

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### A. Landasan Teori

##### 1. *Earnings Surprise*

Pelaporan *earnings* suatu perusahaan memiliki kemungkinan adanya perbedaan antara nilai *earnings forecast* dengan nilai *earnings announcement*. Perbedaan tersebut yang disebut sebagai *earning surprise*.

##### a. *Positive Earnings Surprise*

*Positive earnings surprise* merupakan kondisi *earnings*, dimana nilai *earnings forecast* lebih rendah daripada nilai *earnings announcement*. Dalam kondisi ini, umumnya harga saham akan mengalami peningkatan. Peningkatan pada harga saham, tentunya akan berimbas pada kenaikan *return* dari saham tersebut.

##### b. *Negative Earnings Surprise*

*Negative earnings surprise* merupakan kondisi *earnings*, dimana nilai *earnings forecast* lebih tinggi daripada nilai *earnings announcement*. Dalam kondisi ini, umumnya harga saham akan mengalami penurunan. Penurunan pada harga saham, tentunya akan berimbas pada penurunan *return* dari saham tersebut.

## 2. *Return Contrarian Share Price*

Pada fenomena *overreaction* merupakan fenomena dimana investor melakukan tindakan membeli dan menjual yang berlebihan dan berakibat pada terkoreksinya harga saham secara tidak normal. Fenomena ini menurut De Bondt dan Thaler (1985) dalam Dinawan (2007), para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai “baik” (*good news*). Sebaliknya bila akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan.

Strategi yang dapat dilakukan bila pasar terjadi *overreaction* yaitu dengan strategi kontrarian (*Contrarian share price*). *Contrarian share price* adalah sebuah strategi yang berlawanan dengan pasar dalam membeli dan menjual saham. Artinya, investor yang menggunakan strategi ini menjual saham ketika pasar mengalami kenaikan (*bullish*) dan membeli saham ketika harganya turun (*bearish*). Strategi ini berlawanan dengan kebiasaan semua orang. Kebiasaan yang terjadi adalah membeli saham ketika pasar naik dan menjual saham ketika pasar mau turun (Manurung, 2004).

Tindakan normal tersebut membuat keuntungan yang diperoleh lebih kecil bahkan bisa saja mengalami kerugian bila dibandingkan dengan strategi kontrarian, pengembalian (*return*) yang didapat akan lebih besar. Sisi lain dari strategi ini dikenal dengan istilah lain yakni membeli saham ketika ada *rumors*, kemudian menjual saham berdasarkan informasi yang dijadikan sebagai fakta yang benar (Manurung, 2004).

Rumor negatif perusahaan selalu terdengar dan mengakibatkan harga saham tersebut mengalami penurunan sehingga investor melakukan pembelian. Informasi positif yang pasti diumumkan oleh perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan, dan saat yang tepat menjual saham perusahaan. Pada sisi lain rumor positif mulai beredar mengakibatkan harga saham mengalami turun-naik, dan investor harus membeli. Sebab ketika informasi tersebut diumumkan, harga saham mengalami kenaikan dan investor melakukan penjualan terhadap saham tersebut (Manurung, 2004).

Secara teori, strategi kontrarian sangat tepat dipergunakan untuk periode jangka waktu enam bulan dan satu tahun. Periode investasi yang panjang untuk menggunakan strategi ini karena keadaan bursanya dianggap sangat efisien dan sangat berbeda dengan pasar modal di Indonesia yang mempunyai *volatility* (dapat berubah) yang cukup tinggi (Manurung, 2004).

Hasil empiris dari penelitian Manurung (2009) menyatakan bahwa Bursa Efek Jakarta (BEJ) belum efisien sehingga manajemen bursa harus bekerja lebih keras agar bursanya lebih efisien. Jika bursanya telah efisien, berarti investor telah terlindungi dari transaksi yang dilakukan investor yang pintar. Manajemen bursa harus terus membuat peraturan-peraturan agar tidak terjadi transaksi yang membuat investor mengalami kerugian sehingga tidak mau bermain saham di bursa. Peraturan-peraturan bursa merupakan alat manajemen bursa untuk melindungi investor dari tindakan pihak lain melalui transaksi atau penyebaran informasi. Salah satu contoh konkrit yang

harus dilakukan manajemen bursa adalah membuat peraturan *short selling* dengan seksama agar tidak terjadi penjualan besar-besaran yang membuat keuntungan pada satu pihak.

Manurung (2004) menyatakan bahwa investor dalam melakukan strategi kontrarian harus memperhatikan beberapa hal supaya mendapat *return* yang menguntungkan seperti:

- a. Investor menentukan besaran pasar yang turun dan besaran naik untuk menjual. Berbagai penelitian yang telah dilakukan di negara-negara yang telah memiliki pasar modal melaporkan bahwa investor membeli saham ketika pasar sudah mengalami penurunan minimum 30 persen dan menjual ketika pasar sudah mengalami kenaikan sekitar 20 persen. Contoh kasus di Indonesia, bila harga sahamnya turun hingga 20 persen dianjurkan sudah secepatnya investor membeli saham dan kemungkinan besar akan mengalami kenaikan. Bila saham tersebut mengalami kenaikan minimum 15 persen secepatnya saham tersebut dijual untuk mendapatkan keuntungan. Angka persentase kenaikan dan penurunan saham sebagai dasar pembelian atau penjualan saham merupakan perbandingan dengan deposito dan pengalaman yang telah dilakukan oleh berbagai investor.
- b. Pasar regional yang mengalami penurunan, membuat investor harus berjaga-jaga untuk melakukan pembelian. Keputusan untuk membeli dan menjual harus sudah dimiliki investor ketika pasar bergerak mengalami peningkatan dan penurunan. Bila pasar regional juga

mengalami kenaikan maka investor harus berjaga-jaga untuk menjual supaya investor tidak mengalami ketinggalan atau tidak sempat melakukan tindakan penjualan saham.

- c. Pada pasar yang sudah turun, investor harus membeli saham dengan jumlah yang kecil. Bila pasar turun terus investor harus melakukan pembelian lebih besar dan turun lagi maka investor harus membeli lagi dalam jumlah yang lebih besar agar harga rata-rata pembelian lebih rendah. Selanjutnya, investor melakukan penjualan dengan jumlah yang lebih kecil dan meningkat bila harga terus mengalami peningkatan hingga harga penjualan lebih besar.
- d. Strategi ini dipergunakan pada saham yang berkapitalisasi saham besar atau dikenal dengan saham *blue-chips* atau *first liner stocks* dan saham yang mempunyai kapitalisasi medium atau dikenal dengan saham *second liner*. Untuk saham yang berkapitalisasi kecil juga dapat dipergunakan tetapi investor harus mempertimbangkan pergerakannya setiap saat karena saham ini mempunyai lonjakan harga yang cukup tinggi dan risikonya lebih tinggi dibandingkan dengan dua jenis saham sebelumnya.
- e. Informasi mengenai saham dari masing-masing perusahaan harus dapat diperoleh secepatnya. Bila investor tidak mempunyai informasi mengenai saham yang bersangkutan maka tindakan ini tidak berguna, sehingga informasi yang diperoleh harus cepat dilaksanakan. Tetapi, investor juga dapat mempergunakan strategi kontrarian ini dengan

mempelajari informasi bursa regional apakah mengalami penurunan dan kenaikan terutama akibat isu-isu besar.

- f. Investor harus berhati-hati dan tidak *greedy* atau rakus. Bila sudah selayaknya harus menjual seluruh saham tidak harus secara mencicil seperti diuraikan sebelumnya maka investor harus melakukan secepatnya. Kenaikan harga saham yang terus berlanjut, jangan menjadi kekecewaan karena masih ada kesempatan lain.

Pada saat investor menggunakan strategi kontrarian maka investor akan menjumpai beberapa risiko seperti berikut (Manurung, 2004):

- a. Risiko *Timing*

Waktu membeli dan menjual saham tidak tepat pada harapan investor karena lingkungan ketika melakukan transaksi tidak mendukung. Misalnya, investor seharusnya menjual karena setelah saham mengalami kenaikan harga sebesar 9 persen tetapi karena informasi yang diterima menyebutkan bahwa harga akan terus mengalami kenaikan, investor tidak menjual sahamnya. Kenyataannya harga saham bukannya mengalami kenaikan melainkan menurun sehingga investor merugi atas kenaikan tersebut. Periode waktu harus diperhatikan dalam menggunakan strategi kontrarian.

- b. Risiko Marketibilitas

Investor tidak mempunyai kesempatan menjual sahamnya sesuai harga yang diinginkan. Investor telah menentukan besaran persentase

kenaikan harga saham untuk dijual. Jadi, artinya saham tersebut tidak pernah mencapai harga tersebut.

c. Risiko Prediksi Pemilihan Saham

Investor salah memilih saham untuk menggunakan strategi kontrarian. Misalnya, pasar dalam kondisi *drop* dan investor membeli saham "X" tersebut tetapi saham tersebut tidak mengalami kenaikan sampai periode tertentu sehingga investor mengalami kerugian.

### 3. Indeks Liquid 45 (ILQ-45)

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedang aktif atau lesu. Dengan adanya indeks, investor dapat mengetahui tren pergerakan harga saham saat ini; apakah sedang naik, stabil atau turun. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

Manurung (2004) menyatakan bahwa investor dalam melakukan strategi kontrarian harus memperhatikan beberapa hal supaya mendapat *return* yang menguntungkan, salah satu strateginya adalah mempergunakan saham yang berkapitalisasi besar atau dikenal dengan saham *blue-chips*

atau *first liner stocks* dan saham yang mempunyai kapitalisasi medium atau dikenal dengan saham *second liner* karena saham ini mempunyai lonjakan harga dan risikonya lebih rendah dibandingkan dengan saham berkapitalisasi rendah. Indeks yang mampu menunjukkan kapitalisasi besar di Indonesia yaitu yang termasuk dalam indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Menurut Hartono (2009), saham LQ-45 adalah indeks yang pertama kali diluncurkan pada tanggal 24 Februari 1997 yang terdiri dari 45 saham-saham paling aktif diperdagangkan. Selain itu, ILQ 45 adalah nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang besar, hal itu merupakan indikator likuidasi. Setiap 45 saham yang terpilih pada ILQ 45, didasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan (setiap awal bulan Februari dan Agustus).

Pertimbangan-pertimbangan yang mendasari pemilihan saham yang masuk di ILQ-45 adalah likuiditas dan kapitalisasi pasar dengan kriteria sebagai berikut (Hartono, 2009):

- a. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata transaksi sahamnya masuk dalam urutan 60 terbesar di pasar reguler.
- b. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata nilai kapitalisasi pasarnya masuk dalam urutan 60 terbesar di pasar reguler.
- c. Telah tercatat di BEI paling tidak selama 3 bulan.



## B. Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah beberapa penelitian – penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu:

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Tahun	Penelitian	Hasil Penelitian
1	Dirk Schiereck, Werner Bondt dan Martin Weber	1999	<i>Contrarian and Momentum Strategies in Germany</i>	Harga saham mencerminkan perkiraan investor laba perusahaan yang diduga salah.
2	Elmar Mertens	1999	<i>Getting Even: Contrarian Investment and Event Returns on Earnings Announcements</i>	Return saham <i>loser</i> lebih tinggi dibandingkan dengan return saham <i>winner</i> . Hal ini konsisten dengan <i>overreaction</i> investor.
3	Levis dan Liodakis	2001	<i>Contrarian Strategies and Investor Expectations: The U.K. Evidence</i>	Pasar tidak salah melakukan peramalan kejadian masa lalu dan harga saham tidak merefleksikan <i>naïve extrapolation</i> dari tingkat keuntungan masa lalu.
4	Puguh Budi Setyo	2007	Penggunaan Strategi Kontrarian pada Return Saham LQ-45 dan JII	Fenomena <i>overreaction</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham (LQ45 dan JII).
5	Muhammad Rizkada Dinawan	2007	Analisis <i>Overreaction Hypothesis</i> , dan Pengaruh <i>Firm Size, Likuiditas</i> dan	<i>Price reversal</i> terjadi pada saham <i>winner</i> dan <i>loser</i> . Pembalikan harga saham yang terjadi,

				<i>Bid-Ask Spread</i> terhadap Fenomena <i>Price Reversal</i> di Bursa Efek Jakarta	merupakan bentuk penyesuaian terhadap peristiwa kenaikan atau penurunan harga saham secara besar-besaran.
6	Chandra Devi Ridhmadhantia	2010	Analisis Pengaruh <i>Surprise Earnings Announcement</i> terhadap <i>Return Saham</i> dan <i>Dividen Payout</i> dengan Uji Beda <i>Positive Earnings Surprise</i> dan <i>Negative Earnings Surprise</i> pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<i>Return</i> saham dan <i>Dividend Payout</i> memiliki pengaruh terhadap <i>Standard Unexpected Earnings (SUE)</i> yang digunakan dalam <i>surprise earning announcement</i> .	
7	Johnson dan Zhao	2012	<i>Contrarian Share Price Reactions to Earnings Surprise</i>	<i>Contrarian return</i> berhubungan negatif dengan <i>earnings surprise</i> .	
8	Mekani Vestari	2012	Pengaruh <i>Earnings Surprise Benchmark</i> terhadap Prediktabilitas Laba dan <i>Return Saham</i>	<i>Earnings surprise benchmark</i> tidak berpengaruh secara signifikan terhadap prediktabilitas <i>return</i> saham tetapi berpengaruh signifikan terhadap prediktabilitas laba.	

Sumber: Hasil penelitian terdahulu

### C. Hipotesis

Menurut Johnson dan Zhao (2012), dua faktor yang diprediksi memiliki kontribusi terhadap *contrarian returns* pada pengumuman laba kuartalan (*quarterly earnings announcements*). Salah satu faktornya adalah “noise”

dalam pengukuran *earnings surprise*. Nampaknya *contrarian returns* akan muncul jika *surprise* yang diukur peneliti tidak konsisten arahnya dengan pasar *earnings surprise*. Komponen-komponen pendapatan sementara, ramalan penurunan pendapatan (*stale earnings forecasts*), cakupan terbatas analisis (*limited analyst coverage*), perbedaan pendapat di antara analis (*divergence of opinion among analysts*), dan peringatan laba (*preannouncements*) akan menambahkan *noise* pada pengukuran *earnings surprise* dan berkontribusi pada terjadinya *contrarian returns*.

Faktor keduanya adalah “*noise*” dalam respon harga saham terhadap laba yang diumumkan (*announced earnings*). Laba yang diumumkan melalui media terdiri atas banyaknya informasi di luar jumlah pendapatan *bottom-line* yang berpotensi relevan bagi penilaian harga saham (*share price*) investor. Hal ini mencakup informasi tentang komponen pendapatan utama seperti penjualan (*sales*), order jaminan-simpanan (*order backlog*), proyek investasi modal (*capital investment projects*), dan perkiraan manajemen atas performa yang akan datang (*management forecasts of future performance*). Item informasi-informasi ini dan lainnya di terbitkan secara bersamaan dengan pendapatan kuartal yang dapat berkontribusi pada *contrarian returns* jika implikasi harga saham mereka berlawanan arah pada *earnings surprise*. Selain itu, variabilitas perolehan idiosinkrasi (*idiosyncratic return variability*), fitur-fitur mikrostruktur pasar (*features of market microstructure*) dan kejutan laba kuartal sebelumnya (*prior quarter's*

*earnings surprise*) bisa jadi menambah *noise* respon harga saham 3 hari dan berkontribusi pada terjadinya *contrarian returns*.

Johnson dan Zhao (2012) menyatakan memprediksi bahwa *stale EPS forecasts, low analyst coverage, forecast dispersion, I/B/E/S exclusions, and earnings preannouncements* akan mempengaruhi arah “*noise*” dalam mengukur *earnings surprise* dan karenanya kemungkinan mengobservasi *contrarian returns* pada pengumuman laba. Dengan pengecualian pra-pengumuman laba, “*noise*” dalam *earnings surprise* lebih cenderung mendorong *contrarian returns* diantara desil pendapatan interior (misal, desil 4 dan 6) daripada untuk desil pendapatan ekstrim (misal, desil 1 dan 10). *Earnings surprise* yang diukur untuk desil interior lebih kecil dalam nilai absolut dan karenanya dapat dikatakan lebih rentan ke arah “*noise*”.

Pengumuman laba *return* saham ada kemungkinan mengarah pada “*noise*” karena volatilitas return normal (*normal return volatility*) atau fitur mikro pasar (*features of market microstructure*). Misalnya, memiliki *earnings surprise* yang besar secara terus menerus, perusahaan dengan harga saham yang sangat *volatile* lebih cenderung mengalami *contrarian returns* ketimbang perusahaan dengan volatilitas rendah. Efek volatilitas harga saham pada kemungkinan *contrarian returns* diprediksikan menjadi yang paling menonjol dalam desil *earnings surprise* interior. Literatur mikrostruktur pasar menyatakan bahwa *market-maker* meningkatkan penyebaran permintaan-penawaran (*bid-ask spreads*) dalam merespon peristiwa informasi seperti pengumuman pendapatan untuk

mengkompensasi asimetri informasi yang dipersepsikan antara pedagang yang memiliki informasi dan yang tidak. Affleck-Graves, Callahan dan Chipalkatti (2002) mendapati bahwa komponen yang bertolak belakang atas pemilihan *bid-ask spread* meningkat di hari saat dan sebelum pengumuman laba kuartal bagi perusahaan dengan laba tidak terlalu dapat diprediksi. *Bid-ask spread* tinggi karenanya mungkin berasosiasi dengan kemungkinan *contrarian returns* yang lebih tinggi.

Johnson dan Zhao (2012) memprediksi bahwa pendapatan kejutan yang bertentangan (*discordant revenue surprises*), revisi perkiraan laba bertentangan (*discordant earnings forecast revisions*), volatilitas return (*return volatility*), *bid-ask spread*, dan pertentangan sebelum laba kejutan kuartal (*discordant prior quarter earnings surprises*) akan mempengaruhi kemungkinan *return contrarian stock*.

Debondt dan Thaler (1995) berargumen bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru (kinerja saham terbaru) untuk memproyeksikan kinerja saham di masa mendatang. Investor menggunakan *representativeness* dan *heuristic* atau hanya menggunakan perkiraan yang masih belum pasti. Saham yang mengalami peningkatan harga dianggap sebagai saham menguntungkan, karena itu saham tersebut akhirnya dibeli. Sebaliknya, saham yang menurun harganya dianggap tidak menguntungkan sehingga akan dijual. Walaupun demikian investor seharusnya mampu untuk menangkap informasi secara luas, pasar akan mengalami *price reversal*

dimana dalam strategi kontrarian, saham yang terus menurun akibat *bad news* akan berbalik dan memberikan return yang positif.

Ha1: *Earnings surprise* negatif berpengaruh pada *positive return contrarian share prices*.

*Market overreaction hypothesis* menyatakan bahwa saham-saham yang memiliki *abnormal return* tinggi (*winner*) cenderung memburuk pada periode selanjutnya. Hal ini disebabkan oleh reaksi pasar yang berlebih terhadap informasi dimana para pelaku pasar akan menetapkan harga saham terlalu tinggi dalam berreaksi terhadap kabar baik dan akan menilai harga saham terlalu rendah dalam bereaksi terhadap kabar buruk. Ketika pasar menyadari telah berreaksi berlebih maka harga saham akan berbalik, sehingga saham yang masuk kategori *winner* akan turun nilainya atau mendapat *return* yang negatif (Yulianawati, 2003).

Ha2: *Earnings surprise* positif berpengaruh pada *negative return contrarian share prices*.