

B A B I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan salah satu sarana yang dapat dimanfaatkan untuk memobilisasi dana, baik dana dari dalam maupun luar negeri, kehadiran pasar modal menambah banyaknya pilihan sumber dana, khususnya sumber dana jangka panjang bagi perusahaan, serta memberikan alternatif bagi keputusan pembelanjaan perusahaan. Implikasi lebih lanjut dari keadaan ini adalah meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menentukan struktur modal yang optimal.

Dalam pelaksanaannya, pasar modal menjalankan 2 fungsi yaitu fungsi ekonomi dan keuangan. Dalam fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari lender ke borrower. Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, lender mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Dari sisi borrower tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melaksanakan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan. Fungsi ini sebenarnya juga dilaksanakan oleh intermediasi keuangan lainnya, seperti lembaga perbankan. Hanya bedanya dalam pasar modal yang diperdagangkan adalah dana untuk jangka panjang. Sedangkan fungsi keuangan dilaksanakan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para borrower dan para lender menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil

yang di perlukan oleh investasi tersebut. Meskipun harus diakui, perbedaan atas fungsi ekonomi dan keuangan ini sering tidak jelas.

Seperti yang telah dijelaskan diatas, lender selanjutnya disebut dengan investor, selalu berusaha memperoleh return dari aktivitas perdagangan yang mereka lakukan. Untuk memperoleh return yang diharapkan, investor menggunakan berbagai cara, baik dengan melaksanakan analisa sendiri ataupun melalui saran yang diberikan oleh para analisis pemerintah terhadap perilaku harga saham yang berfluktuasi yang berpengaruh langsung terhadap return saham.

Husnan (1994) menyatakan bahwa sebelum investor memutuskan untuk menginvestasikan dananya di pasar modal. Investor tersebut harus percaya bahwa informasi yang diterimanya merupakan informasi yang benar, sistem perdagangan dibursa yang dapat dipercaya serta tidak ada pihak lain yang memanipulasi informasi dan perdagangan tersebut. Selain itu, investor yang rasioanal juga sudah seharusnya menggunakan semua informasi yang tersedia. Dengan demikian efisiensi pasar modal menjadi titik perhatian dari para investor untuk bersama-sama berusaha menciptakan kondisi tersebut bersama pengelola bursa. Sehingga terbentuk pasar yang memberikan gambaran mengenai supply dan demand terhadap modal yang menguntungkan semua pihak.

Pasar modal yang efisien (*efficient capital market*) merupakan dambaan bagi pihak-pihak yang terlibat didalamnya. Secara formal pasar modal yang efisien didefenisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan, semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dalam

hipotesis pasar yang efisien dinyatakan bahwa perubahan harga saham mengikuti pola *random-walk* tertentu yang seharusnya tidak memungkinkan bagi investor untuk memprediksikan return yang akan diperoleh di masa yang akan datang berdasarkan informasi yang tersedia dan yang dipublikasikan. Hal tersebut terjadi karena perubahan harga di waktu yang lalu tidak dapat digunakan oleh investor untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Sehingga menurut Thaler (1997) dalam Wulan (2000), seharusnya tidak memungkinkan bagi investor untuk memprediksikan perubahan harga saham berdasarkan perilaku harga yang terjadi di masa yang lalu.

Sejumlah penelitian yang dilakukan pada umumnya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia memenuhi bentuk lemah (*weak form*) dari hipotesis pasar modal. Pengamatan (Legowo, 1995) yang dilakukan terhadap efisiensi dua periode berbeda Bullish dan Bearish menyimpulkan terdapat efisiensi bentuk lemah pada 2 periode tersebut dipasar modal Indonesia. Kecenderungan efisiensi bentuk lemah semakin kuat ditunjukkan dibandingkan periode sebelumnya (Yudinala, 1994).

Pada dasarnya pemodal melakukan transaksi dalam instrument saham dengan harapan memperoleh keuntungan (*return*) berupa *capital gain* yaitu kenaikan harga jual saham dibandingkan dengan harga beli dan juga *dividen yield* yaitu memperoleh pembagian deviden dari perusahaan yang dimiliki sahamnya. Dalam kondisi efisiensi pasar bentuk lemah, investor tidak dapat memperoleh abnormal return secara konsisten dengan menggunakan strategi transaksi berdasarkan informasi yang terdapat pada harga-harga saham diwaktu lalu, hal ini

karena harga-harga tersebut mengikuti pola acak (*random walk*), sehingga masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memperkirakan harga saham diwaktu mendatang.

Kemudian muncul suatu ketidak beraturan dalam pasar modal yang secara terus menerus hadir dan telah memberikan dampak yang cukup besar yang disebut dengan *market anomalies*. Dalam keadaan anomali pasar tersebut, hasil yang timbul di pasar modal akan berlawanan dengan hasil yang diharapkan pada posisi pasar yang efisien, yang hingga kini belum dapat dijelaskan secara tuntas.

Pada beberapa penelitian di bursa efek dinegara maju (Amerika Serikat) terdapat beberapa fenomena ketidak beraturan (*Anomali*) yang tidak sejalan dengan kondisi pasar modal yang efisien. Ada beberapa anomali pasar yang menarik perhatian dan belum dapat dijelaskan secara memuaskan, antara lain sebagai berikut :

1. Pengumuman earning (*Earning Announcement*)

Penyesuaian harga saham terhadap pengumuman earnings telah dilakukan oleh banyak peneliti. Pengumuman earnings merupakan hal yang penting bagi investor dan mempunyai peranan yang besar dalam proses penilaian saham. Penyesuaian harga saham akibat adanya pengumuman earnings tersebut akan menimbulkan sejumlah pernyataan dan kemungkinan.

2. PER yang rendah (*price earning ratio*)

Anomali *price earning ratio* terlihat pada saham dengan PER rendah akan menghasilkan *risk-adjusted return* yang lebih tinggi dari saham dengan

PER yang tinggi. Saham dengan PER rendah akan dinilai "*undervalued*" oleh pelaku pasar. Pelaku pasar terlanjur pesimis dengan rangkaian *earning* yang jelek atau informasi yang jelek. Ketika suatu saat terjadi *earning* yang bagus, bertolak belakang dengan apa yang diprediksikan maka akan mendorong koreksi pada periode berikutnya secara berlebihan. Hal yang sama terjadi pada saham dengan PER yang tinggi, akan dinilai "*undervalued*" sehingga menyebabkan jatuhnya harga saham tersebut.

3. Pengaruh Hari Perdagangan (*Day of the week effect*)

Walaupun tidak terlalu besar, sampai saat ini fenomena tersebut sulit dijelaskan dalam kerangka pasar modal yang efisien, kesadaran akan adanya pengaruh hari perdagangan seharusnya digunakan untuk melakukan penyesuaian terhadap waktu untuk melakukan pembelian dan penjualan guna mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham tersebut.

4. Efek Ukuran Perusahaan (*size effect*).

Adanya suatu kecenderungan dimana saham dari perusahaan yang berskala kecil ternyata memberikan return yang relative lebih besar dibandingkan dengan saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi yang besar secara rata-rata. Banz (1981) dalam Priyono (2000) menemukan bahwa saham-saham dari perusahaan kecil di NYSE memperoleh risk adjusted return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham perusahaan yang lebih besar yang tercatat di NYSE.

Penelitian-penelitian decade terakhir menunjukkan bahwa munculnya suatu *market anomaly* yang bertentangan dengan efisiensi pasar modal yaitu anomaly '*winner-loser*'. Anomali ini pertama kali dikemukakan oleh De Bondt dan Thaler (1985:557-581) dalam Sukarno (2000) yang mengatakan bahwa penyebab anomaly '*winner-loser*' adalah hipotesis *market overreaction*. Hipotesis ini menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap informasi yang dianggap baik (*good news*). Sebaliknya, pelaku pasar juga cenderung menetapkan harga saham yang terlalu rendah sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai buruk (*bad news*). Fenomena ini mengalami pembalikan ketika pasar menyadari telah bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) sehingga pasar melakukan koreksi harga.

Pembalikan kinerja yang berlebihan mengakibatkan kinerja saham-saham yang baik menjadi buruk atau sebaliknya, yang buruk menjadi baik. Dalam kondisi normal, sekuritas yang masuk golongan *Loser* memperoleh *return* yang rendah dan sekuritas yang masuk golongan *winner* mempunyai *return* yang tinggi

Hal normal tersebut menjadi terbalik pada saat terjadi reaksi yang berlebihan (*Overreaction Hypothesis*). Hipotesis *overreaction* memprediksikan sekuritas yang masuk kategori *loser* dan biasanya mempunyai *return* rendah justru akan mempunyai *return* abnormal yang tinggi. Kebalikannya, sekuritas yang biasanya mempunyai *return* tinggi yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *return* abnormal yang rendah. Hal ini menjelaskan anomaly '*winner-loser*' digunakan 2 kelompok saham. Kelompok pertama adalah saham-saham

yang mendapatkan abnormal return yang bernilai negatif secara ekstrim (*extremely negative abnormal return*), disebut sebagai portofolio 'loser'. Pada periode pengujian selanjutnya, ternyata terjadi pembalikan kinerja. Portofolio 'loser' mendapatkan abnormal return bernilai positif dan portofolio 'winner' mendapatkan abnormal return yang bernilai negatif sehingga kinerja portofolio 'loser' mengungguli kinerja portofolio 'winner'.

Penelitian adanya anomali 'winner-loser' pertama kali dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985 dan 1987) dalam Sukarno (2000) dengan menguji hipotesis market overreaction. Dengan menggunakan data harga saham bulanan di NYSE selama periode 1962-1982 dengan ditemukan bukti-bukti terjadi *market overreaction*.

Penelitian sesudahnya berusaha untuk melihat secara lebih mendalam *Overreaction* dalam kaitannya dengan *market seasonality*, *firm size*, *magnitude* dan *volatility*. Pettengill dan Jordan (1990) dalam Sukmawati (2003) mengaitkan *overreaction* dengan *firm size*. Hasil penelitian Pettengill dan Jordan menunjukkan bahwa pembalikan *excess return* pada pola *winner* dan *loser* tidak terjadi secara universal, *loser* cenderung menjadi *winner* tetapi *winner* tidaklah sebaliknya cenderung menjadi *loser*.

Berbeda dengan penelitian Pettengill dan Jordan (1990), penelitian Alonso dan Rubio (1990) dalam Sukmawati (2003) pada pasar modal Spanyol menemukan bahwa pengaruh ukuran perusahaan (*size effect*) merupakan *phenomena* yang independen. Penelitian Alonso dan Rubio (1990) didukung oleh Baytas dan Cakici (1990) melalui pengujian 7 negara industri dengan metode

Conrad dan Kaul hasilnya menunjukkan bahwa *return* yang diperoleh dari arbitrase portofolio berdasarkan atas harga yang lebih tinggi dibandingkan atas dasar ukuran (*size*).

Kemudian penelitian Paul (1990) dan Zarowin (1990) dalam Sukmawati (2003) menentang pembuktian dari Bondt dan Thaller dengan membuktikan bahwa ada kecenderungan *loser* untuk *outperform winner* tidak tergantung pada investor yang *overreact* tetapi justru kecenderungan *loser* untuk menjadi perusahaan yang mempunyai ukuran yang lebih kecil daripada *winner*. Bila menggunakan besarnya ukuran perusahaan yang sama maka tidak ada perbedaan antara *winner* dan *loser* dalam hal *return*. Pada saat *loser* mempunyai ukuran lebih kecil daripada *winner* terjadilah *performance superior* dan *loser* akan melampaui *winner*. Hal ini terjadi bukan karena investor *overreact* tetapi karena adanya perbedaan ukuran antara *winner* dan *loser*. fenomena ukuran itu sendiri telah mencerminkan manifestasi dari pasar yang tidak efisien atau tidak menunjukkan fenomena *overreact*. Penelitian berikutnya dilakukan oleh Brailsford (1992) dalam Sukarno (2000) dipasar Australia. Pengujian dilakukan dengan menguji rata-rata kapitalisasi pasar saham *Winner* dan *Loser* pada masing-masing akhir periode pembentukan, dan hasilnya menunjukkan bahwa rata-rata kapitalisasi pasar kedua portofolio tidak berbeda secara signifikan.

Selanjutnya ada juga beberapa penelitian sejenis yang dilakukan terhadap pasar modal Indonesia, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Susiyanto (1997) dalam Sukarno (2000) dengan menggunakan data harga saham periode tahun 1994-1996 di Bursa Efek Jakarta, hasil penelitian dengan menggunakan

data harga saham periode tahun 1999-2000, menunjukkan pada ketiga sub periode pengujian terjadi anomali 'winner-loser' yaitu kinerja portofolio saham *loser* akan mengungguli kinerja portofolio saham *winner*. Anomali ini dijelaskan dengan hipotesis *market overreaction* yang menunjukkan pembalikan kinerja portofolio *Loser* dan *Winner* dengan selisih CAAR yang berbeda secara signifikan. Kemudian penelitian yang dilakukan Agus Sukarno (2000) dengan menggunakan data harga saham periode tahun 1999-2000 di Bursa Efek Jakarta, menyimpulkan bahwa besarnya kapitalisasi pasar saham portofolio *winner* dan *loser* tidak mempengaruhi *abnormal return* yang diperoleh suatu saham. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Warninda dan Asri (1998).

Kemudian penelitian Sukmawati dan Hermawan (2003), yang melakukan penelitian *Overreact Hypothesis* dan *Price Earning Ratio Anomaly* terhadap saham-saham sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta yang menggunakan data *excess return* periode tahun 1996-2000, menarik kesimpulan bahwa *overreact* tidak bersifat konstan sepanjang waktu, munculnya *overreact* mengikuti munculnya peristiwa yang dinilai pasar sebagai informasi dramatis terutama isu-isu politik yang muncul. *Overreact* yang terjadi lebih bersifat sesaat dapat memberikan bukti bahwa pasar modal khususnya sektor manufaktur mengalami efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*) karena *overreact* yang sesaat menyebabkan investor tidak dapat mengalami *excess return* yang besar dalam waktu yang lama.

Berdasarkan uraian tersebut peneliti berusaha melakukan penelitian selanjutnya dengan mencoba memasukkan kriteria-kriteria lain dalam penelitian. Dalam hal ini peneliti menghubungkan anomali 'winner-loser' di Bursa Efek

Jakarta dengan anomali 'size effect'. Pada penelitian ini, untuk pengukuran *size* digunakan kapitalisasi pasar saham yang dihitung dengan dari harga saham periode terakhir periode pembentukan dikalikan jumlah saham yang siap diperdagangkan. Berdasarkan anomali 'Winner-loser' dan anomali 'size effecti' akan diuji saham-saham dalam portofolio *Winner* dan *Loser* yang kenyataannya mempunyai rata-rata *abnormal return* kumulatif yang berbeda secara signifikan, apakah juga akan mempunyai rata-rata kapitalisasi pasar yang berbeda-beda secara signifikan. Pada penelitian ini akan diketahui apakah informasi besarnya kapitalisasi pasar akan mempengaruhi suatu saham untuk mendapatkan *abnormal return* terutama pada saat pasar terjadi anomali 'Winner-Loser'. Maka dari itu dalam penelitian ini penulis mengambil judul: **"Perbandingan Kapitalisasi Pasar Portofolio Saham Winner Dan Loser Saat Terjadi Anomali Winner dan Loser di Bursa Efek Jakarta"**.

