

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka

1. Pengertian Dan Fungsi Pasar Modal

Pada dasarnya, pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri (Darmadji dan Fakhruddin, 2001). Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 memberikan pengertian yang lebih spesifik yaitu "kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Pasar modal merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*). Jika di pasar modal diperjualbelikan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertible, dan berbagai produk turunan (derivatif) seperti opsi (*put* atau *call*), maka di pasar uang diperjualbelikan antara lain Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), *Commercial Paper*, *Promissory Notes*, *Call Money*, dan lain-lain.

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya

pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan memperoleh imbalan (*return*) sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih. Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dan pada gilirannya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas (Darmadji dan Fakhruddin, 2001).

Selain menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan, keberadaan pasar modal juga memberikan beberapa manfaat, yaitu (Darmadji dan Fakhruddin, 2001):

- a. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.
- b. Memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi.
- c. Menyediakan *leading indicator* bagi *trend* ekonomi negara;
- d. Penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah;
- e. Penyebaran kepemilikan, keterbukaan dan profesionalisme, menciptakan iklim berusaha yang sehat.
- f. Menciptakan lapangan kerja/profesi yang menarik.
- g. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek.
- h. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.

- i. Membina iklim keterbukaan bagi dunia usaha, memberikan akses kontrol sosial.
- j. Pengelolaan perusahaan dengan iklim keterbukaan, mendorong pemanfaatan manajemen profesional.
- k. Sumber pembiayaan dana jangka panjang bagi emiten.

2. Bursa Efek, Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

Apabila suatu sekuritas bisa diperjualbelikan (*marketable securities*), dan merupakan instrumen keuangan yang berjangka panjang, maka penerbitannya dilakukan di pasar yang disebut sebagai pasar modal. Sedangkan kegiatan perdagangannya dilakukan di bursa. Oleh karena itu, bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik (Husnan, 1998).

Dana yang didapatkan perusahaan melalui penjualan sekuritas (saham) merupakan hasil perdagangan saham-saham perusahaan yang dilakukan di pasar perdana. Di pasar perdana inilah perusahaan untuk pertama kalinya menjual sekuritasnya, dan proses itu disebut dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum. Setelah sekuritas terjual di pasar perdana, sekuritas tersebut kemudian didaftarkan di bursa efek, agar nantinya dapat diperjualbelikan oleh para investor di bursa atau lebih dikenal dengan sebutan pasar sekunder. Di Indonesia terdapat dua bursa, yaitu PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan PT. Bursa Efek Surabaya (BES). Transaksi yang dilakukan investor di pasar sekunder tidak akan memberikan tambahan dana lagi bagi perusahaan yang menerbitkan sekuritas (emiten), karena transaksi hanya terjadi antar investor, bukan dengan perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan emiten tidak akan memperoleh tambahan dana dari transaksi yang terjadi di pasar sekunder.

Meskipun perusahaan tidak memperoleh tambahan dana, tetapi perdagangan pasar sekunder sangat penting untuk menentukan likuiditas sekuritas di pasar perdana.

Hal ini terkait dengan sikap pesimis atau optimis dari para investor terhadap kemampuan sekuritas yang diterbitkan emiten untuk memberikan keuntungan dari selisih harga (*capital gain*) yang berasal dari penjualan di pasar sekunder. Jika misalnya para investor bersikap pesimis terhadap sekuritas yang dijual emiten di pasar perdana, maka selanjutnya investor akan cenderung ragu-ragu untuk membeli sekuritas tersebut, yang juga bisa menyebabkan sekuritas perusahaan emiten tersebut menjadi kurang likuid.

3. Perilaku Investor (Sani Permana, 1991)

Investor yang melakukan jual-beli saham, baik pada pasar perdana maupun pada pasar sekunder melalui pialang yang menjadi anggota BEJ atau BES dapat dibedakan menjadi Investor Indonesia dan Investor Asing. Investor Indonesia terbagi menjadi investor institusi (lembaga) dan perorangan. Investor Indonesia adalah perorangan warga negara Indonesia yang dapat dibuktikan dengan identitas diri seperti KTP atau SIM dan lembaga/perusahaan/badan hukum yang terdiri dari dana pensiun, asuransi, koperasi, yayasan sosial dan sebagainya yang tunduk kepada undang-undang dan peraturan yang berlaku di Indonesia. Investor Asing pun terbagi seperti itu, investor institusi (lembaga) dan Investor perorangan yang dapat dibuktikan dengan identitas diri berupa pasport dan lembaga/badan/perusahaan asing baik di Indonesia maupun diluar negeri.

Beberapa karakteristik umum para investor tersebut adalah sebagai berikut (Sani Permana, 1991):

- a. Investor institusi (lembaga) Indonesia : investasi dalam jangka panjang, beli pada pasar perdana, jumlah pembelian relatif besar, keputusan investasi berdasarkan fundamental analisis.
- b. Investor perseorangan Indonesia : investasi dalam jangka pendek, sebagian besar membeli pada pasar perdana dan menjualnya kembali saat *listing* di bursa, jumlah

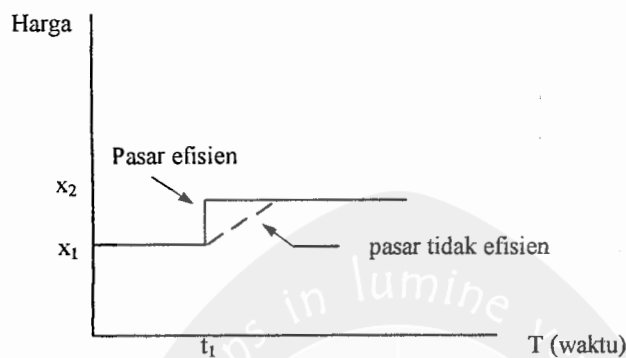
pembelian biasanya kecil kecuali spekulator yang pembeliannya dalam jumlah besar dan berdasarkan sentimen pasar, pembelian melalui broker tertentu yang menjadi langganannya, tujuan utama investasi adalah *capital gain* dalam jangka waktu singkat, keputusan investasi secara spekulasi dengan teknikal analisis dan secara emosional dalam sentimen pasar serta secara ikut-ikutan.

- c. Investor institusi asing : investasi dalam jangka panjang, apabila pembelian pada pasar perdana tidak mencukupi (mendapat alokasi sedikit) sisanya akan dibeli pada pasar sekunder, pembelian dalam jumlah besar, keputusan investasi berdasarkan fundamental analisis.
- d. Investor perseorangan asing : investasi dalam jangka menengah, pembelian pada pasar perdana dan pasar sekunder, pembelian dalam jumlah relatif besar, pembelian melalui broker tertentu, keputusan investasi berdasarkan fundamental dan analisis teknikal.

4. *Efficient Market dan Inefficient Market*

konsep pasar modal yang efisien telah menjadi suatu topik perdebatan yang menarik dan cukup kontroversial di bidang keuangan. Istilah tentang pasar yang efisien memang bisa diartikan secara berbeda untuk tujuan yang berbeda pula. Untuk bidang keuangan, konsep pasar yang efisien lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Oleh karena itu, aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercemin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan bisa memanfaatkan informasi untuk

mendapatkan *return abnormal* di pasar. Sedangkan pada pasar yang kurang efisien harga sekuritas akan kurang bisa mencerminkan semua informasi yang ada, atau terdapat *lag* dalam proses penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut (Tandelilin, 2001). Ilustrasi mengenai pasar efisien dan pasar yang tidak efisien adalah :



Gambar 1
Proses Penyesuaian Harga Saham Terhadap Informasi

Sumber : Tandelilin, 2001, Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio, BPFE, Yogyakarta, Hal 113.

pada saat t_1 harga saham suatu perusahaan pada posisi x_1 . Jika pasar efisien maka jika terdapat informasi baru, informasi tersebut akan dengan cepat tercermin pada harga saham yang baru. Investor akan dengan cepat menyesuaikan harga saham sesuai dengan nilai saham yang baru. Misalnya karena adanya informasi yang baru masuk ke pasar, dan menyebabkan nilai baru dari saham tersebut adalah x_2 , maka dalam pasar yang efisien harga saham akan naik dengan cepat ke nilai x_2 . Tetapi jika proses penyesuaian harga pasar saham tersebut tidak berjalan dengan efisien maka akan ada *lag* dalam proses tersebut dan hal ini ditunjukkan oleh garis putus-putus. Walaupun akhirnya harga saham akan berada pada nilai x_2 , tetapi hal itu akan memakan waktu tertentu.

Ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien, yaitu (Tandelilin, 2001) :

- a. 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 juga merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga sekuritas;
- b. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah;
- c. Informasi yang terjadi bersifat *random*;
- d. 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 pasar di mana investor-investor dengan cepat bisa bereaksi melakukan penyesuaian harga sekuritas ketika terdapat informasi baru di pasar (informasi ini terjadi secara *random*), sehingga harga-harga sekuritas di pasar tersebut akan sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Karena informasi yang mempengaruhi harga sekuritas tersebut terjadi secara *random* maka perubahan harga yang terjadi akan bersifat *independen* satu dengan lainnya dan bergerak secara *random* pula. Artinya, perubahan harga yang terjadi hari ini tidak tergantung kepada perubahan harga yang terjadi di waktu lalu karena harga baru tersebut berdasarkan pada reaksi investor terhadap informasi baru yang terjadi secara *random*.

5. Keteraturan Empiris Di Pasar Saham

Dalam literatur keuangan dan investasi kita sering mendengar tentang anomali hasil investasi (*return*) dan pola-pola sistematis pada waktu tertentu, seperti *day of the week effect*, *January effect*, *weekend effect*, bahkan efek lebaran (Kompas, 6 Maret 2004, p.27). Anomali yang terjadi merupakan sebuah fenomena pasar modal, dimana terjadi peristiwa yang tidak bisa diterangkan dengan dan oleh teori-teori pasar modal yang ada dan telah dikenal oleh pelaku dan pengamat pasar modal (Willybrordus, 1995). Sharpe, Alexander, dan Bailey (1997) mengistilahkan anomali tersebut sebagai keteraturan empiris yaitu perbedaan *cross sectional* tertentu antara *return* saham yang telah ditemukan terjadi dengan teratur. Beberapa keteraturan seharusnya terjadi dengan *asset pricing model* tertentu. Sebagai contoh, CAPM menekankan bahwa saham yang berbeda seharusnya memiliki *return* yang berbeda karena saham yang berbeda memiliki beta yang berbeda. Apa yang membuat menarik dari keteraturan yang didiskusikan adalah bahwa kepentingan khusus tidak dapat diramalkan oleh *asset pricing model* tradisional. Oleh karena itu, kadang keteraturan itu disebut anomali.

Beberapa hasil penelitian mengenai anomali pasar yang sering terjadi adalah :

a. *Monday effect*

Gibbons dan Hess (1981) menemukan bahwa *return* pada hari Senin akan lebih rendah dibandingkan dengan hari lain di Bursa Saham New York.

b. *January effect*

Gultekin (1983) dengan menggunakan data 17 negara termasuk Amerika Serikat menemukan bahwa di semua negara tersebut terjadi *return* yang relatif lebih tinggi di bulan Januari. Fama (1991) menghubungkan *January effect* dengan kapitalisasi pasar dan menemukan bahwa untuk periode 1982-1991 *return abnormal* di bulan Januari untuk *small stock* umumnya relatif lebih tinggi pada hari-hari awal bulan.

c. *day of the week effect*

Harris (1986) melakukan penelitian mengenai pola *return* dalam satu hari (*intraday pattern*) dan hari bursa dalam seminggu (*day of week pattern*) dengan menggunakan data 14 bulan dari Desember 1981 sampai Januari 1983 dan menemukan bahwa pada hari Senin terdapat *return* yang negatif tetapi pada empat hari lainnya *return*-nya positif. *Return* yang negatif di hari Senin tidak terjadi di sepanjang hari itu, tetapi setengahnya terjadi pada saat penutupan pasar di hari Jumat dan pembukaan di hari Senin. Penurunan *return* terbesar terjadi pada 45 menit pertama perdagangan di hari Senin.

