

## II. LANDASAN TEORI

### A. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Teori sinyal ini menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer mempublikasikan laporan keuangan yang berisikan informasi bahwa mereka telah menghasilkan laba yang lebih berkualitas dari perusahaan lain. Publikasi laporan keuangan sangat penting di publikasikan karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan membesar-besarkan laba, guna membantu pengguna laporan keuangan dalam menganalisa kinerja dari perusahaan tersebut.

Harga pasar dari saham akan mencerminkan nilai suatu perusahaan, semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut dan terjadi sebaliknya. Oleh karena itu setiap perusahaan yang menerbitkan saham akan sangat memperhatikan harga sahamnya. Harga saham yang terlalu rendah sering di kaitkan dengan kinerja perusahaan yang kurang baik. Namun bila harga saham terlalu tinggi (*overprice*) dapat mengurangi kemampuan investor untuk membeli sehingga menyebabkan harga saham akan sulit untuk meningkat lagi.

Menurut teori sinyal terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor. Manajer mengetahui prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor tidak mengetahuinya. Informasi yang tidak simetris (*information asymmetric*) menurut

Jogiyanto, 2003 ialah informasi privat yang hanya dimiliki oleh para investor yang mendapat informasi saja (*informed investor*). Penyampaian informasi yang tidak secara penuh oleh manajemen akan menimbulkan asimetri informasi yang akan mempengaruhi pasar dalam merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal yang tercermin dari perubahan harga saham (Schweitzer, 1989 *dalam* Wismar'ain, 2004). Implikasinya adalah pengumuman perusahaan akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal informasi baru yang dikeluarkan oleh pihak manajemen dan selanjutnya akan mempengaruhi nilai saham.

*Signaling theory* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar. Dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat di tangkap pasar dan dipersepsikan baik serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Megginson, 1987 *dalam* Rahman, 2008).

## **B. Studi Peristiwa (*Event Study*)**

Studi peristiwa (*event study*) menurut Jogiyanto (2003) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* merupakan alternatif dalam pengujian kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman, serta dalam pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi hanya bertujuan untuk menguji reaksi pasar, sedangkan pengujian yang bertujuan untuk mengetahui seberapa cepat reaksi

pasar itu terjadi merupakan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) bentuk setengah kuat.

*Event study* terhadap pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Suatu peristiwa yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada investor. Sebaliknya, peristiwa yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada investor (Jogiyanto, 2003).

### **C. Efisiensi Pasar Modal**

#### **1. Definisi Efisiensi Pasar Modal**

Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Tandelilin, 2010). Dalam hal ini, informasi tersebut dapat meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi masa lalu (misalnya laba perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misal rencana kenaikan deviden tahun ini). Selain itu, informasi tersebut juga dapat berupa informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham. Konsep efisiensi pasar menyiratkan adanya suatu proses

penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar.

Menurut Husnan (2005) pasar modal yang efisien merupakan pasar yang harga-harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit bagi para pemodal untuk mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di Bursa Efek.

Pasar modal dikatakan efisien oleh Brealey dan Mayers *dalam* Anoraga dan Pakarti (2003) ialah bila informasi dapat diperoleh dengan mudah dan murah oleh pemakai modal, sehingga semua informasi yang relevan dan terpercaya telah tercermin dalam harga-harga saham. Ciri penting efisiensi pasar ialah gerakan acak (*random walk*) dari harga pasar saham. Jika suatu pasar modal itu telah efisien, maka harga saham secara cepat bereaksi terhadap berita-berita baru yang tidak terduga, sehingga arah gerakannya pun tidak bisa diduga (Samuelson dan Nordhaus *dalam* Anoraga dan Pakarti, 2003).

Beaver (1989) mendefinisikan efisiensi pasar (*market efficiency*) sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi (*dalam* Jogiyanto, 2003). Secara detail, efisiensi pasar dapat didefinisikan dalam beberapa macam definisi, yaitu:

1. Definisi efisiensi pasar berdasarkan nilai intrinsik

Pasar efisien berdasarkan konsep ini didefinisikan sebagai pasar yang nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai intrinsiknya. Hal ini dapat diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya.

2. Definisi pasar berdasarkan akurasi dari ekspektasi harga

Harga dari sebuah sekuritas berubah karena adanya perubahan dari kepercayaan (*belief*) oleh investor akibat adanya informasi baru. Proses penyebaran (*disseminating*) informasi membentuk kepercayaan yang baru terhadap harga sekuritas akan menentukan tingkat efisiensi pasar.

3. Definisi efisiensi pasar berdasarkan distribusi informasi

Suatu pasar dikatakan efisien terhadap satu set informasi yang spesifik jika harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut. Dengan demikian, suatu pasar dikatakan efisien jika investor tidak akan menikmati *abnormal return* atau *excessive return*.

4. Definisi pasar berdasarkan pada proses dinamik

Definisi efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut.

Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa suatu pasar modal dikatakan efisien jika harga yang ada dalam sekuritas dapat mencerminkan informasi yang beredar di pasar. Selain itu, informasi yang berkaitan dalam pasar modal juga dapat diperoleh dengan mudah dan murah. Hal ini berarti, bahwa pasar juga

dikatakan efisien jika biaya yang harus dikeluarkan oleh para pelakunya ialah murah.

Beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien yaitu sebagai berikut:

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan,
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang mudah dan murah,
3. Informasi yang terjadi bersifat acak,
4. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

## **2. Hipotesis Efisiensi Pasar (*Efficient Market Hypothesis*)**

Fama (1970) dalam Tandelilin (2010) mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu:

### **1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*)**

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Oleh karena itu, informasi historis tersebut tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien dalam bentuk lemah investor tidak

dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

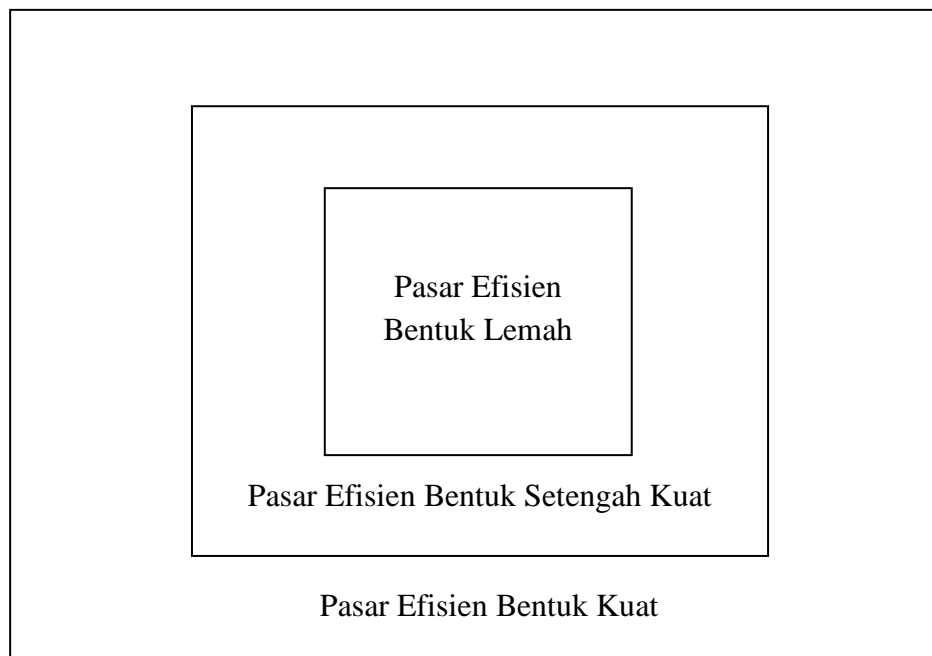
2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semi strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat berarti harga pasar saham yang dibentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan, seperti *earning*, *deviden*, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang yang telah terpublikasi. Pada pasar efisien ini, *abnormal return* hanya terjadi pada seputar publikasi suatu peristiwa sebagai representasi dari respon pasar terhadap publikasi tersebut. Suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat bila informasi terserap atau direspon dengan cepat oleh pasar. *Abnormal return* yang terjadi berkepanjangan mencerminkan bahwa pasar terlambat merespon informasi. Hal yang demikian ini selanjutnya disebut sebagai pasar efisiensi dalam bentuk setengah kuat.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang privat. Jika pasar modal efisien dalam bentuk ini maka tidak ada individual atau group dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.

Tujuan dari Fama (1970) dalam membedakan ketiga bentuk efisiensi pasar tersebut ialah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar (Jogiyanto, 2003). Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan tersebut ialah berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.



Gambar 2.1 Tingkatan kumulatif dari ketiga bentuk pasar efisien.

Tingkatan kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien dalam bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien dalam bentuk lemah. Pasar efisien dalam bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya.



#### **D. Informasi Laporan Keuangan**

Informasi keuangan secara umum merupakan saran utama melalui mana informasi keuangan dikomunikasikan kepada pihak di luar perusahaan. Laporan ini memberikan suatu sejarah yang berkesinambungan yang dikuantifikasikan dalam satuan uang, berkenaan dengan sumber daya ekonomi dan kewajiban dari suatu perusahaan bisnis dan aktivitas ekonomi yang mengubah sumber daya dan kewajiban ini (Kieso & Weygandt, 1995 *dalam* Budhiawan, 2005).

