

INTISARI

Anomali pasar merupakan fenomena di pasar modal yang menentang konsep Efficient Market Hypothesis (EMH). Salah satu jenis anomali, yaitu anomali *winner-loser* terjadi apabila saham yang semula menghasilkan *return* sangat positif kemudian berbalik menghasilkan *return* yang sangat negatif pada periode selanjutnya. Adanya anomali *winner-loser* disebabkan fenomena *market overreaction*, yaitu reaksi investor yang berlebihan terhadap suatu informasi baru sehingga dapat menaikkan atau menurunkan harga saham jauh dari nilai wajarnya yang kemudian terkoreksi pada periode selanjutnya karena investor berpikir rasional kembali. Namun, terdapat pendapat bahwa *winner-loser effect* disebabkan oleh ukuran perusahaan dan rasio *price per earnings*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji adanya anomali *winner-loser*, *size effect*, dan *P/E effect* pada saham-saham konstituen Jakarta Islamic Index (JII) dari tahun 2012-2019. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cumulative abnormal return* yang dihitung menggunakan harga penutupan bulanan saham dan harga penutupan bulanan JII. Adapun data kapitalisasi pasar digunakan sebagai proksi ukuran perusahaan dan rasio P/E sebagai proksi pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terjadi anomali *winner-loser* saham-saham JII dalam jangka waktu pendek, menengah, dan panjang. Anomali *winner-loser* yang terjadi tidak disebabkan oleh *size effect*, tetapi disebabkan oleh *P/E effect*.

Kata kunci: anomali *winner-loser*, *size effect*, *P/E effect*, *market overreaction*, *abnormal return*

ABSTRACT

Market anomaly is a phenomenon in the capital market that opposes the concept of Efficient Market Hypothesis (EMH). One such anomaly, which is the winner- loser effect occurs when a stock that originally had a very positive return then turns to had a very negative return in the next period. The existence of a winner- loser anomaly is due to the phenomenon of market overreaction, which is an excessive reaction of investors to a new information so that it can raise or lower the stock price far from its fair value which then corrects in the next period because investors think rationally again. Nevertheless, there are some evidences that winner-loser is affected by company size and its P/E ratio. The purpose of this research was to examine the winner-loser anomaly, size effect, and P/E effect on stocks of Jakarta Islamic Index (JII) for the year 2012-2019. The data used is the cumulative abnormal return which is calculated using the monthly closing price of the stock and the monthly closing price of JII. The market capitalization is used as a proxy for firm size while P/E is used as a proxy for firm growth. The results of this research indicate that winner-loser anomalies did not occur in JII in the short-term, medium-term, and long-term. Winner-loser anomalies that occur are not caused by size effects, but by P/E effect.

Keywords: winner-loser, size effect, P/E effect, market overreaction, abnormal return

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Efficient Market Hypothesis (EMH) merupakan teori dalam penelitian pasar saham yang menyebutkan bahwa harga saham-saham di pasar telah sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia (Fama, 1970). Kondisi tersebut yang menjadikan pasar saham dapat disebut efisien, meskipun terdapat beberapa tingkat efisiensi pasar yang dikategorikan oleh Fama berdasarkan jenis informasi yang tercermin dalam harga saham. Menurut hipotesis tersebut, investor tidak mungkin dapat memperoleh *return* abnormal atau melebihi *return* pasar. Hal ini disebabkan oleh informasi yang telah tercermin dengan sempurna dalam harga saham sehingga tidak ada lagi informasi tersembunyi yang dapat diperoleh dan dimanfaatkan investor untuk mengambil keuntungan lebih besar dari pasar. Hal ini disebabkan oleh asumsi *random walk*, yaitu pergerakan harga saham di pasar yang berpola *random* sehingga tidak dapat diprediksi.

Teori EMH memiliki beberapa asumsi dasar. Pertama, teori EMH memiliki asumsi bahwa semua investor merupakan makhluk rasional sehingga akan menentukan keputusan investasi berdasarkan logika dan ekspektasi rasional. Karena merupakan makhluk rasional, maka investor akan menyesuaikan portofolio investasi saham mereka dengan informasi yang ada. Dalam teori EMH, diasumsikan juga bahwa semua informasi bersifat *costless* dan tidak memiliki hambatan untuk disebarluaskan sehingga semua investor dapat memperoleh informasi tersebut secara mudah dan tanpa biaya. Secara umum, teori EMH

merupakan asumsi yang menyatakan bahwa proses investor menentukan portofolio investasi mereka bersifat *seamless* dan bebas hambatan.

Namun, pada kenyataannya, proses tersebut seringkali mengalami hambatan karena adanya anomali-anomali dalam pasar saham yang disebabkan oleh ketidakrasionalan investor itu sendiri (Lantara dan Octavio, 2014). Penelitian dan penemuan mengenai anomali pasar saham telah banyak dilakukan dan dipublikasikan. Salah satu artikel yang sangat sering dijadikan acuan penelitian mengenai anomali pasar saham hingga saat ini adalah penelitian De Bondt dan Thaler (1985) mengenai *market overreaction*. Teori tersebut membantah teori EMH dengan membuktikan bahwa investor menentukan keputusan investasi berdasarkan kondisi psikologis alih-alih dengan rasionalitas. Menurut De Bondt dan Thaler (1985), teori EMH tidak memperhitungkan aspek emosional manusia yang memiliki *bounded rationality* dan aspek aksesibilitas informasi yang pada kenyataannya asimetris dan memiliki persebaran yang tidak merata.

Overreaction sendiri merupakan fenomena ketika investor bereaksi secara berlebihan setelah mengetahui informasi atau kejadian yang tidak terduga. Anomali tersebut didasari oleh teori salah satu *behavioral finance* yang disebut *representative heuristic*, yaitu kecenderungan investor untuk menitikberatkan keputusan berdasarkan data saat ini atau kejadian yang baru saja terjadi dan terlalu mengesampingkan hal-hal yang melanggar probabilitas tersebut terjadi (Kahneman dan Tversky, 1974). Kondisi psikologis tersebut menyebabkan terjadinya *market overreaction* dan mengakibatkan pergerakan ekstrem di luar batas wajar pada harga saham dengan arah yang berkebalikan dari arah pergerakan normal. Pada saat yang

sama, terjadi pembalikan arah pengembalian yang disebut sebagai fenomena *return reversal*.

Return reversal terjadi ketika saham-saham yang sebelumnya memiliki *return* negatif tiba-tiba berubah memiliki *return* positif dan saham-saham yang memiliki *return* positif bebalik arah menjadi saham dengan *return* negatif. Saham-saham yang dengan *return* negatif disebut dengan saham *loser* sedangkan saham dengan *return* positif dinamakan saham *winner*. Dalam De Bondt dan Thaler (1985), ditemukan bahwa saham *loser* akan mengungguli saham *winner* pada saat terjadi *market overreaction*. Meskipun begitu, Zarowin (1990) melakukan penelitian dan menemukan bahwa *return reversal* hanya terjadi pada perusahaan-perusahaan kecil. Artinya, *return reversal* bukan terjadi karena adanya *market overreaction*, melainkan karena adanya *size effect* atau pergerakan harga saham yang asimetris antara perusahaan besar dengan perusahaan kecil.

Selain ukuran perusahaan, terdapat anomali lain yang menyebabkan pergerakan harga saham asimetris, yaitu *P/E effect*. Menurut Dreman dan Berry (1995), *return reversal* yang terjadi akibat *market overreaction* mempengaruhi saham-saham *winner* dan *loser* secara asimetris. Dalam penelitian mereka, ditemukan bahwa saham-saham perusahaan yang memiliki rasio P/E rendah mengungguli saham-saham perusahaan dengan rasio P/E tinggi saat terjadi kejadian mengejutkan.

1.2. Rumusan Masalah

Di Indonesia, telah banyak dilakukan penelitian mengenai anomali-anomali tersebut. Dalam penelitian mengenai *winner-loser effect* dan *size effect* terhadap saham-saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dilakukan secara sektoral, Nurbasith (2019) menyimpulkan bahwa terjadi anomali *winner-loser* pada sembilan sektor di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam jangka waktu pendek, menengah, dan panjang. Meskipun demikian, *winner-loser effect* yang terjadi tidak disebabkan oleh *size effect*. Penelitian mengenai *winner-loser effect* dan *size effect* terhadap saham-saham Jakarta Islamic Index (JII) juga telah dilakukan oleh Nidar dan Ulfa (2017) dengan hasil yang menyatakan bahwa *market overreaction* dan *size effect* mempengaruhi fenomena *price reversal* secara signifikan, baik pada portofolio *loser* maupun *winner*. Di sisi lain, belum banyak penelitian mengenai *P/E effect* di Indonesia. Penelitian paling dekat telah dilakukan di pasar saham Australia oleh Kelly, McClean, dan McNamara (2008) yang membuktikan adanya *low P/E effect* pada pasar Australia.

Oleh karena itu, dalam penelitian ini akan diuji kembali mengenai fenomena *winner-loser effect* pada saham-saham Jakarta Islamic Index dalam jangka pendek, menengah, maupun panjang dengan periode observasi tahun 2012 hingga tahun 2019. Selain itu, penelitian ini juga akan menguji pengaruh ukuran perusahaan, dengan kapitalisasi pasar sebagai proksi, serta rasio *price per earnings* (P/E) terhadap *winner-loser effect* yang terjadi pada saham JII.

1.3. Pertanyaan Penelitian

1. Apakah terjadi anomali *winner-loser* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII?
2. Apakah anomali *winner-loser* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII dipengaruhi oleh *size effect*?
3. Apakah anomali *winner-loser* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII dipengaruhi oleh *P/E effect*?

1.4. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Menguji anomali *winner-loser* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII.
2. Menguji anomali *winner-loser* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII dipengaruhi oleh *size effect*.
3. Menguji anomali *winner-loser* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII dipengaruhi oleh *P/E effect*.

1.5. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang relevan sebagai bahan pertimbangan dalam menganalisis berbagai strategi investasi khususnya implementasi strategi kontrarian terutama pada saham-

saham yang termasuk dalam indeks JII.

2. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan teori *market overreaction* dan anomali-anomali pasar yang mempengaruhinya (*size effect*, *P/E effect*) pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII.
3. Bagi peneliti yang akan meneliti lebih lanjut, penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan pustaka mengenai anomali *winner-loser* dan anomali-anomali pasar yang mempengaruhinya (*size effect*, *P/E effect*,) pada saham-saham yang termasuk dalam indeks JII.

1.6. Sistematika Penulisan

Penulisan pada penelitian ini akan dibagi ke dalam lima bab sebagai berikut:

Bab I: Pendahuluan

Bab ini menguraikan latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II: Landasan Teori

Bab ini menguraikan tentang landasan teori, penelitian terdahulu yang mendukung teori, penelitian terdahulu yang menentang teori, dan pengembangan hipotesis penelitian.

Bab III: Metode Penelitian

Bab ini menguraikan tentang desain sampel, metode pengumpulan data, definisi operasional, pengujian hipotesis pertama, pengujian hipotesis kedua, dan pengujian hipotesis ketiga.

Bab IV: Analisis Hasil Penelitian

Bab ini akan menguraikan hasil analisis data yang diolah dengan metode yang dikemukakan pada bab III beserta keterbatasannya.

Bab V: Penutup

Bab ini akan menjelaskan kesimpulan dari hasil analisis pada bab-bab sebelumnya, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian di masa yang mendatang.

BAB II

LANDASAN TEORI

Bab ini menguraikan tentang landasan teori, penelitian terdahulu yang mendukung teori, penelitian terdahulu yang menentang teori, dan pengembangan hipotesis penelitian.

2.1. Keuangan Keperilakuan

Seiring berjalannya waktu dan semakin berkembangnya pengetahuan, terjadi pergeseran dalam pendekatan Manajemen Keuangan yang semula mengandalkan model-model statistika-ekonometrika menjadi ke arah aspek-aspek psikologis yang mempengaruhi perilaku investor. Pada teori-teori Manajemen Keuangan tradisional, terdapat asumsi-asumsi yang mendasari, salah satunya adalah asumsi bahwa manusia selalu berpikir rasional setiap kali mengambil keputusan. Selain itu, manusia juga dianggap selalu mampu menerima dan memperhatikan semua informasi yang tersedia, mengevaluasinya dengan seksama, dan mampu mengambil keputusan berdasarkan analisis rasional dari informasi-informasi tersebut (Asri, 2013).

Menurut Kahneman dan Tversky (1974), tidak jarang kondisi psikologis manusia menjadi faktor penentu keputusan melebihi rasionalitas, seperti yang terjadi pada penelitian Shiller (1987). Pada kuesioner yang ia sebarakan mengenai *crash* yang terjadi tahun 1987, dua pertiga responden memberikan jawaban yang tidak ada kaitannya dengan faktor ekonomi, finansial, dan politik. Shiller

menyimpulkan bahwa keputusan investor-investor tersebut dilatarbelakangi faktor-faktor psikologis karena adanya ketakutan dan kekhawatiran terhadap ketidakpastian (*uncertainty*). Hal ini selaras dengan Kahneman dan Tversky (1973) yang menyatakan bahwa ketidakpastian dapat menyebabkan manusia cenderung bersifat tidak rasional dan sulit diprediksi.

2.2. *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Hipotesis pasar efisien pertama kali dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970 dalam artikelnya yang berjudul “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. Dalam penelitiannya, Fama menyatakan bahwa harga saham secara akurat telah mencerminkan semua informasi yang tersedia pada setiap waktu. Maka, tidak ada kemungkinan para investor dapat memperoleh *excess return* di pasar saham, apalagi memperoleh *return* abnormal karena melakukan prediksi harga berdasarkan informasi harga saham di masa lampau. Artinya, anomali pasar tidak akan terjadi karena akan langsung dilakukan arbitrase sebelum investor dapat meraup keuntungan.

Fama mengategorisasikan kondisi pasar efisien ke dalam tiga bentuk berdasarkan jenis informasi yang tercermin dalam harga saham:

1. Pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak-efficient*), yaitu kondisi pasar yang menunjukkan bahwa harga saham telah mencerminkan informasi historis. Pada kondisi pasar yang *weak-efficient*, pergerakan harga saham akan mengikuti pola *random walk* atau akan berevolusi secara acak sehingga tidak dapat diprediksi. Dengan kata lain, informasi mengenai pergerakan

harga saham terdahulu tidak akan berguna dalam memprediksi harga saham di masa depan (Godfrey, Granger, dan Morgenstern, 1964).

2. Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong-efficient*), yaitu kondisi pasar ketika harga saham telah mencerminkan informasi historis dan informasi terkini yang dipublikasikan secara umum, seperti publikasi pembagian dividen dan laporan pendapatan (*earning*). Ketika terdapat informasi baru yang dipublikasikan, harga saham akan secara cepat pula mengalami pergerakan.
3. Pasar efisien dalam bentuk kuat (*strong-efficient*), yaitu ketika harga saham telah mencerminkan semua informasi, baik informasi historis, informasi terkini yang dipublikasikan, hingga informasi internal yang bersifat rahasia. Kondisi pasar seperti ini merupakan kondisi yang ideal bagi investor karena tidak ada informasi dalam (*insider information*) yang dapat merugikan para investor yang tidak mengetahuinya.

dalam EMH, pasar yang efisien dapat terjadi dengan beberapa asumsi. Pertama adalah mengenai rasionalitas investor. Dalam teori EMH, investor diasumsikan sebagai makhluk yang rasional dan memiliki kesadaran serta tujuan untuk memaksimalkan *utility* sehingga banyak investor secara aktif berpartisipasi dalam pasar saham. Kedua, semua informasi disebarkan secara acak dan dapat diperoleh semua orang secara cepat, bebas, serta pada saat yang sama sehingga tidak ada informasi asimetris yang akan mempengaruhi pengambilan keputusan

investasi. Ketiga, pajak dianggap tidak memiliki dampak signifikan terhadap harga saham (Tandelilin, 2010).

2.3. Anomali Pasar

Teori EMH yang diungkapkan Fama (1970) banyak dikritik oleh peneliti-peneliti selanjutnya karena beberapa asumsi yang tidak mencerminkan kondisi sebenarnya di pasar. Pertama, teori EMH tidak memperhitungkan aspek emosional manusia yang memiliki *bounded rationality* dan cenderung memiliki *representative bias*, yaitu kecenderungan investor untuk menitikberatkan keputusan berdasarkan data saat ini atau kejadian yang baru saja terjadi dan terlalu mengesampingkan hal-hal yang melanggar probabilitas tersebut terjadi (Kahneman dan Tversky, 1974).

Jones (1998) mengartikan anomali pasar sebagai hal yang bertentangan dengan konsep pasar yang efisien. Adanya anomali pasar disebabkan karena setiap investor memiliki perilaku yang berbeda-beda. Beberapa anomali pasar yang sering terjadi di pasar modal seperti anomali musiman, misalnya *day-of-the week effect*, *month-of-the year effect*, *week-of-the year effect*, dan *holiday effect*. Sementara ada pula anomali yang tidak bersifat musiman, misalnya *P/E effect*, *winner-loser*, dan *size effect*.

January effect adalah salah satu jenis anomali *month-of-the year effect*, yaitu anomali yang menyatakan bahwa pada bulan Januari terdapat kecenderungan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan bulan lainnya. Hal tersebut didukung oleh temuan Fama (1991), Kalto dan Shallheim (1985), dan Gultekin dan Gultekin

(1983). *Day-of-the-week effect* atau dikenal juga dengan istilah *weekend effect* merupakan anomali *return* yang cenderung tinggi pada hari menjelang akhir pekan dibanding hari-hari lainnya (Gibbons dan Hess, 1981).

Berbeda dengan anomali musiman yang memiliki pola musiman *return* tertentu, anomali *winner-loser* menyatakan bahwa saham-saham yang mulanya merupakan saham *loser* ternyata menunjukkan kinerja yang lebih baik dari saham-saham yang mulanya *winner*, berlaku pula sebaliknya. De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa gejala anomali *winner-loser* disebabkan oleh investor melakukan reaksi berlebihan terhadap suatu informasi sehingga harga saham berubah dengan cepat, namun kemudian terkoreksi pada periode selanjutnya.

Berkaitan dengan karakteristik perusahaan, anomali yang disebabkan *size effect* menyatakan bahwa perusahaan yang berukuran kecil cenderung memiliki *return* yang lebih tinggi dibanding perusahaan berukuran besar. Hal tersebut didukung oleh temuan Banz (1981) dan Zarowin (1990).

2.3.1. Market Overreaction

Salah satu hipotesis yang mematahkan EMH adalah *overreaction hypothesis* oleh Werner F. M. De Bondt dan Richard Thaler. Penemuan mereka selaras dengan pernyataan Isaac Newton pada tahun 1670, yaitu “*what goes up must come down*” (Maheswari dan Dhankar, 2014). Berangkat dari teori *representative heuristic* oleh Kahneman dan Tversky (1974), De Bondt dan Thaler melakukan uji empiris terhadap hipotesis mereka bahwa manusia cenderung akan *overreact* terhadap berita atau kejadian yang tidak terduga. Selain itu, dilakukan juga penelitian tentang