Namun menurut Fama (1991), pola-pola anomali pasar ini hanya terjadi dalam jangka waktu yang singkat dan apabila pasar segera melakukan koreksi, maka pola tersebut tidak dapat digunakan untuk memperoleh *return abnormal* (pasar efisien dalam bentuk lemah)

6. Implikasi Pasar Modal Yang Efisien (Tandelilin, 2001)

Belum semua kaum praktisi pasar modal bisa menerima konsep mengenai pasar yang efisien. Sebagian investor percaya bahwa pasar tidak efisien, sehingga mereka bisa memanfaatkan inefisiensi pasar tersebut untuk mendapatkan *return abnormal*. Meskipun demikian, di sisi lain, banyak kalangan akademisi yang percaya bahwa pasar efisien pada tingkat tertentu itu ada.

Investor yang percaya bahwa pasar dalam kondisi yang tidak efisien akan menerapkan strategi perdagangan aktif. Investor tersebut secara aktif melakukan perdagangan di pasar agar bisa mendapatkan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* pasar. Untuk itu mereka akan melakukan analisis-*analisis* baik analisis teknikal maupun analisis fundamental. Investor yang percaya mengenai adanya pola

tertentu dalam pergerakan harga yang dapat digunakan untuk memperoleh *return* akan melakukan analisis teknikal dan melakukan analisis fundamental untuk mencari saham-saham yang tidak mencerminkan nilai intrinsik yang sebenarnya, dan kemudian akan melakukan penjualan atau pembelian saham tersebut untuk mendapatkan keuntungan dari pasar. Sedangkan, bagi investor yang percaya pasar dalam kondisi efisien, akan cenderung menerapkan strategi perdagangan pasif, dengan membentuk portofolio yang bisa mereplikasi indeks pasar. Investor seperti ini percaya bahwa tidak ada satu investor pun yang dapat memperoleh *return* yang lebih besar daripada *return* pasar.

Investor yang menerapkan analisis teknikal akan bergantung pada informasi masa lalu (historis) tentang data harga dan volume perdagangan saham, untuk memperkirakan harga saham di masa mendatang. Dalam situasi seperti ini, jika hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah benar, maka tindakan investor yang melakukan analisis teknikal sudah tidak akan memberikan nilai tambah lagi bagi investor, karena harga pasar saham yang terjadi sudah mencerminkan semua informasi pergerakan harga dan volume saham historis.

Investor yang menerapkan analisis fundamental akan mengestimasi nilai intrinsik saham berdasar informasi fundamental yang telah dipublikasikan perusahaan (seperti laporan keuangan, dividen per saham, struktur permodalan, *earning per share*, dan lainnya) untuk menentukan keputusan menjual atau membeli saham. Dalam situasi seperti ini, jika hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat adalah benar, di mana semua informasi fundamental yang dipublikasikan perusahaan sudah tercermin dalam harga pasar, maka tindakan investor yang melakukan analisis fundamental untuk memperoleh *abnormal return* juga sudah tidak bermanfaat lagi.

7. Analisis Fundamental dan Analisis Teknikal

Untuk melakukan analisis dan memilih saham terdapat dua pendekatan dasar, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan (i) *mengestimate* nilai faktor-faktor fundamental (seperti penjualan, pertumbuhan penjualan, biaya, kebijakan dividen, *earning per share*, struktur permodalan, dan lain sebagainya) yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan (ii) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Analisis fundamental umumnya dilakukan dengan tahapan melakukan analisis ekonomi terlebih dahulu, diikuti dengan analisis industri dan akhirnya analisis perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Penggunaan pendekatan ini didasarkan atas pemikiran bahwa kondisi perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan, tapi faktor-faktor eksternal (kondisi ekonomi/pasar dan industri) juga ikut mempengaruhi kondisi perusahaan. Karena itu seringkali dalam analisis dipergunakan berbagai ahli, seperti ahli ekonomi makro/moneter, dan ahli industri, bukan hanya ahli keuangan perusahaan saja (Husnan, 1998).

Berbeda dengan analisis fundamental, analisis teknikal tidak memperhatikan faktor-faktor fundamental (analisis variabel ekonomi, industri, dan perusahaan). Pemikiran yang mendasari analisis teknikal adalah (i) bahwa harga saham mencerminkan informasi yang relevan, (ii) bahwa informasi tersebut ditunjukkan oleh perubahan harga di waktu yang lalu, dan (iii) karenanya perubahan harga saham akan mempunyai pola tertentu, dan pola tersebut akan berulang. Analisis teknikal dapat dilakukan untuk saham-saham individual ataupun untuk kondisi pasar secara keseluruhan. Analisis teknikal menggunakan grafik (*charts*) dengan berbagai indikator teknis dalam melakukan

aktivitasnya. Informasi tentang harga dan volume perdagangan merupakan alat utama untuk analisis (Husnan, 1998).

