

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Hipotesis Pasar Modal yang Efisien**

Hipotesis Pasar efisien menyatakan bahwa tidak ada pelaku pasar dapat memperoleh *abnormal return*. Fama (1970) di dalam Pranyoto, E. (2018) mengatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorang pun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada.

Dari itu, ide bahwa harga saham telah mencerminkan semua informasi yang tersedia disebut *Efficient Market Hypothesis (EMH)* (Fama, 1970). Fama, (1970) juga membagi pasar efisien menjadi 3 versi dengan informasi sebagai parameternya, yaitu:

a. Pasar Efisiensi Lemah (*Weak Form*)

Pasar Efisiensi Lemah adalah bentuk pasar dimana harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi seperti data harga historis, volume perdagangan, dan suku bunga pada masa lalu

b. Pasar Efisiensi Setengah Kuat (*Semi Strong Form*)

Pasar Efisiensi Setengah Kuat adalah bentuk pasar dimana harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi seperti data harga historis, volume perdagangan, dan suku bunga yang dipublikasikan.

c. Pasar Efisiensi Kuat (*Strong Form*)

Pasar Efisiensi Lemah adalah bentuk pasar dimana harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi seperti data harga historis, volume perdagangan, dan suku bunga yang dipublikasikan termasuk informasi privat.

Ketiga bentuk efisien pasar diatas sifatnya kumulatif. Hal ini menandakan bahwa suatu bentuk pasar efisien bentuk kuat juga pasar efisien bentuk semi kuat dan lemah. Pasar efisien bentuk semi kuat juga pasar efisien bentuk lemah. Namun tidak berlaku untuk kebalikannya, pasar efisien lemah tidak dapat menjadi pasar semi kuat ataupun kuat. Jika sebuah pasar tergolong efisien, investor tidak perlu melakukan prediksi harga di masa yang akan datang (Jones, 1998; Jogyanto, 2007). Dengan kata lain, investor tidak akan “mengalahkan” pasar dengan melakukan transaksi saham berdasarkan informasi yang telah dipublikasi.

## 2.2 Anomali Pasar Modal

Tidak semua pihak menerima hipotesis pasar efisien. Beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan dengan konsep pasar efisien, atau disebut dengan anomali pasar. Penelitian pertama, mengenai *PE ratio*, Basu (1977) dengan menggunakan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) mengatakan bahwa sekuritas yang diperdagangkan dengan perbedaan *earnings*, secara rata-rata sepertinya *inappropriately priced* satu sama lain, dan memunculkan kesempatan untuk memperoleh *abnormal return* bagi investor. Jones (2014) menyatakan bahwa anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategistrategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah. Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain:

a. *Price earnings (P/E) effect*

*Price earnings effect* adalah anomali dimana saham P/E rendah menunjukkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi (Jones, 2014). Anomali ini ditemukan pertama kali oleh Basu pada tahun 1977.

b. *Size effect*

*Size effect* merupakan anomali dimana *risk adjusted return* dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi daripada perusahaan dengan ukuran besar (Jones, 2014). Anomali ini ditemukan oleh Banz dan Reinganum pada tahun 1981.

c. *January effect*

*January effect* merupakan anomali yang menyatakan bahwa *return* saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan yang lalu (Kleim, 1986 dalam Jones, 2014). Kecenderungan ini terjadi karena adanya kecenderungan peningkatan pembelian oleh investor setelah mereka melakukan penjualan pada Desember, yang bertujuan untuk mengurangi pajak atau *realizing gain*.

d. *Neglected firm effect*

*Neglected firm effect* adalah suatu kecenderungan bahwa investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi *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.

e. *Reversal effect*

*Reversal effect* adalah efek pembalikan rata-rata *return* yang merupakan sebutan lain untuk anomali *Winner-Loser*. Anomali ini merupakan kecenderungan saham yang memiliki kinerja buruk (*Loser*) akan berbalik menjadi saham yang berkinerja baik (*Winner*) pada periode berikutnya, begitu pula sebaliknya. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh De Bondt dan Thaler pada tahun 1983.

Anomali ini merupakan salah satu bentuk anomali pasar modal yang bertentangan dengan konsep hipotesis pasar efisien. De Bondt dan Thaler menyatakan bahwa penyebab anomali *Winner-Loser* adalah *overreaction hypothesis*. Hipotesis ini menyatakan bahwa pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi baik dan menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk. Saham saham yang pada awalnya memberikan

tingkat keuntungan sangat positif atau sangat negatif akan mengalami pembalikan pada periode berikutnya.

