



Published every April, August and December

JURNAL RISET AKUNTANSI & KEUANGAN

ISSN:2541-061X (Online). ISSN:2338-1507(Print). <http://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK>



Analisis Pembalikan Harga Saham Di Indonesia Berbasis *Overreaction Hypothesis*, Ukuran Perusahaan, Likuiditas Saham, dan *Bid-Ask Spread*

Toni Heryana

Program Studi Akuntansi, FPEB, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia

Abstract. *The phenomenon of the reversal of the share price on the winner stock group and loser stock group in capital market activity are often found. Departing from this many researchers in different countries back questioned whether this decision as long as the investor is always rational or irrational? The same question too much submitted researchers who examine on the Indonesia Stock Exchange who find the results varied. Departing from that problem in this research study is conducted regarding the return of investor behavior from the viewpoint of overreaction hypothesis, the company size, the liquidity of the stock, and the bid-ask spread. In line with this study is focused to the stocks that are included in the Group of LQ-45 in the years 2011 to 2013 by using regression data panel as a tool of analysis and hypothesis testing. The results showed: first, there is a price reversal event on stocks in the category loser stock group LQ-45 in October 2011, February 2012 and December 2012. The occurrence of reversal stock price caused by the behavior of overreaction from investors. Second, whether simultaneous or partial results showed no proven presence of influence between the size of the company, the liquidity of the stock, and the bid-ask spread to stock price reversal in stocks loser. This shows that information on stocks with regard to technical analysis in the observation period is no longer a reference for investors to take a decision to invest.*

Keywords: *Reversal of the Share Price; Overreaction Hypothesis; Company Size; Liquidity of the Stock; Bid-Ask Spread.*

Abstrak. *Fenomena pembalikan harga saham pada kelompok saham winner maupun kelompok saham loser dalam aktivitas pasar modal seringkali ditemui. Berangkat dari hal inilah banyak peneliti di berbagai negara kembali mempertanyakan apakah selama ini keputusan investor selalu rasional ataukah irasional? Pertanyaan yang sama juga banyak disampaikan para peneliti yang mengkaji di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang menemukan hasil beragam. Berangkat dari permasalahan tersebut dalam penelitian ini kembali dilakukan kajian mengenai perilaku investor dari sudut pandang overreaction hypothesis, ukuran perusahaan, likuiditas saham, dan bid-ask spread. Sejalan dengan hal tersebut penelitian difokuskan kepada saham-saham yang termasuk dalam kelompok LQ-45 pada tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 dengan menggunakan regresi data panel sebagai alat analisis dan pengujian hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan: pertama, terdapat peristiwa pembalikan harga pada saham-saham dalam kategori loser kelompok saham LQ-45 dalam bulan Oktober 2011, Februari 2012, dan Desember 2012. Terjadinya pembalikan harga saham disebabkan oleh adanya perilaku overreaction dari para investor. Kedua, baik secara parsial maupun simultan hasil penelitian menunjukkan tidak terbukti adanya pengaruh antara ukuran perusahaan, likuiditas saham, dan bid-ask spread terhadap peristiwa pembalikan harga saham pada saham-saham loser. Hal ini menunjukkan bahwa informasi mengenai saham yang berkenaan dengan analisis teknikal dalam periode pengamatan tidak lagi menjadi acuan para investor untuk mengambil keputusan berinvestasi.*

Kata Kunci: *Pembalikan Harga Saham; Overreaction Hypothesis; Ukuran Perusahaan; Likuiditas Saham; Bid-Ask Spread*

Corresponding author. Email: toni.heryana@upi.edu

How to cite this article. Heryana, T. (2016). Analisis Pembalikan Harga Saham Di Indonesia Berbasis Overreaction Hypothesis, Ukuran Perusahaan, Likuiditas Saham, dan Bid-Ask Spread. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan Program Studi Akuntansi Fakultas Pendidikan Ekonomi Dan Bisnis Universitas Pendidikan Indonesia*, 4(3), 1211–1228. Retrieved from <http://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK/article/view/4674>

History of article. Received: September 2016, Revision: November 2016, Published: December 2016

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v4i3.4674

Copyright©2016. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI

PENDAHULUAN

Harga saham yang terbentuk pada pasar modal merupakan cerminan dari perilaku pasar dalam merespon berbagai informasi yang dinilai memiliki dampak terhadap keberlangsungan investasi pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Hal ini sejalan dengan teori Hipotesis Pasar Efisien yang mengemukakan bahwa harga suatu aset terbentuk akibat masuknya informasi baru yang direspon oleh investor (Fama, 1970). Namun dalam perkembangannya, teori Hipotesis Pasar Efisien yang dikembangkan oleh Fama menuai kritik dari sejumlah peneliti yang menemukan adanya fenomena anomali pada pasar modal yang diindikasikan dengan adanya fakta pembalikan harga saham di mana saham-saham yang berkinerja buruk pada satu periode tertentu cenderung membaik pada periode berikutnya. Fakta tersebut menunjukkan dalam transaksi saham telah terjadi perilaku irasional dari para pelaku pasar (Bondt dan Thaler 1990; Daniel dkk. 1998; Suryawijaya 2003).

Pembalikan harga saham sebagai gambaran terjadinya aspek irasional dalam transaksi saham telah mendorong para peneliti untuk mengungkapkan fenomena tersebut, di antaranya penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) yang melakukan penelitian terhadap pasar saham Amerika dengan menggunakan data saham tahun 1926 sampai tahun 1982. Hasil penelitiannya menunjukkan selama periode tiga sampai lima tahun saham-saham *loser* mengungguli saham *winner*. Fakta ini menurut mereka disebabkan oleh anomali *overreaction* yang terjadi pada pasar saham Amerika. Hasil yang sama ditemukan oleh Zarowin (1989). Ia menemukan adanya fenomena *overreaction* pada saham di pasar Amerika dengan tahun pengamatan mulai 1971 sampai dengan tahun 1981 dan menjadi penyebab pembalikan harga saham. Selain menemukan fenomena adanya *overreaction* sebagai penyebab pembalikan harga saham, ia juga menemukan bahwa pembalikan harga saham disebabkan oleh efek ukuran perusahaan (*firm size effect*). Setelahnya Kaul dan Nimalendran (1991) yang meneliti saham-saham NASDAQ,

NYSE, dan AMEX dalam tahun 1983 – 1987 menemukan fenomena pembalikan harga saham. Begitu pula Clements dkk. (2006) yang menemukan fenomena pembalikan harga pada saham perusahaan di Amerika pada Januari 1926 sampai dengan Desember 2003.

Di Indonesia, penelitian pembalikan saham yang terkait dengan fenomena *overreaction*, efek ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* dilakukan oleh Dinawan (2007). Ia menemukan adanya fenomena *overreaction* jangka pendek pada 171 saham di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2005 sampai dengan tahun 2006. Pada saham *winner*, periode koreksi yang dibutuhkan adalah selama 13 hari setelah hari peristiwa, sedangkan saham *loser* hanya memerlukan waktu selama 5 hari setelah hari perubahan besar harga saham. Terdapatnya reaksi berlebihan dari investor dalam pembalikan harga mengimplikasikan bahwa pasar belum efisien, karena harga saham dapat diprediksikan berdasarkan harga saham masa lalu. Selain itu, persamaan regresi untuk saham *winner* dan *loser* menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* berpengaruh secara signifikan terhadap pembalikan harga saham.

Temuan adanya *overreaction* dalam jangka pendek juga ditemukan oleh Pasaribu (2011). Hasil perhitungan yang telah dilakukan pada replika tahun 2003–2007 menunjukkan bahwa pada replika ini terdapat pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner* atau terjadinya anomali *overreaction* selama periode replika ini. Tingkat pengembalian atau CAR dari saham *loser* tetap tidak mengalami pembalikkan dan mengungguli tingkat CAR dari saham *winner* yang terjadi pada hampir seluruh bulan yang ada (Januari – Desember) pada periode tahunan 2003–2007. Namun ia menegaskan bahwa pembalikan harga saham ini bukan disebabkan oleh fenomena *overreaction*, di mana menurutnya selama periode penelitian dapat disimpulkan tidak terjadi gejala anomali *overreaction* di Bursa efek Indonesia, khususnya saham yang tergabung dalam LQ-45. Penelitian lainnya dilakukan oleh Latjuba

dan Pasaribu (2013). Mereka menemukan *bid-ask spread* berpengaruh terhadap fenomena pembalikan harga pada entitas saham *winner* yang tergabung dalam indeks LQ-45. Kemudian ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap fenomena pembalikan harga pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45. Dan juga likuiditas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap fenomena pembalikan harga pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45.

Hasil penelitian mengenai fenomena pembalikan harga berdasarkan sudut pandang *overreaction*, *bid-ask spread*, efek ukuran perusahaan, dan likuiditas baik yang dilakukan peneliti di luar negeri dan dalam negeri masih menunjukkan perbedaan. Perbedaan ini menjadi salah aspek yang memotivasi peneliti untuk kembali mengkaji fenomena pembalikan harga di Bursa Efek Indonesia dilihat dari sudut pandang *overreaction*, efek ukuran perusahaan, likuiditas saham dan *bid-ask spread* yang terfokus pada saham-saham yang masuk dalam Indeks LQ-45 dengan periode pengamatan terbaru. Variasi pengamatan pada periodisasi terbaru tersebut diharapkan dapat memperoleh hasil yang lebih baik dalam mengungkapkan pembalikan harga sebagai landasan dalam mengungkapkan tingkat efisiensi Bursa Efek Indonesia dari tahun ke tahun berdasarkan sudut pandang *overreaction*, *bid-ask spread*, efek ukuran perusahaan.

Rumusan Masalah

Hasil penelitian mengenai fenomena pembalikan harga saham pada pasar modal di sejumlah negara menunjukkan keberagaman hasil, termasuk di Indonesia yang menemukan bahwa pembalikan harga saham dapat disebabkan oleh adanya perilaku *overreaction* maupun perubahan informasi dalam saham itu sendiri, sementara itu ada juga yang berpendapat sebaliknya. Hal yang menarik dari penelitian sebelumnya adalah keberagaman hasil terjadi pada periode pengamatan yang berbeda. Dengan demikian informasi mengenai perusahaan di mana mereka berinvestasi.

penelitian terfokus pada pertanyaan: apakah fenomena pembalikan harga saham disebabkan oleh perilaku *overreaction*, efek ukuran perusahaan, efek likuiditas saham, efek *bid-ask spread*?

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah ingin memperoleh jawaban secara empiris mengenai fenomena pembalikan harga saham di Bursa Efek Indonesia yang dikaitkan dengan anomali *overreaction*, efek ukuran perusahaan, efek likuiditas saham dan *bid-ask spread*.

KAJIAN LITERATUR

D.1. Hipotesis Pasar Efisien dan Anomali Pasar Modal

Proses terbentuknya harga pada pasar modal sangat tergantung kepada informasi yang tersedia baik di pasar itu sendiri atau di luar pasar modal. Kondisi ini secara teoritis sudah diungkapkan oleh Fama (1970) melalui sebuah teori yang sangat dikenal luas yakni teori Hipotesis Pasar Efisien. Menurut Fama (1970) seperti yang dikutip oleh Tandelilin (2001, p.113) ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien, yakni: pertama, terdapat banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit, di mana investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai dan melakukan perdagangan saham. Kedua, semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara murah dan mudah. Ketiga, informasi yang terjadi bersifat *random*. Keempat, investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut. Uraian tersebut menunjukkan pengelola pasar berkewajiban untuk mendorong perusahaan yang *listing* untuk menyediakan informasi yang diperlukan oleh investor, namun demikian investor pun senantiasa akan berusaha untuk mencari

Ketersediaan informasi di pasar modal oleh Fama menjadi dasar dalam membagi

bentuk pasar berdasarkan ketersediaan informasi, yaitu bentuk pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak form*), efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong form*), dan efisien dalam bentuk kuat (*strong form*) (Fama 1970; 1991). Pasar efisien dalam bentuk lemah menunjukkan semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasinya adalah investor tidak akan dapat memprediksi nilai pasar saham di masa yang akan datang dengan menggunakan data historis seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal. Efisien dalam bentuk setengah kuat merupakan bentuk efisiensi pasar yang lebih komprehensif karena dalam bentuk ini harga saham disamping dipengaruhi oleh data pasar (harga saham dan volume perdagangan masa lalu) juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan seperti *earning*, deviden, pengumuman *stock split*, dan lain sebagainya. Pasar efisien dalam bentuk kuat menunjukkan semua informasi baik yang terpublikasikan atau tidak terpublikasikan sudah tercermin dalam harga sekuritas saat ini. Dalam bentuk efisien kuat seperti ini tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh *return abnormal* (Tandelilin, 2001).

Pengklasifikasian bentuk pasar modal mengalami penyempurnaan yakni efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang bersifat umum untuk menguji prediktabilitas *return*. Dalam klasifikasi ini informasi mengenai pola *return* sekuritas, seperti *return* yang tinggi di bulan Januari dan hari Minggu tidak dapat digunakan untuk memperoleh *return abnormal*, dengan demikian pengujian hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah diuji dengan melakukan pengujian prediktabilitas *return*. Pengujian ini meliputi pengujian pola *return* (harian, mingguan, maupun bulanan); pengujian prediktabilitas *return* jangka pendek maupun jangka panjang serta pengujian hubungan *return* dengan karakteristik perusahaan. Sedangkan efisiensi bentuk setengah kuat

diubah menjadi *event studies* untuk mengamati pengaruh pengumuman suatu informasi terhadap perubahan harga sekuritas, dan pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat disebut sebagai pengujian *private information* (Fama, 1991).

Penyempurnaan pengklasifikasian pasar modal oleh Fama, di antaranya dipengaruhi oleh temuan De Bondt dan Thaler (1985) yang menemukan adanya ketidakteraturan (anomali) terkait dengan Hipotesis Pasar Efisien. Anomali di sini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat (*semi strong*). Pengujian berbasis ada tidaknya anomali menggunakan model pendekatan uji ke belakang (*back tested method*). Pada model pendekatan ini peneliti melakukan pengujian untuk menjawab pertanyaan bagaimana harga historis (*historical price data*) bergerak (berubah) sebagai konsekuensi dari adanya kejadian atau pengamatan. Untuk kuatnya suatu pernyataan atau bukti akan adanya anomali pasar, perlu adanya dukungan yang tidak sedikit. Artinya, beberapa penelitian harus memiliki kesimpulan yang tidak jauh berbeda satu sama lain.

Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*). Tabel di bawah ini menyajikan rangkuman lengkap tentang

berbagai macam anomali yang telah ditemukan di pasar saham:

Tabel 1. Ringkasan Anomali Pasar

No	Kelompok	Jenis	Keterangan
1.	Anomali peristiwa	a. <i>Analysts recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasikan untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun.
		b. <i>Insider trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh insiders, semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.
		c. <i>Listing</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di Bursa.
		d. <i>Value Line</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah <i>value line</i> menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi.
		e. <i>Rating Changes</i>	
2.	Anomali musiman	a. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama.
		b. <i>Week-end</i>	Harga sekuritas cenderung naik hari Jumat dan turun hari Senin.
		c. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan.
		d. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari-hari akhir tiap bulan.
		e. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai.
		f. <i>Holiday</i>	Ditemukan <i>return</i> positif pada hari terakhir sebelum liburan.
3.	Anomali perusahaan	a. <i>Size</i>	Return pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.
		b. <i>Closed-end</i>	Return pada <i>close-end funds</i> yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi.
		c. <i>Mutual funds</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan return lebih tinggi.
		d. <i>Neglect</i>	
		e. <i>Institutional</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki return lebih tinggi.
		f. <i>Holdings</i>	
4.	Anomali Akuntansi	a. <i>P/E</i>	Saham dengan <i>P/E ratio</i> rendah cenderung memiliki return yang lebih tinggi.
		b. <i>Earnings</i>	Saham dengan capaian <i>earnings</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.
		c. <i>Surprise</i>	
		d. <i>Price/Sales</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja

No	Kelompok	Jenis	Keterangan
		e. <i>Price/Book</i>	lebih baik. Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		f. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> -nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.
		g. <i>Earnings</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan <i>earnings</i> -nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.
		h. <i>Momentum</i>	

Sumber: Levy 1996: 43

Pembalikan Harga Saham

Hasil penelitian De Bondt dan Thaler (1985) telah memberikan suatu jawaban atas penyebab terjadinya anomali pasar modal. Dalam penelitiannya mereka mengemukakan dua proposisi yakni, pertama: pergerakan ekstrim dari harga-harga sekuritas akan diikuti dengan pergerakan pada arah yang berlawanan (*directional effect*). Kedua, semakin ekstrim perubahan harga pada awalnya, maka semakin ekstrim penyesuaiannya (*magnitude effect*). Proposisi tersebut selanjutnya diuji pada New York Stock Exchange (NYSE) dengan membentuk dua formasi portofolio, pertama portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mengalami *abnormal return* negatif yang disebut portofolio *loser* dan portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mengalami *abnormal return* positif yang disebut portofolio *winner*. Hasil penelitiannya menunjukkan investor bereaksi secara berlebihan terhadap informasi yang diperolehnya. Dalam hal ini, pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai positif. Sebaliknya pelaku pasar akan menetapkan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai negatif. Hasil lainnya juga ditemukan bahwa saham yang pada awalnya termasuk dalam kategori *winner* atau *loser* akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya setelah para investor menyadari bahwa *return* saham yang terjadi karena disebabkan oleh adanya reaksi berlebihan dalam merespon informasi yang diperoleh. Dengan demikian De Bondt dan Thaler (1985) mendefinisikan

reversal effect adalah efek pembalikan rata-rata *return* yang merupakan sebutan lain untuk anomali *winner-loser* yaitu kecenderungan saham yang memiliki kinerja buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja baik (*winner*) pada periode berikutnya dan begitu juga sebaliknya.

Fenomena terjadinya pembalikan harga saham juga ditemukan oleh (Banz, 1981) yang mengkaji saham-saham pada NYSE mulai tahun 1936 sampai dengan tahun 1975. Hasil penelitiannya menunjukkan kecenderungan saham-saham perusahaan kecil mempunyai *return* yang lebih tinggi dibanding saham-saham perusahaan besar. Investasi pada saham perusahaan kecil menghasilkan *return* yang lebih besar secara signifikan dibandingkan dengan *return* investasi pada perusahaan besar. Dengan kata lain, *return* perusahaan kecil cenderung relatif besar dibandingkan *return* perusahaan besar. Hasil penelitian yang sama mengenai pembalikan harga saham juga dilakukan oleh Zarowin (1989b) yang menggunakan data bulanan dari pasar saham Amerika dari bulan Oktober 1927 sampai bulan November 1985. Dengan menggunakan metode yang digunakan oleh De Bondt dan Thaler (1985), ia menemukan rata-rata *return* saham-saham *winner* melebihi saham-saham *loser* sebesar 33,5%, satu bulan sesudahnya saham-saham *loser* melebihi saham-saham *winner* 2,08% dengan demikian hal ini mengindikasikan terjadinya pembalikan harga. Namun karena *return* ini tidak disesuaikan dengan tingkat risiko maka Zarowin belum menyimpulkan adanya *short run overreaction* yang menjadi penyebab

terjadinya pembalikan harga namun ia menyimpulkan bahwa pembalikan harga justru dipengaruhi ukuran perusahaan.

Fenomena pembalikan harga selain dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, peneliti lainnya seperti Atkin & Dyl (1990) yang mempertimbangkan biaya transaksi sebagai aspek penting terhadap hasil pengujian terjadinya pembalikan harga di pasar modal. Biaya transaksi ini tercermin dalam *bid-ask spread*. *Spread* adalah selisih antara harga beli dengan harga jual pada waktu tertentu. Atkin & Dyl (1990) menguji hubungan antara pembalikan harga saham dalam jangka pendek dan *bid-ask spread* karena dua alasan. Pertama, *bid-ask spread* mencerminkan biaya transaksi minimal bagi pelaku arbitrase untuk mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan terjadinya pembalikan harga. Kedua, adanya *bid-ask spread* pada saham sebenarnya dapat menjelaskan terjadinya pembalikan harga dalam jangka pendek, karena pembalikan ini secara sederhana merupakan perpindahan transaksi pada harga beli ke transaksi pada harga jual. Hal yang sama juga dikemukakan oleh Kaul dan Nimalendran (1991) menemukan bahwa pembalikan harga saham pada perusahaan yang tercatat di NASDAQ dipengaruhi oleh *bid-ask* dalam jangka pendek.