Menurut Pring (1991), dalam analisis teknikal juga diperkirakan perilaku investor yang dapat menyebabkan perubahan harga saham. Pola dari keyakinan investor akan berakibat pada pergerakan harga, dan aspek psikologis ini dianalisa dari empat sudut pandang atau dimensi, yaitu harga (*price*), waktu (*time*), volume dan kelebaran (*breadth*).

Perubahan dalam harga mencerminkan perubahan dalam sikap investor, dan harga, dimensi pertama ini mengidentifikasi tingkat perubahan tersebut. Waktu, dimensi kedua, mengukur masa dan siklus dari psikologis investor. Perubahan keyakinan investor terlihat jelas dalam siklus yang terjadi, kadang panjang dan kadang pendek. Tingkat perubahan harga merupakan fungsi dari waktu tersebut. Kelebaran, dimensi keempat ini mengukur tingkat emosional investor. Volume, dimensi ketiga ini mencerminkan intensitas perubahan sikap investor. Contohnya, tingkat antusias investor yang tercermin pada kenaikan harga yang diiringi volume yang rendah tidak sebanding dengan kenaikan harga yang diiringi dengan peningkatan volume yang tinggi.

Para analis teknikal percaya bahwa mereka bisa mengetahui pola-pola pergerakan harga saham di masa mendatang dengan berdasarkan pada observasi pergerakan harga saham di masa lalu. Filosofi ini tentu saja bertentangan dengan apa yang telah kita pelajari dalam hipotesis efisiensi pasar, dimana kinerja saham di masa lalu tidak akan mempengaruhi kinerja saham di masa datang. Filosofi tersebut juga bertolak belakang dengan konsep analisis fundamental, di mana keputusan investasi atas nilai suatu saham didasarkan pada faktor fundamental ekonomi dan industri yang mempengaruhi faktor fundamental perusahaan

B. Landasan Teori

1. *Efficient Market Hypothesis*

Karena dalam kenyataannya sulit sekali ditemui baik itu pasar yang benar-benar efisien maupun benar-benar tidak efisien. Untuk memudahkan penelitian tentang efisiensi pasar, Fama (1970), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *Efficient Market Hypothesis* (EMH), yaitu :

a. Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut (seperti harga dan volume perdagangan di masa lalu) tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham di masa datang dengan menggunakan data historis, seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal.

b. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong*)

Bentuk ini lebih komprehensif karena dalam bentuk ini, selain dipengaruhi oleh data pasar, juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan). Pada pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat ini, Investor tidak dapat berharap mendapatkan *return abnormal* jika strategi perdagangan yang dilakukan hanya didasari oleh informasi yang telah dipublikasikan. Sebaliknya jika pasar tidak efisien maka akan ada *lag* dalam proses penyesuaian harga terhadap informasi baru, dan ini dapat digunakan investor untuk mendapatkan *return abnormal*. Dalam situasi adanya *lag* seperti ini, investor bisa

melakukan analisis fundamental (mengestimasi nilai intrinsik sekuritas berdasarkan data yang dipublikasikan) untuk memperoleh *return abnormal*.

c. Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*)

Semua informasi baik yang terpublikasikan atau tidak terpublikasikan, sudah tercermin dalam harga sekuritas saat ini. Dalam bentuk efisien kuat seperti ini tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh *return abnormal*.

Pada tahun 1991, Fama mengemukakan penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi pasar tersebut. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas *return* (*return predictability*). Pada klasifikasi ini, informasi mengenai pola *return* sekuritas, seperti *return* yang tinggi di bulan Januari, atau *return* yang rendah di hari Senin, tidak dapat digunakan untuk memperoleh *return abnormal*. Sedangkan efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi *event studies*, dan pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat disebut sebagai pengujian *private information*.