### 2.3 *Market Overreaction Hypothesis*

Hipotesis *market overreaction* pertama kali dinyatakan oleh DeBondt dan Thaler pada tahun 1985. Mereka menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Investor cenderung untuk bereaksi berlebihan pada peristiwa luar biasa dan informasi baru, serta mengabaikan informasi yang lebih lama (Jones, 2014). Pelaku pasar menetapkan harga saham terlalu tinggi dalam menanggapi berita baik (*good news*). Sebaliknya, mereka akan menetapkan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Pasar akan melakukan koreksi atas reaksi berlebihan tersebut. Tindakan koreksi tersebut berupa pembalikan yang ditunjukkan oleh penurunan harga saham yang sebelumnya berpredikat *Winner* serta naiknya saham *Loser*. Fenomena ini dikenal dengan efek pembalikan (*reversal effect*) yang merupakan nama lain untuk anomali *Winner-Loser*.

Beberapa teori secara umum menyebutkan bahwa perilaku para investor bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi peristiwa, baik peristiwa keuangan maupun bukan peristiwa keuangan yang tak terduga (Imandaru, 2013). Hal ini memengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan harga saham secara signifikan, baik itu apresiasi maupun depresiasi saham. Reaksi berlebihan memberikan perilaku prinsipal terhadap para pelaku pasar yang akan memengaruhi banyak konteks. Gejala dari tindakan *overreaction* dalam menyikapi informasi antara lain sebagai berikut:

- a. Saham yang mempunyai *return* tinggi kurang diminati dan saham yang bernilai rendah akan dicari pasar.
- b. *Return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah dan sebaliknya, *return* yang sebelumnya rendah akan menjadi tinggi.

- c. Saham yang sebelumnya berkinerja buruk selanjutnya membaik dan sebaliknya, saham yang sebelumnya berkinerja baik akan memburuk.

#### **2.4 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 *abnormal return* yang ekstrim negatif) seketika pada periode selanjutnya menjadi saham-saham *Winner* (saham yang memiliki *abnormal return* yang ekstrim positif) 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 saham-saham *Loser* pada periode berikutnya.

Peristiwa dari berbaliknya saham-saham *Winner* ini menjadi saham-saham *Loser* pada periode selanjutnya dan begitu juga sebaliknya untuk saham-saham *Loser* pada periode selanjutnya menjadi saham *Winner* pada periode selanjutnya ini disebut sebagai *price reversal* (pembalikan harga saham). *Market Overreaction* menjadi tolak ukur terhadap anomaly 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).

#### **2.5 Abnormal Return**

*Abnormal return* adalah kelebihan dari *return* realisasi (*realized return*) terhadap *return* normal. Ketika ada peristiwa tertentu, maka akan didapatkan

*return* tidak normal (*abnormal return*) yang merupakan selisih dari *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* yang diharapkan (Jogiyanto, 2010).

$$\boxed{AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]}$$

Keterangan:

$AR_{it}$  : *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{it}$  : *return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{it}]$  : *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

## 2.6 Actual Return

*Actual return* merupakan *return* yang sesungguhnya terjadi. *Actual return* digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko di masa mendatang (Jogiyanto, 2010). *Return* sesungguhnya merupakan selisih harga sekarang terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus:

$$\boxed{R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}}$$

Sumber: Jogiyanto (2010)

Keterangan:

$R_{it}$  : *return* saham i pada bulan t

$P_{it}$  : harga saham i pada bulan t

$P_{it-1}$  : harga saham i pada bulan t-1

## 2.7 Expected Return

*Return* normal atau *return* ekspektasi adalah keuntungan yang diharapkan dari suatu saham di masa mendatang. Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2010) mengestimasi *return* ekspektasi dengan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

a. *Mean-adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. *Mean-adjusted model* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E[R_{it}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{ij}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{it}]$  : *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

$R_{ij}$  : *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

$T$  : lamanya periode estimasi, yaitu dari  $t_1$  sampai  $t_2$

b. *Market Model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar ini dilakukan dengan dua tahap. Pertama, membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. Kedua, menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *return* ekspektasi periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mj} + \epsilon_{ij}$$

Keterangan:

$R_{ij}$  : *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

$\alpha_i$  : *intercept* untuk sekuritas ke-i

$\beta_i$  : koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

$R_{Mj}$  : *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$\epsilon_{ij}$  : kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

c. *Market-adjusted Model*

Model disesuaikan pasar menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat

tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. Dengan demikian, *return* ekspektasi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$E[R_{it}] = R_{Mt} = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{IHS_{Gt-1}}$$

Keterangan:

$E[R_{it}]$  : *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

$R_{Mt}$  : *Market return* saham i pada waktu t

$IHS_{Gt}$  : Indeks Harga Saham Gabungan bulan ke-t

$IHS_{Gt-1}$  : Indeks Harga Saham Gabungan bulan ke-t-1

## 2.8 Contrarian Investment Strategy

Strategi kontrarian adalah strategi yang menyarankan untuk membeli saham-saham *Loser* dan menjual saham tersebut setelah menjadi *Winner*, karena saham *Loser* dalam jangka panjang akan memberikan keuntungan melebihi saham yang sebelumnya adalah saham *Winner*. Strategi kontrarian pertama kali ditemukan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Adanya anomali *Winner-Loser* di pasar modal memungkinkan investor melakukan strategi kontrarian sehingga investor dapat memperoleh *abnormal return* yang signifikan. Strategi ini juga disebut strategi *buy low sell high* atau *zero cost*, yaitu bahwa investor menggunakan strategi ini akan menjual saham yang diminati pasar dan menggunakan dana yang diperoleh seluruhnya untuk membeli saham yang kurang diminati pasar.

Strategi kontrarian merupakan salah satu strategi investasi aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham untuk mendapatkan *abnormal return*. Tujuan dari penerapan strategi ini adalah untuk mendapatkan *return* portofolio

saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh dari strategi yang pasif.

## 2.9 Penelitian Terdahulu

**Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu**

No	Penulis / Tahun	Judul	Variabel	Metode	Instrumen / Proksi	Hasil
1.	Rowland Bismark Pasaribu (2011)	Anomali <i>Overreaction</i> di Bursa Efek Indonesia penelitian pada saham LQ-45 pada periode 2003-2007	<i>Overreaction</i>	Uji <i>One Sample t-test</i>	<i>Overreaction : Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)</i>	Peneliti menguji harga saham LQ-45 tahun 2003-2007 dan menyimpulkan bahwa tidak adanya indikasi <i>overreaction</i> pada LQ-45 pada periode triwulan, semester, dan tahunan yang ditunjukkan dengan tidak ditemukannya tingkat ACAR <i>loser</i> mengungguli tingkat ACAR <i>winner</i> .

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu (lanjutan)

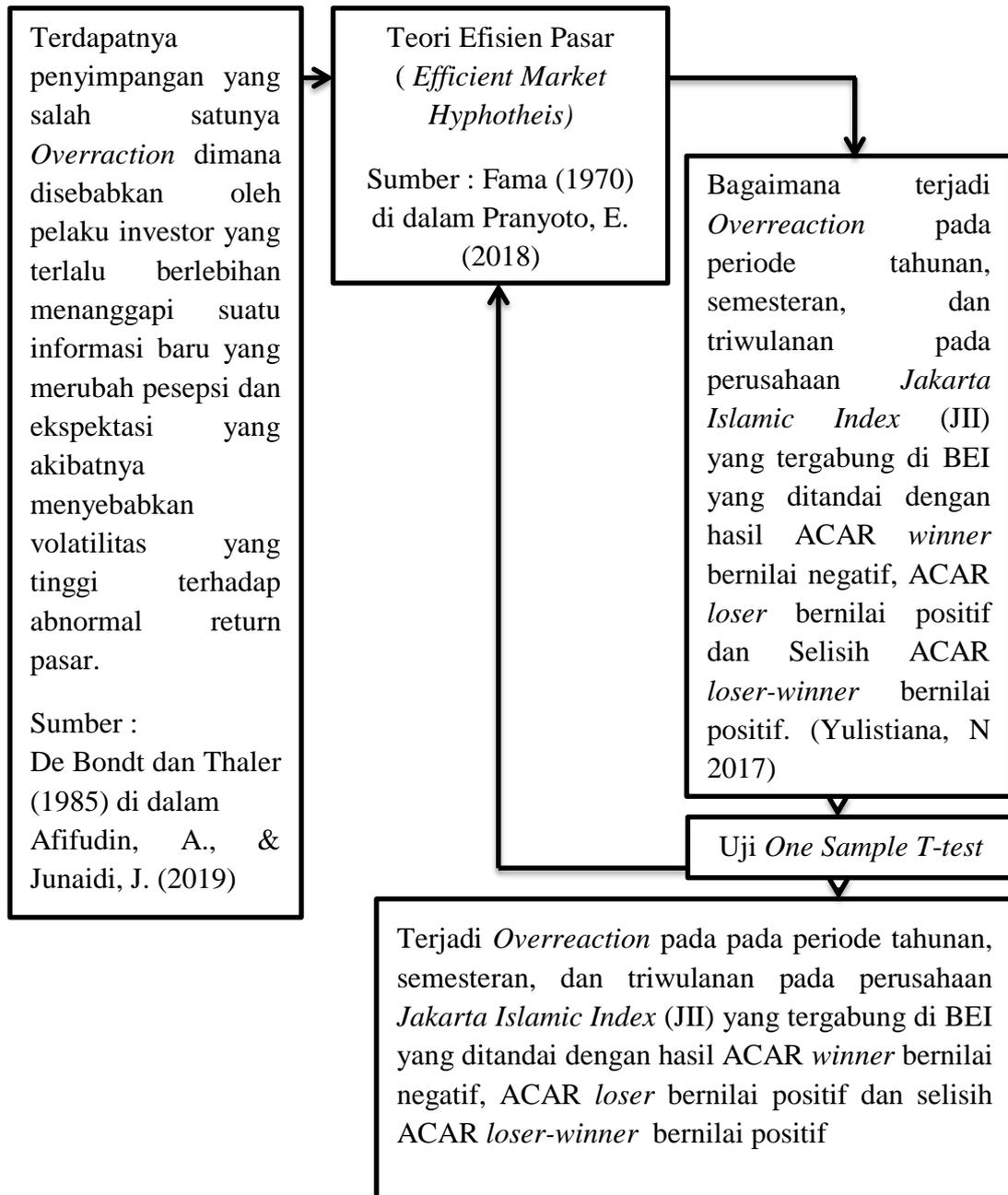
2.	Dr. Ramzi Boussadi (2017)	The Winner – Loser Effect in Tunisian stock market : a multidimensional risk-based explanation	<i>Three Factor (Size, Book to Market), Overreaction</i>	Regresi berganda	<i>Overreaction : Average Cumulative Abnormal Return Size Book To Market</i>	Peneliti melakukan penelitian pada pasar saham Tunisia dan menemukan bahwa <i>overreaction</i> hanya terjadi pada observasi setelah 12 bulanan dan fenomena ini berlangsung selama periode 1991 – 2013 yang ditunjukkan dengan saham <i>loser</i> mengguguli saham <i>winner</i> .
3	Nita Yulistiana (2017)	Analisis <i>Market Overreaction</i> pada sektor pertambangan di BEI	<i>Overreaction</i>	Regresi linier sederhana	<i>Overreaction : Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)</i>	Peneliti melakukan penelitian dengan pengamatan triwulan dan semesteran pada sektor pertambangan di BEI dan menemukan bahwa terjadi <i>overreaction</i> pada pengamatan triwulan yaitu pada bulan ke 5 sedangkan untuk pengamatan semesteran terjadi pada bulan ke lima

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu (lanjutan)

4	Lyka Margareta (2018)	Analisis Overreaction Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Tahun 2014-2016	<i>Overreaction</i>	Uji <i>Independent T-test</i>	<i>Overreaction : Cumulative Abnormal Return (CAR)</i>	Hasil pengujian hipotesis yang menguji keberadaan <i>overreaction</i> terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian bahwa terjadinya indikasi <i>overreaction</i> yang di tandai dengan nilai portofolio <i>loser</i> membalik menjadi portofolio <i>winner</i> namun tidak terjadi secara konstan melainkan secara separatis.
5	Eko Krida Zafran Zakir R., Afifudin, Junaidi (2019)	Analisis <i>Overreaction</i> pada saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015 – 2017	<i>Overreaction</i>	Uji <i>One Sample t-test</i>	<i>Overreaction : Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)</i>	Hasil penelitian ini tidak ditemukan <i>overreaction</i> pada saham manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015 – 2017.

## 2.10 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dari penelitian ini melalui bagan berikut :



## 2.11 Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1.  $H_0$  :  $ACAR_{Winner,t} \geq 0$

$H_a$  :  $ACAR_{Winner,t} < 0$  (ACAR portofolio *winner* negatif)

2.  $H_0$  :  $ACAR_{Loser} \leq 0$

$H_a$  :  $ACAR_{Loser} > 0$  (ACAR portofolio *loser* positif)

3.  $H_0$  :  $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t} \leq 0$

$H_a$  :  $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t} > 0$  (selisih ACAR portofolio *loser* dan *winner* lebih besar dari nol atau positif)