previous Price*);** Harga penutupan saham pada hari sebelumnya.
10. **Harga Teoritis;** Sejumlah nilai yang dihitung berdasarkan rasio pembagian dividen saham, saham bonus, penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Waran, *Stock Split*, *Reverse Stock*, penggabungan usaha atau peleburan usaha Peusahaan Tercatat, dan *Corporate Action* lainnya yang ditetapkan oleh perusahaan tercatat.
11. **Harga Terakhir (*Last Price*);** Harga terakhir yang terjadi pada suatu saham.

12. **Harga Terendah (*Lowest-Price*);** Harga terendah suatu saham yang terjadi sepanjang perdagangan pada hari tersebut.
13. **Harga Tertinggi (*High-Price*);** Harga tertinggi suatu saham yang terjadi sepanjang perdagangan pada hari tersebut.

Pada penelitian ini, harga yang diperhatikan adalah harga penutupan saham (*closing price*), yaitu harga penutupan suatu saham yang merupakan harga terakhir transaksi (*last trade*).

2.1.4.4 Pengertian *Return*

Return merupakan hasil yang diperoleh dari adanya investasi. Pengertian *return* menurut Jogiyanto (2008:195) yaitu :

"*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi."

Di dalam melakukan investasi di pasar modal, para investor selalu mengharapkan *return* atas surat berharga yang telah dimilikinya. *Return* menurut Jogiyanto (2008:195) dapat berupa :

> "*return* realisasi (*realized return*) yaitu merupakan *return* yang telah terjadi, dan *return* ekspektasi (*expected return*) yaitu *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang."

Dari pengertian di atas *return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. *Return* dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan resiko mendatang.

2.1.5 Hubungan Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah dengan *Return* Saham

Secara umum, pengumuman penerbitan obligasi (konvensional) sering dianggap sebagai kabar baik oleh investor sehingga banyak investor yang tertarik untuk membeli saham perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut. Semakin banyak investor yang tertarik untuk membeli saham perusahaan bersangkutan, maka volume perdagangan saham perusahaan tersebut akan semakin meningkat. Meningkatnya volume perdagangan saham ini dapat mengakibatkan terjadinya *return*.

Sebenarnya untuk menentukan informasi publikasi penerbitan obligasi sebagai kabar baik (*good information*) atau buruk (*bad information*) dibutuhkan waktu yang cukup lama untuk mengevaluasinya. Investor mungkin masih membutuhkan informasi yang lainnya untuk mengevaluasi apakah pengumuman penerbitan obligasi ini sebagai kabar baik atau buruk. Akibatnya, reaksi pasar untuk informasi jenis ini terjadi dalam periode waktu yang cukup panjang.

Seperti dikemukakan Jogiyanto (2008:390-391),

> "bahwa pasar dikatakan tidak efisien jika kecepatan penyesuaiannya cukup lama, jika berlarut-larut dan cukup lama, ini menunjukkan indikasi adanya distribusi informasi yang yang belum simetris (asimetri informasi), yaitu hanya beberapa pihak saja yang mendapatkan informasi tersebut. Akibatnya, pihak yang mendapatkan informasi ini dapat menikmati *return* yang tidak normal (*abnormal return*), yaitu *return* yang lebih besar dari *return* normal."

Kebanyakan studi peristiwa mengkaji peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan *(corporate event)* seperti pembagian dividen *(dividen announcement)*,

pemecahan saham *(stock split), right issue*, penawaran perdana *(initial public offering)*, dan sebagainya.

Corporate event merupakan salah satu informasi yang dibutuhkan oleh investor sebagai dasar untuk membuat keputusan investasi. Reaksi pasar akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari saham perusahaan yang melakukan suatu pengumuman.

Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Dengan kata lain, penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan *leverage* perusahaan.

Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham berupa subsidi. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga (pada kasus obligasi konvensional) yang di timbulkan dari adanya penggunaan hutang. Oleh karena itu, reaksi investor terhadap perubahan struktur modal (*leverage*) dapat bersifat positif, negatif atau sebaliknya tidak bereaksi apapun. Pengumuman penerbitan obligasi dengan demikian merupakan salah satu informasi yang relevan bagi investor dalam mengambil tindakan di pasar modal.

Dalam kaitan sebagai informasi yang relevan ini, menurut Jogiyanto (2008:495),

> "Salah satu bentuk informasi yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas adalah pengumuman yang berhubungan dengan hutang".

Lebih lanjut dikemukakan oleh Jogiyanto (2008:450),

> "Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*".

Pengumuman penerbitan obligasi syariah merupakan informasi yang akan diterima oleh investor sebagai isyarat positif atau negatif mengenai prospek perusahaan. Isyarat-isyarat tersebut akan mendorong terjadinya perubahan permintaan dan penawaran saham, dan selanjutnya akan mengakibatkan terjadinya kenaikan atau penurunan harga saham yang kemudian menghasilkan *return* atau *capital gain* atau sebaliknya kerugian atau *capital loss*.

P.S. Sukmaningrum (2009) menyatakan mengenai kaitan antara informasi mengenai penerbitan obligasi dengan *return* saham sebagai berikut :

> "*Return* saham diasumsikan mengalami perubahan ketika ada informasi baru dan diserap oleh pasar. Apabila para pemodal (investor) menggunakan informasi yang berupa pengumuman penerbitan obligasi dalam kegiatannya, maka publikasi pengumuman penerbitan obligasi tersebut akan memberikan dampak berupa *return* saham apabila dibandingkan dengan hari-hari diluar pengumuman."

Sejalan dengan hal tersebut di atas, Lucy Sumardi (2007) menyatakan:

> "Di pasar modal Indonesia terdapat beberapa perusahaan yang sebelumnya telah menerbitkan saham, juga menerbitkan obligasi. Penerbitan obligasi ini bisa memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan sinyal bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan perkembangannya di masa datang."

Pendapat serupa dinyatakan oleh Nafiah Afaf (2007) sebagai berikut :

> ”Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi investor, maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan *return*.”

Berdasarkan pendapat-pendapat di atas, maka apabila informasi diterbitkannya obligasi syariah oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar, maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan *return* yang optimal, dan jika direspons sebaliknya, maka pengumuman tersebut tidak menghasilkan *return* yang optimal.

2.1.6 Penelitian-Penelitian Sebelumnya

Studi-studi mengenai reaksi pasar atas pengumuman penerbitan obligasi yang cukup relevan dengan penelitian penulis sebagai berikut :

Tabel 2.2
Penelitian-Penelitian Sebelumnya

No.	Judul	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
1	2	3	4	5
1.	Analisis Perbedaan *Return* Saham Sebelum, Pada Saat, dan Sesudah Perubahan *Bond Rating* (Eko Prasetio dan Sri Astuti, 2003)	Pengumuman *bond rating* tidak membawa kandungan informasi bagi investor sehingga tidak bereaksi secara signifikan terhadap *return* saham. Dijelaskan oleh Prasetio dan Astuti, bahwa pengumuman *bond rating* di Indonesia kemungkinan bukan merupakan salah satu even yang dapat mempengaruhi *return* saham. Dalam penelitiannya, Prasetio dan Astuti hanya meneliti perbedaan *return* saham karena adanya pengumuman *bond rating*	1. Menguji pengaruh informasi (*event study*) 2. Peristiwa yang diteliti atas pengumuman *bond rating* (pemeringkatan obligasi) 3. Faktor yang diteliti adalah pada perbedaan *return* saham	1. Peristiwa yang diteliti adalah pengumuman penerbitan obligasi syariah. 2. Perusahaan-perusahaan dan periode yang diteliti juga berbeda (penelitian penulis pada perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah pada periode 2006 – 2009)

1	2	3	4	5
2.	Analisis Reaksi Pasar Terhadap Perusahaan Yang Tergabung Dalam Kelompok *Jakarta Islamic Index* Di Bursa Efek Jakarta Periode 2004-2005 (Gredia Wanalita, 2007)	Terdapat reaksi yang positif pada saat penetapan JII, adanya peningkatan transaksi pedagangan saham pada hari-hari setelah pengumuman *Jakarta Islamic Indexes* (JII) dan terjadi perubahan reaksi pasar pada hari-hari di sekitar pengumuman dimana informasi yang terkandung dalam penetapan tersebut dijadikan preferensi oleh investor untuk melakukan investasi pada saham-saham yang menerapkan sistem syariah di Bursa Efek Jakarta	1. Menguji pengaruh informasi (*event study*). 2. Peristiwa yang diteliti atas suatu pengumuman. 3. Faktor yang diteliti adalah pada perbedaan pergerakan harga saham.	1. Peristiwa yang diteliti adalah pengumuman penerbitan obligasi syariah. 2. Perusahaan-perusahaan dan periode yang diteliti juga berbeda (penelitian penulis pada perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah pada periode 2006 – 2009) 3. Faktor yang diteliti adalah pada *return* saham
3	Dampak Pengumuman *Bond Rating* Terhadap *Return* Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta (Prita Murdati, 2007)	Pengumuman *bond rating* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman *bond rating* tidak membawa kandungan informasi bagi investor.	1. Menguji pengaruh informasi (*event study*). 2. Peristiwa yang diteliti atas suatu pengumuman *bond rating*. 3. Faktor yang diteliti adalah pada perbedaan pergerakan *return*.	1. Peristiwa yang diteliti adalah pengumuman penerbitan obligasi syariah. 2. Perusahaan-perusahaan dan periode yang diteliti juga berbeda

2.2 Kerangka Pemikiran

Dalam UU No. 8 Tahun 1995, dinyatakan bahwa :

”Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaiatan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek”.

Sementara itu dalam Keppres No. 60 Tahun 1988, dijelaskan bahwa :

> ”Pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawaran dan permintaan dalam jangka panjang yang berbentuk efek dan berkaitan dengan efek, di antaranya adalah obligasi”.

Pasar modal adalah salah satu jenis pasar, dimana para investor bertemu untuk menjual atau membeli surat-surat berharga. Sebenarnya pasar modal tidak jauh berbeda dengan pasar lainnya di Indonesia. Mungkin yang membedakan adalah bentuk dari obyek yang diperjualbelikan. Untuk setiap pembeli yang berhasil selalu ada penjual yang berhasil. Jika jumlah pembeli lebih banyak, maka harga akan makin tinggi, demikian pula sebaliknya. Pasar modal memegang peranan yang penting terutama di negara yang menganut sistem ekonomi pasar, dimana menjadi sumber dana alternatif bagi perusahaan.

Pengertian obligasi menurut Indriyo Gitosudarmo dan Basri (2002:187) adalah:

> ”Surat hutang jangka panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut”.

Pengertian yang sama dikemukakan oleh Suad Husnan (2004:422) bahwa,

> ”Obligasi pada dasarnya merupakan surat pengeluaran utang atau pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat. Jangka waktu obligasi yang telah ditetapkan dalam perjanjian, obligasi ini dapat diterbitkan baik oleh BUMN, Swasta, dan BUMD.”

Sesuai dengan konsep syariah yang berbeda dengan konsep konvensional, maka obligasi syariah atau ”obligasi sukuk” memiliki pengertian yang juga relatif berbeda. Di Indonesia, pengertian obligasi syariah ditetapkan melalui Fatwa

Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia Nomor: 59/DSN-MUI/V/2007 sebagai berikut:

> ”Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh Emiten kepada investor (pemegang obligasi) yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/marjin/*fee* serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo.”

Sejauh ini, obligasi syariah yang diterbitkan oleh emiten di pasar modal Indonesia adalah jenis obligasi yang disebut obligasi syariah mudharabah konversi, yang ditetapkan definisinya melalui Fatwa Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia Nomor: 59/DSN-MUI/V/2007 sebagai berikut :

> ”Obligasi Syariah Mudharabah Konversi (*Convertible Mudaraba Bonds*) adalah obligasi syariah yang diterbitkan oleh Emiten berdasarkan prinsip *Mudharabah* dalam rangka menambah kebutuhan modal kerja, dengan opsi investor dapat mengkonversi obligasi menjadi saham Emiten pada saat jatuh tempo (*maturity*).”

Dari pengertian di atas terlihat bahwa pada prinsipnya Obligasi Syariah *Mudaraba* merupakan investasi bagi hasil (*revenue sharing*). Tentu bentuk ini memiliki perbedaan mendasar dengan obligasi konvensional yang berharap hasil pada tingkat suku bunga yang diberikan. Obligasi syariah juga memungkinkan pengembalian yang utuh (100%) pada akhir jatuh tempo oleh emiten kepada investornya. Dengan pengembalian 100% tersebut tentu ini akan membuat pasar obligasi syariah dengan sistem ini menjadi lebih menarik, karena investor juga akan memperoleh pendapatan lain dari *fee* atau margin sesuai dengan akad yang disepakati kedua belah pihak. Perbedaan lain dengan obligasi konvensional juga terlihat pada unsur pengawasan. Pada obligasi syariah, Dewan Syariah Nasional MUI sendiri yang akan memonitor dan mengawasi jalannya instrumen obligasi ini

sejak masa penawaran (*initial offering*) hingga jatuh tempo, sementara pada obligasi konvensional hanya ada satu lembaga yang mewakili kepentingan investor, yakni yang dikenal sebagai Wali Amanat. Instrumen obligasi syariah hingga saat ini sudah memperoleh pengesahan dari *IOC Academy*, suatu lembaga pemberi sertifikasi instrumen keuangan internasional, sehingga investor yang ingin berinvestasi pada instrumen obligasi syariah tidak perlu khawatir, sebab telah memperolah label halal secara internasional.

Obligasi Syariah di pasar modal Indonesia diluncurkan untuk pertama kali oleh perusahaan Indosat (ISAT) pada tahun 2002. Pola bagi hasil yang ditanamkan dalam bentuk obligasi syariah *mudaraba* ISAT merupakan pola yang terkandung dalam prinsip-prinsip syariah. Obligasi Syariah Indosat *Mudaraba* ini memiliki jangka waktu lima tahun dan setelah itu *revenue sharing* dibayarkan kembali kepada investornya. Peluncuran obligasi syariah Indosat ini menjadi perhatian luas baik dalam maupun luar negeri termasuk investor Eropa. Sejak peluncuran obligasi syariah Indosat tersebut, terdapat emiten lain yang juga melakukan penerbitan obligasi syariah, diantaranya Berlian Laju Tanker Tbk, Metrodata Electronics Tbk, Bank Muamalat Indonesia Tbk, dan Mayora Indah Tbk.Bank Syariah Muamalat Indonesia.

Berdasarkan sudut pandang konvensional, menurut Warsono (1997:56),

> "emisi obligasi dapat ditinjau dari dua sisi, yaitu dari emiten maupun dari sisi investornya."

Dari sisi emitennya, emisi obligasi merupakan salah satu alternatif pendanaan yang relatif lebih murah dibandingkan dengan pinjaman kredit ataupun

kredit bank. Dari sisi investornya, emisi obligasi merupakan alternatif investasi yang aman, karena obligasi memberikan penghasilan tetap berupa kupon bunga yang dibayar secara regular dengan tingkat bunga yang kompetitif serta pokok hutang yang dibayar saat jatuh tempo yang telah ditentukan.

Sebagai suatu instrumen keuangan, maka penerbitan obligasi akan menjadi bahan evaluasi para investor untuk mempertimbangkan pembelian saham perusahaan penerbit obligasi tersebut. Hal ini beralasan, karena pada prinsipnya obligasi mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/marjin/*fee* serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo. Ini berarti bahwa dapat muncul respons atau reaksi investor baik yang positif maupun negatif atas penerbitan obligasi syariah tersebut.

Apabila memang penerbitan obligasi tersebut memuat kandungan informasi, maka reaksi investor akan terlihat pada hari-hari sekitar hari pengumuman penerbitan obligasi.

Menurut Jogiyanto (2003:236), reaksi pasar ditunjukkan dengan :

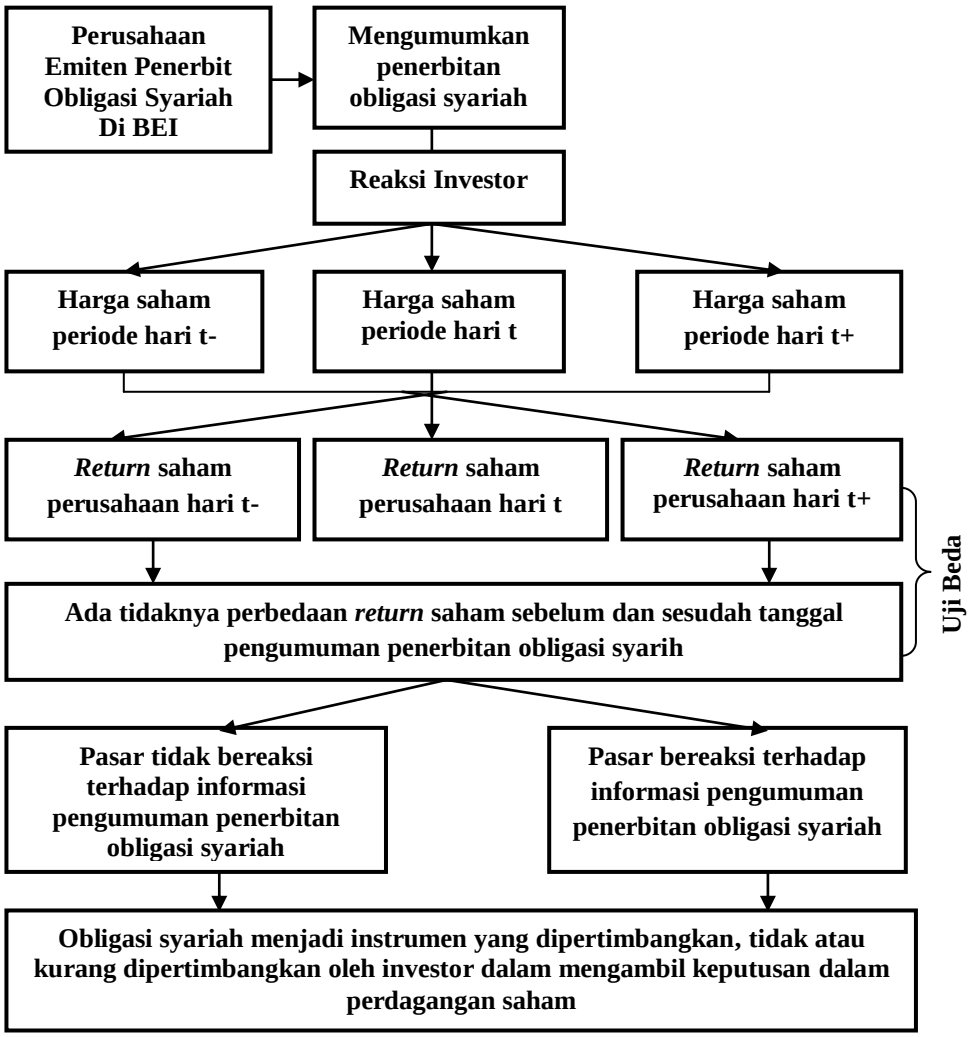
> "adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan, yaitu harga saham perusahaan penerbit obligasi yang dapat diproksikan dalam bentuk *return* ataupun *abnormal return*. Apabila pengujian melibatkan kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi yang diumumkan, maka dalam konsep efisiensi pasar modal, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat".

Dengan demikian, suatu peristiwa yang diumumkan (*event*) akan memiliki kandungan informasi apabila mampu memberikan sinyal perubahan sesuai dengan nilai kandungannya. Misalnya terhadap harga, apabila laporan yang diumumkan memiliki informasi, maka harga akan berubah yang mengakibatkan investor memperoleh *return.*

Menurut Siswanto (1998:146-148),

> "*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari adanya investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. *Return* dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan resiko mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Berdasarkan uraian di atas, maka digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 2.6 Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Hipotesis merupakan anggapan sementara yang harus dibuktikan kebenarannya. Sesuai kerangka pemikiran diatas, maka penulis mencoba merumuskan hipotesis yang merupakan kesimpulan sementara dari penelitian sebagai berikut :

Pengumuman penerbitan obligasi syariah berpengaruh terhadap *return* saham harian.