Husnan (1990) pernah meneliti efisiensi pasar modal Indonesia dengan menggunakan dua belas saham lama (saham yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebelum 1985) dan dua belas saham baru (saham yang terdaftar di BEJ tahun 1989 dan sesudahnya), kemudian dilakukan uji korelasi terhadap kedua puluh empat saham dengan menggunakan selang waktu (*lag*) 1 dan *lag* 2. Hasil yang diperoleh adalah bahwa hanya ada dua saham dari dua puluh empat saham tersebut yang menunjukkan koefisien korelasi yang signifikan.

Selain itu banyak juga penelitian yang menghubungkan antara karakteristik perusahaan (*size effect*, *market to book value*, *earning price*) dengan *return abnormal*, yang mana hubungan ini dinyatakan sebagai sebuah anomali dalam pasar yang efisien, karena dalam pasar yang efisien, secara teoritis tidak ada seorang investor pun bisa

memperoleh *return abnormal* dengan menggunakan informasi karakteristik perusahaan. Beberapa penelitian mengenai hubungan *return* dan karakteristik perusahaan ini antara lain, Fama dan French (1991), Lakonishok, Shleifer dan Vishny (1993), serta Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) melakukan penelitian tentang hubungan nilai *market to book* dengan *return* saham. Mereka menemukan bahwa ada perbedaan *return* antara saham yang mempunyai *market to book value* yang tinggi dibanding saham yang mempunyai *market to book value* rendah. Hasil penelitian Lakonishok, Shleifer dan Vishny menemukan adanya perbedaan sebesar 7,8% per tahun. Saham-Saham yang mempunyai *market to book value* yang tinggi akan cenderung mempunyai tingkat *return* yang lebih besar dibandingkan dengan saham-saham yang mempunyai *market to book value* rendah. Banz (1981), menunjukkan bukti empiris paling awal mengenai adanya *size effect*, yaitu adanya kecenderungan saham-saham perusahaan kecil yang mempunyai *return* yang lebih tinggi dibanding saham-saham perusahaan besar. Banz telah menemukan adanya *return abnormal* yang bisa diperoleh investor jika memiliki saham perusahaan kecil. Tetapi, hasil penelitian banyak mendapat kritikan terutama mengenai penggunaan CAPM dalam menentukan besarnya *return* yang diharapkan. CAPM dianggap tidak tepat untuk menghitung *return abnormal*, karena model ini terlalu bergantung kepada beta, sedangkan antara beta perusahaan kecil dengan perusahaan besar terdapat perbedaan yang signifikan.

2. *Overreaction Hypothesis*

Untuk mendapatkan keuntungan dari berita-berita yang diinginkan atau untuk mengurangi hasil yang bertentangan dari berita-berita yang tidak diinginkan, para investor harus bereaksi secara cepat terhadap informasi baru. Psikologi kognitif memberikan cara bagaimana masyarakat bereaksi terhadap peristiwa-peristiwa yang luar biasa. Secara umum, masyarakat cenderung untuk bereaksi terlalu berlebihan (*overreact*) terhadap peristiwa-peristiwa luar biasa. Masyarakat cenderung untuk bereaksi lebih kuat terhadap informasi terbaru, dan mereka cenderung untuk mengabaikan informasi yang lama. Pertanyaannya adalah, apakah para investor mengikuti pola yang sama? yaitu, apakah para investor bereaksi berlebihan terhadap peristiwa yang luar biasa?.

Dalam kondisi normal, sekuritas yang masuk golongan *loser* memperoleh *return* yang rendah dan sekuritas yang masuk golongan *winner* mempunyai *return* yang tinggi (Howe, 1986; Beaver dan Landsman, 1989; Ajayi dan Dissanaïke, 1994, 1997; Mehdian, 1994). Hal normal ini menjadi terbalik pada saat terjadi reaksi berlebih. *Overreaction hypothesis* merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. *Overreaction Hypothesis* memprediksikan sekuritas yang masuk kategori *loser* dan biasanya mempunyai *return* rendah justru akan mempunyai *return abnormal* yang tinggi. Kebalikannya, sekuritas yang biasanya mempunyai *return* yang tinggi yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *return abnormal* yang rendah (De Bondt dan Thaler, 1985; Bernstein, 1987); Da Costa, 1994; Clare dan Thomas, 1995). Hal ini disebabkan oleh adanya pengaruh perilaku investor yang memberikan bobot berlebihan untuk informasi terkini dalam memprediksikan apa yang akan terjadi di masa yang akan datang. Jika investor memberikan bobot yang berlebih untuk informasi yang terbaru maka investor cenderung bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap informasi.

Ada dua fenomena *overreaction hypothesis* (De Bondt dan Thaler, 1985); satu, perubahan harga sekuritas secara ekstrim akan diikuti dengan perubahan harga secara berlawanan; dua, semakin besar pergerakan harga maka semakin besar pula penyesuaian yang dilakukan. Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatis kepada berita yang jelek, sehingga De Bondt dan Thaler (1987) membagi portofolio dalam kelompok portofolio yang konsisten mendapatkan *earning* (*winner*) dan portofolio yang secara konsisten tidak mendapat *earning* (*loser*). Koreksi terhadap informasi tersebut terjadi pada periode berikutnya. Jika dalam jangka pendek, koreksi dilakukan secara berlebihan, signifikan dan berulang inilah yang dikatakan *overreaction*.

Hipotesis reaksi yang berlebihan (*Overreact Hypothesis*) menyatakan ketika para investor bereaksi terhadap berita-berita yang tidak diantisipasi yang akan menguntungkan saham suatu perusahaan, peningkatan harga akan lebih besar daripada yang seharusnya diberikan informasi tersebut, selanjutnya menghasilkan penurunan harga saham. Sebaliknya, reaksi yang berlebih terhadap berita-berita yang tidak diantisipasi yang diperkirakan berdampak merugikan keberadaan ekonomi perusahaan, akan memaksa harga turun terlalu jauh, diikuti koreksi yang selanjutnya akan menaikkan harga (Fabozzi, 1995).

Overreaction merupakan kecenderungan umum bagi investor terhadap *process event* dengan cara yang lebih megebu-gebu (Brown dan Harlow, 1988). *Overreaction* kondisi dimana dalam *return* yang berfluktuatif, walaupun tidak signifikan cenderung akan mengarah pada perolehan *excess return* yang kadangkala tidak logis dan akan mempengaruhi keseimbangan pasar (De Bondt dan Thaler, 1985). *Overreaction* merupakan pembalikan prediksi mengenai pergerakan harga saham dan juga merupakan pelanggaran utama dari EMH (*Efficient Market Hypothesis*) (Zarowin, 1989).

Overreaction hypothesis mengacu pada hasil penelitian aplikasi psikologi yang mengatakan bahwa manusia cenderung berlebihan (*overreact*) terhadap berita atau *event* yang bersifat dramatik (Clare dan Thomas, 1995). Pasar melakukan penyesuaian secara lambat terhadap *pricing error*. Kriteria untuk membedakan perilaku *overreactive* dari *Efficient Market Hypothesis* adalah kecepatan informasi yang diterima dan koreksi yang disebabkan tingkat perbedaan kepelikan masalah (Brown dan Harlow, 1988).

Brown dan Harlow (1988) memfokuskan pengamatan pada arah, besaran dan intensitas dari *overreaction* pasar terhadap informasi yang tidak diduga sebelumnya. Penelitian ini melihat pada perilaku *irrational* para pelaku pasar dan pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham. Dalam pengamatan, Brown dan Harlow tidak menggunakan pola *winner-loser* tetapi lebih melihat dari pengaruh jenis informasi yang muncul, yaitu informasi bagus (*good news*) dan informasi jelek (*bad news*). Brown dan Harlow menyimpulkan investor bersifat *irrational* terjadi segera sesudah *event* terjadi dan hanya dalam jangka pendek sebelum informasi tersebar secara merata.

Pettengill dan Jordan (1990) mengkaitkan *overreaction* dengan *market seasonality* dan *firm size*. Hasil penelitian Pettengill dan Jordan menunjukkan bahwa pembalikan *excess return* pada pola *winner-loser* tidak terjadi secara universal, *loser* cenderung menjadi *winner* tetapi *winner* tidaklah sebaliknya cenderung menjadi *loser*.

Overreaction menjadi penting untuk dibahas karena *overreaction* memberikan perilaku prinsipal pelaku pasar yang akan mempengaruhi dalam banyak konteks. Misalnya, *overreact* pelaku pasar yang ditemukan Alonso dan Rubio (1990) di bursa Spanyol, portofolio *losers outperform winners*, yaitu saham *losers* memperoleh 24,5% lebih tinggi dari *winners*. Pola ini terjadi tidak hanya pada harga tetapi juga pada *earning per share* dan *price-earning ratio*. Berbeda dengan penelitian Pettengill dan Jordan (1990), penelitian Alonso dan Rubio menemukan bahwa pengaruh ukuran perusahaan

(*size effect*) merupakan fenomena yang *independen*. Penelitian ini juga didukung oleh Baytas dan Cakiki (1999) melalui pengujian 7 negara industri dengan metode Conrad dan Kaul. Hasilnya memperlihatkan bahwa *return* yang diperoleh dari arbitrase portofolio berdasarkan atas harga lebih tinggi dibandingkan atas dasar ukuran (*size*).

Sukmawati dan Daniel (2003) melakukan penelitian mengenai *overreaction hypothesis* di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan periode waktu dari tahun 1996 sampai tahun 2000 menemukan bahwa *overreact* tidak terjadi dalam rentang waktu yang lama tetapi lebih bersifat separatis/terpisah-pisah dalam pergerakannya dan *overreact* pada portofolio dengan rangking *excess return* lebih menonjol dibandingkan dengan *overreact* yang terjadi pada portofolio dengan rangking PER.

Overreaction dapat digunakan untuk menguji *weak-form Efficiency Market Hypothesis* (EMH). Bila ditemukan prediksi yang signifikan pada kuartal I baik untuk *winner* ataupun *loser*, maka pasar tidak efisien dalam *weak-form* sekalipun (Jensen, 1978). Hal ini disebabkan adanya pergerakan ekstrim dalam harga saham yang akan diikuti pergerakan harga dengan arah berlawanan. Semakin ekstrim pergerakan harga saham semakin besar pula penyesuaian yang mengikutinya. Akibatnya, bila pada kuartal I sudah dapat diprediksikan secara signifikan adanya pergerakan yang ekstrim maka semakin besar penyesuaian yang berlawanan arah terjadi. Ketergantungan harga tersebut menjadi ciri suatu pasar tidak efisien.

Jika pasar benar-benar bereaksi secara berlebihan, para investor mungkin dapat menggunakannya untuk merealisasikan pengembalian *abnormal* positif jika mereka dapat (1) mengidentifikasi peristiwa-peristiwa luar biasa dan (2) menentukan ketika hasil dari reaksi yang berlebihan itu dimasukkan dalam harga pasar dan siap untuk membalikinya. Para investor yang mempunyai kemampuan melakukannya akan melakukan strategi berikut. Saat berita positif diketahui, para investor akan membeli

saham dan menjualnya sebelum koreksi terhadap reaksi berlebih terjadi. Untuk berita negatif, para investor akan mengurangi saham dan kemudian membelinya kembali sebelum koreksi terhadap reaksi berlebih terjadi (Fabozzi, 1995).

C. Hipotesis

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler pada tahun 1985 mengenai *overreaction hypothesis* yang mengatakan bahwa investor cenderung bersikap dramatis dalam memprediksikan apa yang akan terjadi di masa mendatang berdasarkan informasi terkini, dan pada tahun 1987 penelitian berdasarkan pola *winner-loser* menghasilkan *overreact* terjadi dalam jangka waktu yang pendek, penelitian yang dilakukan oleh Fama tahun 1970 mengklasifikasikan bentuk pasar efisien kedalam bentuk lemah, setengah kuat, dan bentuk kuat, penelitian yang dilakukan oleh Husnan pada tahun 1990 menemukan bahwa hanya 2 saham yang memiliki koefisien yang signifikan dari 24 saham yang diteliti, Sukmawati dan Daniel pada tahun 2003 menemukan bahwa *overreact* selama periode 1998-2000 terjadi secara separatis/terpisah-pisah, maka hipotesis yang disusun untuk penelitian ini adalah :

- a. Reaksi harga saham berdasarkan pola *winner-loser* yang terbentuk terhadap informasi-informasi yang muncul selama periode pengujian menunjukkan pola tersebut dapat diprediksi berdasarkan *Overreact Hypothesis*.
- b. Berdasarkan pola *winner-loser* yang terbentuk, selama periode pengujian (Juli 2003 sampai Juni 2004) pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah.