

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Investasi di Pasar Modal

Investasi merupakan penundaan konsumsi pada saat ini untuk dimasukkan ke dalam aktiva produktif selama periode waktu tertentu (Hartono, 2010). Investor dapat melakukan investasi baik pada aktiva riil maupun pada aktiva finansial. Dalam investasi keuangan terdapat 2 macam jenis investasi yaitu investasi langsung dan tidak langsung. Investasi langsung merupakan pembelian langsung aktiva keuangan suatu perusahaan. Aktiva ini dapat dibeli pada pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*) atau pasar turunan (*derivative market*). Sedangkan investasi tidak langsung merupakan pembelian saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan perusahaan lain.

Pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrument keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta (Husnan, 2010). Menurut Husnan (2010) pasar modal merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual dengan risiko untung dan rugi. Pasar modal juga merupakan sarana perusahaan untuk memperoleh dana baik itu dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi.

Pasar modal harus bersifat likuid dan efisien guna memperlancar proses terjadinya transaksi dalam pelaksanaannya. Pasar modal juga mempunyai fungsi sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi

pinjaman ke peminjam. Dalam pasar modal sendiri terdapat pasar yang berbeda yaitu :

- a. Pasar Primer (*Primary Market*) : Tempat perdagangan surat berharga yang baru dikeluarkan oleh perusahaan atau tambahan surat berharga baru untuk dijual
- b. Pasar Sekunder (*Secondary Market*) : Tempat perdagangan surat berharga yang sudah beredar
- c. Pasar Ketiga (*Third Market*) : pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup. Pasar ketiga dijalankan oleh seorang broker
- d. Pasar Keempat (*Fourth Market*) : merupakan pasar modal yang dilakukan di antara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk broker.

2.2. Efisiensi Pasar Modal

Menurut Fama (1970) dalam bukunya Arifin (2005) menyatakan bahwa pasar modal efisien didefinisikan sebagai kecepatan dan kelengkapan harga sekuritas dalam merespon informasi yang relevan. Pada pasar modal efisien, harga saham merefleksikan seluruh informasi yang berkaitan dengan manajemen dan prospek perusahaan dimasa yang akan datang dan juga harga saham akan dengan segera mencerminkan informasi yang baru. Pada efisiensi pasar modal terdapat tiga tingkatan didalamnya, yaitu :

- a. Bentuk lemah (*weak-form*) : harga sekuritas telah mencerminkan seluruh data historis yang relevan sehingga investor tidak akan memperoleh abnormal retrun hanya berdasarkan data historis.

- b. Bentuk setengah kuat (*semi-strong form*) : harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi relevan yang dipublikasikan. Harga saham tidak hanya mencerminkan seluruh data historis namun juga akan merespon dengan cepat dan lengkap setiap ada informasi relevan yang baru dipublikasikan
- c. Bentuk kuat (*strong-form*) : harga sekuritas telah mencerminkan informasi penting baik yang sudah dipublikasikan maupun yang belum dipublikasikan

2.3. Fenomena *Overreaction*

Overreaction merupakan kecenderungan investor bersikap berlebihan atas suatu peristiwa atau informasi. Bukti *overreaction* dapat dilihat pada rentang waktu 3-5 tahun, yang ditandai dengan terjadinya *reversal price* atau *reversal return*. Berita baik yang terkait dengan perusahaan dinilai berlebih (*overpriced*) dan kemudian memiliki rata-rata *return* yang rendah setelahnya. Pada fenomena *overreaction*, investor berperilaku sangat optimis terhadap pengumuman atas berita dimasa mendatang akan tetap baik, sehingga hal ini membuat harga saham mencapai level tertingginya. Hal serupa juga terjadi pada berita buruk yang dimana investor meyakini bahwa berita dimasa mendatang akan tetap buruk sehingga hal ini membuat harga saham mencapai level terendahnya. Kedua hal inilah yang membuat terjadinya *reversal price* pada *market overreaction*. Selain itu Barberis, Sleifer dan Vishny (1998) dalam bukunya Harjito (2009) menjelaskan bahwa investor berperilaku konservatisme dikarenakan efek dari momentum jangka pendek dan bias *representiveness heuristic*, yang dapat menyebabkan fenomena *overreaction* sehingga terjadi pembalikan harga saham (*reversal price*) untuk

jangka panjang. Sedangkan menurut Daniel, Hirshleifer dan Subrahmanyam (1998) menjelaskan bahwa kepercayaan investor yang berlebihan (*overconfidence*) dan *self-attribution bias* dapat menjelaskan fenomena *overreaction*.

Pada *market overreaction*, La Porta et al (1997) menemukan bahwa pada *winner stock* memiliki *return* yang negatif dan *loser stock* memiliki *return* yang positif dimasa yang akan datang. Temuan serupa juga terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh De Bondt, Thaler (1985), Chopra, Lakonishok, Ritter (1992), Faramarzi, Nikahwal dan Zare (2013), yang menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti *outperform* dibandingkan dengan portofolio *winner*. Pola *return* yang terjadi pada *market overreaction* sesuai dengan *contrarian strategy*, dimana membeli *loser stock* dan menjual *winner stock*. *Contrarian strategy* terbukti dapat memberikan *abnormal return* yang positif, hal ini ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Lakonishok, Shleifer dan Vishny (1994) yang menunjukkan bahwa portofolio *winner* memiliki *return* sebesar 11,4% dan portofolio *loser* memiliki *return* lebih tinggi sebesar 22,1%. Pada penelitian Prawitasari (2013), Harger, Elshahat, Horvath (2012) juga menemukan hasil yang serupa bahwa *contrarian strategy* dapat menghasilkan *abnormal return* yang positif pada periode terjadinya *overreaction*.

H1 : Terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia

2.4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Overreaction*

Fenomena *overreaction* yang ditandai oleh terjadinya *reversal return* pada periode pengujian 3-5 tahun tidak hanya dipengaruhi oleh faktor bias yang melekat pada diri investor yang mempengaruhi keputusan investasinya, melainkan dapat dipengaruhi juga oleh faktor-faktor lain yang melekat pada saham dan perusahaan

yang bersangkutan seperti seperti risiko sistematis, *firm size*, *book-to-market* dan likuiditas saham.

2.4.1. Risiko Sistematis

Risiko sistematis merupakan risiko yang mempengaruhi banyak perusahaan. Risiko sistematis ini biasa disebut dengan risiko pasar atau *market risk*. Risiko sistematis dari setiap perusahaan saling berkorelasi sehingga akibatnya tingkat keuntungan antar saham juga saling berkorelasi. Misalkan tingkat bunga meningkat sehingga ini imbasnya kepada semua perusahaan terkena dampaknya, hanya saja intensitasnya mungkin berbeda antara perusahaan satu dengan yang lain. Tingkat kepekaan ini diukur dengan beta (β). Semakin peka maka perusahaan tersebut memiliki beta (β) yang tinggi dan begitupun sebaliknya. Beta (β) juga merupakan suatu pengukur *volatility return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Apabila fluktuasi *return-return* sekuritas atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi dari return pasar maka beta (β) dari sekuritas atau portofolio tersebut dikatakan bernilai 1, yang menunjukkan perubahan *return* pasar sebesar $x\%$ maka akan terjadi perubahan yang sama pada return sekuritas atau portofolio sebesar $x\%$. Terkait dengan penelitian terdahulu, Anggraeni (2005) menemukan adanya pengaruh risiko sistematis yang signifikan antara perbedaan *return* portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Gaunt (2000) pada penelitiannya juga menemukan bahwa perbedaan *return* antara portofolio *winner* dengan portofolio *loser* apabila disesuaikan dengan risiko sistematis melalui pendekatan *rebalancing* maka

perbedaan antara *return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* tersebut akan berkurang.

H2 : Terdapat pengaruh positif risiko sistematis (beta) terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia

2.4.2. *Firm Size*

Firm size merupakan suatu ukuran besar kecilnya perusahaan. Melalui *firm size*, perusahaan dapat diklasifikasikan dalam perusahaan besar dan perusahaan kecil. *Market capitalization* dapat menjadi proksi dari *firm size* dikarenakan *market capitalization* merupakan ukuran total nilai sebuah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek. *Market capitalization* juga merupakan keseluruhan nilai yang harus dibayarkan seseorang apabila ingin membeli secara utuh suatu perusahaan. *Market capitalization* dapat dihitung dengan cara mengalikan jumlah total saham perusahaan dengan harga pasar yang terbentuk di Bursa Efek, dimana perusahaan tersebut mencatatkan sahamnya.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981), menemukan adanya hubungan negatif yang kuat antara *average return* dengan *size* perusahaan. Perusahaan yang mempunyai *market capitalization* kecil memiliki tingkat *return* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang *market capitalization*-nya tinggi. Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) juga menemukan bahwa perusahaan dengan *market capitalization* kecil mempunyai tingkat pengembalian lebih besar sebesar 5% dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *market capitalization* besar. Perusahaan yang memiliki *firm size* kecil memiliki tingkat pertumbuhan yang relatif tinggi sehingga hal ini berpengaruh pada perubahan fundamental perusahaan. *Earning* perusahaan yang *firm size*

kecil dengan *earning* kecil pada tahun sebelumnya memiliki potensi peningkatan *earning* yang tinggi pada tahun berikutnya. Berbeda dengan perusahaan yang *firm size*-nya besar dengan *earning* besar, pertumbuhan *earning*-nya relatif lebih rendah dikarenakan *earning* periode sebelumnya cenderung sudah tinggi. Hal ini terbukti dari penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) yang menemukan hubungan terbalik (negatif) antara *firm size* dengan *average return* perusahaan. Pada penelitian lain juga Barbee, Mukherji and Raines (1996) menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Octavio (2013) menemukan bahwa *firm size* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *abnormal return*, namun pengaruh yang diberikan tidak berkorelasi negatif. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Anggraeni (2005) menemukan bahwa *factor size effect (firm size)* tidak berpengaruh terhadap *return* portofolio *loser* maupun *winner*.

Terkait dengan fenomena *market overreaction*, dalam penelitiannya Zarowin (1990) membantah temuan peneliti lain yang menyatakan bahwa kecenderungan portofolio *losser outperform* dibandingkan dengan portofolio *winner* sebenarnya bukan karena investor yang berperilaku *overreaction*, namun lebih tepatnya dikarenakan oleh kecenderungan portofolio *loser* ukurannya (*firm size*) lebih kecil dibandingkan dengan portofolio *winner*. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam pengukuran *abnormal return* haruslah cermat dan disesuaikan dengan pengaruh dari variabel *firm size*.

H3 : Terdapat pengaruh negatif *firm size* terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia.

2.4.3. *Book-to-Market*

Book-to-market merupakan rasio yang digunakan untuk mencari nilai dari perusahaan yang didapat dari perbandingan antara *book value* perusahaan dengan *market value*. Ang (1997) menyatakan bahwa rasio *book-to-market* merupakan rasio yang digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasarnya, semakin rendah rasio *book-to-market* maka semakin tinggi perusahaan dinilai oleh investor. Begitupun sebaliknya semakin tinggi rasio *book-to-market* maka semakin rendah perusahaan di nilai oleh investor. Selain itu untuk mengetahui perusahaan tersebut dalam kategori *undervalue* atau *overvalue* maka dapat diperbandingkan antara rasio *book-to-market* perusahaan dengan perusahaan lain yang berada pada sector yang sama. Secara teoritis juga rasio *book-to-market* memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham, semakin tinggi rasio *book-to-market* maka semakin rendah *return* saham yang dihasilkan dan begitupun sebaliknya apabila rasio *book-to-market* rendah memiliki tingkat *return* saham yang relatif tinggi. Pada penelitiannya yang dilakukan oleh Anggraeni (2005) menemukan bahwa pada portofolio *loser* dengan rasio *book-to-market* tinggi cenderung *outperform* dibandingkan dengan rasio *book-to-market* rendah. Sedangkan pada portofolio *winner* rasio *book-to-market* tinggi mengalami penurunan *abnormal return* yang paling rendah dibandingkan dengan portofolio *winner* dengan rasio *book-to-market* rendah.

H4 : Terdapat pengaruh negatif *book-to-market* terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia

2.4.4. Likuiditas Saham

Likuiditas saham adalah kelancaran yang menunjukkan tingkat kemudahan dalam mencairkan modal investasi. Menurut Erwin (1994) likuiditas saham adalah mudahnya saham yang dimiliki seseorang dapat diubah menjadi uang tunai melalui mekanisme pasar modal. Likuiditas saham dapat diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA) yang merupakan penjumlahan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada waktu dan tempat tertentu. TVA membandingkan antara jumlah saham yang diperdagangkan dalam satu periode dengan keseluruhan jumlah lembar saham yang beredar dalam kurun waktu yang sama. Terkait dengan penelitian sebelumnya, menurut Mulyana (2011) terdapat pengaruh yang signifikan antara likuiditas saham terhadap harga saham. Namun menurut Danies Quirira (2013) menemukan tidak ada pengaruh yang signifikan pada variabel likuiditas saham terhadap *average abnormal return* (AAR).

H5 : Terdapat pengaruh positif likuiditas saham terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia.