

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Pendahuluan

Pada bab ini akan dilakukan pembahasan teori yang berkaitan dengan penelitian ini seperti *random walk theory*, *efficient market hypothesis* (EMH), risiko, volatilitas, dan *market model*. Penelitian sebelum dan yang berhubungan dengan penelitian ini juga akan dikemukakan dalam bab ini dan diakhiri dengan pengembangan hipotesis penelitian.

#### 2.2 *Efficient Market Hypothesis*

*Efficient market hypothesis* (EMH) adalah sebuah hipotesis yang menyatakan bahwa harga dari sebuah surat berharga menggambarkan secara lengkap ketersediaan informasi tentang surat berharga tersebut (Bodie *et al.*, 2008). Mengapa investor mengharapkan harga saham mencerminkan “semua informasi yang tersedia”? Karena apabila investor mau meluangkan waktu dan uang dalam mengumpulkan informasi maka mungkin masuk akal apabila investor menemukan suatu informasi yang dilewatkan oleh investor lain (Bodie *et al.*, 2008). Informasi mengenai saham tidak harus terbatas pada berita tentang keuangan, informasi tentang politik, ekonomi, dan peristiwa sosial dikombinasikan dengan bagaimana investor mengartikan informasi-

informasi tersebut apakah informasi itu rumor atau benar akan terefleksikan pada harga saham. Informasi sangat penting dalam pasar saham karena investor berharap dengan mendapatkan informasi yang lebih maka dapat mengungguli pasar dimana investasi dilakukan.

*Efficient market hypothesis* dapat dibagi menjadi tiga bentuk, yaitu *weak*, *semistrong*, dan *strong* (Bodie *et al.*, 2008). Ketiga versi ini dibedakan oleh apa yang diartikan sebagai “semua informasi yang tersedia”.

#### 1. *Weak-form*

Teori *weak-form* menegaskan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi yang diperoleh dengan menganalisa data dari pasar seperti riwayat harga masa lalu, volume perdagangan, atau bunga jangka pendek. Versi hipotesis ini menyiratkan bahwa *trend analysis* tidak membuahkan hasil. Harga saham masa lampau tersedia untuk umum dan secara virtual murah untuk didapatkan. Teori *weak-form* beranggapan bahwa apabila data seperti yang demikian dapat menyampaikan sinyal yang dapat dipercaya tentang kinerja masa depan maka investor sudah akan belajar memanfaatkan sinyal tersebut. Pada akhirnya sinyal tersebut akan kehilangan nilainya saat diketahui secara luas karena sebuah sinyal beli akan menyebabkan lonjakan harga secara cepat.

## 2. *Semi strong-form*

Teori *semistrong-form* menyatakan bahwa apabila investor mempunyai akses informasi umum yang tersedia yang mengenai prospek sebuah perusahaan maka investor akan mengharapkan informasi tersebut termasuk informasi mengenai *fundamental data* pada lini produk perusahaan, kualitas management, komposisi neraca keuangan, hak paten yang dimiliki, peramalan pendapatan, dan akuntansi sebagai tambahan harga saham masa lampau.

## 3. *Strong-form*

Pada teori ini menyatakan bahwa harga saham semua informasi perusahaan yang relevan bahkan termasuk informasi yang hanya dapat diakses oleh orang bagian dalam perusahaan.

Teori *efficient market hypothesis* (EMH) sejalan dengan teori *random walk* yang juga menyatakan bahwa *closing price* sebuah saham adalah *random walk* dan karena peramalan untuk harga saham hari esok (dalam *random walk*) adalah harga saham hari ini.

### 2.3 *Random Walk Theory*

Informasi menjadi hal yang penting dalam pergerakan harga saham karena diharapkan oleh para investor untuk menganalisis dan mencoba untuk mengetahui pergerakan dari harga saham. Informasi apa saja yang dapat digunakan untuk memprediksi kinerja saham haruslah telah tersedia dalam harga saham. Sebuah

informasi yang mengindikasikan bahwa sebuah harga saham berada pada *underpriced* maka para investor akan berlomba untuk membeli saham tersebut karena adanya peluang keuntungan dalam saham tersebut. Saham yang banyak dibeli tersebut akan mengakibatkan naiknya permintaan sehingga harga saham tersebut naik pada tingkat wajar. Saham yang secara tiba-tiba naik hingga ke tingkat wajar saat semua informasi telah tersedia pastilah dikarenakan terdapat informasi baru tentang saham tersebut. Informasi terbaru pastilah tidak dapat diprediksi (*unpredictable*), jika dapat diprediksikan maka informasi tersebut akan termasuk dalam bagian informasi yang diketahui para investor saat ini. Pada akhirnya perubahan harga saham yang diakibatkan karena reaksi terhadap informasi baru (*unpredictable*) juga bergerak secara tidak dapat diprediksi. Berdasarkan argumen tersebut maka sebuah harga saham akan mengikuti *random walk* (Bodie *et al.*, 2008).

Menurut Nayak (2008) *random walk* adalah jalur variabel dari waktu ke waktu yang menunjukkan tidak ada pola untuk diprediksi sama sekali. Di bawah teori *weak-form efficient market hypothesis*, harga dari sebuah sekuritas mencerminkan semua informasi tentang ekonomi, pasar, dan sekuritas tertentu, dan harga akan menyesuaikan dengan segera terhadap informasi baru (Nayak, 2008). Apabila harga dapat ditentukan secara rasional, maka hanya informasi barulah yang dapat menyebabkan terjadinya perubahan, sehingga *random walk* akan menjadi hasil yang wajar dari sebuah harga yang selalu mencerminkan semua informasi yang ada.

*Random walk* dianggap sebagai kondisi yang sesuai untuk efisiensi pasar. Paradoks dari efisiensi pasar adalah setiap investor percaya bahwa sebuah pasar adalah efisien, kemudian pasar akan menjadi tidak efisien karena tidak ada yang menganalisa pasar. Sebenarnya, efisiensi pasar bergantung pada peserta pasar yang percaya bahwa pasar tidak efisien dan melakukan perdagangan sekuritas dalam upaya mengguguli pasar tersebut. Pada kenyataannya, pasar tidak sepenuhnya efisien atau tidak efisien. Semua pasar efisien pada taraf tertentu, beberapa lebih daripada yang lain. Pada pasar yang mengalami penurunan efisiensi pasar secara substansial, investor yang mempunyai pengetahuan lebih dapat mengguguli investor yang kurang berpengetahuan.

#### **2.4 Risk by Volatility**

Investor akan menghadapi risiko saat mereka melakukan investasi melalui pasar saham, tetapi risiko yang dihadapi saat melakukan investasi di pasar saham dapat dikurangi karena berinvestasi pada pasar saham berbeda dengan *gambling*. *To gamble* menurut buku Investment 7<sup>th</sup> Edition tahun 2008 hal. 166 adalah “*to bet or wager on an uncertain outcomes*”, sedangkan saat melakukan investasi para investor akan melakukan *speculation* yang didefinisikan sebagai asumsi dari besarnya risiko investasi untuk memperoleh keuntungan yang sepadan (Bodie *et al.*, 2008). Apabila risiko yang diasumsikan lebih besar dari keuntungan yang didapat investor dapat menolak keputusan untuk berinvestasi. Menurut Bodie *et al.* (2008) *speculation* dan *to gamble* apabila dibandingkan secara ekonomi maka *a gamble* adalah asumsi dari

risiko yang tidak bertujuan apapun selain kesenangan dari risiko itu sendiri, sedangkan *speculation* diambil meskipun melibatkan adanya risiko karena dengan mengambil risiko investor berharap mendapatkan keuntungan yang lebih.

