

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang akan dilakukan merujuk kepada beberapa penelitian terdahulu yang sudah pernah dilakukan sebelumnya, diantaranya:

1. I Gst. Bgs. Wiksuana (2009)

Penelitian I Gst. Bgs. Wiksuana ini dilakukan untuk menguji kinerja portofolio saham berdasarkan strategi momentum di pasar modal Indonesia apakah strategi ini layak digunakan untuk membentuk portofolio saham.

Hasil dari penelitian ini bahwa strategi momentum tidak berdampak pada pasar modal Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan return positif (*winners*) dan return negatif (*losers*) mengalami pembalikan (*reversal*) pada akhir periode pengujian. Oleh karena itu saran dari penelitian ini adalah bahwa investor di pasar modal Indonesia sebaiknya menggunakan strategi investasi kontrarian.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan I Gst. Bgs. Wiksuana adalah sama-sama menguji strategi investasi yang dapat digunakan investor untuk membentuk portofolio saham guna memperoleh *abnormal return* yang signifikan antara portofolio saham *winners* dengan portofolio saham *losers*.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian I Gst. Bgs. Wiksuana adalah:

- a. Data yang digunakan oleh penelitian yang dilakukan I Gst. Bgs. Wiksuana adalah seluruh saham pasar modal Indonesia, sedangkan penelitian ini menggunakan indeks LQ-45.
- b. Periode pengujian selama tahun 2001-2007, sedangkan pada penelitian ini dilakukan pada periode Januari 2010–Desember 2012.
- c. Periode formasi dan pengujian selama 3 bulan, sedangkan penelitian ini menggunakan formasi dan pengujian 1 bulan.

2. Gunarsa dan Seri Ekayanti (2011)

Penelitian Gunarsa dan Seri Ekayanti ini bertujuan untuk menganalisis eksistensi anomali *winner-losers* saham industri manufaktur di BEI. Gunarsa dan Seri Ekayanti meneliti keeksistensian anomali *winner-losers* dimana dikatakan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* sangat positif (*abnormal return* positif) atau *return* sangat negatif (*abnormal return* negatif) akan mengalami pembalikan pada periode-periode berikutnya. Hal ini mengakibatkan investor membeli saham-saham *losers* dan menjual saat menjadi *winner* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan.

Hasil dari penelitian ini adalah kecenderungan terjadinya anomali *winner-losers* saham industri manufaktur yaitu saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* positif atau negatif mengalami pembalikan pada akhir periode pengujian.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Gunarsa dan Seri Ekayanti adalah dari variabel yang digunakan yaitu *abnormal return*.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Gunarsa dan Seri Ekayanti adalah:

- a. Data yang digunakan oleh penelitian yang dilakukan Gunarsa dan Seri Ekayanti adalah saham industri manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia, sedangkan penelitian ini menggunakan indeks LQ-45.
- b. Periode pengujian selama Januari 2009-29 Desember 2010, sedangkan pada penelitian ini dilakukan pada periode Januari 2010–Desember 2012.
- c. Periode formasi dan pengujian 2 minggu, sedangkan penelitian ini menggunakan formasi dan pengujian 1 bulan.

3. Rowland Bismark Fernando Pasaribu (2011)

Penelitian Rowland Bismark Fernando Pasaribu ini dilakukan untuk menguji penerapan strategi kontrarian pada saham LQ-45 sebagai pembanding dalam menghadapi adanya *overreaction* yang akan menyebabkan return negatif.

Hasil dari penelitian ini adalah bahwa strategi kontrarian masih belum bisa dipergunakan di Bursa Efek Indonesia untuk menghasilkan *abnormal return* yang signifikan untuk kelompok saham *winner* dan *loser* pada indeks LQ-45, tetapi yang bisa dipergunakan untuk mendapatkan *abnormal return* yang signifikan adalah strategi momentum profit atau lebih dikenal dengan strategi konvensional yaitu membeli di saat pasar naik (*bullish*) dan menjual di saat pasar turun (*bearish*).

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Rowland Bismark Fernando Pasaribu adalah :

- a. Penggunaan strategi *contrarian* dalam melakukan transaksi di bursa saham untuk memperoleh return yang signifikan.
- b. Meneliti *overreaction* melalui *bullish* dan *bearish* yang berdampak kepada *abnormal return*, baik *return* positif maupun negatif.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Rowland Bismark Fernando Pasaribu adalah:

- a. Penelitian yang dilakukan Rowland Bismark Fernando Pasaribu menggunakan lamanya periode pembentukan dan pengujian menjadi 3 periode yaitu 1 tahun, 6 bulan, dan 3 bulan sedangkan, pada penelitian ini menggunakan periode penelitian selama 1 bulan.
- b. Penelitian sebelumnya dilakukan pada periode 2003–2007, sedangkan pada penelitian ini dilakukan pada periode Januari 2010–Desember 2012.

4. Ni Luh Putu Wiagustini (2008)

Penelitian Ni Luh Putu Wiagustini ini bertujuan untuk menguji kinerja portofolio saham *price earning ratio (PER)* tinggi dan *PER rendah* periode kepemilikan berikutnya dibandingkan dengan kinerja portofolio saham periode formasinya. Penelitian ini juga menguji kinerja portofolio saham *PER* tinggi dibandingkan dengan *PER* rendah, dan menguji kinerja portofolio saham *PER* tinggi dan *PER* rendah dibandingkan dengan *return* portofolio pasar.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa, kinerja portofolio saham *PER* tinggi pada periode berikutnya menurun dan lebih rendah dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *PER* rendah dan *return* portofolio pasar. Sebaliknya kinerja portofolio saham *PER* rendah pada periode berikutnya meningkat dan lebih tinggi

dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *PER* tinggi dan *return* portofolio pasar.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Ni Luh Putu Wiagustini adalah:

1. Penggunaan strategi kontrarian dalam melakukan transaksi di bursa saham untuk memperoleh return yang signifikan.
2. Meneliti *overreaction* melalui periode kepemilikan dengan periode pembentukan yang berdampak kepada *abnormal return*, baik *return* positif maupun negatif.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Ni Luh Putu Wiagustini adalah:

- a. Menggunakan periode pembentukan dan pengujian 3 bulan, sedangkan penelitian ini menggunakan periode pembentukan dan pengujian 1 bulan.
- b. Menggunakan pendekatan *PER* terkait profitabilitas pelaksanaan strategi *contrarian*, sedangkan pada penelitian ini menggunakan pendekatan *abnormal return* perusahaan.
- c. Data yang digunakan oleh penelitian yang dilakukan Ni Luh Putu Wiagustini adalah saham industri manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia, sedangkan penelitian ini menggunakan indeks LQ-45.

2.2 Landasan Teori

Landasan teori digunakan sebagai dasar untuk menganalisis dan sebagai dasar dalam melakukan pembahasan untuk memecahkan masalah yang telah dirumuskan dalam penelitian yang dilakukan.

2.2.1 Definisi Pasar Efisien

Konsep pasar efisien dalam dikemukakan oleh Jogiyanto (2003:370) menyatakan bahwa pasar efisien adalah pasar yang bereaksi dengan cepat dan akurat terhadap suatu informasi yang tersedia untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Sedangkan menurut Suad Husnan (1996: 246) pasar efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Oleh sebab itu semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas maka semakin efisien pasar modal tersebut dengan demikian akan sangat sulit (atau bahkan hampir tidak mungkin) bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek.

2.2.2 Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja oleh Jogiyanto (2003:371) disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*), sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*). Tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan tiga bentuk

informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi masa sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) yaitu yaitu jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh informasi masa lalu.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) yaitu jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) yaitu jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat serta tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

2.2.3 Anomali Pasar

Jones (1996) dalam Jogyanto (2003:423) mendefinisikan anomali (ketidaknormalan) pasar (*market anomaly*) sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien, sehingga investor dapat menghasilkan abnormal return. Oleh karena itu hal tersebut dianggap sebagai anomali.

2.2.4 Anomali *Winners-Losers*

Anomali *winners-losers* merupakan salah satu bentuk anomali pasar modal yang bertentangan dengan konsep hipotesis pasar efisien. Debondt dan Thaler (1985), menyatakan bahwa penyebab anomali *winners-losers* adalah *overreaction*

hipótesis. Hipotesis ini menyatakan bahwa pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap baik dan sebaliknya para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk. Saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (*winner*s) atau sangat negatif (*loser*s) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya.

2.2.5 Return

Return merupakan harapan keuntungan di masa datang yang merupakan kompensasi atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi yang dilakukan, imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi tersebut.

Menurut Tandelilin (2001:47) sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. *Capital gain (loss)* sebagai komponen kedua dari return merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat hutang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan maupun kerugian bagi investor. *Capital gain (loss)* dapat diartikan sebagai perubahan harga sekuritas.

Secara sistematis return total suatu investasi dapat dituliskan sebagai berikut :

$$Return\ total = yield + capital\ gain\ (loss).....(1)$$

2.2.6 *Abnormal Return*

Efisiensi pasar menurut Jogiyanto (2003:415) diuji dengan melihat return tidak normal yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati return tidak normal dalam jangka waktu yang cukup lama. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan selisih dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. *Return normal* merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian menghitung *abnormal return* saham dengan menggunakan formula:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = *Actual return* yang terjadi untuk sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t.

$E(R_{i,t})$ = return ekspektasi sekuritas ke-I untuk periode peristiwa ke-t.

Menurut Jogiyanto (2003:109), *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat dibagi menjadi :

a. **Return Sesungguhnya (*Realized Return*)**

Return Sesungguhnya menurut Jogiyanto (2003:110) merupakan return yang terjadi pada periode t yang merupakan selisih dari harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Rumusnya adalah :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

R_{it} = Return realisasi saham

P_t = harga penutupan saham pada periode ke-t

P_{t-1} = harga penutupan saham pada periode ke- t-1

a. Return ekspektasi (*Expected Return*)

Return ekspektasi merupakan return yang harus diestimasi yaitu dengan menghitung return yang diharapkan atas sekuritas tersebut. Brown dan Warner (1985) menurut Jogiyanto (2003:416) mengestimasi return ekspektasi menggunakan model estimasi sebagai berikut:

1. Model rata-rata disesuaikan (*mean- adjusted model*)

Menurut Jogiyanto (2003:417) *Mean Adjusted Model* atau Model rata-rata disesuaikan menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*) :

$$E(R_{it}) = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{ij}}{T} \dots\dots\dots(4)$$

Dimana :

$E(R_{it})$ = *Expected Return* sekuritas pada periode peristiwa peristiwa ke-t.

R_{ij} = *Return* realisasi pada periode ke-I pada periode estimasi ke-j

T = Lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai ke t2.

2. Model beta disesuaikan (*model-adjusted beta*)

Model mengestimasi beta dengan menggunakan *market model*.

Expected Return model ini dapat dihitung dengan rumus :

$$ER_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,j} + \epsilon_{i,j} \dots\dots\dots(5)$$

Dimana :

$ER_{i,j}$ = *Expected Return* sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j

α_i = intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-1

$R_{m,j}$ = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$\epsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j

3. Model pasar disesuaikan (*market-adjusted model*)

Model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) menurut Jogiyanto (2003:421), 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 atau dengan formula:

$$ER_{i,j} = R_{m,j} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan:

Expected Return = Market Return (Return Pasar)

yaitu dibentuk berdasarkan *Return* pasar (*Market Return*) merupakan *expected Return*.

$$R_{m,j} = \frac{IHS G_j - IHS G_{j-1}}{IHS G_{j-1}} \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan :

$R_{m,j}$ = Return Pasar pada periode j

$IHS G_j$ = IHS G (composite index) saham pada periode j

$IHS G_{j-1}$ = IHS G (composite index) saham pada periode j-1

2.2.7 Average Abnormal Return

Pengujian adanya abnormal return menurut Jogiyanto (2003:569) tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata return tidak normal seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. *Average abnormal return* untuk hari ke t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmetika sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k} \dots\dots\dots(8)$$

Keterangan:

AAR_t = *Average Abnormal Return* saham i pada periode ke-t

$AR_{i,t}$ = *Abnormal Return* sekuritas ke-i pada periode ke-t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

2.2.8 *Cumulative Abnormal Return*

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa menurut Jogiyanto (2003:572) juga menggunakan akumulasi return tidak normal atau (*cumulative abnormal return*) merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya didalam periode peristiwa untuk masing–masing saham sebagai berikut :

$$CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^k AR_{i,t} \dots\dots\dots(9)$$

$CAR_{i,t}$ = *Cumulative Abnormal Return* saham i pada periode ke-t.

$AR_{i,t}$ = *Abnormal Return* sekuritas ke-i pada periode awal sampai periode ke-t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Cumulative Abnormal Return menurut I Gst. Bgs.Wiksuana (2009:78)

dapat juga dihitung dengan mengakumulasikan *Average abnormal return* portofolio saham. Yaitu:

$$CAR_t = \sum_{i=1}^n AAR_t \dots\dots\dots(10)$$

Keterangan :

$CAAR_t$ = *Cumulative Abnormal Return* portofolio saham *winner-losers* pada periode ke-t.

AAR_t = *Average Abnormal Return* saham *winner-losers* pada periode awal sampai periode ke-t.

n = Jumlah observasi.

2.2.9 Cumulative Average Abnormal Return

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa menurut Jogiyanto (2003:573) jika terdapat beberapa buah sekuritas, maka *Cumulative average Abnormal Return* yang dapat dihitung dengan rumus:

$$CAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k CAR_{i,t}}{k} \dots\dots\dots(11)$$

Keterangan :

$CAAR_t$ = *Cumulative Average Abnormal Return* saham i pada periode ke-t.

$CAR_{i,t}$ = *Cumulative Abnormal Return* sekuritas ke-i pada periode awal sampai periode ke-t.

k = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

2.2.10 Differential Abnormal Return (DAR)

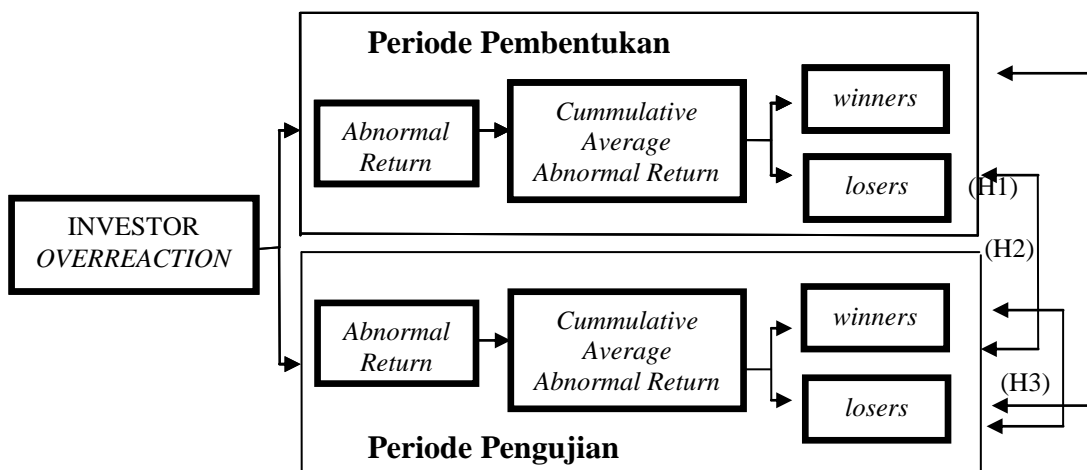
Differential Abnormal Return merupakan keseluruhan sampel perusahaan saham *winner* dan *losers* atau bisa disebut dengan *Cumulative average Abnormal Return* untuk *arbitrage portofolio*. *Arbitrage* dalam hal ini merupakan strategi perdagangan dengan mengambil posisi *long* pada portofolio *losers* dan posisi *short* pada portofolio *winner*, Dengan menggunakan rumus, yaitu:

$$DAR_{L-W,t} = CAAR_{Losers} - CAAR_{Winners} \dots\dots\dots(12)$$

Keterangan :

$DAR_{L-W,t}$ = *Differential Abnormal Return* saham-saham *winner* dan *losers* pada minggu ke-t

2.3 Kerangka Penelitian



Sumber : Data diolah

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

1.4 Hipotesis Penelitian

Bedasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian dapat dirimuskan sebagai berikut:

- H1: Strategi investasi *contrarian* menghasilkan *abnormal return* bernilai negatif signifikan pada saham *winners*.
- H2: Strategi investasi *contrarian* menghasilkan *abnormal return* bernilai positif signifikan pada saham *losers*.
- H3: *Abnormal return* saham *losers* pada periode pengujian lebih besar daripada *abnormal return* saham *winners* pada periode pengujian.