

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka.

Pada bagian ini akan dipaparkan teori dan hasil penelitian yang ada relevansinya dengan variabel-variabel dalam penelitian. Pembahasan pada bagian ini berisi tentang pengertian investasi, saham, *return*, dan resiko, efisiensi Pasar Modal, bentuk-bentuk efisiensi Pasar Modal, pengujian terhadap efisiensi pasar, implikasi bagi strategi investor, anomali pasar, dan penjelasan faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *day of the week effect*.

1. Pengertian Investasi.

Investment can be defined as the commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time period (Jones, 2004). Dalam penelitian ini, pembahasan investasi berkaitan dengan aset finansial khususnya sekuritas yang diperdagangkan (*marketable securities*).

Sedangkan tujuan investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter, yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah pendapatan masa yang akan datang. Dalam penelitian ini, pembahasan investasi berkaitan dengan aset finansial khususnya sekuritas yang bisa diperdagangkan (*marketable securities*). Secara lebih khusus lagi, ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain adalah (Tandelilin, 2001):

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak.
- b. Mengurangi tekanan inflasi.
- c. Dorongan untuk menghemat pajak.

2. Pengertian *Return* Saham.

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor resiko investasi yang harus dihadapi. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas resiko yang harus ditanggung oleh investor atas investasi yang dilakukannya.

Tingkat keuntungan dari setiap sekuritas yang diperdagangkan di pasar keuangan terdiri dari dua komponen, yaitu Pertama, tingkat keuntungan yang normal atau yang diharapkan. Tingkat keuntungan merupakan bagian dari tingkat keuntungan aktual yang diperkirakan (diharapkan) oleh pemegang saham. Tingkat keuntungan tersebut dipengaruhi oleh informasi yang dimiliki oleh pemodal. Kedua, tingkat keuntungan yang bersifat tidak pasti atau beresiko. Bagian tingkat keuntungan ini berasal dari informasi yang bersifat tidak terduga (Husnan, 2005).

Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. Menurut Jones (2000 : 131), “ *Yield is the component of a security's return*”. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik atas suatu investasi. *Capital gain (loss) is the change in price on a security over some period of time* (Jones: 131).

Hasil (*return*) yang diharapkan untuk saham adalah tingkat potongan yang menyamakan nilai sekarang dari arus dividen yang diharapkan pada masa yang akan datang dengan harga pasar saham. Kebalikannya, harga pasar saham dapat dianggap sebagai arus dividen pada masa yang akan datang yang telah didiskontokan menjadi nilai sekarang dengan tingkat hasil yang dikehendaki. Bila *return* yang diperoleh di atas yang selayaknya maka investor itu mengalami *excess return* atau yang sering disebut *abnormal return*.

Abnormal return adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Tingkat keuntungan yang diharapkan dihasilkan dengan menggunakan model tertentu. Model yang paling sering dipergunakan adalah *market model* (atau *single indeks model*) dan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). *Single Indeks Model* berasumsi bahwa *expected return* hanya dipengaruhi oleh satu faktor tertentu, seperti misalnya pada *market model*, *expected return* hanya dipengaruhi oleh *return* pasar. CAPM, dikembangkan oleh William Sharpe, John Lintner, dan Jan Moissin secara terpisah, menunjukkan tingkat keuntungan yang disyaratkan pada sesuatu aktiva berisiko merupakan fungsi dari tiga faktor : (1) tingkat keuntungan bebas risiko, (2) tingkat keuntungan yang disyaratkan pada portfolio dengan bebas risiko rata-rata (*market portfolio*), dan (3) volatilitas tingkat keuntungan aktiva berisiko tersebut terhadap tingkat keuntungan *market portfolio*, CAPM didasarkan pada asumsi pasar modal sempurna.

Banyak hal yang mendorong para investor berusaha untuk mencapai *abnormal return* diantaranya, adalah asimetris informasi. Asimetris informasi ini terjadi bila satu pihak mengetahui informasi lebih banyak dari pihak lain. Karena simetris informasi ini terjadi bila satu pihak mengetahui informasi lebih banyak tentang perusahaan dibanding investor di Pasar Modal. Hal ini menyebabkan pasar tidak efisien.

Semua peserta pasar adalah rasional. Investor yang ada bertujuan untuk memaksimalkan profit yang secara aktif berpartisipasi dalam pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan jual-beli saham. Investor bereaksi dengan cepat terhadap informasi baru, hal ini dipengaruhi oleh sikap investor yang rasional. Analisis pada sekuritas banyak dilakukan oleh investor yang terdapat di Pasar Modal terutama oleh investor yang mempunyai gaya aktif. Terdapat tiga

macam analisis pada sekuritas, sebagai berikut ini: (1) analisis fundamental, (2) analisis teknikal, (3) *market timing*.

1) Analisis fundamental

Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan cara mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang dan menerapkan *share forecasting model*. Para analis Pasar Modal yang menggunakan pendekatan ini percaya bahwa Pasar Modal itu efisien (*Identifically Independent Distributed*). Jika Pasar Modal itu efisien dan terdistribusi secara identik dan independen maka harga saham sekarang dan harga saham masa yang lalu itu tidak terdapat hubungan. Para analis Pasar Modal mempelajari bisnis perusahaan yang telah *go-public*, mencoba menggali informasi-informasi baru, memperhitungkan prospek pendapatan dan deviden perusahaan, memperkirakan tingkat suku bunga kredit, mengevaluasi risiko perusahaan, menganalisis laporan keuangan, yang kesemuanya digunakan untuk menentukan harga saham yang sesuai di pasar saham.

2) Analisis teknikal

Para investor yang menggunakan pendekatan ini percaya bahwa Pasar Modal itu tidak efisien sehingga mereka berpendapat bahwa harga saham sekarang terdapat hubungan dengan harga saham masa yang lalu. Para analis Pasar Modal mempelajari catatan harga-harga saham pada waktu yang lalu (*historical price*), kemudian mencoba untuk mencari pola siklus-siklus tertentu dari fluktuasi harga-harga saham tersebut. Berdasarkan pola yang telah ditemukannya, maka analis tersebut berusaha untuk memperkirakan harga saham yang akan datang.

3) *Market Timing*

Para analis Pasar Modal secara aktif memperhatikan setiap kesempatan yang menguntungkan dengan menentukan kapan sebaiknya para pemodal membeli dan menjual saham. Ada kalanya pemodal harus menjual terlebih dahulu baru kemudian membeli saham (*short-selling*). Walaupun hal tersebut menguntungkan, tetapi berbau spekulasi dan telah lazim dilakukan para investor di negara maju tetapi hal tersebut akhirnya dilarang oleh BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) untuk dilakukan di BEJ (Bursa Efek Jakarta).

3. Faktor-faktor yang mempengaruhi *return*

Tingkat keuntungan atau *return* yang paling menarik di mata investor untuk berinvestasi di Pasar Modal adalah *capital gains*, yaitu selisih penjualan di atas semua biaya yang harus ditanggung untuk mendapatkan dan mempertahankan investasi tersebut, ditambah lagi dividen yang dibagikan per tahunnya namun *capital gains* memberikan *return* yang lebih/paling besar.

Roll dan Ross (1984) menyimpulkan beberapa faktor yang mempengaruhi *return*, yaitu: (1) perubahan inflasi yang tidak diantisipasi, (2) perubahan produk industri yang tidak diantisipasi, (3) perubahan premi risiko (perbedaan antara obligasi dengan *grade* yang tinggi dengan yang rendah) tidak diantisipasi, (4) perubahan slope dari kurva hasil (*yield curve*) tidak diantisipasi.

Terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi *return* yang akan diperoleh oleh investor, yaitu: (1) risiko, (2) bentuk efisiensi Pasar Modal, (3) *event*/peristiwa, dan (4) kebijakan perusahaan.

1. Risiko

“*The higher the risk, the higher the return*”. Jadi semakin tinggi tingkat keuntungan suatu investasi, semakin besar pula risikonya. Menurut The American Heritage Dictionary, risiko didefinisikan sebagai “*the possibility of suffering harm or loss*”. Dalam konteks investasi, kondisi “*harm*” atau “*loss*” tersebut dapat berupa kondisi dimana investor menerima keuntungan yang lebih kecil dari yang diisyaratkan/diharapkan (*expected return*). Sedangkan risiko timbul dari kondisi ketidakpastian.

Menurut teori CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), terdapat dua risiko yang dapat diterima oleh investor, yaitu risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*), dan risiko yang sistematis (*systematic risk*). *Unsystematic risk* adalah probabilitas keuntungan berada di bawah keuntungan yang diharapkan yang disebabkan oleh faktor-faktor yang hanya ada pada suatu perusahaan. Risiko ini dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Sedangkan *systematic risk* disebabkan oleh faktor-faktor yang membawa dampak bagi seluruh perusahaan yang berada dalam suatu perekonomian, yang menimpa seluruh ekonomi atau pasar atau yang sering disebut *market risk*. Risiko ini tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi, misalnya peraturan pemerintah, kenaikan pajak, resesi, devaluasi, dan sebagainya. Total risiko yang ditanggung oleh investor merupakan penjumlahan dari *market risk* dan *unsystematic risk*.

Terdapat beberapa sumber risiko, yaitu: (a) *market risk*, (b) *inflation risk*, (c) *interest rate*, (d) *business risk*, (e) *financial risk*, (f) *liquidity risk*, dan (g) *country risk* (Jones, 2000).

a. *Market Risk*

Variabilitas *return* sekuritas merupakan dampak dari fluktuasi dari pasar secara keseluruhan. *Market risk* meliputi banyak faktor yang secara luas yang mempengaruhi sekuritas tersebut termasuk resesi, perang, perubahan struktur ekonomi, dan perubahan preferensi konsumen. *Market risk* ini mempengaruhi kondisi pasar secara keseluruhan yang pada nantinya akan mempengaruhi para investor. Sulit bagi investor untuk memperoleh hasil investasi yang berkebalikan dengan kecenderungan pasar. Apabila pasar membaik atau memburuk, umumnya saham-saham juga akan terpengaruh dengan arah yang sama.

b. *Inflation Risk*

Suatu faktor yang mempengaruhi seluruh sekuritas adalah *purchasing power risk*. Dengan kondisi tingkat inflasi yang tidak tentu, *real (inflation-adjusted) return* yang dipengaruhi oleh risiko tidak akan terpengaruh hanya jika *return* nominal itu tetap/aman (seperti misalnya *Treasury Bond*). Dengan meningkatnya inflasi maka *purchasing power* yang diinvestasikan akan menurun. Risiko ini juga berhubungan dengan *interest rate risk* karena suku bunga biasanya meningkat seiring meningkatnya inflasi, karena *lenders* meminta tambahan premium untuk mengkompensasi menurunnya *purchasing power*.

c. *Interest rate-risk*

Interest rate risk mempengaruhi nilai pasar dan harga jual kembali (*resale price*). Variabilitas *return* sekuritas sebagai dampak dari perubahan tingkat bunga. Beberapa

faktor dapat mempengaruhi saham secara berbanding terbalik misalnya, harga saham bergerak berlawanan dengan pergerakan tingkat bunga.

d. *Business risk*

Business risk ini dipengaruhi oleh kondisi perekonomian suatu negara yang nantinya juga akan mempengaruhi kondisi industri dimana perusahaan penerbit saham itu beroperasi dan lingkungannya. *Business risk* sangat tergantung pada jenis perusahaan tersebut. Misalnya, perusahaan kimia (Ciwil Kimia) lebih berisiko daripada pabrik semen (Cibinong) karena jika perusahaan kimia lebih rentan dengan risiko, misal: risiko kebocoran. Saham perusahaan yang *business risk*nya tinggi biasanya *return*nya lebih tinggi daripada saham perusahaan yang *business risk*nya rendah. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *business risk*, yaitu: (1) fluktuasi permintaan (penjualan) perusahaan, (2) ketidakpastian harga output/produk (dapat dipengaruhi oleh inflasi), (3) ketidakpastian harga input, (4) produk (berkaitan dengan *Product Life Cycle* produk) dan tipe-tipe hutang yang digunakan oleh perusahaan, (5) *Degree of Operating Leverage* perusahaan.

e. *Financial Risk*

Financial Risk biasanya terkait dengan kebijakan *debt financing* yang dilakukan oleh perusahaan penerbit sekuritas. Semakin besar proporsi aset yang didanai oleh hutang, semakin besar variabilitas *return*nya.

f. *Liquidity Risk*

Liquidity risk ini terkait dengan pasar sekunder tertentu dimana sekuritas diperdagangkan. Suatu pasar dapat dikatakan *liquid* jika suatu investasi dapat dibeli dan dijual dengan cepat tanpa konsesi harga, yang signifikan. Semakin tinggi tingkat ketidakpastian tentang waktu dan konsesi harga, semakin tinggi *liquidity risk*nya. Misal: T-Bill memiliki tingkat *liquidity risk* yang kecil atau bahkan tidak mempunyai *liquidity risk* sama sekali.

g. *Country Risk*

Country Risk biasanya merujuk pada *political risk*, yang dianggap penting oleh para investor saat ini. Dengan semakin banyaknya investor yang berinvestasi secara internasional, baik secara langsung maupun tidak langsung, kondisi politik, kondisi perekonomian, stabilitas dan kelangsungan perekonomian suatu negara perlu dipertimbangkan. Misalnya, Amerika Serikat merupakan negara yang mempunyai *country risk* terkecil.

4. Bentuk efisiensi Pasar Modal

Return yang diterima investor juga dipengaruhi oleh efisien atau tidaknya suatu Pasar Modal. Pada Pasar Modal yang termasuk dalam kategori bentuk efisiensi yang lemah (*weak form efficiency*) dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada di catatan harga di waktu yang lalu, investor tidak bisa mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu (Husnan, 1998). Pada pasar bentuk ini, investor

masih mungkin memperoleh *abnormal return*. Pada bentuk ini ditemukan adanya bukti anomali pasar yang berupa *abnormal return* pada bulan Januari (*January effect*) (Deim, 1986; Keim, 1983, 1986; dan Jones dan Wilson, 1989), pengaruh pergantian bulan (*turn of the month*) (Ariel, 1987), pengaruh hari (*day preceeding holiday*) (Cross, 1973; Gibbon dan Hess, 1981; Smirlock dan Starks, 1986; dan Jensen, 1978), *weekend effect* (French, 1980; dan Jaffe dan Westerfield, 1984), ataupun pengaruh pergantian tahun (*turn of the year*) (Lakonishok dan Smidt, 1984 ; Sukmawati dan Hermawan, 2001).

Pada Pasar Modal yang termasuk dalam bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong*) dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan, tidak ada peluang bagi investor, manajer investasi, analis Pasar Modal yang berbekal informasi publik untuk dapat secara konsisten memperoleh *excess return*. Penelitian mengenai penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, *merger*, dan pemecahan saham/*stock splits*, umumnya menunjukkan bahwa informasi tersebut dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham. Pada bentuk ini, investor tidak mungkin memperoleh *abnormal return* pada saat segera setelah suatu informasi menjadi milik publik. Jadi masih terdapat kemungkinan investor memperoleh *abnormal return*. Pada bentuk pasar setengah kuat, penyebaran informasi yang tidak simetris di pasar menyebabkan terjadinya *abnormal return* pada keadaan-keadaan seperti saat pengumuman dividen, penerbitan saham baru, *merger/akuisisi*, penerbitan obligasi, dan pengumuman *stock split*. Pada bentuk ini, terdapat anomali terjadi pada antara lain saham-saham dari perusahaan

kecil (Banz, 1981), saham-saham dengan PER tinggi (Basu, 1983), dan *post earnings announcement* (Foster, Olsen, dan Shelvin, 1984). Penyimpangan tersebut dapat digunakan untuk memperoleh *abnormal return*.

Akhirnya pada Pasar Modal bentuk efisiensi yang kuat (*strong form*) dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan tetapi juga informasi yang diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Dalam keadaan semacam ini Pasar Modal akan seperti rumah lelang yang ideal: harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham. (Husnan, 1998). Investor akan memperoleh *abnormal return* jika terjadi *insider trading*. *Insider trading* ini menunjukkan pasar belum efisien dalam bentuk kuat karena informasi “*private*” belum tercermin pada harga saham sehingga pihak manajemen perusahaan yang mengetahui informasi penting tersebut dapat memperoleh keuntungan yang tidak wajar.

b. *Event/peristiwa*

Anomali pasar terhadap harga saham di Pasar Modal dapat terjadi sewaktu-waktu. Terdapat beberapa hal yang dipercaya menjadi penyebab terjadinya anomali pasar di Pasar Modal antara lain adalah sebagai berikut di bawah ini: (a) *January effect*, (b) *Day of the week effect*, (c) *Turn of the year effect*, (d) Rasio P/E yang rendah, (e) *Size effect*.

a. *January effect*

Rozelf dan Kinney (1976) menemukan adanya bukti bahwa *mean return* tertinggi terjadi pada bulan Januari dibandingkan bulan lainnya. Dengan menggunakan data saham NYSE tahun 1904-1974, menemukan bahwa *average return* bulan Januari sebesar 3,48

% dibandingkan bulan lain yang hanya sebesar 0,42 %. Terjadinya suatu fluktuasi harga saham yang menghasilkan *return* yang tidak seperti biasanya (*Abnormal Return*) di bulan Januari lebih besar dibanding bulan lainnya. Hal itu sering terjadi di bursa-bursa dunia.

b. Day of the week effect

Walaupun tidak terlalu besar dan signifikan, sampai sekarang fenomena ini sulit dijelaskan dalam kerangka (*frame work*) Pasar Modal yang efisien. Kesadaran akan adanya pengaruh terhadap hari perdagangan seharusnya digunakan untuk melakukan penyesuaian terhadap *timing* pembelian dan penjualan guna mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham. Karena para investor mempercayai bahwa ada hari-hari tertentu dimana sebagian besar harga saham akan terkoreksi dan ada hari tertentu dimana harga saham tersebut akan mengalami *rebound*.

French (1980) menganalisis *return* harian saham-saham selama tahun 1953-1977 dan menemukan bahwa terdapat tendensi adanya *negative return* pada hari Senin sedangkan pada hari lainnya positif. *Return* yang negatif ini disebabkan karena perilaku investor yang membeli saham pada hari Senin dan menjualnya pada hari Jumat.

Agrawal dan Tandon (1994) menemukan adanya *negative return* pada hari Senin terjadi pada sembilan negara, pada hari Selasa terjadi pada delapan negara, dan terdapat *positive return* terjadi pada hari Jumat pada 17 negara dari 18 negara yang diteliti.

c. Turn of the year effect

Keim (1983) dan Reinganum (1983) menunjukkan terjadinya *abnormal return* pada perusahaan kecil terjadi selama dua minggu pertama di bulan Januari. Hipotesis Roll (1983) menyatakan bahwa volatilitas yang lebih besar pada saham-saham perusahaan kecil menyebabkan banyak investor yang menderita *short-term capital losses*

sehingga investor menginginkan *income tax purposes sebelum* akhir tahun. Tekanan jual ini akan membuat harga saham perusahaan kecil turun pada bulan Desember dan investor akan melakukan aksi beli pada bulan Januari akan menyebabkan *rebound*.

d. Rasio P/E yang rendah

Bagi beberapa investor mempercayai saham yang mempunyai rasio P/E yang rendah akan memberikan keuntungan yang lebih besar daripada saham yang mempunyai rasio P/E tinggi. Saham yang mempunyai P/E yang tinggi mungkin dicurigai oleh para analis telah terlalu tinggi harganya (*overvalued*). Hal itu hanya terjadi pada pasar yang tidak efisien, jika pasar merupakan pasar yang efisien maka tidak terdapat lagi hubungan antara P/E dan *return* saham. Kesimpulan ini ternyata masih tetap berlaku di kalangan investor walaupun telah dilakukan penyesuaian terhadap perbedaan risiko.

Basu (1977) melakukan penelitian tentang prediksi *abnormal returns* menggunakan informasi karakteristik yaitu P/E. Karena P/E merupakan informasi yang tercermin dalam harga saham, maka seharusnya hubungan antara P/E dengan *return* periode berikutnya tidak akan tampak apabila pasar dalam keadaan efisien. Hasil penelitian Basu (1977) ternyata mengindikasikan sebaliknya. Saham dengan *low* P/E memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memprediksi *abnormal returns* (*overperformed*) jika dibandingkan dengan saham yang memiliki *high* P/E (*underperformed*).

e. *Size effect*

Banz (1981) menemukan bahwa ternyata saham-saham perusahaan kecil (*holding small firm*) di NYSE pada periode 1936-1977 mampu memberikan *return* yang relatif lebih besar daripada saham-saham perusahaan besar (*blue chip stocks*). Perbedaan *return*

yang diterima dari perusahaan kecil dibandingkan *return* dari perusahaan besar mencapai 19,8% per tahun. Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian oleh Reinganum dan Keim.

c. Kebijakan perusahaan

Tingkat keuntungan dari setiap sekuritas yang diperdagangkan di pasar keuangan terdiri dari dua komponen, yaitu, pertama, tingkat keuntungan yang normal atau yang diharapkan. Tingkat keuntungan merupakan bagian dari tingkat keuntungan aktual yang diperkirakan (atau diharapkan) oleh pemegang saham. Tingkat keuntungan tersebut dipengaruhi oleh informasi yang dimiliki oleh para pemodal. Kedua, tingkat keuntungan yang tidak pasti atau berisiko. Bagian tingkat keuntungan ini berasal dari informasi yang bersifat tidak terduga. Kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan seringkali dapat memicu terjadinya *abnormal return* bagi para investor karena kadangkala kebijakan yang diambil tersebut dianggap oleh investor menyimpan suatu sinyal tertentu. Teori tersebut sering disebut sebagai *Signaling Theory*. Teori tersebut menggunakan asumsi bahwa adanya asimetri informasi karena biasanya manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap tentang kondisi keuangan dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan investor, dan pasar dalam keadaan efisien sehingga kebijakan yang diambil oleh manajemen akan direfleksikan dalam harga saham.

a. *Earning Announcements*

Signaling Theory mengatakan bahwa "*Actions convey information*". Teori ini mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Misalnya, suatu perusahaan melakukan *earning announcements* dapat dipandang oleh investor bahwa perusahaan tersebut memiliki keyakinan yang tinggi pada kondisi keuangan perusahaan di masa yang

aka datang sehingga akan memberikan kesan bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang bagus dan akan memberikan sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang.

Penyesuaian harga saham terhadap *earning announcements* telah diteliti oleh para peneliti. *Earning announcements* ini merupakan hal yang penting bagi investor karena hal itu mempunyai peranan penting dalam penilaian harga saham. Beberapa pertanyaan yang timbul adalah seberapa besar pasar akan merespon terhadap adanya *earning announcements* yang diumumkan oleh perusahaan emiten ini dan seberapa cepat hal tersebut akan tercermin pada harga saham emiten tersebut. Jika pasar merupakan pasar yang efisien seharusnya harga saham akan bereaksi dengan cepat dan akan cepat menyesuaikan diri dengan adanya *earning announcements* tersebut tanpa adanya *lag of time*. Pada kenyataannya para investor mungkin saja mendapat *excess return* dengan adanya *earning announcements* tersebut.

b. Dividend Announcements

Dividend announcements memberikan sinyal bagi para investor. Investor menganggap setiap tindakan yang dilakukan manajemen mengandung informasi. Misalnya, tindakan suatu perusahaan meningkatkan pembayaran per dividen per lembar saham dapat dipandang oleh investor sebagai perusahaan memiliki keyakinan yang tinggi pada kondisi keuangan perusahaan di masa yang akan datang.

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Modiglianni-Miller berpendapat bahwa suatu

kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan “sinyal” kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa yang akan datang. Teori ini sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga saham setelah adanya kenaikan atau penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek “sinyal” atau disebabkan karena efek “sinyal” dan preferensi terhadap dividen.

c. Stock Splits Announcements

Fama, Fisher, Jensen, dan Roll (1969) meneliti reaksi harga saham terhadap pengumuman *stock splits*. Hampir 80 % kasus yang ada, *stock splits* biasanya diikuti dengan peningkatan dividen tersebut. Sejak *stock splits* menjadi indikator bahwa terdapat kemungkinan 80 % diikuti oleh peningkatan dividen sehingga nantinya akan berdampak pada harga saham yang merefleksikan kemungkinan tersebut.

Menurut hasil penelitian Fama, Fisher, Jensen, dan Roll, setelah tanggal pengumuman tidak lagi terjadi peningkatan CAR (Cumulative Abnormal Return), tetapi peningkatan CAR justru terjadi sebelum dilakukan *stock splits*. Dengan kata lain, para investor melakukan antisipasi terhadap kemungkinan saham-saham tersebut di-*split*.

d. Underpricing of IPO

Ibbotson (1975) menemukan bahwa harga saham baru *underpriced* kira-kira sebesar 12 %. Banyak teori yang berusaha menjelaskan adanya *underpricing* pada saat IPO tergantung pada asumsi asimetri informasi tentang nilai dari saham baru tersebut.

Menurut Baron dan Holmstrom (1980), *underwriter* dianggap secara signifikan mempunyai informasi yang lebih baik daripada *issuer*. Pada penawaran *firm commitment*, *underwriter* mempunyai insentif harga yang ditetapkan lebih rendah untuk menjamin seluruh *issue* dapat terjual dengan harga yang telah ditetapkan sebelumnya. Karena keunggulan informasi inilah, *underwriter* dapat meyakinkan bahwa harga yang relatif lebih rendah lebih tepat jika *issuer* tidak dapat memastikan nilai dasarnya sendiri. Pandangan ini didasarkan pada alasan bahwa meskipun *issuer* lebih banyak mengetahui tentang spesifikasi bisnis mereka, *underwriter* mungkin mempunyai informasi lebih banyak mengenai harga yang lebih dapat diterima pasar karena *underwriter* melakukan pengamatan pasar, penyelidikan “*due diligence*” mengenai perusahaan yang melakukan *issue*, menerima informasi yang cukup dari *issuer*, dan memiliki pengalaman yang cukup dalam penerbitan saham baru.

Rock (1986) menitikberatkan penjelasan tentang *underpricing* ini pada teori asimetri informasi di antara para investor yang memiliki potensi. Berdasarkan pandangan ini, sejumlah investor akan memiliki informasi yang cukup tentang nilai sebenarnya dari perusahaan yang melakukan IPO, sementara ada investor lain akan tetap tidak memiliki informasi karena akan lebih sulit atau akan menjadi lebih mahal bagi mereka untuk mendapatkan informasi yang sama. Investor yang memiliki informasi yang cukup akan berusaha membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued* dan investor yang tidak memiliki informasi, secara rata – rata akan membeli saham *undervalued* lebih sedikit daripada yang *overvalued*. Oleh karena *issuer* berusaha menarik investor yang tidak memiliki informasi tentang nilai sebenarnya dari perusahaan yang melakukan IPO itu, penerbitan saham baru harus dilakukan dibawah rata – rata

harga sebenarnya untuk memberi *rate of return* yang sesuai bagi investor yang tidak memiliki informasi.

5. Konsep Dasar Pasar Efisien.

Konsep dasar pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai berikut :

Suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia (*a security market is efficient if security prices “fully effect” the information available*).

Definisi dari Fama ini menekankan pada dua aspek, yaitu “*fully effect*” dan “*information available*”. Pengertian dari *fully effect* menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Pasar dikatakan efisien menurut versi Fama ini jika dengan menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas yang bersangkutan (Jogiyanto, 1998).

Dalam konteks ini yang dimaksud dengan pasar modal adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang (*money market*). Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorang pun, baik investor individu maupun investor industri, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan resiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang termasuk terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock prices reflect all available information*”. Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara tepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut.

Dalam mempelajari konsep pasar efisien, perhatian kita akan diarahkan pada sejauh mana dan seberapa cepat informasi tersebut dapat mempengaruhi pasar yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas. dalam hal ini Haugen (1991) membagi kelompok-kelompok

informasi menjadi 3 : informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*), semua informasi publik (*all public information*), semua informasi yang ada termasuk orang dalam (*all available information including inside or private information*). Masing-masing kelompok mencerminkan sejauh mana tingkat efisiensi suatu pasar.

Jones (1998) menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham atau sekuritas mencerminkan dua jenis informasi yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi 2 macam, yaitu informasi masa lalu misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi misalnya *stock split*.

2. Faktor-faktor Pasar Modal yang Efisien.

Ada beberapa faktor yang dapat menyebabkan pasar menjadi efisien atau tidak efisien, antara lain :

- a. Banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimalisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
- b. Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda).
- c. Informasi didapat dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman lain.
- d. Investor bereaksi dengan cepat dan terpenuhinya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Investor pasti memperhatikan pergerakan pasar. Artinya, baik investor individual maupun institusi mengikuti pergerakan pasar tiap saat secara seksama, manakala menurut perhitungan akan didapat hasil yang menguntungkan. Dengan kata lain, investor yang secara cepat dapat mengetahui potensi adanya nilai tambah akan dapat memperoleh keuntungan dengan menggunakan pilihan strategi yang tepat.

3. Bentuk-bentuk Pasar Modal Efisien.

Menurut Fama (1970), bentuk efisien pasar dapat dikelompokkan menjadi 3 bentuk. Penggolongan lebih kepada informasi yang tersedia, antara lain :

a. Efisiensi bentuk lemah (*weak-form efficiency*).

Menyatakan bahwa informasi mengenai perubahan harga saham yang akan datang tidak dipengaruhi oleh perubahan surat berharga di masa lalu. Jenis informasi yang termasuk dalam bentuk ini adalah: data sekuritas, volume perdagangan.

b. Efisiensi setengah kuat (*semi-strong efficiency*).

Menyatakan bahwa harga saat ini merefleksikan semua informasi yang tersedia untuk masyarakat (*public information*). Jenis informasinya adalah laporan keuangan perusahaan, pengumuman pembagian dividen *stock split*, peristiwa politik.

c. Efisiensi bentuk kuat (*strong-form efficiency*).

Menyatakan bahwa semua informasi, baik informasi umum (*public information*) maupun informasi khusus (*private information*) dengan segera terefleksikan dalam hanya surat-surat berharga. Jenis informasinya adalah informasi yang hanya boleh diketahui dewan direksi perusahaan.

4. Return dan Volatilitas Return.

Melalui investasi, investor berkeinginan untuk memperoleh keuntungan sebesar mungkin. Akan tetapi harus dipahami adanya hubungan antara *return* dan risiko yang terkandung dalam suatu investasi. Hubungan *return* dan risiko searah dan linier, artinya semakin besar *return* yang diharapkan, maka semakin besar pula risiko yang harus ditanggung. Dengan kata lain investor yang berharap memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, berarti bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Oleh karena itu tidak relevan mengharapkan keuntungan yang sebesar-besarnya melalui investasi pada aset yang menawarkan *return* paling tinggi, karena harus juga mempertimbangkan tingkat risiko yang harus ditanggung.

Menurut Radcliffe (1997, 217-218), beberapa ukuran statistik yang dapat digunakan untuk menggambarkan suatu risiko, di antaranya adalah :

1) *Range*.

Range menunjukkan interval kemungkinan *return* tertinggi dengan *return* terendah. Perhitungannya dilakukan dengan cara mengurangi nilai *real return* tertinggi dengan yang terendah sehingga diperoleh suatu angka interval. Kelemahan dalam menggunakan cara ini adalah tidak dapat menggambarkan kemungkinan-kemungkinan yang terdapat di antara kedua ekstrem nilai tersebut, serta tidak menunjukkan perimbangan antara kemungkinan terjadinya *return* tertinggi dengan *return* terendah. Dengan kelemahan ini, *range* tidak dapat dipakai untuk membandingkan risiko antara dua portofolio, karena portofolio yang memiliki *range* yang sama tidak berarti memiliki risiko yang sama.

2) *Mean absolute deviation*.

Mean absolute deviation menunjukkan kemungkinan perbedaan antara *return* yang mungkin diterima dengan *expected return*-nya. Meskipun cara ini cukup masuk akal

untuk menunjukkan tingkat risiko suatu portofolio, namun secara statistik cukup sulit digunakan. Selain itu sangat sulit untuk mengetahui hubungan atau *correlation* di antara *return* sekuritas.

3) *Probability of negative return.*

Probability of negative return menunjukkan kemungkinan persentase *return* yang berada di bawah nilai nol. Meskipun sangat mudah dilakukan, namun perhitungan dengan cara ini tidak dapat mengetahui secara menyeluruh aspek-aspek dari suatu risiko.

4) *Semivariance.*

Semivariance adalah perhitungan statistik yang menghitung variasi dari *return* yang berada di bawah *expected return*-nya. Kelemahannya angka ini tidak mencakup ketidakpastian ketika *return* yang dihasilkan lebih besar dari *expected*-nya. Di samping sulit, perhitungan ini tidak dapat melihat *correlation* antara *return* masing-masing saham.

5) *Standard deviation.*

Standard deviation mengukur volatilitas dari *return*, cara ini sering digunakan untuk mengukur risiko. Secara statistik metode standar deviasi memiliki beberapa kelebihan diantaranya pengukurannya dilakukan dengan cara menyebarkan *return* (memperhitungkan nilai yang terjadi di atas dan di bawah *expected return*). Di samping itu standar deviasi juga dapat digunakan dengan menggunakan data aktual *return* masa lalu (*ex post standard deviation*) atau dari estimasi potensial *return*-nya (*ex ante standard deviation*). Dalam melakukan estimasi *return*, harus dibedakan antara *return* realisasi yaitu *return* yang telah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*) yaitu *return* yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.

Pakpahan (2002) mengamati profil-profil risiko yang terjadi di masing-masing industri dengan menggunakan indeks harga saham sektoral (IHSS) yang dikeluarkan oleh BEJ, dan disimpulkan bahwa volatilitas *return* memiliki kesamaan pola di mana pada awal terjadinya krisis ekonomi mempunyai volatilitas yang tinggi dan kemudian diikuti dengan volatilitas yang makin rendah pada tahun 1999 sampai dengan 2001. Penelitian Pakpahan (2002) juga menunjukkan bahwa sektor aneka industri memiliki volatilitas *return* yang paling rendah, kemudian diikuti oleh sektor perdagangan. Sedangkan sektor properti dan pertanian merupakan dua sektor yang paling tinggi volatilitasnya. Dengan memperhatikan hasil penelitian tersebut, sektor aneka industri dan sektor properti - real estat merupakan dua sektor yang berbeda volatilitas *return*nya sehingga menarik untuk diamati. Volatilitas *return* diukur menggunakan deviasi standar dari *return* saham atau menggunakan beta saham. Semakin tinggi volatilitas *return*, maka saham semakin berisiko.

6. Anomali Pasar.

Pada anomali ditemukan hal-hal yang tidak seharusnya ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat.

Dalam teori keuangan dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar (Hendriksen, 1991). Keempat anomali pasar tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa (*event anomalies*), dan anomali akuntansi

(*accounting anomalies*). Dalam penelitian ini, anomali yang terkait adalah anomali musiman (*seasonal anomalies*) seperti *January effect*, *Week-end Effect*, *Time of Day Effect*, *Seasonal Effect*, dan *Holidays Effect*.

Dalam bentuk pasar setengah kuat, penyebaran informasi yang tidak simetris di pasar menyebabkan terjadi *abnormal return* pada keadaan seperti saat pengumuman dividen, penerbitan saham baru, *merger/akuisisi*, penerbitan obligasi, pengumuman *stock splits*, sedangkan pada bentuk efisiensi pasar bentuk lemah ditemukan adanya bukti anomali pasar.

Anomali pasar berupa *abnormal return*, seperti *abnormal return* pada bulan Januari (*January effect*), pengaruh pergantian bulan (*turn of the month*), pengaruh hari libur (*day preceding holiday*), pengaruh hari (*day of the week*), *weekend effect*, ataupun pengaruh pergantian tahun (*turn of the year*) (Sukmawati dan Hermawan, 2001).

B. Landasan Teori.

Eksistensi perilaku musiman yang dapat diprediksi dari *return* saham dapat membantu dalam penyusunan strategi perdagangan yang menguntungkan. Pola musiman merupakan salah satu faktor penting dalam prediksi perilaku *return* saham. Variabilitas *return* saham berdasarkan *day of the week* adalah salah satu pola musiman yang paling sering dianalisis di literatur keuangan.

Sejumlah besar studi membuktikan pola musiman harian di pasar saham internasional. Jaffe Westerfield (1985 a ; 1985 b) menguji *week end effect* dan menemukan bahwa rata-rata *return* negatif yang signifikan pada hari Senin pada pasar saham U.S, Kanada, dan Inggris dan

¹ Reaksi yang berlebihan dari investor terhadap suatu informasi yang masuk akan membuat pasar menjadi tidak efisien, karena investor menjadi tidak rasional (syarat pasar efisien tidak terpenuhi). Akibatnya, dalam pasar ditemukan bukti-bukti penyimpangan seperti tingkat keuntungan saham yang buruk lebih unggul daripada saham unggulan. Bukti penyimpangan di atas kemudian membentuk suatu pola musiman karena terjadi pada saat tertentu saja.

return negatif secara signifikan pada hari Selasa di pasar saham Jepang dan Australia. Aggarwal dan Rivoli (1989) meneliti rata-rata *return* terendah pada hari Senin dan Selasa di *return* saham Hong Kong, Singapore, Malaysia, dan Filipina dari September 1976 sampai Juni 1988. Jaffe dan Westerfield (1985 a ; 1985 b), dan Aggarwal dan Rivoli, 1989, efek kuat Selasa memiliki atribut perbedaan waktu 13 jam dengan New York dan 4 pasar lainnya. Aggarwal dan Tandon (1994) memberikan bukti internasional untuk beberapa pola musiman pada *return* saham di 18 negara (Australia, Belgium, Brazil, Canada, Denmark, France, Germany, Hong Kong, Italy, Japan, Luxembourg, Mexico, the Netherlands, New Zealand, Singapore, Sweden, Switzerland, and the UK) selain Amerika. Mereka menemukan, rata-rata *return* saham positif pada hari Jumat dan Rabu di sebagian besar negara. Mereka meneliti rata-rata *return* terendah atau negatif pada Senin dan Selasa, dan *return* tertinggi dan positif dari hari Rabu sampai Jumat di sebagian besar negara tersebut.

Balaban (1995, 1996) menyatakan bahwa di pasar saham Turki untuk periode Januari 1988 sampai Agustus 1994 mengalami *return* tertinggi dan standar deviasi terendah pada hari Jumat diikuti Rabu. Balaban meneliti rata-rata *return* terendah dan negatif pada hari Selasa, dan standar deviasi tertinggi pada hari Senin. Sebagai tambahan, dia juga mencatat bahwa *day of the week effect* berubah dalam hal arah dan *magnitude* sepanjang tahun. Balaban (1999) mengklaim bahwa anomali yang diamati dapat secara sebagian diatribusikan pada peraturan penyelesaian pada pasar saham Turki.

Dubois dan Louvet (1996), menemukan *return* negatif pada hari Senin dan Selasa dan *return* positif pada hari Rabu untuk 11 indeks di 9 negara dari tahun 1969 sampai 1992. Studi ini pertama kali menyediakan bukti internasional lebih lanjut untuk kehadiran *day of the week effect* pada mata uang lokal dari mayoritas pasar saham di 19 negara. Salam hal ini, itu

memperluas analisis dari kebanyakan negara yang diteliti di Aggarwal and Tandon (1994) dan mencakup yang lainnya untuk periode waktu berikutnya. Kedua, pekerjaan sekarang menyediakan bukti dari adanya *day of the week effect* pada rata-rata *returnn* didenominasikan di dollar dari kebanyakan pasar saham di 18 negara tidak termasuk Amerika. Hal ini merupakan hal yang menarik bagi global investor.

C. Pembentukan Hipotesis Penelitian.

Berdasarkan tinjauan pustaka dan landasan teori di atas, maka hipotesis yang digunakan adalah untuk menguji ada tidaknya *day of the week effect*. Pengujian dilakukan dengan uji *Kruskall-Wallis* dan uji *Levene*.

H_1 : *Return* di antara hari-hari dalam satu minggu adalah berbeda.

Jika H_1 diterima, maka itu berarti terdapat *day of the week effect* pada suatu negara.