

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Efficient Market Hypothesis*

Efficient Market Hypothesis merupakan salah satu pilar penting dalam perkembangan teori keuangan dan merupakan salah satu kerangka dasar keuangan (Smith, 1990). Teori pasar efisien merupakan salah satu teori yang paling banyak mendapat perhatian dan diuji secara empiris hampir di semua pasar modal di dunia.

Efficient Market Hypothesis pertama kali diperkenalkan oleh Fama pada tahun 1970. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk dipasar merupakan cerminan informasi yang ada atau *stock prices reflect all available information*. Hipotesis ini mempercayai bahwa jika ada informasi baru yang menyebar, maka harga saham akan menyesuaikan secara cepat dan tidak bias terhadap informasi baru, sehingga harga saham akan terkoreksi kembali ke nilai wajar dan tidak ada kesempatan bagi investor untuk memperoleh *abnormal return*.

Fama membagi efisiensi pasar modal dalam tiga tingkatan, yaitu :

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form Efficient Market*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika informasi mengenai harga saham masa lalu sepenuhnya tercermin dalam harga saham saat ini.

Akibatnya pelaku pasar tidak dapat menggunakan data harga saham historis dan perdagangannya untuk memprediksi harga saham ke depan, sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk memperoleh *abnormal return*.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semi-Strong Form Efficient Market*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga saham mencerminkan secara penuh semua informasi yang dipublikasikan, termasuk di dalamnya informasi pada laporan keuangan perusahaan emiten. Pada bentuk pasar ini, tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk memperoleh *abnormal return*.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form Efficient Market*)

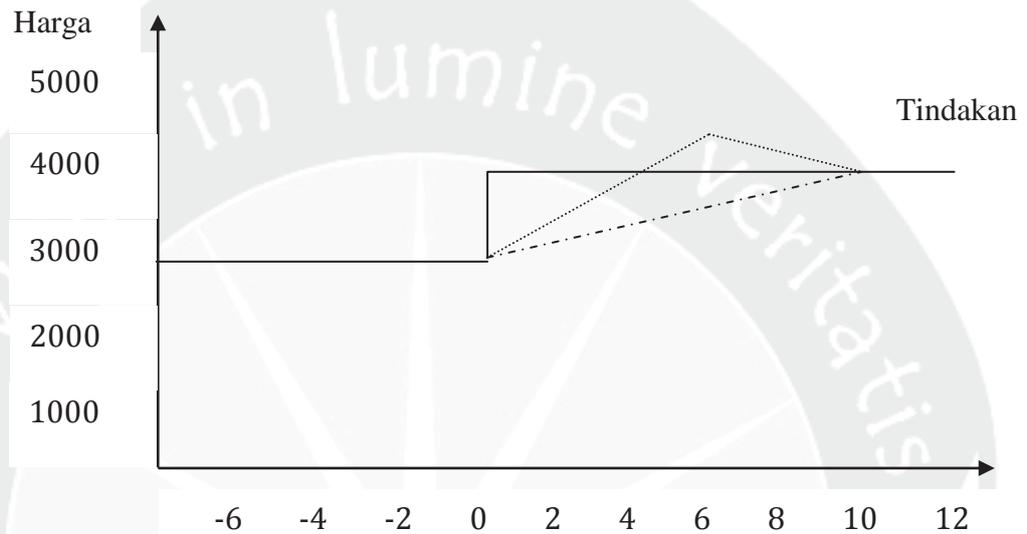
Pasar dikatakan efisien kuat jika harga-harga saham mencerminkan secara penuh semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang *private*. Pada bentuk pasar ini, tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* karena mempunyai informasi *private*.

2.1.2 Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru

Di dalam pasar yang kompetitif, harga keseimbangan atau ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh penawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antar semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika informasi baru yang relevan masuk ke dalam pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang berhubungan. Akibatnya adalah pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan bertahan hingga suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga ekuilibrium yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga ekuilibrium baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang ada.

Menurut Ahmad dan Othman (2002), reaksi harga saham terhadap informasi baru dapat digambarkan pada Grafik 1.1 sebagai berikut :



Grafik 1.1

Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru

Sumber : Ahmad dan Othman (2002)

Keterangan :

..... : Reaksi berlebihan dan penyesuaian

- . - . - . - . : Reaksi dengan tenggang waktu

———— : Pasar Efisien

Menurut Dinawan (2007), terdapat tiga skenario yang mungkin terjadi pada harga saham ketika para investor menerima informasi baru. Ketiga skenario tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Keadaan ini mengasumsikan bahwa hanya terdapat satu informasi saja yang diterima dan relevan dengan penilaian saham tersebut. Diasumsikan juga informasi tersebut diterima pada hari berlabel "0". Seterusnya diasumsikan juga informasi tersebut mempunyai pengaruh positif dan akan meningkatkan saham ke tahap yang lebih baik, yaitu dari Rp 3000 menjadi Rp 4000.

Jika pasar modal adalah pasar efisien, harga saham harus bereaksi terhadap informasi tersebut dengan secepat mungkin. Tenggang waktu yang terdapat antara waktu penerimaan informasi dan reaksi terhadap informasi yang diterima hanya mencerminkan kaidah dan teknik yang terbaik dalam menerima dan memproses informasi secara tidak berat sebelah. Reaksi ini juga menghasilkan penyerapan dan pencerminan semua implikasi informasi terhadap harga saham tersebut.

Situasi pertama menggambarkan reaksi harga saham yang tadinya Rp 3000 menjadi Rp 4000 pada hari dimana informasi baru diterima yaitu pada waktu "0". Seterusnya tidak ada perubahan yang berlaku setelah itu karena diasumsikan tidak ada lagi informasi baru yang diterima oleh pasar setelah waktu "0".

2. Situasi kedua menggambarkan reaksi harga saham dalam pasar tidak efisien dengan wujudnya tenggang waktu selama 10 hari setelah informasi itu diterima untuk mengalir ke dalam pasar. Disini harga saham akan

meningkat secara berangsur-angsur kepada harga saham yang baru yaitu Rp 4000.

3. Situasi ketiga menggambarkan keadaan yang menunjukkan para investor begitu optimis tentang implikasi informasi terhadap harga saham, apakah disebabkan investor mendapat informasi itu lebih awal ataupun disebabkan investor bersedia bertindak lebih dahulu, dan memperkirakan harga saham baru lebih tinggi dari Rp 4000. Pembelian secara aktif menyebabkan harga naik lebih tinggi daripada yang seharusnya yaitu Rp 4000. Apabila reaksi yang diharapkan tidak terwujud, investor akan mulai menjual saham tersebut. Tindakan ini menyebabkan suatu penyesuaian berlaku, dan harga akan berbalik kepada harga yang seharusnya yaitu Rp 4000.

Kesimpulan yang didapat dari ketiga skenario di atas adalah, jika pasar benar-benar efisien, maka situasi kedua dan ketiga tidak mungkin terjadi, yaitu tidak adanya tenggang waktu penerimaan dalam reaksi harga dan kecenderungan tanggapan berlebihan yang diikuti oleh penyesuaian juga tidak akan berlaku.

2.1.3 Anomali Pasar Modal

Meskipun *efficient market hypothesis* yang di diperkenalkan oleh Fama (1970) telah menjadi konsep yang dapat diterima di bidang keuangan, namun banyak penelitian yang menemukan adanya kejadian yang bertentangan dengan pasar efisien. Kejadian yang bertolak belakang dengan *efficient market hypothesis* disebut dengan

anomali pasar. Menurut Jones (1996), anomali pasar adalah kejadian yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep teori pasar modal efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah.

Beberapa anomali yang ditemukan peneliti dalam pasar modal antara lain adalah :

1. *Reversal Effect*

Merupakan efek pengembalian rata-rata *return* atau sebutan lain untuk anomali *winner loser*, yaitu kecenderungan saham yang mempunyai kinerja yang buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja yang baik (*winner*) pada periode berikutnya dan begitu juga sebaliknya. Anomali ini pertama kali di temukan oleh DeBondr dan Thaler (1983)

2. *Neglected firm effect*

Merupakan kecenderungan mengenai investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal oleh masyarakat, dapat memberikan *abnormal return*. Hal ini dikarenakan perusahaan kecil cenderung tidak mendapat perhatian investor besar, sehingga informasi mengenai perusahaan ini cenderung tidak dipublikasikan. Minimnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil memiliki resiko yang lebih besar sehingga memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh Avner Arbel pada tahun 1982. (Jones, 1982)

3. *January effect*

Merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham di bulan Januari memiliki kecenderungan lebih tinggi dibanding bulan-bulan sebelumnya. (Kleim, 1986)

4. *Side effect*

Merupakan anomali dimana perusahaan yang kecil memiliki *risk adjusted return* yang lebih tinggi dari perusahaan dengan ukuran besar. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh Banz dan Reinganum pada tahun 1981. (Jones, 1996)

5. *Price earning (P/E) effect*

Merupakan anomali dimana saham yang memiliki P/E rendah menunjukkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh Basu pada tahun 1977.

2.1.4 *Overreaction Hypothesis*

Market overreaction merupakan salah satu anomali dalam pasar modal yang bertentangan dengan *efficient market hypothesis*. Jika dalam kondisi pasar efisien perilaku pasar diasumsikan sebagai orang yang rasional, namun dalam kenyataannya seringkali pelaku pasar melakukan transaksi secara emosional sehingga mendorong terjadinya fenomena *overreaction*. Beberapa pelaku pasar terbukti irasional,

akibatnya penyimpangan harga dan pola yang dapat diprediksi muncul dari waktu ke waktu, bahkan bertahan untuk periode yang singkat (Malkiel, 2003).

Dalam *overreaction hypothesis* yang dikemukakan oleh Debondt dan Thaler (1985), dinyatakan bahwa pasar bereaksi berlebihan atau tidak tepat sebanding dengan informasi baru. Hal ini seringkali terjadi apabila ada peristiwa yang dianggap dramatis atau informasi penting yang diperoleh investor, yang menyebabkan para investor bertindak tidak rasional terhadap saham yang ada.

Pada umumnya, investor melakukan *overreaction* terhadap dua hal, yaitu informasi buruk dan informasi baik. Fenomena *overreaction* yang terjadi pada saham-saham *loser* akan membuat saham tersebut menjadi *underpriced*, disisi lain jika *overreaction* terjadi pada saham-saham *winner*, maka akan membuat saham-saham tersebut menjadi *overpriced*. Jika informasi yang diterima oleh investor adalah informasi yang dianggapnya buruk, maka investor akan menilai saham terlalu rendah dan ingin segera menjual saham-sahamnya untuk meminimalkan kerugian. Begitu pula jika informasi yang diterima investor dianggap informasi baik, maka investor akan menilai saham terlalu tinggi dan dengan segera membeli dalam jumlah banyak untuk memperoleh profit sebanyak-banyaknya. Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya harga saham secara drastis pada saham *winner* atau naiknya harga saham *loser*.

Untuk memprediksi terjadinya fenomena *overreaction*, terdapat dua hipotesis yang digunakan yaitu (De Bondt dan Thaler, 1985):

1. Perubahan harga saham secara ekstrem akan diikuti dengan perubahan harga saham dengan arah yang berlawanan.
2. Semakin besar pergerakan harga maka akan semakin besar penyesuaian yang mengikutinya.

Dapat disimpulkan bahwa *overreaction* adalah fenomena ketika investor menilai suatu informasi baru secara berlebihan dan menyebabkan nilai saham menjadi *underpriced* atau *overpriced*, kemudian pada saat investor menyadari kekeliruannya maka akan terjadi pergerakan harga saham yang berlawanan sebagai tindakan koreksi. Kondisi ini menggambarkan suatu pembalikan arah harga saham, sehingga terjadinya *overreaction* dapat diketahui melalui terjadinya pembalikan arah harga saham.

2.1.5 Abnormal Return

Tingkat keuntungan atau return merupakan tingkat kembalian yang dinikmati oleh investor dari suatu investasi yang dilakukan. Menurut Ang (1997), tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor akan enggan berinvestasi. Lebih lanjut dijelaskan bahwa setiap investasi, baik jangka panjang maupun jangka pendek, mempunyai tujuan utama yaitu mendapatkan keuntungan.

Untuk mengamati respon pasar terhadap suatu peristiwa ataupun informasi baru sehingga memungkinkan terjadi perubahan harga saham, dapat diukur dengan

adanya *abnormal return*. *Abnormal return* adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Berikut ini merupakan rumusan dari perhitungan *abnormal return*. (De Bondt dan Thaler, 1985)

$$AR_{it} = R_{it} - Rm_t$$

Keterangan :

AR_{it} : *Abnormal return* saham i pada periode t

R_{it} : *Return* sesungguhnya pada saham i periode t

Rm_t : *Return* pasar periode t

2.1.6 Return Saham

Return saham merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi. *Return* saham dibedakan menjadi dua, yaitu *realized return* dan *expected return*. *Realized return* merupakan return saham yang telah terjadi dihitung berdasarkan data historis. *Expected return* merupakan return yang diharapkan dimasa mendatang dan masih bersifat tidak pasti. Berikut merupakan rumusan perhitungan *return* saham. (De Bondt dan Thaler, 1985)

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{it} : *Closing price* saham i pada periode t

P_t : *Return* sesungguhnya pada saham i periode t

P_{t-1} : *Return* pasar pada periode t

2.2 Penelitian Terdahulu

De Bondt dan Thaler (1985), menemukan adanya fenomena *market overreaction* dalam penelitiannya di pasar saham Amerika Serikat. Data saham yang digunakan adalah data saham tahun 1926-1982 dengan periode pengamatan selama 36 bulan. Dalam penelitian tersebut, saham-saham dibagi menjadi dua portofolio, yaitu portofolio *winner* yang merupakan kumpulan saham dengan *return* yang tinggi. Portofolio *loser* merupakan kumpulan saham dengan *return* rendah. Penemuan fenomena *market overreaction* ditunjukkan dengan adanya bukti pada saham yang memiliki *abnormal return* positif pada periode formasi, justru memiliki *abnormal return* negatif pada periode pengujian, begitu pula sebaliknya. Dalam penelitiannya, De Bondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa portofolio *loser* dapat secara signifikan mengguguli kinerja portofolio *winner*.

Zarowin (1990) menemukan bahwa fenomena *market overreaction* adalah bentuk lain dari *size effect* dan hanya berlaku pada perusahaan-perusahaan berskala kecil dan efisiensi pasar hanya terjadi pada perusahaan-perusahaan berskala besar. Dalam penelitiannya Zarowin menggunakan data yang digunakan oleh De Bondt dan Thaler. Zarowin melakukan pengontrolan ukuran perusahaan pada portofolio-portofolio saham yang dibuatnya. Setelah itu, ia membandingkan tingkat signifikansi perbedaan *return* portofolio saham yang memiliki ukuran perusahaan besar dengan portofolio saham perusahaan kecil. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa terjadi

perbedaan antara *return* portofolio saham perusahaan besar dengan *return* saham portofolio perusahaan kecil.

Howe (1986) meneliti mengenai fenomena *overreaction* dengan sampel saham-saham perusahaan yang terdaftar di NYSE dan ASE. Ia menggunakan metodologi yang sama dengan De Bondt dan Thaler dan menyatakan bahwa saham yang selalu memiliki *return* positif atau negatif dalam minggu tertentu akan mengalami posisi *return* yang positif atau negatif dalam minggu tertentu mengalami pembalik kinerja di minggu selanjutnya.

Agus Sartono (2000) melakukan penelitian mengenai fenomena *overreaction* di Bursa Efek Indonesia, dalam penelitiannya Sartono membagi periode penelitiannya menjadi empat periode dan masing-masing berlangsung selama 30 hari. Selain menguji mengenai terjadinya fenomena *overreaction* di BEI, peneliti juga menganalisis efek dari *firm size* terhadap *overreaction*, sehingga portofolio yang diujikan dibagi menjadi enam. Hasil dari penelitian ini adalah ditemukan terjadinya fenomena *overreaction* di perusahaan berskala besar dan kecil, namun terdapat respon negatif untuk informasi atau peristiwa positif.

Pasaribu (2011), penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu dengan menggunakan sampel saham-saham yang tercatat pada LQ 45 dengan periode penelitian 2003-2007, tidak menemukan adanya fenomena *market overreaction*. Hal ini dikarenakan *return reversal* yang terjadi tidak signifikan.

2.3 Hipotesis

Dalam beberapa penelitian sebelumnya mengenai fenomena *overreaction*, terdapat kesimpulan yang sesuai dengan hasil penelitian De Bondt dan Thaler (1985), namun juga terdapat penelitian yang tidak sesuai. Penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990) memberikan kesimpulan bahwa fenomena *overreaction* pada pasar saham merupakan bentuk lain dari *size effect*. Beberapa penelitian juga menjelaskan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya fenomena. Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan tiga hipotesis untuk menguji terjadinya *overreaction* khususnya pada sektor manufaktur BEI dan faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya fenomena tersebut :

1. Hipotesis pertama

H1 : Terdapat *price reversal* yang menunjukkan terjadinya fenomena *market overreaction* di indeks sektor manufaktur 2005-2014.

2. Hipotesis kedua

H2 : *Firm size* berpengaruh terhadap terjadinya *price reversal* di indeks sektor manufaktur periode 2005-2014.

3. Hipotesis ketiga

H3 : Likuiditas berpengaruh terhadap terjadinya *price reversal* di Indeks sektor manufaktur periode 2005-2014.