I.2. Perumusan Masalah

Seperti yang telah diuraikan pada latar belakang diatas, maka permasalahan yang dikaji dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah terjadi anomaly '*winner-loser*' di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2003?
2. Apakah ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *loser* dan portofolio saham *winner* saat terjadi anomaly '*winner-loser*' di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2003?

I.3. Batasan Masalah

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang terdiri dari data harga saham bulanan pada saat penutupan (*Closing price*), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan dan kapitalisasi pasar bulanan, dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa Efek Jakarta dan yang aktif diperdagangkan (*likuid*) pada periode Januari 2001 hingga Desember 2003. Data diperoleh dari PT. BEJ (*Indonesian Capital Market Directory*) dan berbagai surat kabar.

I.4. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terjadi anomaly '*winner-loser*' di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2003.
2. Untuk mengetahui apakah rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* berbeda secara signifikan pada saat terjadi anomli '*winner-loser*'.

I.5. Manfaat Penelitian

Hasil-hasil yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Bagi kalangan akademisi maupun para peneliti yang berminat terhadap studi pasar modal, hasil penelitian ini diharapkan bisa sebagai dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.

2. Sebagai bahan evaluasi dan pertimbangan bagi para investor dalam menyusun strategi membeli maupun menjual saham di BEJ berkaitan dengan anomaly '*winner-loser*'.

I.6. Sistematika Penulisan Laporan

Penulisan laporan hasil penelitian ini disusun dengan sistematika sebagai berikut :

BAB I : Pendahuluan

Bab ini berisi tentang Latar Belakang Penelitian, Perumusan Masalah, Batasan Penelitian, Tujuan Penelitian, Manfaat Penelitian, Hipotesa, dan Sistematika Penulisan Laporan.

BAB II : Tinjauan Pustaka

Bab ini memaparkan konsep-konsep teoritis yang berkaitan erat dengan topic dan permasalahan penelitian yaitu terdiri dari Konsep efisiensi pasar modal, Bentuk efisiensi pasar modal, Implikasi hipotesis pasar efisien, Anomali Pasar, Tinjauan penelitian terdahulu, Hipotesis.

BAB III : Metode Penelitian

Pada bab ini berisi tentang penguraian metode yang digunakan dalam penelitian ini, mencakup Jenis dan Sumber Data, Prosedur Penentuan Sampel, Variabel penelitian, dan Metode Analisis Data, Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis.

BAB IV : Data dan Pembahasan

Pada bab ini dibahas tentang deskripsi hasil-hasil penelitian berdasarkan data-data yang telah dikumpulkan dan pembahasan hasil penelitian yang telah dilakukan.

BAB V : Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan-kesimpulan dari seluruh pembahasan penulisan dan juga saran yang mungkin diajukan dan dilaksanakan serta keterbatasan penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Konsep Efisiensi Pasar Modal

Konsep efisiensi pasar modal merupakan produksi sampingan penemuan yang kebetulan yang diawali hasil penelitian yang dilakukan oleh seorang ahli statistik G'nm Marice Kendall pada tahun 1953. Penelitian yang dilakukan oleh Kendall menunjukkan bahwa tidak di dapatkan siklus perubahan harga yang reguler dari komoditi yang diamati. Harga seolah – olah “ berkelana” tidak menentu. Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa telah terjadi pergerakan saham yang tidak mengikuti suatu pola tertentu atau disebut dengan random walk (Forter, 1986) dalam Husnan (1998). Harga – harga saham tersebut berubah secara tidak menentu, naik atau turun. Setiap harinya tanpa dipengaruhi oleh harga saham dari hari sebelumnya. Apabila perubahan harga saham memang mengikuti pola random walk, maka perubahan harga diwaktu yang lalu tidak bisa digunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Dengan demikian pengetahuan tentang harga saham di masa lalu menjadi tidak berarti karena tidak dapat lagi digunakan oleh investor untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain, investor tidak mungkin dapat mengidentifikasi suatu pola tertentu yang dapat digunakan untuk meprediksi harga suatu saham.

Fluktuasi harga saham tersebut mengidentifikasi terjadinya efisiensi pasar dimana pada pasar modal yang sangat efisien, semua informasi yang ada

baik fundamental maupun tentang perekonomian makro akan tercermin dalam harga saham – sahamnya dan demikian sebaliknya. Bagi sebagian pihak, seperti para pialang, pengelola bursa dan sebagainya, pasar modal yang efisien mungkin adalah pasar modal yang bisa menyediakan jasa – jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya yang minimal. Pihak lain mungkin akan menggunakan pengertian yang berbeda. Misalnya West (1975) dalam Husnan (1998) membedakan efisiensi tersebut menjadi internal dan external efficiency. *Internal efficiency* menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang ‘benar’ tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Sementara *external efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. Sehingga apabila efisiensi pasar telah tercapai maka akan sangat sulit bagi para investor untuk memperoleh *abnormal return* secara konsisten karena semua harga sahamnya akan sama dengan nilai intrinsiknya yang merefleksikan segala informasi tentang prospek sekuritas.

Dari berbagai teori yang menjelaskan mengenai efisiensi pasar modal, secara umum pasar modal yang efisien akan segera dikaitkan dengan bagaimana suatu pasar modal mampu bereaksi dengan cepat dan tepat terhadap suatu informasi yang ada untuk mencapai harga keseimbangan baru setelah adanya informasi tersebut. Fama (1970) dalam Jogianto (2000) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai suatu ‘Fair-game’ di mana harga selalu menggambarkan

secara penuh seluruh informasi yang tersedia. Husnan (1996) menyatakan bahwa secara formal, pasar modal yang efisien di defenisikan sebagai pasar yang harga sekuritas – sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien Pasar Modal tersebut. Kecepatan suatu pasar dalam merespon informasi baru tersebut menjadi tidak berarti jika pasar tidak mampu merespon informasi tersebut secara akurat. Dari pengertian tersebut setidaknya terdapat dua unsur penting yang merupakan ciri dari pasar modal yang efisien, yakni tersedianya informasi yang relevan (*Information available*) serta harga yang menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru (*Fully reflect*). *Fully reflect* menunjukkan pengertian bahwa harga saham dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Dengan demikian, pasar yang efisien dapat tercipta apabila dengan menggunakan informasi yang tersedia (*Information available*). Investor secara akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas yang bersangkutan. Dengan kata lain, investor akan menggunakan semua informasi yang relevan untuk mengambil keputusan beli atau jual dalam bertransaksi di pasar.

Untuk itu, investor yang rasional sudah seharusnya menggunakan semua informasi yang relevan dalam membuat keputusan, baik keputusan membeli maupun keputusan menjual saham. Informasi merupakan faktor penentu dari perubahan harga saham dan menjadi isu sentral dalam konsep efisiensi pasar modal. Harga – harga saham baru akan berbeda apabila informasi baru tersebut muncul. Oleh karena itu efisiensi pasar modal sering juga disebut dengan efisiensi informasional.

Ada beberapa aspek yang dapat mendorong terciptanya pasar modal yang efisien (Jogianto, 2000), yaitu :

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*. Hal seperti ini dapat terjadi jika pelaku-pelaku pasar terdiri dari sejumlah besar institusi-institusi dan individual-individual rasional yang mampu mengartikan dan menginterpretasikan informasi dengan baik untuk digunakan menganalisis, menilai dan melakukan transaksi penjualan atau pembelian sekuritas bersangkutan.
2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat radio, Koran atau media masa lainnya, sehingga informasi tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan. Untuk pasar yang efisien, harga dari informasi tersebut juga relatif sangat murah untuk diperoleh oleh publik. Umumnya pelaku pasar dapat memperoleh informasi tersebut melalui surat kabar atau majalah bisnis dengan hanya membeli surat kabar atau majalah tersebut. Bahkan informasi tersebut dapat diperoleh secara cuma-cuma oleh pelaku pasar dengan mendengarkan lewat radio atau menjadi pemirsa televisi.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lain. Informasi dihasilkan

secara *random* mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksikan kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.

4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

2.2. Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Hipotesis pasar yang efisien (*Efficient marker Hypothesis*) menyatakan bahwa pasar sekuritas dikatakan efisien di mana semua informasi secara penuh direfleksikan dalam harga saham dengan cepat. Karenanya, kunci untuk mencapai pasar modal yang efisien adalah informasi. Konsep ini menekankan pada sejauh mana harga dari sekuritas – sekuritas tersebut secara penuh dan cepat mampu merefleksikan seluruh jenis informasi yang berbeda – beda yang ada dalam perusahaan. Dalam prakteknya, para investor banyak sekali mendapatkan informasi yang mungkin relevan dan mungkin saja tidak. Pada kerangka teori efisiensi pasar modal, informasi yang relevan tersebut diklasifikasikan menjadi 3 tipe (Jogiyanto, 2000) yaitu :

- Informasi mengenai perubahan harga –harga sekuritas di waktu yang lalu
- Informasi yang tersedia bagi masyarakat umum (*publik information*)

- Informasi yang tersedia bagi masyarakat umum maupun tidak (*publik dan private information*).

Tingkatan efisiensi pasar modal dihubungkan dengan relevansi akan berbagi tipe infor yang dianggap relevan oleh pasar dengan perubahan harga sebagai konsekuensi penyesuaian munculnya informasi tersebut. Atas dasar tersebut maka bentuk pasar modal yang efisien dapat di kelompokkan menjadi 3 tingkatan (Jogiyanto, 2000), yaitu :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

Pengujian mengenai efisiensi dalam bentuk lemah dilakukan dengan menguji apakah semua informasi yang terkandung dalam harga masa lalu sepenuhnya tercermin dalam harga saham saat ini. Jika efisiensi dalam bentuk lemah terjadi, maka perubahan harga di waktu yang lalu seharusnya tidak berkaitan dengan perubahan harga saham di masa yang

akan datang. Dengan demikian suatu pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika informasi harga saham pada waktu yang lalu tidak bernilai dalam menentukan perubahan harga di masa yang akan datang.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*).

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini :

- a. Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman deviden, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.
- b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan

yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten didalam industri perbankan.

- c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar dipasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten yang berdampak kesemua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akutansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

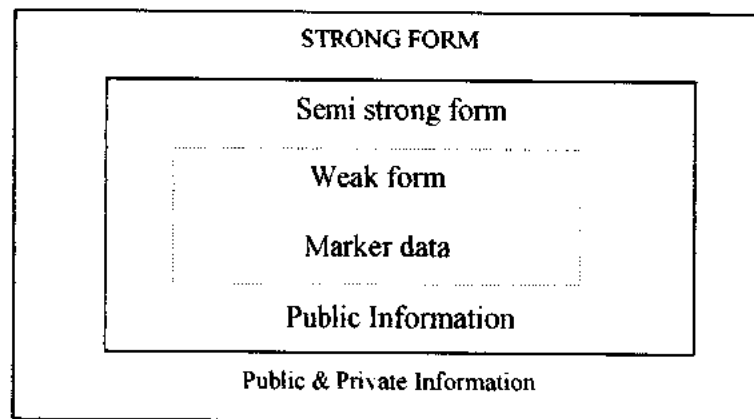
Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisiensi pasar bentuk Kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia

termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Kebanyakan pengujian dalam bentuk ini dilakukan terhadap prestasi berbagai portofolio yang dikelola secara profesional. Studi – studi ini menunjukkan bahwa setelah kita mempertimbangkan perbedaan resiko. Tidak ada suatu lembaga pun yang mampu mengungguli pasar secara konsisten dan bahkan perbedaan prestasi masing – masing portofolio tidaklah lebih besar dari apa yang kita harapkan secara kebetulan secara sederhana. Jones (1957) dalam Jogiyanto (2000) menggambarkan tingkatan efisiensi pasar modal tersebut sebagai berikut:



Gambar 2.1 Tingkat kumulatif efisiensi pasar modal dan tipe informasi yang terkait

2.3. Implikasi Hipotesis Pasar Efisien.

Persepsi investor tentang kemampuan harga sekuritas dalam mencerminkan informasi yang relevan akan sangat mempengaruhi *strategi investasi* mereka. Husnan (2001:365) menyatakan bahwa apabila dikaitkan dengan konsep pasar modal yang efisien, strategi investasi pada saham bisa dibagi menjadi dua, yaitu *strategi investasi aktif* dan *strategi investasi pasif*. *strategi investasi aktif* mendasarkan diri pada asumsi bahwa:

- Pasar modal melakukan kesalahan dalam penentuan harga sekuritas (*mispriced*)
- Para investor yakin mereka dapat mengidentifikasi *mispriced* ini dan memanfaatkannya.

Mereka yang menganut strategi aktif pada dasarnya tidak percaya terhadap konsep pasar modal yang efisien, dan yang menganut strategi pasif berpendapat bahwa pasar modal efisien. Meskipun demikian tidak berarti pemodal akan menganut *active* atau *passive style* secara *mutually exclusive*. Mereka mungkin akan menginvestasikan sebagian dana mereka dengan menganut *active style* dan sisanya mendasarkan diri pada *passive style* (Husnan, 2001:366). Berkaitan dengan hal tersebut, terdapat analisis yang mungkin digunakan oleh *active investment style* yakni:

1. Technical Analysis dimana para analisis pasar modal mempelajari catatan harga sekuritas pada waktu yang lalu kemudian mencoba mencari pola siklus-siklus tertentu dari fluktuasi harga-harga tersebut, mereka juga mempelajari grafik-grafik harga saham dimasa lalu untuk mencari pola-pola yang

menguntungkan mereka, sehingga mereka sering disebut chartists (Bodie, 1953). Berdasarkan pola yang telah ditemukannya maka analisis tersebut akan memperkirakan harga saham yang akan terjadi dimasa yang akan datang. Namun demikian persaingan antara para analis teknis ini akan condong membuat harga saat ini mencerminkan semua informasi dalam urutan harga di waktu yang lalu dan bahwa perubahan harga tidak bisa diperkirakan dari harga di waktu yang lalu.

2. Fundamental Analysis, dimana para analis pasar modal mempelajari bisnis perusahaan yang go publik mencoba untuk menggali informasi-informasi baru, memperhitungkan prospek pendapatan dan deviden perusahaan, memperkirakan tukar suku bunga kredit, mengevaluasi resiko perusahaan, dimana kesemuanya itu akan memberikan informasi baru dalam penentuan harga saham yang sesuai di pasar modal, jika perusahaan memang terbukti dalam keadaan efisien bentuk setengah kuat, maka tidak ada analisa sekuritas yang didasarkan pada informasi publik akan berguna. Ketika harga saham menggambarkan seluruh informasi publik yang relevan, akses terhadap sumber informasi tidak akan memberikan keuntungan bagi pelaku pasar. Dengan adanya bukti efisiensi pasar, dibutuhkan analisa fundamental yang benar-benar baik terhadap informasi publik yang tersedia bagi seluruh pelaku pasar. Persaingan diantara para analis ini cenderung akan membuat harga pasar saat ini mencerminkan semua informasi yang relevan sehingga perubahan harga tidak dapat diramalkan.

Meskipun tidak ada teori yang memberikan alasan mengapa seorang investor tidak dapat melakukan analisa dan keuntungan yang superior jika dibandingkan dengan investor lain bila menggunakan informasi tersebut, akan tetapi hipotesa pasar yang efisien menyatakan apabila investor menggunakan data yang sama dan membuat interpretasi yang sama dengan investor-investor lainnya, maka mereka hanya akan mendapatkan hasil yang tidak superior atau rata-rata (*average results*).

3. Market Timing dimana para analis secara aktif memperhatikan setiap kesempatan yang menguntungkan dengan menentukan kapan sebaiknya investor membeli dan menjual sahamnya. Adakalanya investor harus melakukan *short selling*, yakni dengan menjual terlebih dahulu sahamnya baru kemudian membelinya kembali. Tipe analisis ini sebenarnya merupakan pengembangan dari tipe analisis teknikal.

Sebaliknya investor dikatakan menganut *strategi investasi pasif* apabila investor tersebut mendasarkan diri pada asumsi bahwa (Husnan, 2001:364):

1. Pasar modal tidak melakukan kesalahan dalam penentuan harga.
2. Meskipun terjadi *mispriced*, mereka tidak akan mampu mengidentifikasi dan memanfaatkannya karena publik akan segera mengembalikan ke status semula (*recovery*) dan kemudian harga akan kembali normal.

Mereka yang mengadopsi *strategi investasi pasif* bertujuan untuk menyusun portofolio yang sesuai dengan referensi resiko, atau pola arus kas yang mereka inginkan, misalnya dengan membentuk portofolio yang terdiri dari saham-

saham yang mempunyai *beta* rendah atau dengan memilih saham-saham yang membagikan deviden secara teratur.

Namun demikian seorang investor tidak sepenuhnya bertidak hanya dengan satu macam gaya saja (*mutually exclusive*). Biasanya investor akan menginvestasikan sebagian dana mereka dengan menganut *active style* dan sisanya mendasarkan diri pada *passive style* (Husnan, 2001).

2.4. Anomali Pasar

Di beberapa penelitian tahun-tahun terakhir ini ternyata menunjukkan adanya suatu ketidakberaturan yang terdeteksi dalam pasar modal yang tidak sesuai dengan apa yang diharapkan dari hipotesis efisiensi pasar modal, ketidakberaturan ini berlangsung terus menerus dan memiliki dampak yang cukup luas sehingga disebut sebagai suatu anomali pasar (*anomalies market*). Namun demikian, hingga saat ini belum ada penjelasan yang memuaskan mengenai terjadinya anomali pasar di suatu pasar modal negara tertentu tetapi tidak terjadi di pasar modal negara lain. Pasar investor harus berhati-hati dalam memahami masalah anomali pasar ini sebagai suatu alat dalam mengambil keputusan investasi sekuritas. Walaupun anomali ini eksis di suatu pasar modal tertentu maka investor sebaiknya tetap melakukan portofolio dan tidak memfokuskan saham pada salah satu fenomena tertentu yang dapat di manfaatkan.

Beberapa anomali pasar yang menarik perhatian dan belum dapat dijelaskan secara memuaskan, antara lain:

1. PER yang rendah (*price earning ratio*)

Penelitian tentang *Price Earning Ratio Anomaly* dilakukan oleh Basu (1977) dalam Jogiyanto (2000) dengan meranking PER dan membandingkan hasil dari grup dengan PER tinggi dengan grup PER rendah selama 12 bulan setelah terjadi pembelian sekuritas. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa sekuritas dengan PER rendah mengalahkan sekuritas dengan PER tinggi. Hal ini dikatakan anomali karena informasi PER merupakan informasi yang tersedia luas dan sudah banyak digunakan oleh pasar dalam menilai suatu sekuritas. Jika banyak investor sudah menggunakan strategi ini, seharusnya penggunaan strategi ini tidak akan menghasilkan *abnormal return*. Akan tetapi, kenyataannya strategi ini dapat menghasilkan *abnormal return*, sehingga dianggap sebagai suatu anomali.

2. Pengaruh hari perdagangan (Day of the Week Effect).

Walaupun tidak terlalu besar, sampai saat ini fenomena tersebut sulit di jelaskan dalam kerangka pasar modal yang efisien, kesadaran akan adanya pengaruh hari perdagangan seharusnya digunakan untuk melakukan penyesuaian terhadap waktu untuk melakukan pembelian dan penjualan guna mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham tersebut (Prianto, 2002).

3. Size Effect Anomaly (Efek Ukuran Perusahaan)

Adanya suatu kecendrungan dimana saham dari perusahaan yang berskala kecil ternyata memberikan *return* yang relatif lebih besar

dibandingkan dengan saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi yang besar secara rata-rata. Banz (1981) dalam Jogiyanto (2000) menemukan bahwa saham-saham dari perusahaan kecil di NYSE memperoleh *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang lebih besar yang tercatat di NYSE.

2.5. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Overreaction yang terjadi dalam pasar awalnya diamati oleh J.M. Keynes dalam (De Bondt dan Thaler, 1985) dalam Hermawan (2003) :

“Day to day fluctuations in the profit of existing investment which are obviously of an ephemeral and nonsignificant character, tend to have an altogether excessive, and even an absurd, influence on the market”

dalam *return* yang berfluktuatif, walaupun tidak signifikan cenderung akan mengarah pada perolehan *excess return* kadangkala tidak logis akan mempengaruhi keseimbangan pasar.

Overreaction hypothesis mengacu pada hasil penelitian aplikasi psikologi yang mengatakan bahwa manusia cenderung berlebihan (*overreact*) terhadap berita atau *event* yang bersifat dramatik (Clare dan Thomas, 1995) dalam Suknawati (2003). Pasar melakukan penyesuaian secara lambat terhadap *pricing error*.

Beberapa teori secara umum melihat bahwa perilaku investor bereaksi berlebihan (*overreact*) dengan adanya berita mengenai event keuangan yang

dramatik yang tidak diantisipasi sebelumnya. Beberapa event yang tidak diantisipasi mempengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan mempengaruhi harga secara signifikan, apresiasi harga atau depresiasi harga saham.

Hipotesis reaksi berlebihan bersandar pada asumsi perilaku pelaku pasar bereaksi berdasarkan penekanan pada informasi terakhir dalam melakukan koreksi pada periode berikut. Apabila pemodal mendasarkan pada informasi terakhir, maka pemodal akan cenderung *overreact* terhadap pengumuman. Secara psikologis, pelaku pasar akan bereaksi lebih dramatis terhadap informasi yang dinilai buruk. Sehingga De Bondt dan Thaler (1997) dalam Sukmawati (2003) membagi portofolio dalam kelompok portofolio yang konsisten mendapatkan *earning (winner)* dan portofolio yang secara konsisten tidak mendapatkan *earning (loser)*. Koreksi terhadap informasi tersebut terjadi pada periode berikutnya. Jika dalam jangka pendek, koreksi dilakukan secara berlebihan, signifikan dan berulang inilah yang dikatakan *overreaction*.

Umumnya pola *winner-loser* muncul pada *return* sekuritas. Pettengill dan Jordan (1990) dalam Sukmawati (2003) menemukan bahwa pola *winner-loser*, dengan melihat hubungan ukuran perusahaan dan pengaruh musim pada pasar saham, tidak muncul secara umum. *Loser* mempunyai kecenderungan menjadi *winner* tetapi *winner* tidak cenderung menjadi *loser*. Ukuran perusahaan mempengaruhi hasil penelitian dan *return* perusahaan besar lebih konsisten dengan reaksi berlebihan.

Ada kecenderungan *loser* untuk *outperform winner* tidak tergantung pada investor yang *oveereact* tetapi justru kecenderungan *loser* untuk menjadi

perusahaan yang mempunyai ukuran yang lebih kecil daripada *winner*. Bila menggunakan besarnya ukuran perusahaan yang sama, maka tidak ada perbedaan antara *winner* dan *loser* dalam hal *return*. Pada saat *loser* mempunyai ukuran lebih kecil daripada *winner* terjadilah *performance superior* dan *loser* akan melampaui *winner*. Hal ini terjadi bukan karena investor *overreact* tetapi karena adanya perbedaan ukuran antara *winner* dan *loser*. Fenomena ukuran itu sendiri telah mencerminkan manifestasi dari pasar yang tidak efisien atau tidak menunjukkan fenomena *overreact* Zarowin (1990) dalam Hermawan (2003).

Overreaction dapat digunakan untuk menguji *weak-form Effisiensi Market Hypothesis* (EMH). Bila ditemukan prediksi yang signifikan pada kuartal I baik untuk *winner* maupun *Loser*, maka pasar tidak efisien dalam *weak-form* sekalipun (Jensen, 1978). Hal ini disebabkan adanya pergerakan ekstrim dalam harga saham akan diikuti pergerakan harga dengan arah yang berlawanan. Semakin ekstrim pergerakan harga saham semakin besar pula penyesuaian yang mengikutinya. Akibatnya, bila pada kuartal I sudah dapat diprediksikan secara signifikan adanya pergerakan yang ekstrim maka semakin besar penyesuaian yang berlawanan arah terjadi. Ketergantungan harga tersebut menjadi ciri suatu pasar tidak efisien.

2.6. Hipotesis

Berdasarkan penjelasan pada tinjauan literatur dan penelitian terkait diatas, serta untuk menjawab permasalahan penelitian, maka ada 2 hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

- Hipotesis *Market Overreaction*
Diduga bahwa selama periode penelitian terjadi Anomali winner-loser di BEJ.
- Hipotesis anomaly *Size Effect*.
Diduga bahwa rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham winner dan portofolio saham loser berbeda secara signifikan pada saat terjadi anomaly 'winner-loser' di BEJ