Tujuan laporan keuangan untuk tujuan umum adalah untuk memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam rangka membuat keputusan-keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban manajemen atas penggunaan sumber-sumber daya yang dipercayakan kepada mereka (SAK, 2002 *dalam* Budhiawan, 2005). Salah satu pemakai laporan keuangan untuk pengambilan keputusan ekonomi adalah investor (penanam modal saham), investor membutuhkan informasi untuk membantu menentukan apakah harus membeli, menahan atau menjual investasi tersebut.

Laporan keuangan adalah salah satu dari sekian informasi yang bisa digunakan untuk membantu pengambilan keputusan investasi. Beberapa bukti empiris dapat menunjukkan bahwa laporan keuangan digunakan sebagai dasar untuk melakukan transaksi di pasar modal. Salah satu bukti adalah timbulnya reaksi pasar di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Reaksi pasar itu menunjukkan bahwa laporan keuangan mampu mempengaruhi keputusan investasi. Apabila laporan keuangan

yang dipublikasikan tidak dapat memberikan informasi untuk melakukan investasi, maka manfaat laporan keuangan tersebut perlu dipertanyakan.

## **E. Saham**

### **1. Pengertian Saham**

Salah satu bentuk instrumen pasar modal adalah saham. Saham adalah tanda penyertaan atau bukti kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas, dengan wujud berupa selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut (Tendelilin, 2010). Pengertian saham menurut Anoraga dan Pakarti (2003) merupakan surat berharga sebagai bukti penyertaan modal atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan. Seorang investor yang melakukan pembelian saham atas suatu perusahaan akan memperoleh keuntungan menjadi pemilik dan selanjutnya disebut sebagai pemegang saham atas perusahaan tersebut.

Darmadji dan Fakhruddin (2008) mendefinisikan saham sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Berdasarkan berbagai definisi di atas dapat disimpulkan bahwa saham adalah surat berharga yang berfungsi sebagai bukti kepemilikan seseorang atau badan atas perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut, dan atas bukti tersebut kemudian mendapat hak sebagai pemilik perusahaan atau merupakan pemegang saham.

Menurut Anoraga dan Pakarti (2003), manfaat atas kepemilikan saham suatu perusahaan ialah berikut ini:

- a. Dividen, bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemilik saham.
- b. *Capital gain*, yaitu keuntungan yang diperoleh dari selisih jual dengan harga belinya.
- c. Manfaat non-finansial yaitu timbulnya kebanggaan dan kekuasaan memperoleh hak suara dalam menentukan jalannya perusahaan.

## **2. Tingkat Pengembalian Saham (*Return*)**

*Return* adalah tingkat keuntungan yang didapat oleh pemodal atas suatu investasi yang ditanamkannya. *Return* saham merupakan imbal hasil atas modal yang ditanamkannya dalam bentuk saham. *Return* juga sering disebut sebagai tingkat keuntungan atau tingkat pengembalian yang dinikmati dari suatu investasi oleh investor. Menurut Ang (1997) dalam Rahman (2008), segala bentuk investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek memiliki tujuan utama yaitu mendapatkan keuntungan yang disebut *return*, baik langsung maupun tidak langsung. Komponen *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan berjalan)

dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* merupakan keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti pembayaran deposito, bunga obligasi, deviden dan sebagainya.

Menurut Jogiyanto (2003) terdapat dua jenis *return total*, yakni *capital gain/loss* dan *yield*. Dimana *Capital gain/loss* merupakan keuntungan (kerugian) yang diterima dari selisih antara harga beli dan harga jual suatu saham. Jika harga beli lebih kecil dari harga jual maka investor memperoleh *capital gain*, dan sebaliknya disebut dengan *capital loss*. Sedangkan *Yield* merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. *Yield* dalam saham adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Sedangkan *yield* untuk obligasi adalah persentase bunga pinjaman yang diperoleh terhadap harga obligasi periode sebelumnya. *Return total* terdiri dari *capital gain* ditambah *dividend yield* (Jogiyanto, 2003).

$$Return\ Total = Capital\ gain\ (loss) + yield \dots\dots\dots 2.1$$

*Return total* menurut Jogiyanto (2003) dapat pula dinyatakan dalam formula berikut:

$$Return\ Total = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + Yield \dots\dots\dots 2.2$$

$$\begin{aligned} Return\ Total &= \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ &= \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \dots\dots\dots 2.3 \end{aligned}$$

Dimana:

$P_t$  = Harga saham pada periode t

$P_{t-1}$  = Harga saham pada periode sebelumnya (t - 1)

$D_t$  = Dividen yang diberikan pada periode t

*Return* yang dimaksud dalam penelitian ini ialah *return* saham dalam bentuk *capital gain* atau *capital loss*. Dimana *Capital gain (loss)* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu. *Return* saham akan dihitung berdasarkan rumus Jogiyanto (2003), yaitu sebagai berikut:

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots 2.4$$

Menurut Jogiyanto (2003) *return* dapat dibagi menjadi dua macam, yaitu berupa *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* ini digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasi juga disebut dengan *return* histori, yang dapat digunakan sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko di masa datang. Sedangkan *return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh para investor pada masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Dalam hal investasi, maka para investor yang ingin mendapatkan *return* tinggi tentunya harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan oleh adanya garis kesinambungan antara *return* dan risiko dalam investasi.

Semakin besar *return* yang diharapkan maka semakin besar pula risiko yang harus dihadapi. Sehingga dapat dikatakan bahwa jumlah modal yang akan diinvestasikan akan mempengaruhi tingkat keuntungan yang diperoleh dan risiko yang ditanggung.

### 3. *Return Tidak Normal (Abnormal Return)*

*Abnormal return* atau *return* tidak normal adalah *return* yang diperoleh investor secara tidak sesuai dengan *return* yang diharapkan. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang diharapkan (*expected return*) dengan *return* yang didapatkan. Selisih *return* tersebut akan bernilai positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan. Sedangkan *return* akan menjadi negatif jika *return* yang didapatkan lebih kecil dari *return* yang diharapkan. Studi peristiwa menganalisa *return* tidak normal dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, *stock split*, penawaran perdana saham, dan lain-lain.

*Abnormal return* atau *excess return* menurut Jogiyanto (2003) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Dimana *return* normal yang dimaksud ialah *expected return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return ekspektasi*. *Return* tidak normal ini dapat diformulasikan seperti berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots \dots \dots .2.5$$

Dimana:

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

$R_{i,t}$  = *Areturn* sesungguhnya 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

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, namun dilakukan secara agregat dengan menggunakan rata-rata dari *abnormal return* tersebut. Pengujian ini dilakukan secara menyeluruh pada tiap-tiap sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari dalam periode peristiwa. Perhitungan rata-rata *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan data historis bulanan, sehingga dapat diformulasikan seperti berikut:

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n} \dots \dots \dots 2.6$$

Dimana:

$AAR_{i,t}$  = *Average abnormal return* saham pada waktu ke t

$AR_{i,t}$  = *Abnormal return* saham pada waktu t

n = Jumlah saham

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *abnormal return*. Akumulasi ini merupakan penjumlahan *return* tidak normal dari hari sebelumnya dalam periode peristiwa masing-masing sekuritas, yang dalam Jogiyanto (2003) dapat diformulasikan seperti berikut:

$$CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \dots \dots \dots 2.7$$

Dimana:

$CAR_{i,t}$  = *Cumulative abnormal return* saham pada waktu ke t

$AR_{it}$  = *Abnormal return* saham pada waktu t

#### 4. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Suatu indeks diperlukan untuk menjadi sebuah indikator dalam mengamati pergerakan harga dari sekuritas yang ada di dalam pasar modal. Indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia menurut Jogiyanto (2003) meliputi pergerakan harga untuk saham biasa dan saham preferen. IHSG mulai dikenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983 dengan menggunakan landasan dasar (*baseline*) tanggal 10 Agustus 1982. Jumlah saham yang tercatat pada masa itu ialah sejumlah 13 saham. Formula yang digunakan untuk menghitung IHSG ialah sebagai berikut:

$$IHSG_t = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100 \dots \dots \dots 2.10$$

Dengan keterangan:

$IHSG_t$  = Indeks harga saham gabungan hari ke-t

Nilai Pasar = Rata-rata tertimbang nilai pasar (jumlah lembar saham yang tercatat di bursa dikalikan dengan harga pasar perlembarannya) dari saham umum dan saham preferen pada hari ke-t

Nilai Dasar = Sama dengan nilai pasar, tetapi dimulai dari tanggal 10 Agustus 1982



Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang diperlukan dalam menunjang penelitian ini ialah berdasarkan data historis bulanan yang diakses melalui [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com).

#### **F. Anomali Pasar Modal**

Anomali pasar (*market anomaly*) menurut Jones (1996) yang dikutip dari Jogyanto (2003) didefinisikan sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan konsep pasar efisien. Beberapa anomali yang banyak mendapat perhatian di pasar modal antara lain :

1. *Price earning (P/E) effect* adalah anomali yang terjadi pada saham dengan P/E rendah menunjukkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi.
2. *Size effect* adalah anomali dimana *risk adjusted return* dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi dari perusahaan dengan ukuran besar.
3. *January effect* merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham pada bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan lainnya.