Pengembangan Hipotesis

E.1. *Overreaction Investor dan Pembalikan Harga Saham*

Overreaction investor merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. Hipotesis ini meramalkan bahwa sekuritas yang masuk kategori *loser* yang biasanya mempunyai *return* rendah justru akan mempunyai *abnormal return* yang tinggi. Sebaliknya, sekuritas yang biasanya mempunyai *return* tinggi yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *abnormal return* yang rendah (De Bondt dan Thaler 1985). *Overreaction* investor dalam menilai suatu informasi menyebabkan saham dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah, kemudian pada saat investor menyadari kekeliruannya maka akan terjadi pergerakan saham yang berlawanan sebagai tindakan koreksi. Kondisi ini

menggambarkan suatu pembalikan arah harga saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa *overreaction* dari investor dapat diketahui melalui adanya pembalikan arah harga saham setelah munculnya suatu informasi baru. Semakin rendah pengetahuan investor terhadap efek dari informasi baru, maka semakin besar kecenderungan terjadi *overreaction*. Semakin tajam penurunan/kenaikan harga saham tersebut, maka akan semakin besar pula pembalikan harganya (W. F. De Bondt & Thaler, 1985). Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Terdapat hubungan negatif antara *overreaction* dari investor dengan fenomena pembalikan harga.

E.2. *Ukuran Perusahaan dan Pembalikan Harga Saham*

Beberapa penelitian terdahulu telah menemukan adanya hubungan antara karakteristik perusahaan dengan *abnormal return* sebagai indikator terjadinya peristiwa pembalikan harga saham. Salah satu karakteristik tersebut adalah ukuran perusahaan (*size*). Hubungan antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* masing-masing saham dapat dinyatakan sebagai suatu anomali dalam pasar efisien karena dalam pasar efisien menganggap bahwa tidak ada seorang pun investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi tentang karakteristik perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh (Banz, 1981) menemukan bukti adanya dampak ukuran perusahaan, di mana *return* yang lebih tinggi ditemukan pada saham-saham perusahaan kecil. Selain Banz (1981), peneliti lainnya yang mengkaji pembalikan harga saham dilihat dari aspek ukuran perusahaan adalah Zarowin (1990). Menurut Zarowin (1990) ukuran perusahaan didefinisikan sebagai ukuran perusahaan atau nilai pasar dari ekuitas perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, biasanya informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak. Dalam kaitannya dengan fenomena pembalikan

harga, semakin besar ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin kecil pada hari pembalikan harga. Sedangkan semakin kecil ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin besar pada hari pembalikan harga. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap pembalikan harga saham.

E.3. Likuiditas Saham dan Pembalikan Harga Saham

Likuiditas saham diartikan sebagai ukuran jumlah transaksi suatu saham tertentu dengan volume perdagangan saham di pasar modal dalam periode tertentu. Jadi, semakin likuid saham berarti jumlah atau frekuensi transaksi semakin tinggi, hal tersebut menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi. Minat yang tinggi dimungkinkan karena saham yang likuiditasnya tinggi memberikan kemungkinan lebih tinggi untuk mendapatkan *return* dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah, sehingga tingkat likuiditas saham biasanya akan mempengaruhi harga saham yang bersangkutan.

Dalam kaitannya dengan *overreaction hypothesis*, suatu hari penurunan harga besar-besaran mungkin dihubungkan dengan tekanan penjualan yang kuat, para *supplier* likuiditas dalam merespon tekanan penjualan itu mungkin masuk ke pasar dan membeli saham yang biasanya tidak akan mereka beli. Mereka menanggung risiko dan mengadakan biaya transaksi dalam antisipasinya terhadap perolehan laba (*earning profit*) dari pembalikan harga saham. Besarnya *return* pembalikan tergantung pada elastisitas harga jangka pendek. Semakin likuid suatu saham, dalam arti mudah untuk ditransaksikan, maka derajat pembalikan harga yang terjadi akan semakin cepat (Cox & Peterson, 1994).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃ : Likuiditas saham memiliki pengaruh terhadap pembalikan harga saham.

E.4. Bid-Ask Spread dan Pembalikan Harga Saham

Bid-ask spread merupakan selisih harga beli tertinggi di mana pedagang saham bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah yang *trader* bersedia menjual saham tersebut (Stoll, 1989). Secara konseptual *bid-ask spread* adalah kompensasi ekonomi yang diberikan kepada *market maker* atas pelayanan/jasanya. Kaul dan Nimalendran (1991) menjelaskan bahwa besarnya *bid-ask spread* mencerminkan risiko sebuah saham, semakin besar *spread* mencerminkan biaya semakin besar yang pada akhirnya akan menurunkan minat investor pada saham tersebut. Dalam kondisi pasar modal yang efisien, di mana harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru, maka rentang tawar-menawar harga saham akan mengalami penurunan. Secara ringkas, jika suatu peristiwa dianggap sebagai informasi positif dalam pasar modal yang efisien maka saham tersebut akan diminati investor. Hal ini akan menyebabkan peningkatan likuiditas dan menurunkan persentase *bid-ask spread*, sehingga hal tersebut akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham. Dalam kaitannya dengan hipotesis reaksi berlebihan, suatu hari penurunan harga besar-besaran mungkin dihubungkan dengan tekanan penjualan yang kuat, meningkatkan probabilitas bahwa penutupan transaksi pada *bid price* (harga penawaran/harga yang bersedia dibayar oleh pembeli), dalam arti penyebab pembalikan hari berikutnya diakibatkan *bid-ask bounce* (Stoll 1989; Kaul dan Nimalendran 1991). Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄ : *Bid-ask spread* memiliki pengaruh terhadap pembalikan harga saham.

METODOLOGI PENELITIAN

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pembalikan harga saham yakni fenomena perubahan arah harga saham setelah terjadinya suatu perubahan besar dalam harga saham baik berupa kenaikan maupun penurunan harga saham (W. F. De Bondt & Thaler, 1985). Formulasi yang digunakan untuk mengetahui terjadinya pembalikan harga dengan menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^t AR_{i,t} \dots \dots \dots (\text{Rumus 1})$$

CAR_{i,t} adalah *cumulative abnormal return* saham ke-i pada hari/periode ke-t, yang diakumulasi dari *abnormal return* saham i mulai dari awal periode peristiwa sampai periode ke-t, sedangkan AR_{i,t} adalah *abnormal return* saham i pada hari t.

Variabel independen dalam penelitian ini di antaranya *overreaction* yaitu reaksi yang berlebihan dari investor terhadap harga saham, karena adanya suatu informasi baik atau buruk De Bondt dan Thaler (1985). Menurutnya, reaksi investor yang berlebihan terhadap harga saham dapat dikenali melalui besarnya arah pembalikan harga terhadap perubahan harga yang terjadi sebelumnya dan ada tidaknya informasi yang mendahului terjadinya kenaikan/penurunan harga saham. Korelasi antara *abnormal return* pada saat terjadinya pembalikan harga dengan *abnormal return* pada saat kenaikan/penurunan harga secara besar-besaran akan menunjukkan hubungan keberadaan reaksi investor yang berlebihan dengan peristiwa pembalikan harga. Formulasi *abnormal return* menurut Jogyanto (2008) yakni :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \dots \dots \dots (\text{Rumus 2})$$

AR_{i,t} merupakan *Abnormal Return* saham ke-i pada periode ke-t, dan R_{i,t} adalah *Actual Return* saham ke-i pada periode ke-t, sedangkan ER_{i,t} adalah *Expected Return* saham ke-i pada periode ke-t.

Dalam melakukan penelitian untuk membuktikan adanya fenomena pembalikan harga dan *overreaction* pasar modal di BEI, peneliti menggunakan metode dan cara perhitungan yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) dalam melakukan formasi dan observasi atau pengujian perilaku *return* dari portfolio tersebut. Peneliti membagi lamanya periode penelitian menjadi 3 periode penelitian (rentang waktu), yaitu 1 tahun, 6 bulan dan 3 bulan untuk masing-masing periode, baik itu periode formasi dan observasi portfolio. Adapun tahapan dalam menghitung nilai CAR dan AR di atas, dijelaskan sebagai berikut:

Menghitung *return* harian dari harga saham yang ada selama periode pembentukan yaitu selama triwulan, semester, dan tahunan dengan rumus:

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

Di mana:

- R_{j,t} = *return* saham ke-j pada hari ke-t
- P_{j,t} = harga saham ke-j pada hari ke-t
- P_{j,t-1} = harga saham ke-j pada hari ke-t-1

Menghitung *return* pasar harian, dengan rumus:

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (\text{Rumus 4})$$

Di mana:

- R_{m,t} = return pasar pada hari ke-t
- IHSG_t = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t
- IHSG_{t-1} = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t-1

Menghitung *abnormal return* saham harian yaitu dengan rumus:

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t} \dots \dots \dots (\text{Rumus 5})$$

Di mana:

- AR_{j,t} = *Abnormal return* saham ke-j pada hari ke-t

$$R_{j,t} = \text{Return saham ke-}j \text{ pada hari ke-}t$$

$$R_{m,t} = \text{Return pasar pada hari ke-}t$$

$$\Delta ACAR_t = ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t}$$

.....(Rumus 8)

Mengkumulatikan *return* selama tiga bulan dan satu tahun tersebut (*formation period*) untuk membentuk CAR triwulan, semester:

$$CAR_{j,t} = \sum AR_{j,t}$$

Di mana:

$CAR_{j,t}$ = *Cumulative Abnormal Return* saham ke-*j* selama *t* triwulan, semester, dan tahun ke-*t*, di mana *t* = 1,2,3 ...

$AR_{j,t}$ = *Abnormal Return* saham ke-*j* selama *t* triwulan, semester, dan tahun ke-*t*, di mana *t* = 1,2,3 ...

Setelah CAR portofolio *winner* dan *loser* diperoleh, maka tahap selanjutnya adalah mencari *abnormal profit* yang ada. *Abnormal profit* ini diperoleh dengan cara mengurangi CAR *portofolio loser* dengan CAR *portofolio winner* selama periode observasi.

Menghitung rata-rata CAR (ACAR) portofolio *winner*. ACAR dengan rumus:

$$ACAR_{W,t} = \frac{\sum CAR_{W,n,t}}{N} \text{ (Rumus 6)}$$

$$ACAR_{L,t} = \frac{\sum CAR_{L,n,t}}{N} \text{ (Rumus 7)}$$

Di mana:

$ACAR_{W,t}$ = *average CAR* portofolio *winner* pada hari ke-*t*

$ACAR_{L,t}$ = *average CAR* portofolio *loser* pada hari ke-*t*

$CAR_{W,n,t}$ = CAR *portofolio winner* pada hari ke-*t* pada replikasi ke-*n*

$CAR_{L,n,t}$ = CAR *portofolio loser* pada hari ke-*t* pada replikasi ke-*n*

N = jumlah replikasi

Menghitung selisih CAR portofolio *loser* dengan CAR portofolio *winner* dengan rumus:

Di mana :

$\Delta ACAR_t$ = selisih antara $ACAR_{L,t}$ dengan $ACAR_{W,t}$ pada hari ke-*t*

$ACAR_{W,t}$ = rata-rata CAR *portofolio winner* pada hari ke-*t*

$ACAR_{L,t}$ = rata-rata CAR *portofolio loser* pada hari ke-*t*

Menghitung t-statistic untuk menguji tingkat signifikansi selisih nilai ACAR *loser* dan ACAR *winner*.

Menarik kesimpulan ada tidaknya anomali *winner- loser* dengan menafsirkan pada suatu kriteria berikut ini:

- a. Terjadi reaksi berlebihan pada saham *winner*, apabila $ACAR_{W,t} < 0$
- b. Terjadi reaksi berlebihan pada saham *loser*, apabila $ACAR_{L,t} > 0$
- c. Terjadi reaksi berlebihan, apabila $ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$

Variabel independen kedua adalah ukuran perusahaan yang didefinisikan sebagai nilai pasar dari ekuitas perusahaan (Zarowin, 1990). Ukuran perusahaan diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \frac{\text{Harga saham} \times \text{Volume saham yang beredar}}{\dots\dots\dots} \text{ (Rumus 9)}$$

Variabel independen berikutnya adalah likuiditas saham, di mana likuiditas saham merupakan volume perdagangan saham yang terjadi di pasar modal (Cox & Peterson, 1994) yang diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Likuditas Saham} = \frac{\text{Volume Penjualan Saham}}{\dots\dots\dots} \text{ (Rumus 10)}$$

Variabel independen terakhir adalah *bid-ask spread* merupakan selisih harga beli tertinggi yang *trader* (pedagang saham) bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah yang *trader* bersedia menjual saham tersebut (Stoll, 1989). Variabel yang akan digunakan untuk menguji pengaruh efek *bid-ask* terhadap fenomena pembalikan harga

$$Y_{it} = (\alpha_1 + \alpha_i) + \alpha_2 X_{2it} + \alpha_3 X_{3it} + \epsilon_{it}$$

Rumus 13

Di mana:

$i = 1, 2, \dots, k$

$t = 1, 2, \dots, n$

Persamaan di atas memperlihatkan bahwa intersep dari model terdiri dari koefisien tetap sebesar β_1 ditambah ϵ_i yang menyatakan adanya keacakan untuk pada setiap observasi mempresentasikan karakteristik observasi, di mana ϵ_i memiliki rata-rata dan varians σ_{ϵ}^2 . Akibatnya, keacakan dari persamaan tersebut menjadi $\alpha_i + \mu_{it}$. Akibatnya persamaan persamaan tersebut dapat ditulis kembali sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 X_{2it} + \alpha_3 X_{3it} + \alpha_{it}, \text{ di mana, } \alpha_{it} = \alpha_i$$

$$+ \epsilon_{it}$$

Rumus 14

Dengan demikian model yang disusun adalah sebagai berikut:

$$PHS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ukr_{it} + \alpha_2 Lik_{it} + \alpha_3 Bid_{it} + \alpha_{it}$$

Rumus 15

Di mana:

i = Jumlah Emiten pada Indeks LQ-45

t = Deret waktu (bulan selama tahun 2011–2013)

Hipotesis tersebut diuji dengan menggunakan kriteria: Bila t-hitung > t-tabel, maka H_0 ditolak, jika sebaliknya H_0 diterima, atau Bila

PHS_{it} = Pembalikan Harga Saham ke-i dan waktu ke-t

Bid_{it} = Bid-ask saham ke-i dan waktu ke-t

Ukr_{it} = Ukuran perusahaan ke-i dan waktu ke-t

Lik_{it} = Likuiditas saham ke-i dan waktu ke-t

α_{it} = Efek spesifik individu yang unobservable

Guna mengetahui apakah model *fixed effect* lebih baik dari model *random effect*, digunakan uji *Hausman* (Juanda dan Junaidi, 2012, p. 184). Dengan menggunakan kriteria Wald, nilai statistik Hausman ini akan mengikuti distribusi *chi-square* sebagai berikut:

$$W = \chi^2 [K] = [\alpha, \alpha_{GLS}]' [\alpha - \alpha_{GLS}]$$

Rumus 16

Dalam menentukan apakah model yang akan digunakan adalah *random effect* atau *fixed effect* disusun hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect* yang paling cocok

H_1 : *Fixed Effect* yang paling cocok

Hipotesis nol ditolak jika nilai statistik Hausman lebih besar daripada nilai statistik *chi-square* (χ^2) atau *p-value* < α (Juanda dan Junaidi, 2012, p. 197). Pengujian ini dilakukan untuk melihat signifikansi pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat. Berikut ini hipotesis statistik yang akan diuji dalam model:

H_0 : $\alpha_i = 0$, artinya X_i tidak berpengaruh terhadap Y .

H_1 : $\alpha_i \neq 0$, artinya X_i berpengaruh terhadap Y .

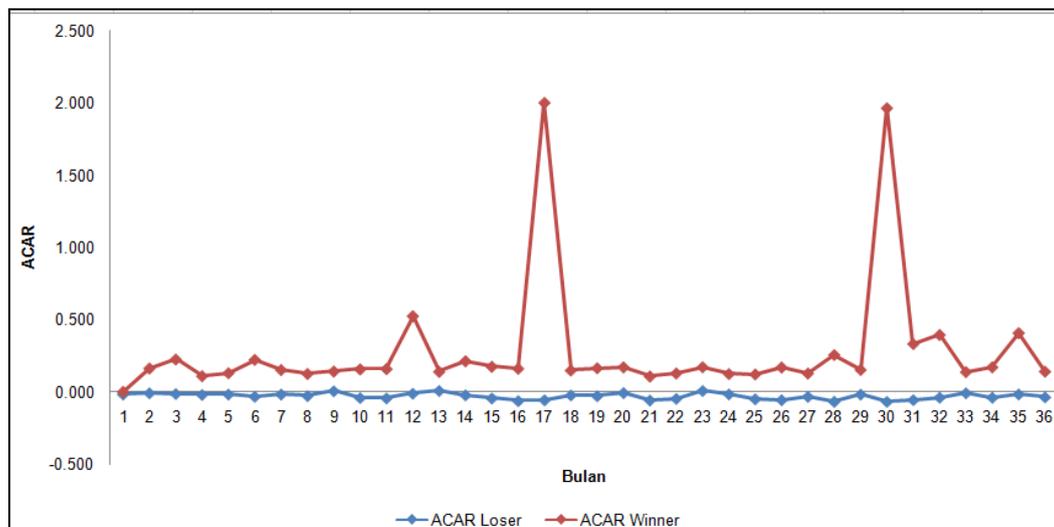
probability value < α (5%), maka H_0 ditolak, jika sebaliknya H_0 diterima.

Setelah dilakukan pengujian hipotesis, selanjutnya dapat ditentukan nilai determinasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dengan menggunakan nilai *R-Square* (R^2) dan *Adjusted R Square* (Adj. R^2). Kedua nilai tersebut disebut juga sebagai koefisien determinasi. Koefisien ini menjelaskan berapa besar proporsi variasi dalam variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebas secara bersama-sama. Nilai ini menunjukkan seberapa dekat garis regresi yang kita estimasi dengan data yang sesungguhnya. Nilai R^2 berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Semakin besar nilai R^2 semakin baik model regresi tersebut.

HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL DAN PEMBAHASAN

Seperti apa yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) dalam penelitiannya, ia melakukan pengujian ada tidaknya peristiwa pembalikan harga yang disebabkan oleh anomali *overreaction* adalah dengan membagi kelompok saham yang diamati menjadi kelompok *loser* maupun *winner*. Menurutnya ciri dari saham *loser* adalah saham dengan *return* negatif sedangkan saham *winner* adalah saham dengan *return* positif. Berikut ini adalah gambaran dari pola saham-saham *loser* dan *winner* yang termasuk dalam kategori LQ-45 selama periode pengamatan bulanan selama tahun 2011 sampai dengan tahun 2013:



Gambar 1. Pola Saham – Saham *Winner* dan *Loser* pada Periode Formasi)
 Sumber : Hasil Pengolahan Data dengan MS. Excel, tahun 2014

Mencermati pengelompokan saham tersebut, nampak bahwa pola yang ekstrim terjadi pada kategori saham *winner*, di mana enam bulan tertentu *return* saham mengalami fluktuasi yang ekstrim. Hal ini menunjukkan bahwa dalam periode tersebut dimungkinkan saham mengalami kenaikan dan penurunan harga yang ekstrim. Berbeda dengan saham

Boleh jadi kedua pola tersebut mengindikasikan terjadinya pembalikan harga atau *overreaction* dari investor pada periode yang ekstrim tersebut. Namun karena dalam penelitian ini mengacu kepada langkah-

pada kategori *winner*, justru saham pada kategori *loser* justru tidak terlalu menunjukkan pola yang ekstrim, akan tetapi bila diperhatikan pada bulan-bulan tertentu *return* saham melebihi batas nol dan mendekati satu.

langkah yang dilakukan De Bondt dan Thaler (1985), maka untuk menentukan secara lebih akurat pola grafik tersebut akan dibandingkan dengan hasil perhitungan dan analisis pembalikan harga saham dan *overreaction*

para investor seperti yang telah dikemukakan dalam metodologi penelitian.

Sesuai dengan rancangan hipotesis, peristiwa pembalikan harga dapat diketahui salah satunya dari interaksinya dengan *overreaction* investor. Salah satu teknik yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui terjadi tidaknya *overreaction* investor saham LQ-45 dengan periode pengamatan *abnormal return* saham per bulan dalam kurun waktu tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 digunakan teknik yang

digunakan oleh De Bondt dan Thaler (1985) yakni dengan melihat nilai ACAR saham *winner* maupun *loser*. Tabel 2 memperlihatkan *overreaction* dari investor terjadi hanya pada kelompok saham *loser* pada bulan Oktober 2011, Februari dan Desember 2012. Hal ini menunjukkan pada bulan-bulan tersebut telah terjadi suatu kepanikan pasar dalam merespon informasi yang beredar, di mana telah terjadi reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal

Tabel 2. Hasil Deteksi Overreaction di BEI atas Saham LQ-45 Tahun 2011–2013

Bulan	ACAR			Pengujian Overreaction		
	Loser	Winner	Selisih	$ACAR_{L,t} > 0$	$ACAR_{W,t} < 0$	$ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$
1	-0.016	0.000	-0.016	NOr	Or	NOr
2	-0.007	0.163	-0.170	NOr	Nor	NOr
3	-0.012	0.225	-0.237	NOr	Nor	NOr
4	-0.019	0.109	-0.128	NOr	Nor	NOr
5	-0.016	0.130	-0.146	NOr	NOr	NOr
6	-0.032	0.222	-0.254	NOr	NOr	NOr
7	-0.016	0.152	-0.168	NOr	NOr	NOr
8	-0.027	0.124	-0.151	NOr	NOr	NOr
9	0.008	0.142	-0.134	Or	NOr	NOr
10	-0.041	0.156	-0.197	NOr	NOr	NOr
11	-0.043	0.158	-0.202	NOr	NOr	NOr
12	-0.010	0.524	-0.534	NOr	NOr	NOr
13	0.010	0.139	-0.129	Or	NOr	NOr
14	-0.022	0.212	-0.234	NOr	NOr	NOr
15	-0.044	0.174	-0.218	NOr	NOr	NOr
16	-0.063	0.161	-0.224	NOr	NOr	NOr
17	-0.057	2.001	-2.058	NOr	NOr	NOr
18	-0.022	0.149	-0.171	NOr	NOr	NOr
19	-0.028	0.164	-0.192	NOr	NOr	NOr
20	-0.006	0.170	-0.176	NOr	NOr	NOr
21	-0.058	0.107	-0.165	NOr	NOr	NOr
22	-0.047	0.128	-0.175	NOr	NOr	NOr
23	0.009	0.171	-0.162	Or	NOr	NOr
24	-0.015	0.124	-0.138	NOr	NOr	NOr
25	-0.050	0.121	-0.171	NOr	NOr	NOr
26	-0.056	0.170	-0.226	NOr	NOr	NOr
27	-0.032	0.127	-0.159	NOr	NOr	NOr
28	-0.068	0.256	-0.324	NOr	NOr	NOr
29	-0.017	0.153	-0.169	NOr	NOr	NOr

Bulan	ACAR			Pengujian <i>Overreaction</i>		
	Loser	Winner	Selisih	$ACAR_{L,t} > 0$	$ACAR_{W,t} < 0$	$ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$
30	-0.068	1.964	-2.032	NOr	NOr	NOr
31	-0.056	0.332	-0.388	NOr	NOr	NOr
32	-0.038	0.394	-0.432	NOr	NOr	NOr
33	-0.007	0.137	-0.144	NOr	NOr	NOr
34	-0.039	0.171	-0.210	NOr	NOr	NOr
35	-0.015	0.408	-0.423	NOr	NOr	NOr
36	-0.036	0.141	-0.177	NOr	NOr	NOr

Ket : Or = *Overreaction*, NOr = *Not Overreaction*

Temuan yang menunjukkan adanya *overreaction* dari investor pada bagian lain menggambarkan sekuritas yang masuk kategori loser yang biasanya mempunyai return rendah justru akan mempunyai abnormal return yang tinggi. Sebaliknya, saham yang biasanya mempunyai return tinggi yang masuk kategori winner justru akan memperoleh abnormal return yang rendah. *Overreaction* dari investor dalam menilai suatu informasi menyebabkan saham dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah, kemudian pada saat investor menyadari kekeliruannya maka akan terjadi pergerakan saham yang berlawanan sebagai tindakan koreksi. Kondisi ini menggambarkan suatu pembalikan arah harga saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa *overreaction* dari investor dapat

diketahui melalui adanya pembalikan arah harga saham setelah munculnya suatu informasi baru. Semakin rendah pengetahuan investor terhadap efek dari informasi baru, maka semakin besar kecenderungan terjadi *overreaction*. Semakin tajam penurunan/kenaikan harga saham tersebut, maka akan semakin besar pula pembalikan harganya (W. F. De Bondt & Thaler, 1985). Selanjutnya guna memperoleh bukti empiris lainnya secara statistika apakah telah terjadi peristiwa pembalikan harga pada periode tersebut, berikut ini hasil perhitungan korelasi antara nilai abnormal return dan nilai cumulative abnormal return pada tiga bulan pengamatan yang diindikasikan memiliki gejala *overreaction* dari investor:

Tabel 3. Korelasi antara CAR dan AR

		CAR	AR
CAR	Pearson Correlation	1	-.452*
	Sig. (2-tailed)		.046
	N	77	77
AR	Pearson Correlation	-.452*	1
	Sig. (2-tailed)	.046	
	N	77	77

Menyimak Tabel 3, korelasi antara CAR dan AR memiliki korelasi negatif signifikan yang mengindikasikan bahwa telah terjadi *overreaction* yang diikuti dengan peristiwa pembalikan harga. Adanya korelasi negatif antara CAR dan AR pada bagian lain menunjukkan semakin turun harga suatu

saham maka akan semakin besar pembalikan harga pada periode berikutnya.

Temuan penelitian yang menunjukkan adanya *overreaction* yang diikuti oleh peristiwa pembalikan harga sejalan dengan temuan De Bondt dan Thaler (1985), Pasaribu (2011), Yull dan Kirmizi (2012), Latjuba dan

Pasaribu (2013). Mengingat *overreaction* dan terjadinya pembalikan harga hanya terjadi pada saham-saham yang berkategori *loser*, maka perhitungan regresi dalam rangka

menguji hipotesis kedua dan ketiga hanya dilakukan ada saham-saham yang berkategori *loser* saja. Berikut hasil perhitungan regresi yang dimaksud:

Tabel 4. Regresi *Random Effect* Ukuran Perusahaan, Likuiditas Saham, dan Bid-Ask Spread terhadap Pembalikan Harga Saham

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-2.551	2.786		-.916	.363
1 SIZE	.513	.500	.137	1.025	.309
LIK	-.085	.371	-.030	-.228	.820
BA	-.747	2.839	-.031	-.263	.793

a. Dependent Variable: CAR

Hasil perhitungan regresi menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan likuiditas saham maupun *bid-ask spread* terbukti tidak berpengaruh terhadap pembalikan harga saham. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985), begitu pula dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia, di antaranya oleh Yull dan Kirmizi (2012), Latjuba dan Pasaribu (2013), dan (Octavio & Lantara, 2014) yang menyatakan bahwa pembalikan harga terjadi karena reaksi investor yang berlebihan, dan menentang hasil penelitian Zarowin (1989b; 1990) yang menemukan bahwa pembalikan harga ditentukan oleh persepsi investor terhadap perusahaan yang dilihat dari sisi ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, biasanya informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak. Dalam kaitannya dengan fenomena pembalikan harga saham, semakin besar ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin kecil pada hari pembalikan harga. Sedangkan semakin kecil ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin besar pada hari pembalikan harga (Zarowin, 1990).

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, diperoleh bukti empiris: pertama, terdapat peristiwa pembalikan harga pada saham-saham dalam kategori *loser* kelompok saham LQ-45 dalam bulan Oktober 2011, Februari 2012, dan Desember 2012. Terjadinya pembalikan harga saham, hasil penelitian menunjukkan adanya *overreaction* dari investor. Kedua, baik secara parsial maupun simultan hasil penelitian menunjukkan tidak terbukti adanya pengaruh antara ukuran perusahaan, likuiditas, dan *bid-ask spread* terhadap peristiwa pembalikan harga saham pada saham-saham *loser*. Temuan yang kedua ini menunjukkan bahwa untuk saham-saham LQ-45, para investor tidak lagi melihat perkembangan karakteristik perusahaan sebagai faktor penentu dalam pengambilan keputusan dalam investasi saham, akan tetapi dimungkinkan para investor lebih tertarik untuk menentukan keputusan berdasarkan informasi yang dimilikinya atau menentukan keputusan jual atau beli saham dengan cara mengikuti petunjuk dari para analis atau dari sesama investor baik investor perseorangan maupun institusional.

Implikasi secara teoritis dari hasil penelitian memiliki keterkaitan dengan masalah literasi investor mengenai investasi

yang dimilikinya terutama berkaitan dengan pemahaman mengenai informasi baik makro maupun mikro yang sekiranya berdampak pada investasinya. Semakin rendah pengetahuan investor terhadap efek dari informasi baru, maka semakin besar kecenderungan terjadi *overreaction* yang pada gilirannya berdampak pada terjadinya peristiwa pembalikan harga saham setelah mereka menyadari adanya kekeliruan dalam pengambilan keputusannya. Implikasi secara manajerial dari hasil penelitian ini mengacu pada perlunya melakukan strategi kontrarian oleh para investor. Strategi menyarankan kepada investor untuk membeli saham-saham yang mengalami penurunan besar pada satu hari perdagangan dan kemudian menjualnya pada masa terjadi pembalikan yakni saat di mana saham yang semula merupakan saham *loser* menjadi saham dalam kategori *winner*. Pada bagian lain strategi kontrarian ini bagi para peneliti selanjutnya.

Penelitian ini terbatas pada saham-saham yang termasuk dalam kategori Iq-45. Tentunya hasil penelitian ini tidak bisa digeneralisasi untuk menilai perilaku pembalikan harga dan *overreaction* dari investor pada entitas bursa efek Indonesia. Oleh karenanya disarankan untuk penelitian mendatang dilakukan pada semua saham yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Keterbatasan yang kedua, variabel penyebab yang diamati terbatas pada variabel ukuran perusahaan, likuiditas saham dan *bid-ask spread*. Sementara hasil penelitian menunjukkan ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap peristiwa pembalikan harga. Oleh karenanya peneliti menyarankan untuk dilakukan penelitian tentang pembalikan harga namun diuji dengan berbagai komponen yang dinilai mewakili anomali peristiwa, anomali musiman, anomali perusahaan, dan anomali akuntansi (Levy 1996: 436).

DAFTAR PUSTAKA

Banz, R. W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9, 3–18.
 Bondt, W. F. M. De, & Thaler, R. H. (1990). Do

Security Analysts Overreact? *The American Economic Review*, 80(2), 52–58.

- Clements, A., Drew, M. E., Reedman, E. M., & Veeraraghavan, M. (2006). The Death of The Overreaction Anomaly? A Multifactor Explanation of Contrarian Returns. In *The 18th Australian Finance & Banking Conference* (pp. 1–12). Brisbane, Australia: QUT School of Economics and Finance.
- Cox, D. R., & Peterson, D. R. (1994). Stock Returns Following Large One Day Declines: Evidence on Short Term Reversals and Longer Term Performance. *The Journal of Finance*, XLII(1), 255–267.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does The Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Dinawan, M. R. (2007). *Analisis Overreaction Hypothesis, dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas dan Bid-Ask Spread terhadap Fenomena Price Reversal di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Diponegoro.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. New York: Pearson Education.
- Juanda, B., & Junaidi. (2012). *Ekonometrika Deret Waktu: Teori dan Aplikasi*. Bogor, Indonesia: IPB Press.
- Kaul, G., & Nimalendran, M. (1991). Price Reversals: Bid-Ask Errors or Market Overreaction? *Journal of Financial Economics*, 28(1990), 67–93.
- Latjuba, R. P., & Pasaribu, R. B. F. (2013). Efek Bid-Ask, Firm Size dan

- Likuiditas dalam Fenomena Price Reversal Saham Winner dan Loser Kelompok Entitas Indeks LQ-45 Periode 2009-2011 di Bursa Efek Indonesia. In *Proceeding PESAT (Psikologi, Ekonomi, Sastra, Arsitektur, dan Teknik Sipil)* (Vol. 5, pp. 8–9). Bandung, Indonesia.
- Octavio, D. Q., & Lantara, I. W. N. (2014). Market Overreaction, Size Effect atau Liquidity Effect? Studi pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 8(1), 11–17.
- Park, J. (1995). A Market Microstructure Explanation for Predictable Variations in Stock Return Following Large Price Changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(2), 241–256.
- Pasaribu, R. B. F. (2011). Anomali Overreaction di Bursa Efek Indonesia : Case Study of LQ 45 Stocks. *Journal of Economics and Business*, 5(2), 1–42.
- Stoll. (1989). Inferring The Components of The Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. *Journal of Finance*, 44, 115–134.
- Suryawijaya, M. A. (2003). Ketidakrasionalan Investor di Pasar Modal. In *Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar pada Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada* (pp. 1–39). Yogyakarta, Indonesia: Universitas Gadjah Mada.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta, Indonesia: BPFY Yogyakarta.
- Yull, E., & Kirmizi. (2012). Analisis Overreaction Hypothesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-ask spread , dan Likuiditas Saham terhadap Fenomena Price Reversal (Studi Empiris pada Perusahaan yang terdaftar di BEI). *Pekbis Jurnal*, 4(1), 1–16.
- Zarowin, P. (1989a). Does the Stock Market Overreact to Corporate Earning Information? *The Journal of Finance*, 44(5), 1385–1399.
- Zarowin, P. (1989b). Short-Run Market Overreaction : Size and Seasonality Effects. *Journal of Portfolio Management*, 15(3), 26–29.
- Zarowin, P. (1990). Size , Seasonality, and Stock Market Overreaction. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 113–125.