Risiko dalam keuangan memiliki arti yang berbeda sekaligus lebih luas. Dalam keuangan risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan dimana investor akan mendapat keuntungan dari investasi yang berbeda dari keuntungan yang kita harapkan, dengan kata lain, risiko tidak hanya termasuk hasil yang buruk (keuntungan lebih rendah dari yang diharapkan), tetapi juga hasil yang baik (keuntungan lebih tinggi dari yang diharapkan) (Damodaran, 2002). Saat membicarakan tentang saham maka perubahan dan pergerakan naik turunnya harga dari saham tersebut (volatilitas) akan menjadi pertimbangan apakah dengan berinvestasi pada saham tersebut investor akan mendapat keuntungan atau kerugian. Saham yang mempunyai tingkat volatilitas yang tinggi maka harga saham tersebut dapat naik secara *substansial* tetapi juga dapat turun secara *substansial*. *Volatility risk* adalah risiko yang terjadi dari perubahan yang tidak dapat diprediksi pada volatilitas, sehingga risiko dalam saham dapat dikaitkan dengan volatilitas. Volatilitas juga dianggap sebagai tolak ukur risiko suatu saham karena semakin tinggi volatilitas suatu saham maka semakin besar risiko yang harus ditanggung oleh investor. Investor yang memutuskan untuk berinvestasi pada saham tersebut dapat mendapat keuntungan yang besar apabila harga saham naik secara substansial tetapi juga dapat mengalami kerugian yang besar apabila harga saham turun secara substansial.

## **2.5 Risk Measured by Market Model**

Pasar berperan sangat penting dalam menyediakan modal bagi perusahaan ataupun dana bagi pemerintah dalam jangka waktu tertentu. Pasar memberikan kesempatan kepada perusahaan dan pemerintah untuk mendapatkan dana dengan menjual sekuritas. Pasar saham terdiri dari dua pasar, yaitu *primary market* dan *secondary market* (Jones, 2010). *Primary market* adalah pasar dimana sekuritas pertama kali dikeluarkan, yang biasanya melibatkan *investment bankers*. *Secondary market* adalah pasar dimana sekuritas yang telah ada diperdagangkan antar investor. Indeks saham yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Menganalisis pasar digunakan para investor untuk mengetahui bagaimana keadaan saham secara umum. Catatan historis nilai pasar berguna dalam mengukur pasar dalam siklus tertentu dan memungkinkan untuk memberikan petunjuk tentang apa yang akan terjadi. Indeks pasar juga digunakan dalam menghitung *beta* yang menjadi alat ukur penting dalam mengukur risiko.

Semua saham mempunyai dua macam risiko, *systematic risk* dan *nonsystematic risk*. *Nonsystematic risk (specific risk)* adalah risiko yang disebabkan karena faktor unik perusahaan (Jones, 2010). *Nonsystematic risk* dapat kita eliminasi dengan diversifikasi melalui portfolio. *Systematic risk* adalah risiko yang disebabkan oleh faktor makro yang mempengaruhi semua sekuritas (Jones, 2010). *Systematic risk*

sering kali dikenal dengan peristiwa ekonomi makro seperti tingkat suku bunga dan peristiwa politik. Risiko ini tidak dapat dieleminasi melalui diversifikasi karena semua perusahaan terkena dampaknya. Risiko yang tidak dapat didiversifikasi sering dikenal dengan sebutan *market risk* atau *systematic risk*.

## 2.6 Penelitian yang Berhubungan

Amed, Lockwood (1998) meneliti tentang *beta* dan *premium risk* pada berbagai kondisi pasar. Perusahaan diteliti adalah semua perusahaan yang bertransaksi pada indeks saham NYSE, AMEX, atau NASDAQ dan data yang digunakan adalah *return* bulanan dari tahun 1963-1993. *Risk premium* ditemukan akan berubah pada bulan Januari dan selain Januari terutama pada *bull market*.