#### **G. Overreaction Hypothesis**

Pada dasarnya *overreaction hypothesis* menyatakan suatu keadaan dimana pasar telah bereaksi secara berlebihan atas suatu informasi yang tersedia di pasar modal. De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa dalam *overreaction hypothesis* pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam

hal ini, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai “baik” (*good news*). Sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). *Market overreaction* ini dapat terjadi karena adanya unsur emosi dalam pengambilan keputusan untuk membeli atau menjual saham oleh para investor. Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang dianggap buruk, De Bondt dan Thaler membagi portofolio dalam kelompok portofolio yang konsisten mendapatkan earning (*winner*) dan portofolio yang konsisten tidak mendapat earning (*loser*). Koreksi terhadap informasi tersebut pada periode berikutnya jika dalam jangka pendek, koreksi dilakukan secara berlebihan, signifikan dan berulang. Inilah yang dikatakan *overreaction* (Rahmawati dan Suryani, 2005).

Secara umum investor cenderung bereaksi terlalu berlebihan terhadap peristiwa luar biasa dan informasi baru, kemudian mengabaikan informasi yang lebih lama (Jones, 2005) dalam Kusumawardhani (2001). Dalam hal ini, investor biasanya akan memasang tarif yang terlalu tinggi terhadap suatu berita yang dianggap bagus dan memasang tarif yang rendah untuk berita-berita yang dianggap kurang bagus. Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya (secara drastis) harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*. Gejala-gejala dari tindakan *overreaction* dalam menyikapi informasi yang kemudian mengimbas terhadap harga saham adalah 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* saham yang sebelumnya rendah menjadi tinggi.
- c. Saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) selanjutnya membaik dan sebaliknya, saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*) akan memburuk.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *overreaction hypothesis* dari para investor dalam menilai suatu informasi tersebut dapat menyebabkan harga saham dinilai terlalu tinggi atau bahkan terlalu rendah. Kemudian pada saat investor menyadari kekeliruannya dapat menimbulkan pergerakan harga saham yang berlawanan dari sebelumnya. *Overreaction hypothesis* dapat diketahui melalui adanya pembalikan arah harga saham setelah munculnya suatu informasi baru.

#### **H. Volume Perdagangan (*Trading Volume*)**

Volume perdagangan saham dapat digunakan sebagai indikator untuk mengetahui kegiatan perdagangan saham. Volume perdagangan saham merupakan jumlah saham yang diperdagangkan pada bursa dalam suatu waktu tertentu. Aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah informasi tersebut membuat keputusan perdagangan yang normal. Ukuran tersebut tidak memisahkan keputusan pembelian (yang bisa dikaitkan dengan informasi positif) dengan

keputusan penjualan (yang bisa dikaitkan dengan informasi negatif) (Husnan, 2003).

Volume perdagangan dapat dikatakan sebagai bagian yang diterima dalam analisis teknikal. Kegiatan perdagangan dalam volume yang sangat tinggi di suatu bursa akan ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik (*bullish*). Husnan, 2003 menyatakan bahwa peningkatan volume perdagangan dibarengi dengan peningkatan harga adalah gejala yang makin kuat akan kondisi yang *bullish*. Peningkatan (penurunan) harga biasanya berkaitan dengan peningkatan (penurunan) volume perdagangan.

Besarnya volume perdagangan dapat dilihat melalui perhitungan dari jumlah saham yang diperdagangkan dalam periode tertentu dibagi dengan jumlah saham yang beredar (*listing*) (Jogiyanto *dalam* Maknun, 2010). Meningkatnya volume perdagangan saham disebut sebagai kenaikan aktivitas jual beli oleh para investor di pasar modal. Rumus volume perdagangan menurut Jogiyanto *dalam* Maknun (2010) dinyatakan sebagai berikut:

$$Volume = \frac{Jumlah\ saham\ yang\ diperdagangkan}{Jumlah\ saham\ yang\ beredar} \dots\dots\dots 2.9$$

## I. Arus Kas

Informasi mengenai arus kas dari suatu perusahaan sangat berguna bagi para pengguna laporan keuangan. Informasi ini dapat digunakan sebagai dasar untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, serta

menilai kebutuhan perusahaan untuk menggunakan arus kas tersebut. Tujuan informasi arus kas adalah memberi informasi historis mengenai perubahan kas dan setara kas dari suatu perusahaan melalui laporan arus kas. Laporan ini mengklasifikasikan arus kas berdasarkan aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan selama suatu periode akuntansi.

Arus kas yang digunakan dalam penelitian ini ialah arus kas yang bersumber dari aktivitas operasi. Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan, umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi bersih, dan merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasi perusahaan dapat menghasilkan kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan (Daniati, 2006 *dalam* Adiliawan, 2010).

Persamaan dalam variabel ini adalah sebagai berikut:

$$PAO_{it} = \frac{(AO_{it} - AO_{it-1})}{AO_{it-1}} \dots \dots \dots 2.10$$

Keterangan:

$PAO_{it}$  = Perubahan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan  $i$  pada periode  $t$ .

$AO_{it}$  = Arus kas dari aktivitas operasi perusahaan  $i$  pada periode  $t$ .

$AO_{it-1}$  = Arus kas dari aktivitas operasi  $i$  pada periode  $t-1$

#### **J. Laba Kotor (*Gross Profit*)**

Laba tidak memiliki definisi yang menunjukkan makna ekonomi, seperti halnya elemen laporan keuangan yang lain. Oleh karena itu, konsep laba masih menjadi subyek perbedaan interpretasi dan perdebatan (Chariri dan Ghozali, 2007). Laba dapat dijadikan ukuran untuk menilai keberhasilan perusahaan. Pengukuran terhadap laba tidak akan memberikan informasi yang bermanfaat bila tidak menggambarkan sebab-sebab timbulnya laba. Sumber penyebab timbulnya laba memiliki peranan penting dalam menilai kemajuan perusahaan. Laba kotor adalah laba yang diperoleh dari hasil penjualan bersih dikurangi dengan harga pokok penjualan (HPP). Laba kotor menyediakan angka yang berguna untuk mengevaluasi kinerja perusahaan dan menilai laba masa depan (Kieso, 2002 dalam Adiliawan: 2010).

#### **K. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)**

Ukuran perusahaan (*firm size*) ialah ukuran besar kecilnya suatu perusahaan. Berdasarkan *firm size*, suatu perusahaan dapat dibedakan menjadi perusahaan *big* (besar) dan *small* (kecil). Menurut Frank dan Goyal dalam Supriyanto (2013), pengukuran *firm size* dapat dilakukan dengan logaritma dari asset (*log of assets*) dan logaritma dari penjualan (*log of sales*). Penelitian ini menggunakan logaritma dari aset (*log of assets*) sebagai proksi dari ukuran perusahaan (*firm size*).

Menurut Ismail *dalam* Adiwiratama (2012), besar kecilnya perusahaan akan mempengaruhi kemampuan dalam menanggung risiko yang mungkin timbul akibat berbagai situasi yang dihadapi perusahaan berkaitan dengan operasinya. Chen dan Jiang *dalam* Darusman (2012) juga menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung melakukan diversifikasi usaha lebih banyak daripada perusahaan kecil.

Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar tentunya memiliki kemampuan untuk menghasilkan laba yang lebih besar, sehingga mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil. Sehingga kemungkinan untuk gagal bagi perusahaan besar lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil karena perusahaan besar biasanya melakukan diversifikasi lebih luas dan memiliki arus kas yang lebih stabil.

Ukuran perusahaan merupakan cerminan besar kecilnya suatu perusahaan yang tampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun. Semakin besar total aktiva semakin mampu perusahaan untuk menghasilkan laba. Pengukuran *firm size* menurut Mehrani dan Monahal (2007) dalam Abarghoohi dkk (2013) dapat dihitung seperti berikut:

$$Firm\ size = \log\ of\ asset \dots\dots\dots 2.11$$

## L. Penelitian Terdahulu (*Former Research*)

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian mengenai reaksi pasar berlebih (*overreaction hypothesis*) ini. Hasil dari penelitian tersebut akan digunakan sebagai acuan referensi dan perbandingan dalam penelitian ini. Adapun beberapa penelitian tersebut ialah sebagai berikut:

1. Rahmawati dan Suryani (2005) meneliti tentang *over* reaksi pasar terhadap harga saham dengan cara membentuk portofolio *winner* dan *loser*. Penelitian ini menunjukkan adanya *over* reaksi yang ditandai dengan adanya portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Efek reaksi berlebihan ini terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis. Penelitian ini dapat juga memberikan penjelasan bahwa pasar modal di Indonesia, khususnya sektor manufaktur dalam kondisi efisiensi pasar dalam bentuk lemah (*weak form*).
2. Murtini dan Widyatmadja (2011) meneliti pengaruh *overreaction* terhadap harga saham, dengan cara membagi portofolio menjadi dua bagian, yaitu *loser* dan *winner*. Penelitian ini mengindikasikan adanya reaksi berlebihan pada kedua portofolio tersebut.
3. Ardi, dkk. (2008) meneliti *over* reaksi pasar terhadap harga saham perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil pengujian hipotesis yang menguji keberadaan reaksi berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian menyimpulkan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*.



4. Rahman (2008) meneliti reaksi pasar sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan pada perusahaan. Penelitian ini menggunakan variabel *abnormal return* dan volume perdagangan sebagai variabel independen, dan reaksi investor sebagai variabel dependen. Penelitian ini menunjukkan hasilnya tidak signifikan pada *abnormal return* saham yang terjadi baik sebelum dan setelah tanggal publikasi laporan keuangan.
5. Abarghoohi, et al. (2013) melakukan penelitian mengenai *over* reaksi investor dalam merespon pola kinerja keuangan. Penelitian ini menggunakan variabel penjualan, *earning*, *cash flow*, dan *stock return* sebagai variabel independen, dan *abnormal return* sebagai variabel dependen. Penelitian ini menunjukkan konfirmasi *over* reaksi yang signifikan pada variabel penjualan, *earning*, dan *stock return*, tetapi tidak mengonfirmasikan variabel *cash flow*.
6. Maknun (2010) melakukan penelitian tentang analisis pengaruh frekuensi perdagangan, volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan *trading day* terhadap return saham menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa volume perdagangan dan kapitalisasi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.
7. Adiwiratama (2012) meneliti mengenai pengaruh informasi laba, arus kas, dan *size* perusahaan terhadap *return* saham. Penelitian ini menggunakan regresi berganda dan hasilnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan pada *return* saham perusahaan.

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
1.	Rahmawati dan Suryani (2005)	<i>Over</i> reaksi pasar terhadap harga saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Abnormal return, average abnormal return, dan reaksi pasar</i>	Over reaksi ditunjukkan pada tingkat <i>abnormal return</i> dan <i>average abnormal return</i> pada portofolio <i>loser</i> mengungguli portofolio <i>winner</i> .
2.	Murtini dan Widyatmadja (2011)	Pengaruh <i>overreaction</i> terhadap harga saham	<i>Abnormal return, average abnormal return, dan reaksi pasar</i>	Terdapat indikasi reaksi berlebihan dari portofolio <i>loser</i> dan portofolio <i>winner</i> .
3.	Ardi, dkk. (2008)	<i>Over</i> reaksi pasar terhadap harga saham perusahaan-perusahaan di Indonesia.	<i>Abnormal return, average abnormal return, dan reaksi pasar</i>	Terdapat indikasi reaksi berlebihan ( <i>overreaction</i> ) yang ditandai dengan portofolio <i>loser</i> mengungguli portofolio <i>winner</i> .
4.	Rahman (2008)	Reaksi pasar sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan pada perusahaan.	<i>Abnormal return, volume perdagangan, dan reaksi pasar</i>	Hasil tidak signifikan pada <i>abnormal return</i> saham yang terjadi baik sebelum dan setelah tanggal publikasi laporan keuangan.
5.	Abarghoohi, et al. (2013)	<i>The investigation of investor overreaction to patterns of past financial performance measures: evidence from tehran stock.</i>	<i>Sale, earning, cash flow, stock return, and market reaction</i>	Konfirmasi over reaksi yang signifikan pada variabel penjualan, <i>earning</i> , dan <i>stock return</i> , tetapi tidak mengonfirmasikan variabel <i>cash flow</i> .
6.	Maknun (2010)	Analisis Pengaruh Frekuensi Perdagangan, Volume Perdagangan, Kapitalisasi Pasar,	Frekuensi perdagangan, volume perdagangan, kapitalisasi	Volume perdagangan dan kapitalisasi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap

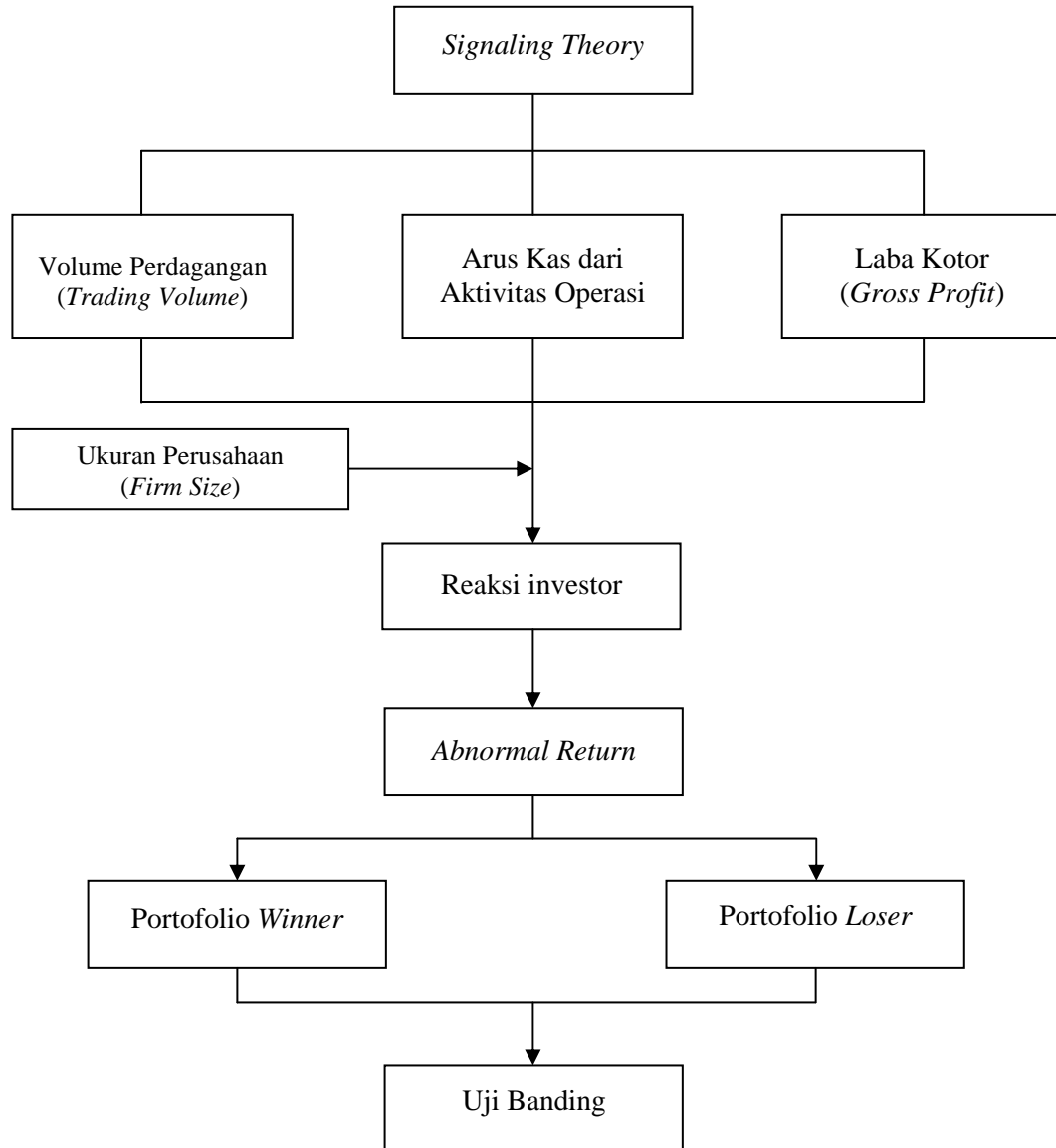
		dan <i>Trading Day</i> Terhadap Return Saham.	pasar, dan <i>trading day</i> , dan <i>return</i> saham.	<i>return</i> saham.
7.	Adiwiratama (2012)	Pengaruh Informasi Laba, Arus Kas, dan <i>Size</i> Perusahaan Terhadap <i>Return</i> Saham.	Informasi laba, arus kas, <i>size</i> perusahaan dan <i>return</i> saham.	Ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan pada <i>return</i> saham perusahaan.

Sumber: Berbagai Jurnal Skripsi dan Thesis, data diolah 2014.

### M. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini ditunjukkan untuk menguji implikasi pelaporan kinerja keuangan terhadap reaksi pasar pada pasar modal Indonesia. Reaksi yang dimaksud ialah reaksi berlebihan yang diberikan oleh pasar dalam menanggapi publikasi atas kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengujian ini dilakukan dengan beberapa tahap, yaitu: pertama-tama dilakukan pembentukan dua buah portofolio yang terdiri dari portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*. Kriteria pembentukan portofolio ini didasarkan atas perhitungan *abnormal return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kedua, dilakukan uji pengaruh antara variabel kinerja keuangan yang terdiri atas volume perdagangan (*trading volume*), arus kas dari aktivitas operasi, dan laba kotor (*gross profit*), dan ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap *average abnormal return* dari kedua portofolio tersebut. Tahap selanjutnya, dilakukan uji banding dari *average abnormal return* antara portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*.

Berdasarkan pada kerangka pemikiran tersebut, serta pemaparan landasan teori yang ada, maka dapat digambarkan seperti berikut:



Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran

## N. Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap masalah penelitian, yang kebenarannya masih harus diuji secara empiris. Berdasarkan pada rumusan masalah yang ada, maka hipotesis dalam penelitian ini ialah sebagai berikut:

- H<sub>01</sub> : Volume Perdagangan (*Trading Volume*) berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>a1</sub> : Volume Perdagangan (*Trading Volume*) berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>02</sub> : Arus Kas dari Aktivitas Operasi berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>a2</sub> : Arus Kas dari Aktivitas Operasi berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>03</sub> : Laba Kotor (*Gross Profit*) berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>a3</sub> : Laba Kotor (*Gross Profit*) berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>04</sub> : Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>a4</sub> : Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.

- H<sub>05</sub> : Volume perdagangan (*trading volume*), arus kas dari aktivitas operasi, laba kotor (*gross profit*), dan ukuran perusahaan (*firm size*) secara simultan berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>a5</sub> : Volume perdagangan (*trading volume*), arus kas dari aktivitas operasi, laba kotor (*gross profit*), dan ukuran perusahaan (*firm size*) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan *loser*.
- H<sub>a6</sub> : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*.
- H<sub>a6</sub> : Terdapat perbedaan yang signifikan antara reaksi pasar pada portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*.