

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini membahas salah satu anomali pasar efisien, yakni *market overreaction* dengan mengamati perilaku pembalikan harga pada saham-saham yang mengalami perubahan persentase harga terbesar dalam satu hari perdagangan aktif selama tahun 2007 di Bursa Efek Indonesia. Jumlah sampel penelitian terdiri dari 246 saham *winner*s (saham-saham yang mengalami peningkatan ekstrem harga) dan 246 saham *loser*s (saham-saham yang mengalami penurunan ekstrem harga). Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji apakah terdapat fenomena *market overreaction* yang ditandai pembalikan harga, pada saham-saham yang mengalami perubahan persentase harga tertinggi yang diperdagangkan di pasar modal. Penelitian dilanjutkan dengan menguji hubungan dan pengaruh perubahan persentase harga dan ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap besaran pembalikan harga yang diharapkan terjadi. Analisis dilakukan secara terpisah, yakni pada sampel *winner*s dan pada sampel *loser*s. Berikut adalah hasil pengujian hipotesisnya.

a. Hipotesis pertama

Berdasarkan pengujian hipotesis pertama yang dilakukan dengan metode *event studies* yang ingin menguji apakah terdapat fenomena *market overreaction*, ditemukan bahwa terdapat fenomena tersebut baik pada sampel *winner*s maupun *loser*s dengan besaran yang lebih besar pada kelompok sampel *loser*s. Pembalikan harga ditemukan setelah terjadi perubahan persentase harga terbesar, yakni sehari sesudahnya untuk *winner*s yang sebesar -10,13%, dan pada hari kesatu, kedua, ketiga, dan kelima pada *loser*s masing-masing sebesar 19,13%, 5,30%, 4,30%, dan 2,61%. Efek pembalikan harga untuk saham *winner*s bertahan hingga hari kelima yang menghasilkan kumulatif pengembalian abnormal sebesar -3,73%, dan untuk saham *loser*s efek pembalikan harga bertahan hingga hari kesepuluh yang menghasilkan kumulatif pengembalian abnormal sebesar 40,29%. Hasil pengujian dimana besarnya *market overreaction*

terjadi dengan besaran lebih besar pada kelompok saham-saham *losers* konsisten dengan argumentasi Kahneman dan Tversky (1979), yang menyatakan bahwa kerugian akan mempengaruhi keputusan investasi lebih besar dibandingkan keuntungan dengan besaran yang sama. Secara keseluruhan hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya seperti penelitian Brown dan Harlow (1988), Ma, Tang, dan Hasan (2005), dan Yuba (2006) yang juga menemukan fenomena *market overreaction* baik pada saham *winner*s maupun *losers*, dengan besaran yang lebih besar pada kelompok sampel *losers*.

b. Hipotesis kedua

Pada pengujian hipotesis kedua mengenai hubungan dan pengaruh antara perubahan persentase harga dengan pembalikan harga yang dilakukan dengan analisis regresi, ditemukan hubungan bahwa dengan semakin besar perubahan persentase harga maka akan diikuti dengan semakin besarnya pula pembalikan harga dengan arah yang berlawanan (terjadi hubungan negatif), baik untuk kelompok sampel *winner*s maupun *losers*. Pada saham *winner*s, ditemukan hubungan negatif antara peningkatan persentase harga dengan pembalikan harga yang diukur CAR pada interval kesatu (satu hari setelah peristiwa peningkatan ekstrem harga). Dan pada *losers*, ditemukan hubungan negatif antara penurunan persentase harga dengan pembalikan harga yang diukur oleh CAR interval ketiga (selama tiga hari setelah peristiwa penurunan harga ekstrem). Koefisien variabel AR untuk masing-masing kelompok saham *winner*s dan *losers* adalah -0,117 dan -0,784. Hasil dari nilai koefisien AR konsisten dengan pengujian hipotesis pertama yang menyimpulkan bahwa besaran (*magnitude*) *market overreaction* terjadi lebih besar pada saham *losers* yang mengindikasikan pasar lebih responsif ketika terjadi peristiwa penurunan harga. Salah satu penjelasan mengapa terjadi hubungan negatif antara besarnya perubahan persentase harga dengan pembalikan harga yang diharapkan, baik pada sampel *winner*s maupun *losers*, adalah bahwa dengan semakin besarnya perubahan persentase harga maka akan

mengakibatkan harga saham semakin menjauhi nilai fundamentalnya. Sehingga dibutuhkan koreksi harga yang semakin besar pula yang dicerminkan oleh pembalikan harga untuk mengembalikan harga saham ke nilai fundamentalnya (DeBondt dan Thaler, 1985). Secara keseluruhan, hasil pengujian hipotesis kedua ini konsisten dengan hasil penelitian DeBondt dan Thaler (1985), Ma, Tang, dan Hasan (2005), serta Yuba (2006) yang juga menyimpulkan pembalikan harga akan semakin besar apabila diawali dengan perubahan persentase harga yang juga besar.

c. Hipotesis ketiga

Pengujian hipotesis ketiga juga dilakukan dengan menggunakan analisis regresi seperti pengujian hipotesis kedua dan ingin menguji hubungan serta pengaruh antara besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) dengan besarnya pembalikan harga. Hasil pengujiannya adalah tidak ditemukan hubungan yang signifikan antara ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan nilai kapitalisasi pasar dengan pembalikan harga yang terjadi untuk kelompok sampel *winner*s. Sedangkan untuk kelompok sampel *loser*s, ditemukan hubungan negatif yang signifikan secara statistik antara ukuran perusahaan dengan pembalikan harga yang terjadi. Yakni dengan semakin besarnya ukuran perusahaan yang dicerminkan oleh nilai kapitalisasi pasar, maka pembalikan harga yang terjadi akan semakin kecil. Hasil pada sampel *loser*s ini konsisten dengan argumentasi Yuba (2006) dalam penelitiannya bahwa terdapat perbedaan efisiensi antara perusahaan berskala besar dan kecil yang menyebabkan pembalikan harga terjadi dengan besaran yang lebih besar pada saham-saham perusahaan berskala kecil.

Walaupun berdasarkan pengujian hipotesis pertama secara empiris terbukti telah terjadi *market overreaction* yang ditandai dengan adanya pola pergerakan harga pada saham-saham yang diperdagangkan di bursa, namun belum tentu anomali pasar efisien ini dapat dimanfaatkan untuk memperoleh pengembalian abnormal secara konsisten dengan melakukan *contrarian strategy* (mengambil

posisi berlawanan dengan pasar). Pengujian harus dilanjutkan dengan mempertimbangkan biaya transaksi, yakni apakah pengembalian abnormal yang dihasilkan dengan melakukan *contrarian strategy* sama atau lebih besar dari biaya transaksi seperti yang dilakukan dalam penelitian Atkins dan Dyl (1990).

Dalam penelitian ini, pemilihan sampel tidak dibatasi hanya pada saham-saham yang aktif diperdagangkan dengan tingkat likuiditas yang tinggi seperti saham-saham yang masuk ke dalam perhitungan indeks LQ45, melainkan mencakup seluruh saham yang terdaftar di bursa selama periode penelitian. Sehingga secara otomatis sampel penelitian ini juga terdiri dari saham-saham yang jarang diperdagangkan (*infrequently traded stock*) dengan biaya transaksi yang relatif tinggi. Untuk saham *winner*s dengan kumulatif pengembalian abnormal sebesar -3,73%, sepertinya kemungkinan untuk memperoleh *contrarian profit* cukup kecil apabila mempertimbangkan biaya transaksi. Disisi lain, dengan kumulatif pengembalian abnormal sebesar 40,29% di hari kesepuluh pada saham *losers*, seharusnya nilai pengembalian ini cukup tinggi untuk menutupi biaya transaksi yang terjadi. Namun sekali lagi, pengujian secara empiris harus dilakukan untuk menguji kemungkinan *contrarian profit* ini.

Secara keseluruhan, walaupun belum tentu fenomena *market overreaction* ini dapat dimanipulasi karena diperlukan pengujian lebih lanjut, namun setidaknya adanya pola pergerakan saham yang ditandai dengan pembalikan harga serta kaitannya dengan besarnya perubahan persentase harga dan besarnya ukuran perusahaan ini, dapat memberikan pemahaman lebih mendalam serta sebagai bahan pertimbangan bagi para investor mengenai anomali pasar ini. Yakni, *active management* yang dicirikan oleh analisis teknikal dan analisis fundamental, terbukti masih cukup berguna karena harga aktual saham tidak secara cepat mencerminkan informasi yang relevan dimana pergerakan harga saham tidak sepenuhnya bersifat acak. Sehingga nantinya, para investor dapat mengoptimalkan utilisasi dari adanya *overreaction* ini untuk meningkatkan kinerja portofolio investasinya.

Karena pengujian tidak dilanjutkan untuk melihat apakah dapat diperoleh *contrarian profit* dengan adanya *market overreaction*, maka dasar hasil pengujian hipotesis ini tidak dapat dijadikan acuan untuk menentukan apakah pasar saham

Indonesia efisien atau tidak. Sebagai tambahan, input dalam penelitian ini yang berupa perubahan persentase harga tertinggi harian, hanya mencerminkan persentase yang sangat kecil dari aktivitas pasar secara keseluruhan. Sehingga hasil kesimpulan hipotesis pertama yang membuktikan telah terjadi *market overreaction*, tidak bisa digunakan untuk mengeneralisasi tingkat efisiensi pasar sebagai suatu kesatuan.

5.2 Saran

Dalam penelitian ini, tentunya penulis menyadari masih banyak terjadi kekurangan dan keterbatasan. Agar penelitian-penelitian selanjutnya dapat memberikan hasil dan kesimpulan yang lebih baik lagi, maka kekurangan dan keterbatasan tersebut harus diminimalisasi agar menghasilkan analisis dan kesimpulan yang lebih baik lagi. Berikut adalah beberapa saran untuk penelitian selanjutnya:

- a. Sebaiknya dicari tahu faktor-faktor (seperti *corporate action*) apa saja yang dapat menyebabkan pergerakan harga saham yang menimbulkan *overreaction*, agar menghasilkan analisis yang lebih baik.
- b. Sebaiknya dalam melakukan analisis mengenai fenomena *market overreaction*, juga dilakukan analisis apakah fenomena tersebut dapat dimanfaatkan oleh investor untuk melakukan *contrarian strategy* atau strategi yang berlawanan dengan pasar. Namun hendaknya biaya transaksi yang dipertimbangkan dalam melakukan strategi tersebut tidak hanya *bid-ask spread*, namun berbagai biaya transaksi lainnya seperti *brokerage fee*.
- c. Menggunakan kriteria berbeda dalam melakukan pemilihan dan penyeleksian sampel. Seperti penggunaan sampel yang dibatasi ke dalam suatu indeks tertentu, seperti Indeks Sektoral, Indeks LQ45, *Jakarta Islamic Index (JII)*, dan Indeks Kompas 100.
- d. Disarankan agar periode penelitian diperpanjang, dan apabila dimungkinkan dilakukan pada periode yang tidak biasa, seperti periode setelah krisis finansial global pada tahun 2008.

- e. Metode statistik yang relatif baru dapat digunakan dalam melakukan analisis data, seperti penggunaan *bootstrap test* yang diajukan oleh Kothari dan Warner (1997).

