BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Pasar Efisien

Teori pasar efisien mengatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi dan kenyataan yang terjadi di perusahaan. Efisiensi pasar berbanding terbalik dengan abnormal return. Dengan kata lain, semakin efisien suatu pasar, maka semakin kecil kemungkinan investor untuk memperoleh return lebih dari pasar (abnormal return) (Octavio & Lantara, 2014). Pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Oleh karena itu, aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan bisa memanfaatkan informasi untuk mendapatkan abnormal return di pasar.

Perubahan harga dalam suatu pasar yang kompetitif ditentukan oleh besar kecilnya permintaan serta penawaran. Permintaan dan penawaran tersebut dipengaruhi oleh informasi yang masuk ke dalam pasar. Apabila suatu informasi terbaru masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Harga merupakan cerminan dari adanya informasi yang diperoleh pelaku pasar secara menyeluruh, sehingga apabila harga memiliki kandungan informasi maka dapat dikatakan harga yang terbentuk sepenuhnya mencerminkan sistem informasi. Apabila pasar efisien maka berlaku pernyataan bahwa investor tidak akan mampu memperoleh abnormal return dengan menggunakan strategi perdagangan. Namun, pada

kenyataannya ada anomali-anomali yang menentang teori pasar efisien (Titik Hinawati, 2016).

Anomali pasar secara empiris tampaknya memiliki ketidaksesuaian hasil dengan teori pasar efisien. Anomali menunjukkan ketidakefektifan pasar (peluang keuntungan) atau ketidakcukupan model penetapan harga yang mendasarinya. Dalam literasi akademis, anomali seringkali tampak menghilang, membalik, atau menipis (Schwert, 1989).

2.2 Anomali Pasar

Meskipun hipotesis pasar efisien telah menjadi konsep yang dapat diterima di bidang keuangan namun, pada kenyataannya ada anomali-anomali yang menentang teori pasar efisien (Titik Hinawati, 2016). Jogiyanto (2007:431) mendefinisikan anomali pasar (market anomaly) dipandang sebagai teknik atau strategi yang bertentangan dengan hipotesis pasar efisien. Atau dengan kata lain anomali pasar bertentangan atau menyimpang dari teori pasar efisien (Jones: 2010).

Menurut Jones (2014: 314) anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategistrategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah. Beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan dengan pasar efisien yang disebut anomali pasar. Anomali pasar merupakan kondisi pasar yang bertentangan dengan efisiensi pasar. Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain:

1) *Price earning (P/E) effect* adalah anomali dimana saham dengan 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 dan 1983 (Jones, 2014: 313).

- 2) Size effect merupakan anomali dimana risk adjusted return dari perusahaan ukuran kecil memiliki nilai lebih tinggi dari perusahaan ukuran besar. Anomali ini ditemukan oleh Banz, 1981 dan Reinganum, 1981 (Jones, 2014: 314).
- 3) *January effect* merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa ratarata *return* saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya (Kleim, 1986 dalam Jones, 2014: 315).
- 4) Neglected firm effect, investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi tingkat abnormal return, karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar maka informasi mengenai perusahaan ini cenderung tidak tersedia. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi lebih berisiko sehingga menimbulkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini ditemukan oleh Avner Arbel pada tahun 1982 (Jones, 2014: 315).
- 5) Reversal effect atau Price Reversal adalah anomali winner-loser yaitu saham yang berkinerja buruk (loser) akan berbalik menjadi saham dengan kinerja baik (winner) di periode berikutnya dan begitu juga sebaliknya. De Bondt dan Thaler merupakan perintis dari anomali ini.

2.2 Overreaction Hypotesis

Overreaction Hypotesis pada dasarnya menyatakan bahwa pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap suatu informasi. Dalam hal ini, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik dan sebaliknya memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai buruk (De Bond & Thaler, 1985 dalam Martini & Widyatmadja, 2011).

Penyebab reaksi berlebihan (*overreaction*) yang terjadi dalam pasar pada awalnya diamati oleh J M Keynes (De Bondt and Thaler, 1985), J M Keynes menyatakan bahwa pada umumnya peristiwa yang terjadi secara sesaat dan tak terduga akan mempengaruhi pasar secara nyata yang ditunjukkan dengan

adanya fluktuasi saham dari waktu ke waktu. Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita buruk yang masuk ke pasar bursa, khususnya pada berita-berita buruk, De Bondt dan Thaler (1985) membagi saham-saham dalam kategori yang konsisten mendapatkan *earning* (*winner*) dan kategori yang konsisten tidak mendapat *earning* (*loser*). Koreksi terhadap informasi pada periode berikutnya jika dilakukan secara berlebihan dan berulang, inilah yang dikatakan *market* overreaction.

Merujuk dari teori pasar efisien Fama (1976), De Bondt Thaler (1985) merumuskan bahwa kondisi pasar efisien dapat terjadi dalam kondisi sebagai berikut:

$$ACAR_L = ACAR_W = 0$$

Hal itu berarti kondisi *overreation* terjadi pada kondisi yang berkebalikan, dengan kata lain *overreaction* terjadi jika memenuhi syarat sebagai berikut:

 $ACAR_W < 0$

 $ACAR_L > 0$

Secara umum, perilaku para investor bereaksi berlebihan (*market overreaction*) terhadap adanya berita mengenai informasi peristiwa, baik itu peristiwa keuangan maupun bukan peristiwa keuangan yang tak terduga dan dramatis yang tidak diantisipasi sebelumnya. Beberapa peristiwa yang tidak diantisipasi mempengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan mempengaruhi harga saham secara signifikan, baik itu apresiasi saham maupun depresiasi saham.

Reaksi berlebihan menjadi penting untuk dibahas, karena reaksi berlebihan memberikan perilaku prinsipal terhadap para pelaku pasar yang akan mempengaruhi banyak konteks. Ketika para pelaku pasar bereaksi berlebihan

terhadap informasi tak terduga sebelumnya, maka saham-saham pada kategori *loser* akan mengungguli kategori *winner*.

Overreaction hypotesis merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. Hipotesis ini memprediksikan saham yang masuk kategori loser justru akan mengalami ketidaknormalan (Sukmawati dan Hermawan, 2003 dalam Suciningtias, 2011). Akibat dari adanya reaksi berlebihan ini mendorong orang melakukan strategi membeli saham loser dan menjual saham winner. Strategi membeli saham loser dan menjual saham winner diuji oleh Chan (1988) dalam Suciningtias (2011) dengan menggunakan Sharpe Litner CAPM dan juga dengan menggunakan prosedur yang digunakan De Bondt and Thaler. Dikonstruksikan setiap tiga tahun antara 1932-1983 dan ternyata rasio winner dan loser tidak konstan sepanjang waktu.

2.3 Price Reversal

Menurut De Bondt Thaler (1985), peristiwa price reversal atau disebut juga sebagai anomali winner-loser ini terbentuk karena adanya market overreaction di dalam pasar modal. Price reversal ini bertentangan dengan teori pasar efisien. Tolak ukur terjadinya price reversal adalah pada saat abnormal return dari saham-saham loser (saham yang memiliki tingkat kinerja yang kurang baik) seketika pada periode selanjutnya menjadi sahamsaham winner (saham yang memiliki tingkat kinerja yang baik) begitupun sebaliknya dan memiliki tingkat abnormal return yang tinggi pada periode selanjutnya. Hal ini menyebabkan pembalikan harga saham atau disebut dengan price reversal, karena justru saham-saham winner yang dianggap menjanjikan justru memiliki abnormal return yang lebih rendah dari sahamsaham loser pada periode berikutnya. Peristiwa dari berbaliknya sahamsaham winner ini menjadi saham-saham loser pada periode selanjutnya dan begitu juga sebaliknya untuk saham-saham *loser* menjadi saham *winner* pada periode selanjutnya ini disebut sebagai price reversal (pembalikan harga saham). Market overreaction menjadi tolak ukur terhadap anomali tersebut,

karena *price reversal* yang terjadi disebabkan oleh para investor yang bereaksi terlalu berlebihan terhadap suatu informasi yang ada dan menganggap bahwa saham-saham *winner* memiliki potensi *return* yang sangat baik dan menganggap remeh saham-saham *loser* (Aulia, 2016).

2.4 Return Saham

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor seialu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat, keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Jogiyanto; 2009). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*.

Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen return saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*. Komponen suatu *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat langsung seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, deviden dan sebagainya.

Komponen kedua dari return adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain* atau *capital loss. Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instnimen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain*

seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya. Terdapat tiga bentuk *return* saham yaitu; a) *Actual return*, b) *Expected retun*, dan c) *Abnormal return* yang akan dibahas sebagai berikut.

2.4.1 Actual return

Actual return merupakan return yang sesungguhnya yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data histori dan actual return itu penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan sebagai dasar penentu return ekspektasi (expected return) dan resiko dimasa mendatang. Adapun rumus return saham menurut Jogiyanto (2009) sebagai berikut;

$Ri = \underline{Pit - Pit_{-1}}$

Pit-1

Ri = return saham pada bulan ke- t

Pit = harga saham pada bulan ke- t

 $Pit_{-1} = harga saham pada bulan ke-t-1$

2.4.2 Expected Return

Menurut Jogiyanto (2009), expected return adalah pengembalian yang diharapkan akan diterima di masa mendatang dari investasi. Menurut Brown and Warner (dalam Jogiyanto, 2009), expected return dapat dihitung menggunakan 3 model estimasi yakni mean adjusted model, market model dan market adjusted model yaitu:

a. Mean Adjusted Model

Model disesuaikan rata rata (*mean adjusted model*) ini menganggap bahwa *expected return* bernilai tetap atau konstan yang besarnya sama dengan rata-rata *actual return* sebelumnya (jumlah *actual return* dibagi dengan jumlah hari) selama periode estimasi. Dengan *mean adjusted model*, *return* yang diharapkan dihitung dengan cara membagi return realisasi suatu perusahaan pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi.

b. Market Model

Perhitungan expected return dengan model pasar (market model) ini dilakukan dengan membentuk model ekspektasi menggunakan data return selama periode estimasi. Kemudian membentuk model ekspektasi ini untuk mengestimasi expected return selama window period. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi Ordinary Least Square (OLS). Teknik regresi dilakukan dengan mengestimasi actual return saham i sebagai variabel dependen dan return pasar sebagai variabel independen.

c. Market Adjusted Model

Model ini melakukan perhitungan dengan menggunakan return indeks pasar untuk mengestimasi *return* saham. Model ini menganggap return saham yang diestimasi adalah sama dengan indeks pasar. Oleh karena itu, *return* yang diharapkan untuk semua saham besarnya sama dengan return indeks pasar pada saat tertentu. Indeks pasar yang dapat dipilih untuk pasar BEI misalnya indeks harga saham gabungan (IHSG).

Dalam penelitian ini penulis menggunakan *market model* dalam mengestimasi return saham dengan rumus Jogiyanto (2009):

Keterangan:

 $E[R_i] = expected return sekuritas k-i pada periode peristiwa ke-t$

 $R_{\rm m}$ = return market pada periode peristiwa ke-t

 α_i = intercept, independent terhadap R_{mt}

 β_i = slope, risiko estimasi, dependent terhadap R_{mt}

 ε_i = kesalahan residu yang secara statistik $\Sigma \varepsilon_{it}$ = nol

2.4.3 Abnormal Return

Abnormal return adalah return yang diperoleh investor saat return tersebut tidak sesuai dengan yang diharapkan. Abnormal return dihitung dari selisih antara return yang diharapkan atau return ekspektasi dengan return yang didapatkan atau return sesungguhnya (Jogiyanto ,2009).

Abnormal return pada umumnya menjadi fokus dari studi peristiwa yang mengamati reaksi harga dari saham-saham yang mungkin terjadi pada sekitar peristiwa yang terjadi. Abnormal return adalah selisih dari return sesungguhnya yang terjadi dengan expected return yang diharapkan dimasa yang akan datang. Abnormal return dicari dengan menggunakan model indeks tunggal. Model indeks tunggal didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar (Jogiyanto, 2009). Cara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik, demikian juga sebaliknya.

Adapun rumus dalam mencari *abnormal return* adalah sebagai berikut (Jogiyanto, 2009);

AR = Ri - E(Ri)

AR = abnormal return saham ke j pada bulan ke- t

Ri = return saham ke j pada bulan ke- t

E(Ri) = Expected return saham ke t

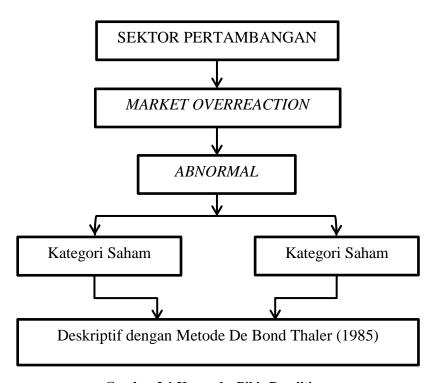
2.5 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu Terkait Market Overreaction

No.	Penulis	Metode	Hasil
1.	Murtini dan	ACAR	Peneliti menguji harga saham tahun
	Widyatmadja		2004-2008 dan menyimpulkan bahwa
	(2011)		terdapat indikasi reaksi berlebihan dari
			kelompok saham <i>loser</i> dan kelompok
			saham <i>winner</i>
2.	Octavia dan	ACAR	Peneliti melakukan penelitian pada
	Lantara (2014)		Indeks Kompas 100 dan menemukan
			bahwa <i>market overreaction</i> hanya
			terjadi pada saham kategori <i>loser</i> dan
			tidak pada kategori winner.
3.	De Bondt dan	ACAR	Menemukan bahwa setelah tiga puluh
	Thaler (1985)		enam bulan pembentukan formasi,
			saham <i>loser</i> telah menghasilkan sekitar
			25% lebih banyak dari pada saham
			winner.
4.	Apriyono dan	ACAR	Hasil dari penelitian tersebut tidak
	Taman (2013)		ditemukan market overreaction pada
			saham manufaktur di Bursa Efek
			Indonesia pada tahun 2005-2009.
5.	Pasaribu (2011)	ACAR	Hail penelitian menemukan bahwa
			tidak terjadi market overreaction pada
			LQ-45 pada periode triwulan, semester,
			dan tahunan.

2.6 Kerangka Pikir

Sektor pertambangan menjadi objek penelitiaan ini karena diduga terjadi market overreaction. Hal ini dilihat dari tahun 2013 terjadi keanjlokan sektor sebesar 24,17% namun berbalik ke menguat pada tahun 2014 pada sebagian saham, data tersebut diindikasikan sebagai terjadinya respons yang terlalu berlebihan oleh pelaku pasar yang dijelaskan dengan market overreaction hypothesis. Reaksi yang berlebihan ini ditandai dengan abnormal return, dimana abnormal return saham loser melebihi abnormal return saham winner setelah periode formasi. Sehingga saham-saham pada Sektor Pertambangan dibagi ke dalam dua kategori yaitu saham kategori winner dan saham kategori loser. Penbentukan kategori ini akan diuji menggunakan metode De Bond Thaler (1985). Metode De Bond Thaler (1985) menemukan bahwa market overreaction hypothesis dibuktikan melalui selisih antara kategori saham loser dan winner, dimana jika hasil ACARL,t - ACARW,t > 0, ACARL,t > 0 dan ACARW,t < 0, maka telah terjadi market overreaction pada sektor pertambangan.



Gambar 2.1 Kerangka Pikir Penelitian