

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif Sampel

Jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari awal Januari 2007 dan tidak mengalami *delisting* sampai akhir Desember 2007 berjumlah 357. Untuk jumlah hari perdagangan aktif di bursa sepanjang tahun 2007 berjumlah 246 hari. Pemilihan sampel dilakukan setiap harinya terhadap saham-saham yang mengalami perubahan persentase harga tertinggi dalam satu hari perdagangan aktif. Yakni 1 saham yang mengalami persentase peningkatan harga tertinggi yang kemudian akan dimasukkan ke dalam kelompok sampel *winners*, dan 1 saham yang mengalami persentase penurunan harga tertinggi yang kemudian akan dimasukkan ke dalam kelompok sampel *losers*. Sehingga akan diperoleh 246 jumlah sampel *winners* dan 246 jumlah sampel *losers* selama periode penelitian tahun 2007 setelah melakukan berbagai penyeleksian sampel. Statistik deskriptif untuk memberikan gambaran data-data saham *winners* dan *losers* diringkas pada tabel 4.1 dibawah ini:

Tabel 4.1 Statistik deskriptif sampel *winners* dan *losers*

Statistik Deskriptif				
N=246				
	Winners		Losers	
	Variabel		Variabel	
	AR saat t=0	Kapitalisasi pasar	AR saat t=0	Kapitalisasi pasar
Median	47.74%	73,000,000,000	-31.99%	94,200,000,000
Rata-rata	52.22%	814,000,000,000	-32.98%	385,000,000,000
Minimum	3.34%	2,140,000,000	-77.07%	4,120,000,000
Maksimum	120.59%	60,800,000,000,000	-7.88%	11,200,000,000,000
Std. Dev	20.44%	5,130,000,000,000	9.30%	1,000,000,000,000

Sumber: Hasil olahan Excel

Dapat dilihat di tabel 4.1 diatas bahwa untuk kelompok sampel saham *winners*, variabel pengembalian abnormalnya pada saat *event day* memiliki nilai tengah (median) sebesar 47,74%, rata-rata (*mean*) sebesar 52,22%, nilai minimum 3,34%, nilai maksimum 120,59%, dan standar deviasi sebesar 20,44%. Sedangkan

untuk sampel kelompok saham *losers*, memiliki nilai tengah -31,99%, rata-rata -32,98%, nilai minimum -77,07%, nilai maksimum -7,88%, dan standar deviasi sebesar 9,30%. Berdasarkan nilai standar deviasi, dapat disimpulkan bahwa pengembalian abnormal kelompok saham *winner*s lebih fluktuatif dibandingkan dengan *losers*.

Untuk variabel nilai kapitalisasi pasar yang digunakan sebagai acuan pengukuran skala perusahaan, kelompok sampel *winner*s mempunyai nilai tengah sebesar Rp. 73 milyar, rata-rata sebesar Rp. 814 milyar, minimum Rp. 2,14 milyar, maksimum Rp. 60,8 triliun, dan memiliki standar deviasi sebesar Rp. 5,13 triliun. Sedangkan untuk kelompok sampel *losers* memiliki nilai tengah Rp. 94,2 milyar, rata-rata sebesar Rp. 385 milyar, nilai minimum Rp. 4,12 milyar, maksimum Rp. 11,2 triliun, dan standar deviasi Rp. 1 triliun. Berdasarkan nilai rata-rata kapitalisasi pasar, dapat disimpulkan bahwa secara umum terdapat kecenderungan bahwa saham-saham *losers* mempunyai ukuran perusahaan yang lebih kecil dibandingkan dengan saham *winner*s. Kecenderungan bahwa saham-saham *losers* ukuran atau skalanya lebih kecil, konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya, seperti penelitian oleh Zarowin (1990) dan Yuba (2006).

4.2 Pengujian Hipotesis

4.2.1 Pengujian hipotesis pertama

Hipotesis pertama dalam penelitian ini ingin menguji apakah terdapat fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007. *Overreaction* dapat dikatakan terjadi di bursa apabila terjadi pembalikan harga pada saham-saham setelah mengalami perubahan ekstrem harga. Pembalikan harga terjadi jika saham bergerak berkebalikan dengan tren pergerakan sebelumnya, dan biasanya terjadi setelah suatu informasi tertentu. Pengujian akan dilakukan secara terpisah antara kelompok sampel *winner*s dan *losers*.

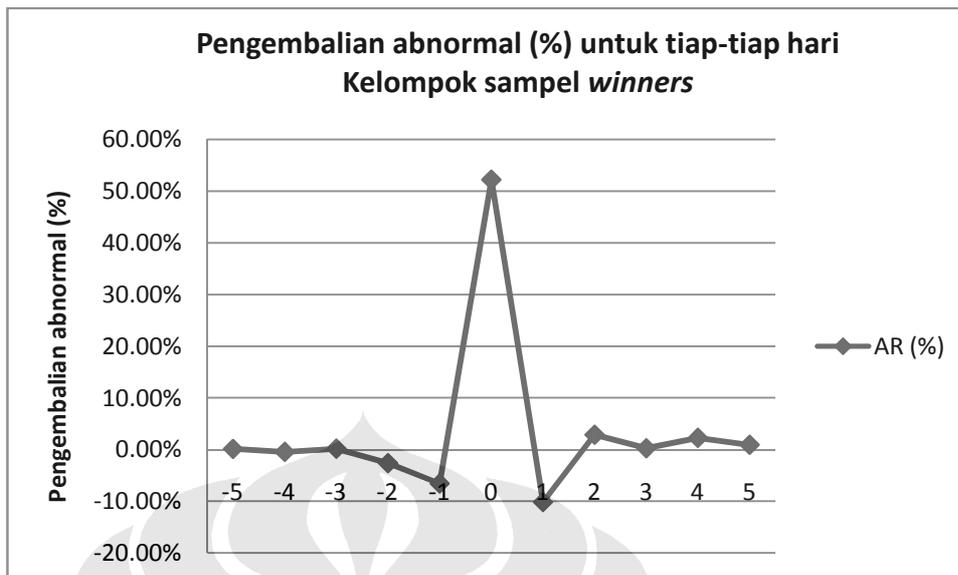
4.2.1.1 Kelompok saham *winner*sTabel 4.2 Pengembalian abnormal kelompok saham *winner*s

Rata-rata Pengembalian Abnormal Harian				
N=246				
Winners				
Hari (t)	AR (%)	t-value	Sig.(2-tailed)	AR Ratio (%)
-5	0.16%	0.16	0.87235	44.72%
-4	-0.43%	-0.54	0.59184	42.28%
-3	0.20%	0.21	0.83160	45.53%
-2	-2.60%	-3.09	0.00224	39.02%
-1	-6.54%	-6.90	0.00000	30.89%
0	52.22%*	40.07	0.00000	100.00%
+1	-10.13%*	-8.73	0.00000	27.64%
+2	2.89%	2.19	0.02941	47.56%
+3	0.28%	0.20	0.84053	38.62%
+4	2.29%	1.68	0.09465	46.34%
+5	0.94%	0.69	0.49368	40.24%

*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.

Sumber: Hasil olahan SPSS

Tabel 4.2 diatas menunjukkan hasil pengujian pengembalian abnormal harian untuk kelompok saham *winner*s dengan periode pengamatan 5 hari sebelum *event day* (t-5) sampai 5 hari setelah *event day* (t+5). Pengembalian abnormal sebelum *event day* (t=0) relatif berfluktuasi dengan 2 hari terakhir sebelum *event day* nilainya selalu negatif, yakni -2,60% pada 2 hari sebelumnya dan -6,54% pada 1 hari sebelumnya. Secara rata-rata kelompok saham *winner*s menghasilkan pengembalian abnormal sebesar 52,22% pada saat *event day* dan sangat signifikan secara statistik. Dapat dilihat pula bahwa telah terjadi pembalikan harga segera setelah terjadi peningkatan persentase harga terbesar, yakni pada saat t+1 yang menghasilkan pengembalian abnormal sebesar -10,13% dan signifikan secara statistik. Namun pembalikan harga yang negatif pada saat t+1 tersebut, tidak diikuti pada hari-hari selanjutnya hingga t+5 yang selalu memberikan pengembalian abnormal yang positif. Visualisasi pengembalian abnormal untuk setiap harinya selama periode pengujian dapat dilihat di gambar 4.1.

Gambar 4.1 Pengembalian abnormal tiap-tiap hari kelompok sampel *winner*s

Sumber: Hasil olahan Excel

Tabel 4.2 juga menunjukkan proporsi saham *winner*s yang mempunyai pengembalian abnormal positif untuk setiap harinya dari t-5 hingga t+5. Kecuali pada saat *event day*, rasio ini berada di kisaran 40% dengan rasio terendah pada saat t+1 sebesar 27,64% dan juga pada t-1 sebesar 30,89%. Rasio terendah pada saat t+1 ini menunjukkan bahwa proporsi perusahaan yang mempunyai pengembalian abnormal positif menurun pada saat t+1 yang disebabkan adanya pembalikan harga yang signifikan. Atau dapat dikatakan bahwa sampel perusahaan *winner*s yang memiliki pengembalian abnormal positif sehari setelah *event day* hanya sebesar 27,64%. Ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan mengalami pengembalian abnormal yang negatif pada saat t+1. Sedangkan rasio pada t-1 menunjukkan bahwa sebelum mengalami peningkatan harga tertinggi pada t=0, harga saham mengalami penurunan.

Tabel 4.3 Akumulasi pengembalian abnormal kelompok saham *winners*

Cumulative Abnormal Return Untuk Tiap-tiap Interval			
N=246			
Winners			
Interval	CAR	t-value	Sig.(2-tailed)
t+1	-10.13%*	-8.73	0.00000
t+1,t+2	-7.24%*	-5.04	0.00000
t+1,t+3	-6.96%*	-4.42	0.00001
t+1,t+4	-4.67%*	-2.76	0.00620
t+1,t+5	-3.73%*	-2.16	0.03145
t+1,t+6	-3.54%	-1.91	0.05691
t+1,t+7	0.05%	0.03	0.97894
t+1,t+8	1.74%	0.84	0.40174
t+1,t+9	3.78%	1.69	0.09214
t+1,t+10	7.27%	3.12	0.00199

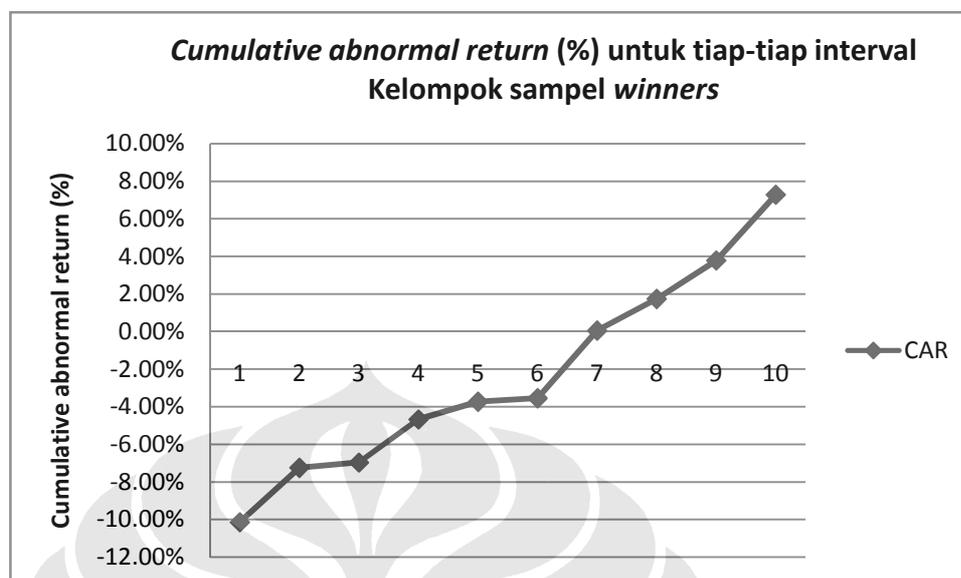
*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.

Sumber: Hasil olahan SPSS

Tabel 4.3 diatas menunjukkan hasil pengujian akumulasi pengembalian abnormal untuk kelompok saham *winners* dengan menggunakan metode CAR, untuk setiap periode interval yang telah ditentukan. Periode interval tersebut berjumlah 10, yakni interval 1 (t+1), 2 (t+1,t+2), 3 (t+1,t+3), 4 (t+1,t+4), 5 (t+1,t+5), 6 (t+1,t+6), 7 (t+1,t+7), 8 (t+1,t+8), 9 (t+1,t+9), dan 10 (t+1,t+10).

Dengan menggunakan metode CAR, dapat dilihat bahwa pembalikan harga dimulai sehari setelah *event day* (t+1) sebesar -10,13%, dan kemudian secara bertahap besarnya menurun dan menjadi positif hingga mencapai 7,27% pada hari kesepuluh (t+1,t+10). CAR ini signifikan secara statistik di periode interval pertama (t+1), kedua (t+1,t+2), ketiga (t+1,t+3), keempat (t+1,t+4) dan kelima (t+1,t+5) dengan tingkat kepercayaan 95%. Sehingga pengaruh pembalikan harga yang terjadi sehari setelah *event day* (t+1), bertahan hingga lima hari. Untuk melihat lebih jelas pola pergerakan *cumulative abnormal return* untuk tiap-tiap intervalnya dapat dilihat ilustrasinya pada gambar 4.2.

Gambar 4.2 *Cumulative abnormal return* tiap-tiap interval kelompok sampel *winner*s



Sumber: Hasil olahan Excel

Berdasarkan hasil-hasil pengujian terhadap kelompok saham *winner*s yang telah ditunjukkan pada tabel 4.2 dan 4.3, maka hipotesis *null* ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa telah terjadi *market overreaction* pada saham-saham yang mengalami persentase peningkatan harga tertinggi dalam satu hari perdagangan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007. Adanya *market overreaction* ini ditandai dengan adanya pembalikan harga jangka pendek (*short-term reversal*) yang signifikan, yang dimulai segera setelah terjadi persentase perubahan harga tertinggi, yakni sebesar -10,13% pada hari pertama (t+1) setelah *event day*. Namun pembalikan harga sehari setelah *event day* ini tidak diikuti pembalikan harga di hari-hari selanjutnya. Ini mengindikasikan bahwa besarnya pembalikan harga tidak terlalu besar karena hanya terjadi dan signifikan pada hari pertama saja. Berdasarkan perhitungan *cumulative abnormal return*, dapat disimpulkan bahwa efek dari pembalikan harga di hari pertama tersebut bertahan hingga hari kelima.

4.2.1.2 Kelompok saham *losers*Tabel 4.4 Pengembalian abnormal kelompok saham *losers*

Rata-rata Pengembalian Abnormal Harian				
N=246				
<i>Losers</i>				
Hari (t)	AR (%)	t-value	Sig.(2-tailed)	AR Ratio (%)
-5	-0.25%	-0.25	0.80074	43.09%
-4	3.77%	3.39	0.00081	52.03%
-3	2.84%	2.59	0.01009	47.97%
-2	2.47%	2.34	0.01990	50.81%
-1	10.82%	9.62	0.00000	64.63%
+0	-32.98%*	-55.62	0.00000	0.00%
+1	19.13%*	10.66	0.00000	73.58%
+2	5.30%*	3.44	0.00068	46.34%
+3	4.30%*	3.23	0.00142	52.03%
+4	2.09%	1.43	0.15493	44.72%
+5	2.61%*	2.22	0.02704	44.72%

*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.

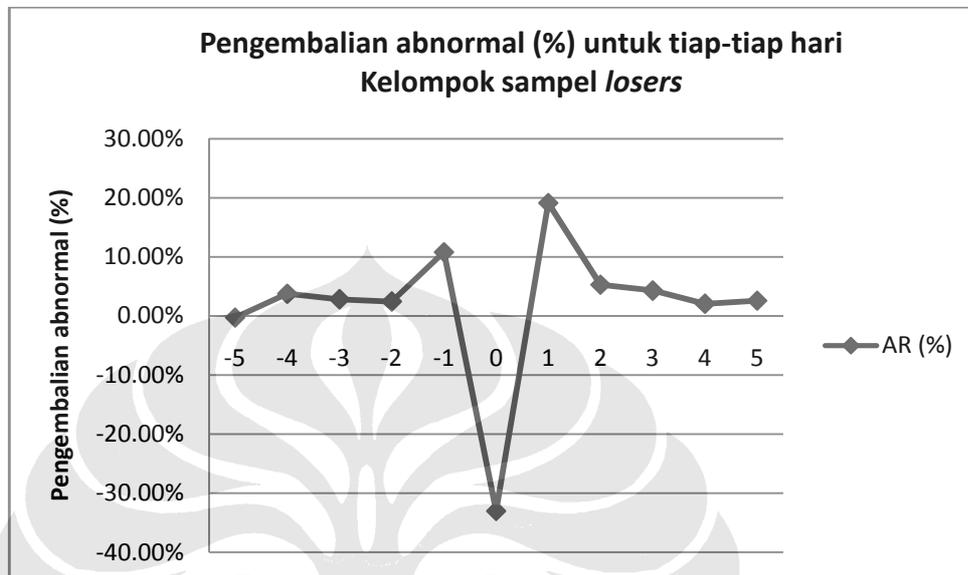
Sumber: Hasil olahan SPSS

Tabel 4.4 diatas menunjukkan hasil pengujian pengembalian abnormal harian untuk kelompok saham *losers* dengan periode 5 hari sebelum *event day* (t-5) sampai 5 hari sesudah *event day* (t+5). Pengembalian abnormal sebelum *event day* (t=0) relatif mempunyai kecenderungan untuk bernilai positif yang ditandai dengan 4 hari berturut-turut dengan nilai tertinggi pada satu hari sebelumnya yakni sebesar 10,82%. Pengembalian abnormal yang positif selama 4 hari berturut-turut sebelum *event day* ini, konsisten dengan hasil penelitian yang diperoleh oleh Atkins dan Dyl (1990) yang belum diketahui penyebabnya.

Secara rata-rata, kelompok saham *losers* menghasilkan pengembalian abnormal sebesar -32,98% pada saat *event day* dan sangat signifikan secara statistik. Dapat dilihat pula bahwa telah terjadi pembalikan harga segera setelah terjadi penurunan persentase harga terbesar, yakni pada saat t+1 yang menghasilkan pengembalian abnormal sebesar 19,13%. Kemudian di hari-hari selanjutnya juga terjadi pembalikan harga walaupun tidak sebesar pada saat t+1, yakni sebesar 5,30% pada saat t+2, 4,30% pada saat t+3, dan 2,61% pada saat t+5.

Untuk lebih jelas melihat pergerakan pengembalian abnormal tiap-tiap harinya, dapat dilihat polanya di gambar 4.3.

Gambar 4.3 Pengembalian abnormal tiap-tiap hari kelompok sampel *losers*



Sumber: Hasil olahan Excel

Tabel 4.4 juga menunjukkan proporsi saham *losers* yang mempunyai pengembalian abnormal positif untuk setiap harinya dari t-5 hingga t+5. Kecuali pada saat *event day*, rasio ini berada di kisaran 40% hingga 50% dengan rasio tertinggi pada saat t+1 sebesar 73,58% dan diikuti pada saat t-1 sebesar 64,63%. Rasio tertinggi pada saat t+1 ini menunjukkan bahwa proporsi perusahaan yang mempunyai pengembalian abnormal positif meningkat pada saat t+1 yang disebabkan adanya pembalikan harga yang signifikan. Ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan mengalami pengembalian abnormal yang positif pada saat t+1. Sedangkan rasio pada saat t-1 menunjukkan bahwa sebelum mengalami penurunan persentase harga tertinggi, kelompok saham *losers* mengalami peningkatan persentase harga yang cukup besar yakni sebesar 10,82%.

Tabel 4.5 Akumulasi pengembalian abnormal kelompok saham *losers*

Cumulative Abnormal Return Untuk Tiap-tiap Interval			
N=246			
<i>Losers</i>			
Interval	CAR	t-value	Sig.(2-tailed)
t+1	19.13%*	10.66	0.00000
t+1,t+2	24.43%*	12.55	0.00000
t+1,t+3	28.73%*	14.77	0.00000
t+1,t+4	30.82%*	14.54	0.00000
t+1,t+5	33.43%*	16.10	0.00000
t+1,t+6	34.74%*	16.48	0.00000
t+1,t+7	36.19%*	15.62	0.00000
t+1,t+8	36.75%*	15.11	0.00000
t+1,t+9	40.42%*	16.17	0.00000
t+1,t+10	40.29%*	16.63	0.00000

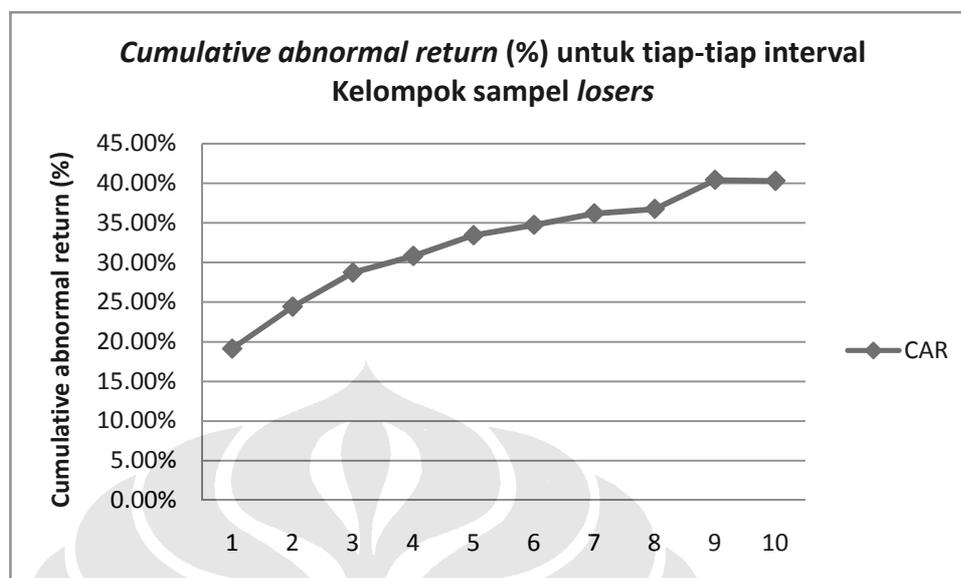
*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.

Sumber: Hasil olahan SPSS

Tabel 4.5 menunjukkan hasil pengujian akumulasi pengembalian abnormal kelompok saham *losers* yang diukur oleh besarnya CAR, untuk setiap periode interval yang telah ditentukan. Periode interval tersebut sama dengan periode interval pengujian untuk kelompok saham *winners*, yakni berjumlah 10 seperti yang dapat dilihat di tabel diatas.

Dengan menggunakan metode CAR, dapat dilihat bahwa pembalikan harga dimulai sehari setelah *event day* (t+1) sebesar 19,13%, dan kemudian secara bertahap besarnya meningkat hingga mencapai 40,42% pada interval kesembilan (t+1,t+9) dan kemudian menurun sedikit di interval kesepuluh (t+1,t+10) menjadi 40,29%. Seluruh perhitungan CAR untuk kesepuluh intervalnya signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%. Ini menandakan besarnya efek dari pembalikan harga yang terjadi pada hari kesatu, kedua, ketiga, dan kelima relatif kuat dan bertahan hingga 10 hari.

Gambar 4.4 *Cumulative abnormal return* tiap-tiap interval kelompok sampel *losers*



Sumber: Hasil olahan Excel

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan pada kelompok sampel *losers* yang telah ditunjukkan oleh tabel 4.4 dan 4.5, maka hipotesis *null* ditolak yang dapat diinterpretasikan bahwa juga telah terjadi *market overreaction* pada saham-saham *losers*, yakni kelompok saham yang mengalami penurunan persentase harga terbesar dalam satu hari perdagangan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007. Adanya *overreaction* ini, ditunjukkan oleh adanya pembalikan harga yang signifikan segera setelah terjadi *event day*. Dimulai pada saat $t+1$ yang menghasilkan 19,13% hingga $t+3$ sebesar 4,30%, dan kemudian dilanjutkan pada saat $t+5$ sebesar 2,61%. Berdasarkan perhitungan CAR, efek dari pembalikan harga yang terjadi pada hari kesatu, kedua, ketiga, dan kelima setelah *event day* bertahan hingga hari kesepuluh ($t+1, t+10$) yang menghasilkan CAR sebesar 40,29%.

Hasil pengujian hipotesis pertama ini, baik pada saham *winner*s maupun *losers*, menjadi kontradiktif dengan hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah yang menyatakan harga sekuritas sudah mencerminkan informasi historis sehingga pergerakan harga saham kedepannya bersifat *random* (acak) dan tidak dapat diprediksi. Pada saham *winner*s, telah ditemukan suatu pola pergerakan saham yang setelah mengalami peningkatan ekstrem harga ternyata sehari setelahnya

mengalami penurunan harga. Dan untuk saham *losers*, ditemukan suatu pola pergerakan saham yang setelah mengalami penurunan ekstrem harga kemudian diikuti dengan peningkatan harga pada 3 hari berturut-turut setelahnya dan pada hari kelima. Oleh karena itu, terdapat peluang untuk memanipulasi pola pergerakan harga saham ini untuk kemudian memperoleh pengembalian abnormal, sebelum harga saham mencapai nilai fundamentalnya.

Apabila besarnya *market overreaction* untuk saham-saham *losers* dibandingkan dengan saham-saham *winners*, maka besarnya *overreaction* dan pembalikan harga saham *losers* lebih besar dibandingkan saham *winners*. Ini dikarenakan pada kelompok saham *winners* pembalikan harga tidak sebesar yang terjadi pada kelompok saham *losers*, yakni hanya terjadi pada satu hari ($t+1$) dan bertahan hanya selama 5 hari. Sedangkan pada saham *losers*, pembalikan harga terjadi di tiga hari pertama secara berturut-turut dan di hari kelima setelah *event day*, dan efeknya bertahan hingga 10 hari. Ketidaksimetrisan besarnya *overreaction* dan cenderung terjadi dengan besaran yang lebih besar pada saham-saham *losers*, konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya, seperti penelitian oleh DeBondt dan Thaler (1985), Brown dan Harlow (1988) serta Ma, Tang, dan Hasan (2005) yang mengindikasikan pasar akan lebih responsif apabila terdapat berita buruk, yakni penurunan harga.

4.2.2 Pengujian hipotesis kedua

Pengujian hipotesis kedua untuk melihat kemungkinan hubungan antara besarnya persentase perubahan harga dengan besarnya pembalikan harga (hipotesis *magnitude effect*) akan dilakukan dengan menggunakan analisis regresi dengan metode *ordinary least square* (OLS). Pengujian juga dilakukan secara terpisah antara kelompok saham *winners* dan *losers* dengan menggunakan model persamaan 4.1.

$$CAR_i = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 AR_i + \varepsilon_i \quad (4.1)$$

Dimana,

CAR_i = *cumulative abnormal return* saham *winner*s atau *loser*s dengan periode interval sesuai terjadinya pembalikan harga (terjadi secara berurutan)

$SIZE_i$ = ukuran perusahaan saham *winner*s atau *loser*s yang diukur dengan cara melogaritma naturalkan nilai kapitalisasi pasar

AR_i = pengembalian abnormal saham *winner*s atau *loser*s

4.2.2.1 Kelompok saham *winner*s

Dalam melakukan analisis regresi dengan menggunakan model yang telah dijelaskan sebelumnya, variabel dependen CAR merupakan *cumulative abnormal return* interval 1 (t+1). Pemilihan interval 1 ini karena dalam pengujian hipotesis pertama, pembalikan harga yang signifikan hanya terjadi sehari setelah *event day* (t+1). Untuk variabel independen SIZE, merupakan kapitalisasi pasar pada lima hari sebelum *event day* (t-5). Dan variabel independen AR, merupakan pengembalian abnormal pada saat *event day*. Hasil pengujian regresi kelompok saham *winner*s dengan menggunakan *software* E-views 4.1 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.6 Hasil regresi kelompok sampel *winner*s

Dependent Variable: CAR_WINNERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:38
 Sample: 1 246
 Included observations: 246

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.098127	0.192133	-0.510728	0.6100
SIZE_WINNERS	0.002312	0.007276	0.317793	0.7509
AR_WINNERS	-0.117628	0.057810	-2.034729	0.0430
R-squared	0.019007	Mean dependent var	-0.101307	
Adjusted R-squared	0.010933	S.D. dependent var	0.181958	
S.E. of regression	0.180960	Akaike info criterion	-0.568956	
Sum squared resid	7.957447	Schwarz criterion	-0.526208	
Log likelihood	72.98158	F-statistic	2.354074	
Durbin-Watson stat	1.849023	Prob(F-statistic)	0.097144	

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Setelah mendapatkan persamaan model diatas, maka selanjutnya adalah menguji asumsi tentang *error* yang dicerminkan oleh masalah-masalah yang

mungkin timbul dalam melakukan analisis regresi, yakni heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

a. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah kondisi dimana varians dari *error* tidak konstan (Gujarati, 2003). Untuk mengujinya, salah satu caranya adalah dengan menggunakan *White's Heteroscedasticity Test*. Hasil pengujiannya dicerminkan pada tabel 4.7 dibawah ini.

Tabel 4.7 Hasil *White's test* kelompok sampel *winners*

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	4.167395	Probability	0.002781
Obs*R-squared	15.91463	Probability	0.003136

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Karena probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih rendah dari α (5%), maka hipotesis *null* ditolak yang berarti terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi. Permasalahan heteroskedastisitas memang sering ditemui pada model penelitian yang menggunakan data *cross sectional* seperti dalam penelitian ini, karena sampel terdiri dari berbagai populasi. Brooks (2006) mendefinisikan data *cross sectional* sebagai data yang terdiri dari satu atau lebih variabel yang diambil pada satu titik waktu.

Karena pola *error* heteroskedastisitas tidak diketahui, maka untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas adalah dengan membuat estimasi *standard error* yang memperhitungkan adanya dampak dari heteroskedastisitas (Maddala, 2001). Yakni dengan melakukan "*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*" untuk kembali mengestimasi persamaan model regresi. Sehingga output persamaan modelnya akan seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.8 dihalaman berikutnya.

Tabel 4.8 Hasil regresi kelompok sampel *winner*s dengan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*”

Dependent Variable: CAR_WINNERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:43
 Sample: 1 246
 Included observations: 246
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.098127	0.225423	-0.435302	0.6637
SIZE_WINNERS	0.002312	0.008514	0.271588	0.7862
AR_WINNERS	-0.117628	0.059638	-1.972357	0.0497
R-squared	0.019007	Mean dependent var	-0.101307	
Adjusted R-squared	0.010933	S.D. dependent var	0.181958	
S.E. of regression	0.180960	Akaike info criterion	-0.568956	
Sum squared resid	7.957447	Schwarz criterion	-0.526208	
Log likelihood	72.98158	F-statistic	2.354074	
Durbin-Watson stat	1.849023	Prob(F-statistic)	0.097144	

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Dengan menggunakan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*”, maka *standard error* sudah mempertimbangkan dampak dari adanya heteroskedastitas. Konsekuensinya adalah uji hipotesis (inferensi) yang dilakukan akan valid dan menghasilkan parameter yang konsisten dan tidak bias, namun bukan merupakan parameter yang paling efisien (karena terdapat parameter lain yang memiliki varians *error* yang lebih rendah)¹.

b. Autokorelasi

Autokorelasi adalah kondisi dimana terdapat korelasi antar *error* pada waktu yang berbeda (Gujarati, 2003). Karena data penelitian merupakan data *cross sectional* yang merupakan data yang diambil pada satu titik waktu (Brooks, 2006), maka permasalahan autokorelasi menjadi kurang relevan dalam model regresi. Namun tetap perlu dilihat permasalahan autokorelasi untuk memastikan nilai *Durbin-Watson Statistic* berada pada nilai yang mendekati 2 ($1,5 < DW\text{-statistic} < 2,5$),

¹ Hasil estimasi parameternya tidak BLUE, yakni parameter yang dihasilkan bukan yang paling efisien.

yang mengindikasikan tidak terdapat permasalahan autokorelasi. Berdasarkan tabel 4.8 sebelumnya dimana nilai *Durbin-Watson Statistic*-nya sebesar 1,845, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi di dalam model penelitian.

c. Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah kondisi dimana terdapat hubungan linier antar variabel independen (Gujarati, 2003). Dalam penelitian ini, akan digunakan *correlation matrix* untuk melihat kemungkinan hubungan linier antar variabel independen.

Tabel 4.9 *Matrix correlation* kelompok sampel *winners*

	AR_WINNERS	SIZE_WINNERS
AR_WINNERS	1.00	-0.21
SIZE_WINNERS	-0.21	1.00

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Berdasarkan *correlation matrix*, dapat dilihat korelasi antar variabel independen yakni SIZE dengan AR bernilai sebesar -0,21. *Rule of thumb* untuk menyimpulkan bahwa terjadi multikolinieritas di dalam persamaan regresi, adalah apabila koefisien korelasi antar variabel independen diatas 0,8. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

Karena ketiga masalah dalam model persamaan regresi, yakni heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas telah dihilangkan maupun terbukti tidak ada, maka model persamaan regresinya sesuai dengan tabel 4.8, seperti akan yang ditunjukkan kembali di tabel 4.10 di halaman berikutnya.

Tabel 4.10 Hasil regresi kelompok sampel *winner*s dengan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*”

Dependent Variable: CAR_WINNERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:43
 Sample: 1 246
 Included observations: 246
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.098127	0.225423	-0.435302	0.6637
SIZE_WINNERS	0.002312	0.008514	0.271588	0.7862
AR_WINNERS	-0.117628	0.059638	-1.972357	0.0497
R-squared	0.019007	Mean dependent var	-0.101307	
Adjusted R-squared	0.010933	S.D. dependent var	0.181958	
S.E. of regression	0.180960	Akaike info criterion	-0.568956	
Sum squared resid	7.957447	Schwarz criterion	-0.526208	
Log likelihood	72.98158	F-statistic	2.354074	
Durbin-Watson stat	1.849023	Prob(F-statistic)	0.097144	

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Dalam pengujian hipotesis kedua pada kelompok saham *winner*s, maka yang akan dilihat adalah nilai koefisien dan signifikansi dari variabel AR. Berdasarkan tabel 4.10 diatas dapat dilihat bahwa koefisien variabel AR bernilai negatif, yakni sebesar -0,117 yang menandakan adanya hubungan serta pengaruh yang berkebalikan (negatif) antara perubahan persentase harga pada *event day* yang diukur oleh variabel independen pengembalian abnormal (AR) dengan pembalikan harga yang terjadi setelahnya yang diukur oleh variabel dependen CAR. Yakni untuk saham *winner*s, apabila persentase peningkatan harga naik sebesar 1% (nilai AR menjadi semakin positif), maka akan diikuti kenaikan pembalikan harga sebesar 0,117% dengan arah sebaliknya (nilai CAR akan menjadi semakin negatif). Sehingga dengan semakin besarnya peningkatan persentase harga pada saat *event day* akan diikuti dengan semakin besarnya pembalikan harga dengan arah sebaliknya yang terjadi pada interval kesatu (t+1). Secara statistik pun, hubungan tersebut signifikan dengan tingkat kepercayaan 95% karena nilai probabilitasnya lebih rendah dari α (5%), yakni 0,049. Sehingga secara statistik hipotesis *null* ditolak yang berarti ada hubungan, yakni hubungan negatif, antara perubahan persentase harga dengan pembalikan harga pada kelompok saham *winner*s.

Mengikuti penelitian Yuba (2006), apabila besarnya perubahan persentase harga pada *event day* dikelompokkan menjadi 5 kelompok, yakni dari kelompok pertama (*quintile 1*) dengan 20% sampel *winner*s yang mengalami perubahan persentase harga terendah, kelompok kedua (*quintile 2*) dengan 20% sampel *winner*s berikutnya yang mengalami perubahan persentase terendah, hingga kelompok kelima (*quintile 5*) dengan 20% sampel *winner*s yang mengalami perubahan persentase harga tertinggi, maka hasilnya akan terlihat di tabel 4.11.

Tabel 4.11 Pengelompokan sampel *winner*s berdasarkan besarnya pengembalian abnormal

Magnitude Effect					
Cumulative abnormal returns					
N=246					
Winners					
AR	Quintile 1	Quintile 2	Quintile 3	Quintile 4	Quintile 5
(semakin rendah AR)					(semakin tinggi AR)
Interval					
t+1	-4.96%*	-11.68%*	-8.04%*	-11.08%*	-14.80%*
t+1,t+2	1.40%	-7.26%*	-6.64%*	-6.70%*	-16.79%*
t+1,t+3	-2.24%	-5.92%*	-8.77%*	-6.04%	-11.73%*
t+1,t+4	-2.12%	-7.77%*	-3.18%	-1.03%	-9.15%*
t+1,t+5	-1.37%	-11.63%*	1.61%	0.82%	-7.96%
t+1,t+6	0.83%	-9.90%*	0.71%	0.68%	-9.90%*
t+1,t+7	1.69%	-5.13%	0.75%	3.06%	-0.10%
t+1,t+8	5.14%	-5.04%	3.77%	4.22%	0.62%
t+1,t+9	7.72%	-7.25%*	5.12%	7.93%	5.34%
t+1,t+10	8.21%	1.98%	11.45%	10.54%	4.27%
AR= Pengembalian abnormal saat <i>event day</i> .					
*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.					

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan tabel 4.11, dapat dilihat secara umum bahwa terdapat suatu tendensi bahwa saham-saham *winner*s yang mengalami perubahan persentase harga yang lebih besar (AR semakin positif), akan mengalami pembalikan harga yang lebih besar pula (CAR semakin negatif), khususnya pada interval 1 hingga 4. Ini dapat disimpulkan berdasarkan nilai kumulatif pembalikan harga yang diukur oleh CAR, dimana CAR *quintile 3,4, dan 5* nilainya bernilai lebih kecil (lebih

negatif) dan signifikan. Sehingga hasil dari pengelompokkan saham-saham *winner*s berdasarkan besarnya pengembalian abnormal, konsisten dengan hasil dari pengujian sebelumnya dengan menggunakan analisis regresi yang menyatakan terdapat hubungan negatif antara perubahan persentase harga dengan pembalikan harga yang diharapkan terjadi.

4.2.2.2 Kelompok saham *losers*

Pengujian hubungan antara besarnya perubahan persentase harga dengan pembalikan harga pada kelompok saham *losers* juga dilakukan dengan menggunakan model yang sama dengan pengujian pada kelompok saham *winner*s.

Pada pengujian kelompok saham *losers*, variabel dependen CAR merupakan CAR interval ketiga ($t+1, t+3$) karena pembalikan harga terjadi selama tiga hari berturut-turut seperti yang telah diuji pada hipotesis yang pertama². Untuk variabel independen SIZE, merupakan logaritma natural dari nilai kapitalisasi pasar 5 hari sebelum *event day* ($t-5$). Dan variabel independen AR, merupakan pengembalian abnormal pada saat *event day* ($t=0$). Hasil pengujian analisis regresi pada saham *losers* dengan menggunakan *software* E views 4.1 terlihat pada tabel 4.12.

² Walaupun pembalikan harga juga ditemukan di hari kelima ($t+5$), namun interval yang digunakan dalam model regresi merupakan interval ketiga ($t+1, t+3$) karena pembalikan harga terjadi selama 3 hari pertama secara berturut-turut setelah *event day*. Tidak digunakannya interval kelima ($t+1, t+5$), dikarenakan tidak ditemukan pembalikan harga yang signifikan di hari keempat ($t+4$).

Tabel 4.12 Hasil regresi kelompok sampel *losers*

Dependent Variable: CAR_LOSERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:56
 Sample: 1 246
 Included observations: 246

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.705944	0.321851	2.193389	0.0292
SIZE_LOSERS	-0.026699	0.011995	-2.225791	0.0269
AR_LOSERS	-0.784671	0.203427	-3.857271	0.0001
R-squared	0.086153	Mean dependent var		0.287308
Adjusted R-squared	0.078632	S.D. dependent var		0.305053
S.E. of regression	0.292814	Akaike info criterion		0.393560
Sum squared resid	20.83480	Schwarz criterion		0.436308
Log likelihood	-45.40793	F-statistic		11.45441
Durbin-Watson stat	1.915669	Prob(F-statistic)		0.000018

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Sama seperti pengujian pada kelompok sampel *winner*s, pengujian pada kelompok sampel *losers* juga dilakukan untuk menguji kemungkinan adanya permasalahan heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

a. Heteroskedastisitas

Pengujian adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan *White's Heteroscedasticity Test*. Berikut adalah hasil pengujiannya:

Tabel 4.13 Hasil *White's test* kelompok sampel *losers*

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	7.667672	Probability	0.000008
Obs*R-squared	27.77256	Probability	0.000014

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Berdasarkan pengujian diatas, nilai probabilitas *Obs*R-squared* lebih kecil daripada α (5%), sehingga hipotesis nullnya ditolak yang berarti terdapat permasalahan heteroskedastisitas dalam model penelitian. Sehingga "*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*" digunakan kembali untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas ini. Hasilnya akan terlihat pada tabel 4.14 dihalaman berikutnya.

Tabel 4.14 Hasil regresi kelompok sampel *losers* dengan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*”

Dependent Variable: CAR_LOSERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:59
 Sample: 1 246
 Included observations: 246
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.705944	0.335755	2.102553	0.0365
SIZE_LOSERS	-0.026699	0.011654	-2.291011	0.0228
AR_LOSERS	-0.784671	0.293347	-2.674887	0.0080
R-squared	0.086153	Mean dependent var		0.287308
Adjusted R-squared	0.078632	S.D. dependent var		0.305053
S.E. of regression	0.292814	Akaike info criterion		0.393560
Sum squared resid	20.83480	Schwarz criterion		0.436308
Log likelihood	-45.40793	F-statistic		11.45441
Durbin-Watson stat	1.915669	Prob(F-statistic)		0.000018

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Dengan menggunakan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*” maka akan mengatasi masalah heteroskedastisitas, dengan menghasilkan parameter yang konsisten dan tidak bias namun bukan merupakan yang paling efisien.

b. Autokorelasi

Seperti pada saham *winner*s, masalah autokorelasi pada saham *losers* menjadi kurang relevan karena juga merupakan tipe data *cross sectional*. Namun pengujian akan tetap dilakukan untuk memastikan nilai *Durbin-Watson Statistic* mendekati 2. Berdasarkan tabel 4.14, nilai dari *Durbin-Watson Statistic*-nya sebesar 1,916. Karena nilainya mendekati 2 ($1,5 < DW\text{-statistic} < 2,5$), maka dapat disimpulkan tidak terdapat masalah autokorelasi.

c. Multikolinieritas

Pengujian terhadap adanya masalah multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan *correlation matrix*. Hasilnya akan terlihat seperti dibawah ini:

Tabel 4.15 *Correlation matrix* kelompok sampel losers

	AR_LOSERS	SIZE_LOSERS
AR_LOSERS	1.00	0.15
SIZE_LOSERS	0.15	1.00

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Berdasarkan *correlation matrix*, hubungan antar variabel independen yakni SIZE dengan AR sebesar 0,15. Korelasi ini jauh lebih kecil dari pada 0,8 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas pada model penelitian.

Karena masalah heteroskedastisitas sudah dihilangkan dan autokorelasi dan multikolinieritas terbukti tidak ada dalam model penelitian, maka model regresinya sesuai dengan tabel 4.14, seperti yang akan ditunjukkan kembali di tabel 4.16 di halaman berikutnya.

Tabel 4.16 Hasil regresi kelompok sampel *losers* dengan “White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance”

Dependent Variable: CAR_LOSERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:59
 Sample: 1 246
 Included observations: 246
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.705944	0.335755	2.102553	0.0365
SIZE_LOSERS	-0.026699	0.011654	-2.291011	0.0228
AR_LOSERS	-0.784671	0.293347	-2.674887	0.0080
R-squared	0.086153	Mean dependent var		0.287308
Adjusted R-squared	0.078632	S.D. dependent var		0.305053
S.E. of regression	0.292814	Akaike info criterion		0.393560
Sum squared resid	20.83480	Schwarz criterion		0.436308
Log likelihood	-45.40793	F-statistic		11.45441
Durbin-Watson stat	1.915669	Prob(F-statistic)		0.000018

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Dalam pengujian hipotesis kedua yang ingin melihat kemungkinan adanya hubungan dan pengaruh antara besarnya perubahan persentase harga pada saat *event day* dengan pembalikan harga pada kelompok sampel *losers*, maka yang akan menjadi fokus perhatian adalah koefisien dan signifikansi variabel AR. Berdasarkan output diatas dapat dilihat bahwa nilai koefisien AR bernilai negatif, yakni sebesar -0,785 yang mengindikasikan apabila terjadi kenaikan persentase penurunan harga sebesar 1% (nilai AR semakin negatif), maka akan diikuti peningkatan pembalikan harga sebesar 0,785% (nilai CAR akan menjadi semakin positif). Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan serta pengaruh negatif antara perubahan persentase harga pada saat *event day* dengan pembalikan harga yang terjadi setelahnya. Yakni dengan semakin besarnya persentase penurunan harga yang terjadi pada kelompok sampel *losers* pada saat *event day*, akan diikuti dengan semakin besarnya pula pembalikan harga dengan arah sebaliknya selama 3 hari berikutnya. Secara statistik juga signifikan karena probabilitasnya berada dibawah α (5%), yakni sebesar 0,008, yang berarti penolakan terhadap hipotesis *null* sehingga terdapat hubungan (hubungan yang berkebalikan) antara perubahan persentase harga dengan pembalikan harga.

Apabila saham-saham *losers* dikelompokkan berdasarkan pengembalian abnormalnya pada saat *event day* menjadi 5 kelompok, yakni kelompok pertama (*quintile 1*) yang terdiri dari 20% saham-saham *losers* dengan pengembalian abnormal tertinggi, hingga kelompok kelima (*quintile 5*) yang terdiri dari 20% saham-saham *losers* dengan pengembalian abnormal terendah (semakin bernilai negatif) maka hasilnya akan terlihat seperti yang ditunjukkan tabel 4.17.

Tabel 4.17 Pengelompokan sampel *losers* berdasarkan besarnya pengembalian abnormal

Magnitude Effect					
<i>Cumulative abnormal returns</i>					
N=246					
Losers					
AR	Quintile 1	Quintile 2	Quintile 3	Quintile 4	Quintile 5
(semakin tinggi AR)					(semakin rendah AR)
Interval					
t+1	9.26%*	18.66%*	15.51%*	23.26%*	28.75%*
t+1,t+2	12.72%*	19.26%*	21.47%*	29.46%*	38.92%*
t+1,t+3	17.23%*	27.14%*	22.39%*	37.07%*	39.61%*
t+1,t+4	15.97%*	22.98%*	27.00%*	38.55%*	49.21%*
t+1,t+5	18.55%*	30.11%*	29.96%*	36.29%*	51.84%*
t+1,t+6	22.12%*	29.44%*	29.51%*	40.20%*	52.09%*
t+1,t+7	22.15%*	25.14%*	31.32%*	43.28%*	58.61%*
t+1,t+8	20.82%*	28.06%*	29.81%*	45.33%*	59.27%*
t+1,t+9	21.45%*	37.02%*	33.15%*	47.36%*	62.64%*
t+1,t+10	22.21%*	33.00%*	33.90%*	47.71%*	64.16%*
AR= Pengembalian abnormal saat <i>event day</i> .					
*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.					

Sumber: Output SPSS, olahan penulis

Berdasarkan tabel 4.17 dapat terlihat bahwa seluruh pembalikan harga untuk tiap-tiap intervalnya signifikan. Namun besarnya berbeda-beda dimana dengan semakin besarnya *quintile* maka semakin besar pula pembalikan harga yang diukur oleh nilai CAR. Sebagai contoh pada interval ketiga (t+1,t+3), *quintile 1* mempunyai nilai CAR sebesar 17,23%, *quintile 2* sebesar 27,14%, sampai pada *quintile 5* sebesar 39,61%. Oleh karenanya, dapat disimpulkan bahwa hasil yang ditunjukkan oleh tabel 4.17 sesuai dengan pengujian yang

dilakukan dengan menggunakan analisis regresi yang menyatakan dengan semakin besarnya penurunan persentase harga, maka akan diikuti dengan semakin besar pula pembalikan harga yang akan terjadi (terdapat hubungan negatif).

Hasil pengujian hipotesis kedua ini, baik pada saham *winner*s dan *loser*s, telah menunjukkan hubungan negatif antara perubahan persentase harga dengan pembalikan harga. Hubungan negatif ini terjadi karena pasar telah bereaksi secara berlebihan dengan menilai saham melewati nilai fundamentalnya. Apabila pasar menilai saham yang dicerminkan oleh harga terlalu jauh dari nilai fundamentalnya, tentu saja dibutuhkan suatu koreksi yang dicerminkan oleh pembalikan harga yang semakin besar pula untuk mengembalikan harga saham ke nilai fundamentalnya. Hasil pengujian hipotesis kedua pada saham *winner*s dan *loser*s konsisten dengan pengujian terdahulu oleh DeBondt dan Thaler (1985), Ma, Tang, dan Hasan (2005), dan juga oleh Yuba (2006)

4.2.3 Pengujian hipotesis ketiga

Pengujian hipotesis ketiga mengenai hubungan serta pengaruh antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan pembalikan harga juga dilakukan dengan model regresi seperti yang digunakan dalam pengujian hipotesis kedua, yakni sesuai persamaan 4.2 dibawah ini:

$$CAR_i = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 AR_i + \varepsilon_i \quad (4.2)$$

Dimana,

CAR_i = *cumulative abnormal return* saham *winner*s atau *loser*s dengan periode interval sesuai terjadinya pembalikan harga (terjadi secara berurutan)

$SIZE_i$ = ukuran perusahaan saham *winner*s atau *loser*s yang diukur dengan cara melogaritma naturalkan nilai kapitalisasi pasar

AR_i = pengembalian abnormal saham *winner*s atau *loser*s

4.2.3.1 Kelompok saham *winner*s

Berdasarkan pengujian hipotesis kedua pada kelompok sampel *winner*s, maka telah didapatkan suatu model regresi yang telah terbebas dari masalah-

masalah seperti heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas, seperti terlihat pada tabel 4.18.

Tabel 4.18 Hasil regresi kelompok sampel *winner* dengan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*”

Dependent Variable: CAR_WINNERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:43
 Sample: 1 246
 Included observations: 246
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.098127	0.225423	-0.435302	0.6637
SIZE_WINNERS	0.002312	0.008514	0.271588	0.7862
AR_WINNERS	-0.117628	0.059638	-1.972357	0.0497
R-squared	0.019007	Mean dependent var	-0.101307	
Adjusted R-squared	0.010933	S.D. dependent var	0.181958	
S.E. of regression	0.180960	Akaike info criterion	-0.568956	
Sum squared resid	7.957447	Schwarz criterion	-0.526208	
Log likelihood	72.98158	F-statistic	2.354074	
Durbin-Watson stat	1.849023	Prob(F-statistic)	0.097144	

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Dalam melakukan pengujian hipotesis ketiga, maka yang akan menjadi fokus adalah nilai koefisien dan signifikansi dari variabel SIZE. Berdasarkan output diatas, dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel SIZE bernilai positif, yakni sebesar 0,0023 yang menandakan adanya hubungan dan pengaruh positif antara variabel independen ukuran perusahaan dengan variabel dependen CAR. Namun nilai koefisien yang bernilai positif ini secara statistik tidak signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa berdasarkan output diatas, maka hipotesis *null* gagal ditolak yang berarti tidak ada hubungan secara statistik antara ukuran perusahaan dengan pembalikan harga.

Nilai probabilitas *F-statistic* dalam model persamaan regresi ini bernilai 0,097 yang mengindikasikan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95%, maka secara keseluruhan model regresi ini tidak signifikan (secara bersamaan, kedua variabel independen tidak dapat menjelaskan variabel dependen). Sedangkan nilai *R-squared* yang sebesar 0,019 dapat diinterpretasikan bahwa kedua variabel independen, yakni SIZE dan AR, hanya dapat menjelaskan 1,9% variasi dari

pergerakan CAR. Sementara 98,1% variasi pergerakan CAR lainnya dijelaskan variabel lain yang tidak dimodelkan dalam persamaan regresi. Nilai *R-squared* yang relatif kecil ini dikarenakan pola pembalikan harga yang diukur oleh CAR memang cukup sulit untuk diketahui penyebab pastinya, karena pada dasarnya CAR tersebut adalah pergerakan harga saham, yang berdasarkan hipotesis efisiensi pasar, mempunyai tendensi untuk bersifat acak.

Mengikuti penelitian Yuba (2006), apabila besarnya ukuran perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi pasar dikelompokkan ke dalam 5 kelompok berdasarkan besarnya kapitalisasi pasar, dengan kelompok 1 (*quintile 1*) yang terdiri dari 20% sampel *winner*s yang memiliki nilai kapitalisasi terendah hingga kelompok 5 (*quintile 5*) yang terdiri dari 20% sampel *winner*s dengan nilai kapitalisasi terbesar, maka hasilnya akan terlihat pada tabel 4.19 berikut.

Tabel 4.19 Pengelompokan sampel *winner*s berdasarkan besarnya kapitalisasi pasar

Size Effect					
<i>Cumulative abnormal returns</i>					
N=246					
Winners					
MC	Quintile 1	Quintile 2	Quintile 3	Quintile 4	Quintile 5
(semakin rendah MC)					(semakin tinggi MC)
Interval					
t+1	-9.66%*	-11.26%*	-10.53%*	-10.91%*	-8.32%*
t+1,t+2	-2.72%	-5.30%	-8.63%*	-11.92%*	-7.61%*
t+1,t+3	-2.60%	-5.55%	-7.81%*	-14.01%*	-4.88%
t+1,t+4	-0.49%	-2.97%	-11.38%*	-4.12%	-4.39%
t+1,t+5	3.46%	1.62%	-10.00%*	-9.83%*	-3.87%
t+1,t+6	6.76%	1.71%	-12.84%*	-10.16%*	-3.18%
t+1,t+7	7.67%	3.00%	-4.67%	-4.13%	-1.56%
t+1,t+8	8.86%	2.67%	0.71%	-3.34%	-0.18%
t+1,t+9	12.49%	9.14%	1.66%	-5.28%	0.94%
t+1,t+10	12.17%	12.31%	8.93%	0.33%	2.73%

MC= Kapitalisasi pasar saat t-5.