Pada penelitian berjudul “The size effect: Australian evidence” yang dilakukan oleh Cheong, Steinert (2007) didapatkan hasil bahwa *return* dan ukuran perusahaan berhubungan secara terbalik. Dari hasil yang didapatkan dapat disimpulkan bahwa ukuran mungkin dapat ditafsirkan sebagai pengukur risiko, karena perusahaan yang lebih kecil mempunyai risiko yang lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih besar karenanya menyediakan keuntungan yang lebih tinggi. Investasi pada perusahaan kecil bagaimanapun juga harus dipertimbangkan secara matang karena *return* yang diharapkan mungkin akan tidak setinggi yang diharapkan karena likuiditas yang rendah akan mempersulit penjualan saham kembali pada masa yang akan datang.



Nayak (2008) melakukan penelitian untuk membuktikan ada atau tidaknya *random walk* pada beberapa sektor yang sedang berkembang di India. Teori *random walk* mengemukakan bahwa harga tidak dapat diprediksi karena berpola *random* dan hasil yang dicapai dari penelitian ini mengemukakan bahwa sebagian besar saham yang diteliti sebanyak 69% menerima *null hypothesis* sehingga dapat dinyatakan sejalan dengan teori *random walk*. Saham-saham yang mengikuti pola *random walk* tidak dapat diprediksi dengan data harga masa lalu, tetapi terdapat beberapa perusahaan yang memiliki pola sehingga *return* dapat diprediksi melalui pola tersebut sehingga *technical analyst* dapat mengambil keuntungan dengan menganalisa kapan pola akan kembali terjadi pada masa yang akan datang.

Pada penelitian Aval, Ohadi (2011) menyebutkan terdapat variabel-variabel lain yang lebih baik dalam menghitung *return* saham dibandingkan beta yang diyakini sebagai ukuran *systematic risk*. Variabel-variabel tersebut adalah ukuran perusahaan, likuiditas saham, dan volatilitas. Menggunakan regresi berganda menurut metode *Ordinary least square* (OLS) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan volatilitas adalah variabel yang dapat memperkirakan *return* saham pada perusahaan-perusahaan di Iran. Variabel beta dalam hal mengendalikan efek likuiditas memiliki kemampuan untuk menjelaskan *return*. Dan juga variabel likuiditas terbukti tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan *average return*.

Jayaraman, Ramaratnam (2011) melakukan penelitian tentang efisiensi pasar saham pada beberapa pasar saham di dunia, yaitu NASDAQ-100 (USA), NIKKEI,

SSE Composite Index (China), KOSPI Composite Index (South Korea), DOW JONES BRAZIL INDEX (Brazil), BSE SENSEX (India), FTSE 100 (UK), CAC 40 (France), HANG SENG INDEX (Hongkong), STRAITS TIME INDEX (Singapore). Dalam penelitian mereka tentang indeks saham menemukan bahwa hampir semua indeks saham bergerak secara independen dan tidak terpengaruh data masa lalu yang artinya berisi data *random*. Pada semua indeks saham yang diteliti *null hypothesis* diterima dimana *null hypothesis* pada penelitian ini adalah perubahan indeks adalah *random*. Indeks saham yang diteliti pada penelitian juga menyatakan bahwa indeks saham terbukti efisien pada *weak-form*.

Abdalla (2012) menguji secara empiris tentang risiko (volatilitas) dan *expected return* pada indeks saham Saudi Arabia dan Mesir dari tanggal 1 Januari 2007 sampai 30 Desember 2011. Hasil yang dicapai antara lain menunjukkan bahwa hubungan risiko dan *return* pada indeks saham Saudi Arabia dan Mesir memiliki perbedaan. Hubungan antara volatilitas dan *expected-return* adalah negatif tetapi *insignificant* pada *daily returns* di Mesir. Sebaliknya pada Saudi Arabia, volatilitas dan *stock return* berhubungan secara positif tetapi juga *insignificant* dan sesuai dengan teori *risk premium* pada indeks saham yang menyatakan bahwa keuntungan lebih besar dapat dicapai dengan saham yang memiliki risiko lebih besar dibandingkan dengan saham-saham lain.

Sutthisit *et al.* (2012) meneliti perilaku investor pada pasar saham China dengan meneliti lima indeks saham yang meliputi saham China di tiga bursa efek

yaitu Shanghai, Shenzhen, dan Hongkong. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif secara signifikan antara *return* dan volatilitas di Shanghai A-share, Shenzhen A- dan B-share dan Hongkong H-share index, tetapi tidak ada efek positif pada Hongkong Red-chip index. Deregulasi yang diberlakukan pada B-share index mempengaruhi perilaku jual beli investor pada B-share index yang juga akan berpengaruh pada pembuat peraturan dan para manajer *portfolio*.

## 2.7 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan argumen tentang teori *random walk* yang menyatakan bahwa harga saham bergerak secara *random* dan tidak dapat diprediksi, maka peneliti menetapkan hipotesis yaitu:

1. Harga saham PT. Astra International Tbk, PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk dan Indeks Harga Saham Indonesia (IHSG) mengikuti pola *random walk*.

Seperti yang telah dijelaskan, volatilitas dalam saham dapat digunakan sebagai tolak ukur suatu risiko saham. Banyak model keuangan seperti capital asset, CAPM dan market model menekankan bahwa risiko suatu *portfolio* tidak hanya bergantung pada volatilitas saham individual tetapi juga hubungan antara saham yang satu dengan yang lain dalam *portfolio*. Mengacu pada hal tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

2. Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan Indonesia (IHSG) berpengaruh pada volatilitas harga saham PT. Astra International dan PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk.

Apabila teori *random walk* yang menyatakan bahwa harga saham bergerak secara *random* maka seseorang tidak akan benar-benar dapat meneliti pergerakan saham dalam berbagai empiris. Pada kejadian yang terjadi sekarang, pergerakan saham tidak dapat dijelaskan secara empiris, hanya dapat dikatakan bahwa perubahan harga saham tidak dapat diprediksi. Hal penting yang didapat dari mempelajari pergerakan harga saham adalah penjelasan dari volatilitas harga saham, apakah volatilitas harga saham mengikuti pola tertentu dari waktu ke waktu. Pada bagian teori volatilitas telah dijelaskan bahwa dalam saham, risiko berhubungan dengan volatilitas, penjelasan tentang volatilitas saham diharapkan dapat mengurangi risiko investasi pada saham tersebut. Hipotesis yang dirumuskan dari argument tersebut adalah:

3. Pergerakan volatilitas dapat dijelaskan dengan menggunakan *autoregressive*.

Seperti yang telah dijelaskan *market risk* mempengaruhi semua saham dalam indeks pasar, maka peneliti akan meneliti pengaruh dari *market risk* terhadap return PT. Astra International dan PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk. *Return* dari IHSG seharusnya akan berpengaruh pada *return* PT. Astra International dan PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk karena adanya faktor *market risk* yang tidak

dapat dihindari oleh semua saham perusahaan. *Return* perusahaan digunakan karena dalam keuangan *return* melekat dengan erat dengan risiko sehingga pemeriksaan pada *return* berarti pemeriksaan terhadap risiko. Hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

4. *Return* Indeks Harga Saham Gabungan Indonesia (IHSG) berpengaruh pada *return* harga saham PT. Astra International dan PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk.

PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk adalah dua perusahaan yang bergerak pada sektor dan subsektor industri yang sama, tetapi walaupun bergerak pada sektor dan subsektor yang sama kedua perusahaan akan mempunyai perbedaan dalam hal risiko yang mempengaruhi kedua perusahaan tersebut, maka hipotesis yang ditetapkan adalah sebagai berikut:

5. Terdapat perbedaan risiko antara PT. Astra International Tbk dan PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk.