

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pasar modal efisien

Efficient Market atau pasar yang efisien merupakan suatu pasar bursa dimana efek yang diperdagangkan merefleksikan semua informasi yang mungkin terjadi dengan cepat dan akurat (Robbert Ang, 2001). Konsep *Efficient Market* ini menyatakan bahwa pemodal selalu memasukkan faktor informasi yang tersedia dalam keputusan mereka sehingga terefleksi pada harga yang mereka transaksikan. Jadi harga yang berlaku di pasar sudah tergantung faktor informasi tersebut. Harga suatu efek mengandung tiga faktor yaitu merefleksikan informasi yang bersifat historis, merefleksikan kejadian yang telah diumumkan tetapi belum dilaksanakan seperti saham bonus, tetapi pembagian saham bonus belum dibagikan, dan merefleksikan prediksi atas informasi yang akan datang.

Menurut Jogiyanto (2000), bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau tidak hanya dari segi ketersediaan informasinya saja, tetapi juga dapat dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dan informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*).

Kunci utama untuk mengukur pasar modal efisien adalah hubungan antara sekuritas dengan informasi. Dimana informasi yang dapat digunakan untuk menilai pasar efisien adalah informasi yang lama, informasi yang sedang dipublikasikan atau semua informasi termasuk informasi *privat*. Fama dalam Jogiyanto (2000) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketia macam bentuk informasi, yaitu:

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah, jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini 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. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat, jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Semua informasi yang dipublikasikan akan tersebar dan diterima oleh pemodal pada waktu yang hampir bersamaan,

sehingga harga secara langsung dan cepat melakukan penyesuaian dan investor tidak mendapatkan keuntungan yang normal. Informasi yang dipublikasikan antara lain:

- 1) Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten. Misalnya seperti pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman merger dan akuisisi, dan lain sebagainya.
- 2) Informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Misalnya seperti regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan yang harus dipenuhi oleh semua bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.
- 3) Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh regulasi adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua

perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak pada harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini berhubungan satu dengan yang lain, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Salah satu jenis informasi privat adalah jenis informasi yang berasal dari orang dalam (*insider information*) yang mempunyai akses atas informasi berharga mengenai keputusan penting yang telah direncanakan oleh perusahaan. Sehingga dengan modal informasi tersebut mereka melakukan analisa dan mengambil posisi transaksi yang sesuai. Pada saat mengumumkan perseroan tersebut dikeluarkan, maka informasi tersebut menjadi tersedia bagi masyarakat dan akan mendongkrak harga saham tersebut. Informasi privat yang demikian mampu memberikan keuntungan abnormal yang konsisten bagi para pemodal yang memiliki informasi tersebut.

2. Return Saham

Harga dasar suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham dipergunakan di dalam perhitungan indeks harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut (Jogiyanto, 2000)

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Robbert Ang, 2001). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan go public) biasa diistilahkan dengan *return*. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen *return* saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

Komponen suatu *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividend dan sebagainya. Disebut juga pendapatan lancar maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat

diuangkan dengan cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bunga dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga dividend saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Robbert Ang, 2001).

Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut habis diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

Return dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan hitung berdasarkan data histori dan *return* realisasi itu penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang.

Sedangkan untuk mendapat *return* atau keuntungan tertentu seorang investor juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggungnya jika ingin memperoleh *return* tertentu. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar resiko investasi tersebut. Resiko terdiri dari bermacam-macam sebab, antara lain adalah resiko suku bunga, resiko pasar, resiko inflasi, resiko bisnis, resiko finansial, resiko likuiditas, resiko nilai tukar mata uang. Adapun resiko dibagi menjadi dua jenis resiko, yaitu resiko umum (*General risk*) yang merupakan resiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dan yang satu adalah resiko spesifik (Resiko perusahaan) adalah resiko yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

3. Teori Spread

Teori mengenai *spread* tidak terlepas oleh adanya aktivitas yang dilakukan oleh anggota bursa yang dapat mempengaruhi besarnya transaksi sekuritas di pasar modal. Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 dan Peraturan Pemerintah RI No. 45 tahun 1995, perusahaan efek adalah pihak yang melaksanakan kegiatan penjamin emisi efek (PEE), perantara pedagang efek (PPE) dan manajer investasi (MI).

Dengan demikian maka penelitian tentang *spread* lebih dihubungkan secara erat dengan PPE (*dealer*) daripada dengan perantara investasi (broker). *Dealer* adalah pihak yang dalam pelaksanaan transaksi jual beli sekuritas atau

saham, mempunyai andil yang besar dalam pasar modal. Banyak hal yang telah *dealer* lakukan agar proses transaksi dapat berjalan dengan baik dan lancar.

Dalam perdagangan sekuritas, investor yang berkeinginan untuk membeli dan atau menjual sesuai dengan harga dan jumlah yang diinginkan tidaklah selalu memperoleh harapan tersebut secara simultan. Keinginan investor tersebut terealisasi dalam waktu cukup lama pada harga pasar yang sebenarnya oleh karena *market maker* baik *dealer* atau broker mengatasi adanya ketidaksamaan waktu tersebut terhadap order yang dihadapi investor. *Dealer* dan broker dapat dikatakan sebagai perantara perdagangan sekuritas yang dilakukan individu secara tidak langsung. Broker akan melakukan transaksi atas nama investor untuk mendapatkan komisi. Sedangkan *dealer* akan melaksanakan transaksi untuk memperoleh keuntungan sendiri. *Market maker* tersebut memperoleh kompensasi karena aktivitas membeli dilakukan pada saat harga beli (*bid price*) lebih rendah dari pada *true price* dan menjual saham pada saat harga jual (*ask price*) lebih tinggi daripada *true price*. Perbedaan harga ini disebut *bid-ask spread* (Stoll, 1989).

Abdul dan Nasuhi (2000) mendefinisikan *bid-ask spread* sebagai selisih harga beli tertinggi yang *dealer* bersedia membeli saham dengan harga jual terendah yang *dealer* bersedia menjual. Terdapat dua model *spread* yaitu *dealer spread* dan *market spread*. *Dealer spread* merupakan selisih harga *bid* dan harga *ask* yang menyebabkan *dealer* ingin memperdagangkan sekuritas dengan aktivitas sendiri, sedangkan *market spread* adalah selisih *highest bid* dan *lower ask* yang terjadi pada saat tertentu. Oleh

karena itu, kedua *spread* itu tidak dapat saling menggantikan. *Spread* yang diketahui ada di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah *market spread*. Hal ini disebabkan aktivitas BEI lebih bersifat *competitives order matching market* atau dikenal dengan *order-driven market system* dimana investor hanya dapat diperbolehkan menyerahkan order jual beli dan melakukan transaksi melalui broker. Investor tidak bisa langsung bertransaksi di lantai bursa.

4. Volume Perdagangan

Volume perdagangan merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume saham yang diperdagangkan di pasar.

Volume perdagangan diartikan sebagai jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada hari tertentu (Abdul dan Nasuhi, 2000). Perdagangan suatu saham yang aktif, yaitu dengan volume perdagangan yang besar, menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh para investor yang berarti saham tersebut cepat diperdagangkan. Ada kemungkinan *dealer* akan mengubah posisi kepemilikan sahamnya pada saat perdagangan saham semakin tinggi atau *dealer* tidak perlu memegang saham dalam jumlah terlalu lama. Volume perdagangan akan menurunkan biaya pemilikan saham sehingga menurunkan *spread*. Dengan demikian semakin aktif perdagangan suatu saham atau semakin besar volume perdagangan suatu saham, maka semakin rendah biaya pemilikan saham tersebut yang berarti akan mempersempit *bid-ask spread* saham tersebut.

5. Varian *Return Saham*

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Penyimpangan standar atau deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur *absolute* penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai rata-ratanya (sebagai nilai yang diekspektasi). Jadi penyimpangan standar atau deviasi standar masih merupakan pengukuran yang digunakan untuk menghitung risiko yang berhubungan dengan *return* ekspektasi. Varian (*variance*) merupakan kuadrat dari deviasi standar.

6. Pengaruh *Return Saham Terhadap Bid-ask Spread*

Semakin besar risiko suatu sekuritas, semakin besar *return* yang diharapkan. Sebaliknya juga semakin kecil *return* yang diharapkan, semakin kecil pula risiko yang harus ditanggung. Hubungan positif ini hanya berlaku untuk *return* ekspektasi atau *ex-ante return (before the fact)*, yaitu untuk *return* yang belum terjadi. Untuk *return* realisasi (yang sudah terjadi). Hubungan positif ini dapat tidak terjadi.

Demetz (1968), dalam Marwan Asri(1999) berpendapat bahwa *dealer* memperoleh kompensasi dengan membeli saham pada harga beli (P_b) yang umumnya lebih rendah dari harga sebenarnya dan menjual pada harga jual (P_j) diatas harga sebenarnya (P_t /*true price*). *Spread* yang diperoleh untuk menutup *cost* yang terjadi. Menurut Howe dan Lin (1992) dalam Akmila dan Kusuma (2003), *spread* dapat dihitung dengan $(P_j - P_b) / P_t$. dengan demikian *spread* akan

semakin rendah bila harga saham (*return*) tinggi, atau dengan kata lain *return* berpengaruh positif terhadap *spreads*.

7. Pengaruh Varian *Return* Saham terhadap *Bid-ask Spread*

Varians *return* dalam hal ini mewakili risiko saham yang disinyalir dapat mempengaruhi besar kecilnya *bid-ask spread* saham. Varian *return* saham mewakili risiko saham yang dihadapi oleh *dealer*. Risiko saham yang semakin tinggi menyebabkan *dealer* berusaha menutupnya dengan *spread* yang lebih besar. Argumen ini didukung oleh hasil penelitian Zaki Mubarak (2002) dan Magdalena Nany dan M. Abdul Aris (2004) yang menunjukkan bahwa varian *return* saham berhubungan positif dengan *bid-ask spread*.

B. Pembentukan Hipotesis Penelitian

Sukardi (2003) meneliti tentang pengaruh volume perdagangan dan *return* terhadap *bid-ask spread* saham pada perusahaan jasa telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia. Sri Fatmawati dan Marwan Asri (1999) meneliti tentang perubahan *bid-ask spread* dan *return* varian saham pasca *stock split*. Abdul dan Nasuhi (2000) meneliti tentang pengaruh volume perdagangan dan *return* terhadap *bid-ask spread* dari tiga perusahaan rokok yang aktif dan liquid pada tahun 1996-1998 menggunakan model korelasi kesalahan.

Magdalena Nany dan M. Abdul Aris (2004) meneliti tentang pengaruh harga saham, *return* saham, varian *return* saham, *earnings* dan volume perdagangan saham terhadap *bid-ask spread* pra dan pasca pengumuman laporan keuangan baik dalam kondisi *good news* maupun *bad news*. Barbara Gunawan dan Yulia

Indah (2005) meneliti tentang pengaruh volume perdagangan dan *return* terhadap *bid-ask spread* dengan model koreksi kesalahan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa varian *return* saham berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *bid-ask spread* pra pengumuman laporan keuangan dalam kondisi *good news*, sedangkan varian *return* saham berpengaruh positif secara signifikan terhadap *bid-ask spread* pasca pengumuman laporan keuangan dalam kondisi *good news*. Volume perdagangan saham juga berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *bid-ask spread* pra pengumuman laporan keuangan baik dalam kondisi *good news* maupun *bad news*, sedangkan volume perdagangan saham berpengaruh positif secara signifikan terhadap *bid-ask spread* pasca pengumuman laporan keuangan baik dalam kondisi *good news* maupun *bad news*. Berdasarkan penelitian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : *Return* saham berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread* saham pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 selama periode tahun 2006-2010.

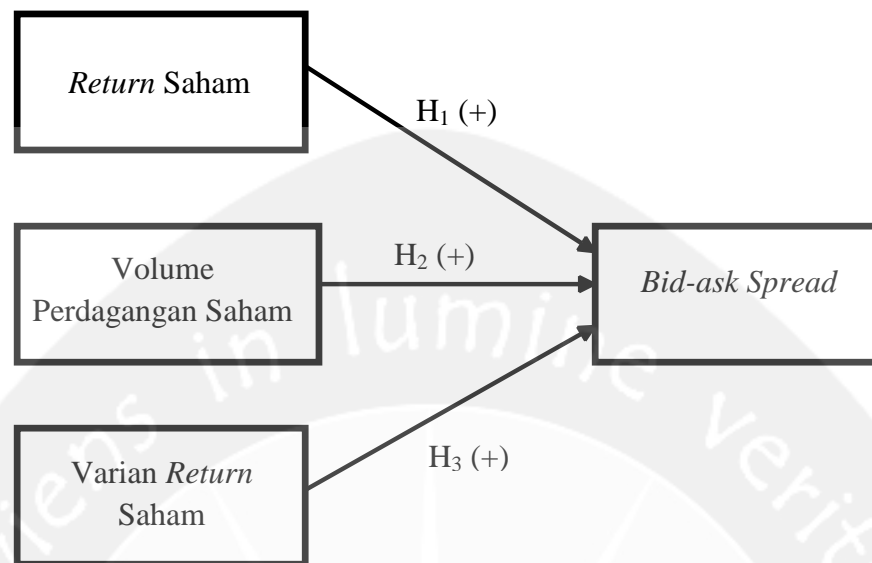
Barbara Gunawan dan Yulia Indah (2005) menyatakan bahwa *return* saham tidak menunjukkan adanya pengaruh negatif atau terbalik terhadap *bid-ask spread* saham. Demikian pula Sri Ambarwati (2008) yang melakukan penelitian terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di LQ 45 selama periode tahun 2003-2005. Penelitian tersebut menyatakan bahwa pengaruh positif yang terjadi dikarenakan pergerakan saham manufaktur pada tahun 2003-2005 cenderung senantiasa naik dalam tiap transaksinya yang berarti menghasilkan *return* saham yang tinggi.

H₂ : Volume perdagangan berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread* saham pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 selama periode tahun 2006-2010.

Sukardi (2003) meneliti tentang pengaruh volume perdagangan dan *return* terhadap *bid-ask spread* saham pada perusahaan jasa telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia. Penelitian tersebut menyatakan bahwa volume perdagangan berpengaruh secara positif terhadap *bid-ask spread* saham. Demikian pula Abdul dan Nasuhi (2000) yang meneliti tentang pengaruh volume perdagangan dan *return* terhadap *bid-ask spread* dari tiga perusahaan rokok yang aktif dan liquid pada tahun 1996-1998 menggunakan model koreksi kesalahan.

H₃ : Varian *return* saham berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread* saham pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 selama periode tahun 2006-2010.

Magdalena Nany dan M. Abdul Aris (2004) meneliti tentang pengaruh harga saham, *return* saham, *varian return* saham, *earnings* dan volume perdagangan saham terhadap *bid-ask spread* pra dan pasca pengumuman laporan keuangan baik dalam kondisi *good news* maupun *bad news*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa *varian return* saham berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread*.



Bagan 1. Ilustrasi Pengaruh *Return Saham*, *Volume Perdagangan* dan *Varian*

Return Saham terhadap *Bid-ask Spread*