*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan tabel 4.19 dapat dilihat bahwa tidak terdapat suatu pola atau kecenderungan besarnya ukuran perusahaan berhubungan dengan dan mempengaruhi besarnya pembalikan harga yang diukur oleh CAR. Sebagai contoh pada interval kesatu (t+1) nilai CAR untuk *quintile* 1 sebesar -9,66%, *quintile* 2 sebesar -11,26%, *quintile* 3 sebesar -10,53%, *quintile* 4 sebesar -10,91%, dan *quintile* 5 sebesar -8,32%. Tidak ditemukannya suatu pola dalam tabel 4.19 ini konsisten dengan hasil analisis regresi sebelumnya yang menyatakan bahwa tidak ada hubungan secara statistik antara besarnya ukuran perusahaan dengan besarnya pembalikan harga pada kelompok saham *winners*.

4.2.3.2 Kelompok saham *losers*

Pada pengujian hipotesis kedua terhadap kelompok sampel *losers*, telah didapatkan model regresi yang telah terbebas dari heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas sesuai dengan tabel 4.14 yakni:

Tabel 4.20 Hasil regresi kelompok sampel *losers* dengan “*White Heteroscedasticity-Consistent Standard Error and Covariance*”

Dependent Variable: CAR_LOSERS
 Method: Least Squares
 Date: 04/28/09 Time: 07:59
 Sample: 1 246
 Included observations: 246
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.705944	0.335755	2.102553	0.0365
SIZE_LOSERS	-0.026699	0.011654	-2.291011	0.0228
AR_LOSERS	-0.784671	0.293347	-2.674887	0.0080
R-squared	0.086153	Mean dependent var		0.287308
Adjusted R-squared	0.078632	S.D. dependent var		0.305053
S.E. of regression	0.292814	Akaike info criterion		0.393560
Sum squared resid	20.83480	Schwarz criterion		0.436308
Log likelihood	-45.40793	F-statistic		11.45441
Durbin-Watson stat	1.915669	Prob(F-statistic)		0.000018

Sumber: Output E-views, olahan penulis

Dalam pengujian hipotesis ketiga, maka yang akan menjadi fokus perhatian adalah nilai koefisien dan signifikansi dari variabel SIZE. Berdasarkan output diatas, maka dapat dilihat bahwa nilai koefisien SIZE bernilai negatif yakni

sebesar -0,027 sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan dan pengaruh negatif antara variabel ukuran perusahaan dengan variabel CAR. Probabilitas variabel SIZE sebesar 0,023 sehingga dengan tingkat kepercayaan 95% hipotesis *null* ditolak yang menyatakan bahwa hubungan ini signifikan secara statistik yang berarti dengan semakin besarnya ukuran perusahaan pada sampel *losers* akan menyebabkan pembalikan harga yang semakin kecil (nilai CAR semakin negatif atau menurun), atau dapat dikatakan pembalikan harga akan lebih besar (nilai CAR akan semakin positif) bagi sampel *losers* yang ukurannya lebih kecil.

Berdasarkan probabilitas dari *F-statistic*, dapat dilihat bahwa nilainya sebesar 0,000018 dan dengan tingkat kepercayaan 95% maka dapat disimpulkan bahwa model analisis regresi pada sampel *losers* secara keseluruhan signifikan secara statistik, sehingga model regresinya menjadi³:

$$CAR_i = 0,7059 - 0,0267*SIZE_i - 0,7846*AR_i + \varepsilon_i \quad (4.3)$$

Berdasarkan nilai *R-squared* yang sebesar 0,086, mengindikasikan bahwa 8,6% pergerakan variasi variabel dependen CAR dapat dijelaskan oleh pergerakan kedua variabel independen, SIZE dan AR. Sementara sisanya sebesar 91,4% pergerakan CAR dijelaskan variabel independen lain yang tidak dimodelkan dalam penelitian ini. Seperti yang disinggung di penjelasan sampel *winners* bahwa pada dasarnya pergerakan CAR cenderung bersifat acak sehingga nilai *R-squared*-nya tidak terlalu tinggi.

Apabila saham-saham *losers* dikelompokkan berdasarkan besarnya nilai kapitalisasi pasar, dari yang terkecil hingga yang terbesar seperti yang dilakukan pada saham-saham *winners*, maka hasilnya akan terlihat pada tabel 4.21.

³ Parameter yang dihasilkan tetap konsisten dan tidak bias, tetapi bukan parameter yang paling efisien.

Tabel 4.21 Pengelompokan sampel *losers* berdasarkan besarnya kapitalisasi pasar

Size Effect					
<i>Cumulative abnormal returns</i>					
N=246					
<i>Losers</i>					
AR	Quintile 1	Quintile 2	Quintile 3	Quintile 4	Quintile 5
(semakin rendah MC)					(semakin tinggi MC)
Interval					
t+1	17.55%*	23.53%*	22.56%*	20.21%*	11.94%*
t+1,t+2	21.46%*	29.52%*	29.27%*	22.87%*	19.13%*
t+1,t+3	32.77%*	32.55%*	33.15%*	23.97%*	21.37%*
t+1,t+4	33.48%*	35.93%*	32.87%*	31.52%*	20.50%*
t+1,t+5	34.30%*	36.92%*	31.30%*	37.75%*	27.00%*
t+1,t+6	30.95%*	39.27%*	37.23%*	39.34%*	27.08%*
t+1,t+7	36.09%*	43.97%*	37.93%*	36.97%*	26.21%*
t+1,t+8	35.66%*	44.33%*	35.17%*	40.67%*	28.11%*
t+1,t+9	39.93%*	47.08%*	40.55%*	46.32%*	28.45%*
t+1,t+10	44.46%*	42.25%*	45.17%*	42.35%*	27.49%*
MC= Kapitalisasi pasar saat t-5.					
*Signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 95%.					

Sumber: Hasil olahan SPSS

Dapat dilihat di tabel 4.21 bahwa terdapat suatu pola pada saham-saham berkapitalisasi besar untuk menunjukkan pembalikan harga yang tidak sebesar apabila dibandingkan dengan saham-saham berkapitalisasi kecil. Sebagai contoh saham dengan kapitalisasi terbesar (yang masuk ke dalam *quintile 5*) mempunyai nilai CAR pada interval ketiga (t+1,t+3) sebesar 21,37%. Sebaliknya, saham dengan kapitalisasi terkecil (yang masuk ke dalam *quintile 1*) menunjukkan pembalikan harga sebesar 32,77%. Hasil ini memperkuat analisis regresi yang dilakukan sebelumnya yang menyatakan terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan pembalikan harga.

Seperti yang ditulis dalam penelitiannya, Yuba (2006) menyatakan bahwa terdapat perbedaan efisiensi antara perusahaan berskala besar dan kecil yang dikarenakan publikasi dan perhatian publik yang lebih banyak pada perusahaan besar sehingga mempunyai tingkat efisiensi yang lebih besar pula. Sehingga koreksi harga yang direfleksikan pembalikan harga akan lebih besar terjadi pada saham-saham perusahaan kecil yang dikarenakan terjadinya perubahan persentase

harga yang lebih besar pula. Karena pada perusahaan berskala besar, penyimpangan harga dari nilai fundamentalnya relatif terjadi tidak terlalu besar karena mendapat publikasi dan perhatian yang juga lebih besar dari pasar.

