

BAB 2 STUDI LITERATUR

2.1 Efisiensi Pasar Modal

Konsep efisiensi pasar modal merupakan salah satu teori terpenting dalam bidang riset keuangan, yang diajukan oleh Fama (1970). Efisiensi dalam teori ini didefinisikan sebagai kecepatan dan ketepatan dimana pasar modal menyertakan informasi yang relevan ke dalam harga sekuritas. Pada pasar yang efisien, harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi publik yang ada mengenai produk perusahaan, keuntungan perusahaan, kualitas manajemen dan prospek di masa depan, serta informasi terbaru mengenai perusahaan yang tersebar ke publik, dimana harga akan secara cepat menyesuaikan untuk mencerminkan dampak dari informasi terbaru tersebut (Megginson, 1997).

Berdasarkan jenis informasinya, *efficient market hypothesis* terbagi ke dalam tiga bentuk (Fama, 1970). Yakni *weak form*, *semi-strong form*, dan *strong form*. Pada *weak form*, harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi historis yang ada. Pada *semi-strong form*, harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi publik yang ada. Dan pada *strong form*, harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi yang ada, termasuk *inside information*. Semakin cepat informasi datang di pasar dan semakin cepat informasi tersebut tercermin di harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Efisiensi di suatu pasar akan terjadi apabila tidak terdapat biaya transaksi (*transaction cost*), tidak terdapat biaya untuk memperoleh informasi, dan harga di masa lalu bersifat independen dengan harga pada saat ini (Megginson, 1997).

Walaupun *efficient market hypothesis* belum tentu berlaku di pasar modal, namun teori ini sudah merubah pandangan tentang bagaimana pasar modal itu bekerja (Megginson, 1997). Kompetisi yang ketat diantara para investor untuk memperoleh keuntungan abnormal akan memastikan bahwa harga sekuritas akan secara akurat mencerminkan seluruh informasi yang relevan sehingga harga sekuritas di pasar dapat dipercaya. Dengan pasar yang efisien, maka investor tidak perlu khawatir akan dimanfaatkan oleh investor lain dengan informasi yang lebih banyak, perusahaan dapat menerbitkan sekuritas baru tanpa harus khawatir bahwa

harga yang ditetapkan terlalu rendah, dan bahkan pemerintah dapat menggunakan pasar modal sebagai salah satu alternatif investasinya.

2.1.1 Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak form efficient market*)

Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga sekuritas, dalam hal ini saham, sudah mencerminkan seluruh informasi historis yang ada (Fama, 1970). Sehingga tidak ada manfaatnya untuk mempelajari pola pergerakan harga saham berdasarkan data historis guna memprediksikan harga saham di masa mendatang. Efisiensi pasar bentuk lemah ini secara populer dikenal sebagai teori *random-walk*. Apabila efisiensi pasar bentuk lemah ini benar, maka hipotesis ini menjadi kontradiktif dengan analisis teknikal. Sehingga, dengan tidak ada manfaatnya mempelajari harga dan perubahan harga historis saham, maka analisis teknikal pun secara otomatis tidak akan berguna (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Jadi apabila suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah, maka investor tidak akan mampu memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten dengan hanya mengamati harga historis dari sekuritas yang bersangkutan.

2.1.2 Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi-strong form efficient market*)

Hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga sekuritas, dalam hal ini saham, sudah mencerminkan seluruh informasi publik yang ada, termasuk didalamnya informasi historis (Fama, 1970). Beberapa contoh informasi publik diantaranya laporan keuangan perusahaan, pengumuman pembagian dividen, pengumuman *merger* maupun akuisisi, pengumuman akan adanya *stock split*, dan berbagai informasi perusahaan lainnya yang dipublikasi. Sehingga usaha untuk mendapatkan dan menganalisis informasi perusahaan yang tersedia di publik, tidak akan dapat secara konsisten menghasilkan keuntungan abnormal.

Pada dasarnya hipotesis ini mengatakan bahwa begitu informasi perusahaan tersedia di publik, maka informasi tersebut akan diserap oleh pasar dan langsung tercermin dalam harga saham. Meskipun penyesuaian harga tidak terjadi secara langsung, namun dalam waktu singkat, informasi tersebut akan diserap oleh pasar. Jadi apabila suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk

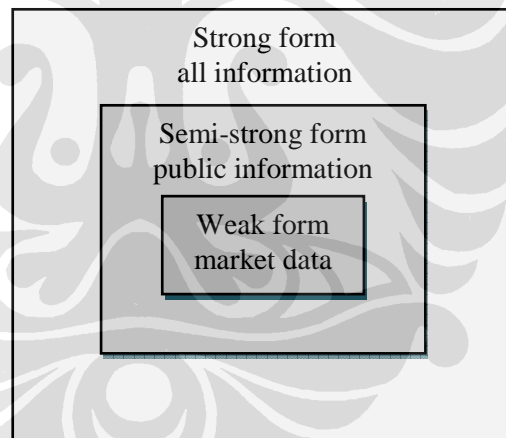
setengah kuat, maka investor tidak akan mampu untuk memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten dengan hanya mengandalkan analisis fundamental (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007).

2.1.3 Efisiensi pasar bentuk kuat (*Strong form efficient market*)

Hipotesis efisiensi pasar bentuk kuat menyatakan bahwa harga sekuritas, dalam hal ini adalah saham, sudah mencerminkan seluruh informasi yang ada, termasuk didalamnya informasi historis, informasi publik, dan *inside information* (Fama, 1970). Sehingga informasi apapun yang ada, baik informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan, tidak dapat digunakan untuk menghasilkan keuntungan abnormal secara konsisten.

Secara keseluruhan, ilustrasi tingkatan (bentuk) hipotesis efisiensi pasar dapat terlihat pada gambar 2.1 dibawah ini.

Gambar 2.1 Tingkatan (bentuk) efisiensi pasar modal



Sumber: Jones (2007)

2.2 Implikasi Pasar yang Efisien

Berdasarkan konsep hipotesis efisiensi pasar yang telah dijelaskan di bagian sebelumnya, apabila suatu pasar modal itu dikatakan sudah efisien, yakni dimana harga-harga sekuritasnya mengikuti pola *random-walk*, maka tidak akan mungkin bagi investor untuk memprediksikan secara tepat pergerakan harga saham di masa mendatang. Dengan kata lain, investor tidak akan dapat secara konsisten untuk “mengalahkan” pasar dengan cara membeli maupun menjual

sekuritas yang dihargai secara keliru oleh pasar (*mispriced*). Konsekuensinya adalah bahwa dalam pasar yang efisien, *passive management* akan lebih baik dilakukan daripada *active management*. Secara umum yang dimaksud dengan *active management* dalam konteks ini adalah analisis teknikal dan analisis fundamental.

2.2.1 Analisis teknikal

Analisis teknikal pada dasarnya adalah mencari suatu pola pergerakan harga saham yang berulang-ulang dan dapat diprediksi (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Analisis teknikal sering juga disebut *chartist* karena mereka mempelajari grafik dari harga-harga saham di masa lalu dengan harapan dapat menemukan pola agar dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan jual beli saham pada saat yang tepat.

Berdasarkan *efficient market hypothesis*, maka analisis teknikal tidak akan berguna. Harga dan volume saham di masa lalu adalah merupakan informasi publik yang dapat diakses dengan biaya yang rendah. Sehingga hasil analisis informasi historis sudah tercermin pada harga saham saat ini. Karena investor berkompetisi untuk memanfaatkan pengetahuan historisnya mengenai saham untuk mendapatkan pengembalian abnormal, maka mereka akan mendorong harga saham ke tingkat dimana *expected return*-nya akan mengkompensasi risiko dari saham tersebut (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Pada tingkat tersebut, harga saham sudah mencerminkan nilai fundamentalnya, dimana tidak seorang investor pun dapat memperoleh pengembalian abnormal.

2.2.2 Analisis fundamental

Analisis fundamental menggunakan informasi-informasi seperti prospek keuntungan dan pembagian dividen perusahaan kedepannya, ekspektasi dari tingkat suku bunga ke depan, dan berbagai evaluasi risiko perusahaan lainnya untuk menilai harga wajar saham (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Harapannya adalah untuk memperoleh analisis mengenai kinerja perusahaan ke depannya yang tidak tercermin pada harga saham di pasar.

Menurut Jones (2007), sebuah sekuritas atau pasar secara keseluruhan mempunyai nilai fundamental atau nilai wajar sebagaimana yang diestimasi oleh investor. Investor melakukan analisis fundamental dengan cara mendiskontokan seluruh ekspektasi penerimaan kas yang akan diperolehnya untuk setiap lembar saham yang dipegangnya. Apabila hasil nilai perhitungannya melebihi harga saham di pasar, maka analisis fundamental menyarankan agar membeli saham tersebut. Atau dengan kata lain saham tersebut dinilai terlalu rendah oleh pasar (*undervalued*). Dan apabila hasil perhitungannya ternyata lebih rendah dari harga saham di pasar, maka sebaiknya investor menjual saham tersebut. Karena saham tersebut dinilai terlalu tinggi oleh pasar (*overvalued*).

Berdasarkan konsep *efficient market hypothesis*, maka analisis fundamental relatif hanya menambah sedikit nilai analisis atau bahkan tidak sama sekali terhadap pergerakan harga saham. Karena para analis hanya menggunakan seluruh informasi publik yang ada, maka hasil analisis satu analis tidak akan jauh berbeda dengan hasil analisis analis lainnya. Hanya analis dengan analisis yang unik saja yang akan berhasil.

Analisis fundamental tidak hanya mengidentifikasi perusahaan yang berkinerja dan mempunyai prospek ke depan yang baik (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Menemukan perusahaan yang berkinerja baik namun seluruh investor di pasar juga menganggap perusahaan tersebut berkinerja baik pula, maka tidak akan ada gunanya. Sehingga caranya adalah untuk tidak mengidentifikasi perusahaan yang berkinerja baik. Melainkan dengan mengidentifikasi perusahaan yang lebih baik daripada yang diperkirakan investor lainnya. Maka, perusahaan yang berkinerja buruk pun akan bisa menguntungkan apabila ternyata tidak seburuk yang diestimasi oleh harga sahamnya di pasar.

2.2.3 *Active versus passive portfolio management*

Berdasarkan konsep *efficient market hypothesis*, maka *active management* tidak ada gunanya dan hanya menghabiskan uang (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Sehingga akan lebih berguna di pasar yang efisien untuk menggunakan *passive management* yang tidak berupaya untuk “mengalahkan” pasar. *Passive strategy* bertujuan untuk menyusun portofolio yang terdiversifikasi tanpa upaya

untuk mengidentifikasi saham-saham yang *undervalued* maupun yang *overvalued* (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). *Passive management* dicirikan oleh strategi *buy-and-hold*. Karena *efficient market hypothesis* menyatakan bahwa harga fundamental saham sudah tercermin di harga saham di pasar, maka tidak ada gunanya untuk melakukan aktivitas jual-beli secara aktif, karena hanya akan menghabiskan uang untuk biaya transaksi.

2.3 Anomali Pasar Efisien

Hipotesis efisiensi pasar menyatakan bahwa harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi yang ada sehingga tidak ada peluang bagi investor untuk memperoleh pengembalian abnormal secara konsisten (Fama, 1970). Sehingga seharusnya pergerakan harga saham tidak dapat diprediksi, tidak berpola dan bersifat *random-walk*. Namun pada kenyataannya, pasar tidak selalu menunjukkan efisiensi. Yakni berdasarkan berbagai penelitian, ditemukan kesimpulan yang tidak konsisten dengan konsep efisiensi pasar. Para periset melihat inkonsistensi hasil tersebut bukan sebagai penolakan terhadap EMH, melainkan sebagai anomali pasar efisien. Beberapa contoh dari anomali tersebut diantaranya *Monday Effect*, *Intraday Effect*, *January Effect*, *Size Effect*, dan *Market Overreaction*.

2.3.1 *Monday effect*

Salah satu pola pengembalian saham yang telah banyak diteliti adalah perbedaan pengembalian dari berbagai hari dalam waktu satu minggu, dimana terdapat kecenderungan pengembalian di hari Senin yang lebih rendah dibandingkan empat hari perdagangan lainnya. Dalam penelitiannya, Gibbons dan Hess (1981) menggunakan sampel saham perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* (NYSE) dari tahun 1962 sampai 1978 dan mereka berdua menemukan bahwa pengembalian yang sudah dianualisasikan di hari Senin sebesar -33,5%. Selanjutnya mereka membagi sampelnya ke dalam dua periode yakni 1962 sampai 1970 dan 1970 sampai 1978, dan menemukan pengembalian di hari Senin yang juga negatif. Gibbons dan Hess (1981) juga menemukan bahwa di hari Rabu dan Jumat terdapat pengembalian positif yang cukup besar.

2.3.2 *Intraday effect*

Anomali pasar ini relatif baru diteliti, yakni menjelaskan pola perbedaan pengembalian saham dalam hitungan menit dalam sesi perdagangan aktif di pasar modal. Harris (1986) dalam penelitiannya menggunakan sampel selama 14 bulan dari bulan Desember 1981 sampai Januari 1983. Hasil penemuannya mendukung fenomena *monday effect* dimana ditemukan pengembalian hari Senin yang negatif dan pengembalian 4 hari perdagangan lainnya yang positif. Ia meneliti lebih jauh mengenai pengembalian hari Senin yang negatif dan menyimpulkan bahwa pengembalian yang negatif itu tidak terjadi dalam sepanjang hari. Melainkan, setengahnya terjadi diantara penutupan perdagangan hari Jumat sampai pembukaan perdagangan hari Senin. Dan sisanya, sebagian besar terjadi pada 45 menit pertama perdagangan hari Senin. Setelah perdagangan 45 menit pertama, besarnya pengembalian di hari Senin mulai mendekati pengembalian di hari-hari lainnya yang bernilai positif. Dan disetiap harinya, ia menemukan bahwa harga akan mengalami kenaikan pada 30 menit terakhir sesi perdagangan.

2.3.3 *January effect*

Berbagai riset keuangan telah menemukan suatu anomali pasar dimana pengembalian saham di bulan Januari relatif lebih tinggi dibandingkan pengembalian di bulan-bulan lainnya (Elton, Gruber, Brown, dan Goetzmann, 2007). Fenomena inilah yang sering disebut sebagai *january effect*. Umumnya *january effect* terjadi pada saham-saham berskala kecil. Fama (1991) dalam penelitiannya membagi sampel ke dalam 2 periode, yakni 1941 sampai 1981 dan 1982 sampai Januari 1991. Pada periode sampel yang pertama, rata-rata pengembalian saham berskala kecil pada bulan Januari sebesar 8,06% dan rata-rata pengembalian saham berskala besar juga di bulan Januari sebesar 1,342%. Keduanya menunjukkan pengembalian pada bulan Januari yang lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya. Bagaimanapun pengembalian untuk saham-saham berskala kecil relatif lebih tinggi daripada yang berskala besar, sehingga sebagian besar pengembalian yang lebih tinggi di bulan Januari terkait dengan saham-saham berskala kecil. Sedangkan pada periode sampel yang kedua, hasilnya juga menuju kepada kesimpulan yang sama dimana saham-saham

berskala kecil mempunyai rata-rata pengembalian di bulan Januari sebesar 5.32% dan saham-saham berskala besar sebesar 3.2%.

2.3.4 *Size effect*

Size effect merupakan salah satu anomali pasar yang menyatakan bahwa perusahaan yang berskala kecil akan memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang berskala besar. Dalam penelitiannya dengan periode penelitian 1936 sampai 1977, Banz (1981) menyimpulkan bahwa dengan memegang saham perusahaan berskala kecil akan menghasilkan *excess return*. Lebih lanjut, perbedaan tingkat pengembalian antara membeli saham perusahaan berskala kecil dibandingkan dengan saham perusahaan berskala besar adalah sebesar 19,8%. Beberapa penelitian lain menyimpulkan bahwa sebagian besar *size effect* terjadi di bulan Januari. Keim (1983) menemukan bahwa perbedaan tingkat pengembalian di bulan Januari akibat *size effect* hampir sebesar perbedaan selama setengah tahun.

Namun umumnya biaya transaksi untuk saham-saham perusahaan berskala kecil juga relatif lebih besar dibandingkan dengan saham-saham perusahaan berskala besar, sehingga dapat mengurangi bahkan menghilangkan keuntungan yang dapat diperoleh dengan memegang saham-saham perusahaan kecil. Sehingga ketika biaya transaksi dipertimbangkan, adanya anomali *size effect* ini belum tentu dapat dimanfaatkan untuk memperoleh keuntungan abnormal.

2.4 **Market Overreaction**

Hipotesis *market overreaction* menyatakan bahwa saham-saham yang pada awalnya memberikan tingkat pengembalian yang rendah (*losers*), di periode berikutnya akan memberikan pengembalian yang tinggi dan saham-saham yang awalnya memberikan tingkat pengembalian yang tinggi (*winners*), di periode berikutnya akan memberikan pengembalian yang rendah (DeBondt dan Thaler, 1985). Ini dapat terjadi karena secara tidak sadar pasar telah menilai kelompok saham *losers* secara terlalu rendah (*undervaluation*) dan menilai kelompok saham *winners* terlalu tinggi (*overvaluation*). Dan pada akhirnya akan terjadi koreksi harga sehingga saham-saham *losers* akan memberikan tingkat pengembalian yang

lebih tinggi. Sebagai tambahan, hipotesis *market overreaction* ini menyatakan bahwa semakin besar perubahan harga yang terjadi, maka akan diikuti dengan semakin besar pula koreksi harga yang dicerminkan oleh pembalikan harga, atau seringkali disebut *magnitude effect*.

Berikut ini akan dibahas penelitian-penelitian yang telah dilakukan mengenai fenomena *market overreaction*, baik di luar Indonesia khususnya di Amerika Serikat maupun di Indonesia.

2.4.1 Penelitian DeBondt dan Thaler

Penelitian mengenai fenomena *market overreaction* di pasar modal, pertama kali dilakukan oleh DeBondt dan Thaler (1985). Mereka menguji *overreaction* pada *New York Stock Exchange* (NYSE) dengan membentuk 2 formasi portofolio. Pertama, yakni portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mempunyai pengembalian abnormal yang bernilai positif, yang disebut portofolio *winners*. Dan yang kedua portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mempunyai pengembalian abnormal yang bernilai negatif, yang disebut portofolio *losers*. Dari hasil penelitiannya, mereka menemukan bahwa saham yang pada awal periodenya memberikan tingkat pengembalian yang positif (*winners*) maupun yang negatif (*losers*) akan mengalami pembalikan harga (*price reversal*) pada periode selanjutnya.

Dengan menggunakan periode pembentukan portofolio *losers* dan *winners* selama 3 tahun dengan pengujian selama 3 tahun berikutnya, hasil pengujiannya konsisten dengan hipotesis *market overreaction*. Yakni portofolio *losers* yang sejumlah 35 saham, mempunyai tingkat pengembalian yang secara rata-rata 19,6% lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar, 36 bulan setelah pembentukan portofolio. Portofolio *winners*, sebaliknya, mempunyai tingkat pengembalian sekitar 5% lebih rendah dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar, sehingga perbedaan tingkat pengembalian kedua portofolio tersebut adalah sebesar 24,6%.

2.4.2 Penelitian Zarowin

Penelitian ini menguji kembali penelitian yang telah dilakukan oleh DeBondt dan Thaler (1985), yang menyimpulkan bahwa terdapat kecenderungan saham-saham *losers* mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan saham-saham *winner*s dalam periode 3 tahun penelitian. Penelitian yang dilakukan Zarowin (1990) ini menunjukkan bahwa kinerja superior saham-saham *losers* terhadap saham-saham *winner*s dalam 3 tahun periode penelitian bukan terjadi akibat reaksi berlebihan para investor, tetapi karena perbedaan ukuran perusahaan antara saham *losers* dan *winner*s dimana saham-saham *losers* umumnya berukuran lebih kecil dibandingkan dengan saham *winner*s. Tanpa mengontrol ukuran perusahaan, saham-saham *losers* berkinerja lebih baik dibandingkan dengan saham-saham *winner*s, dan baik ukuran risiko (beta) maupun *january effect* tidak dapat menjelaskannya. Apabila ukuran perusahaan antara saham *losers* dan saham *winner*s sama, ditemukan bahwa terdapat perbedaan tingkat pengembalian hanya di bulan Januari. Ketika saham-saham *losers* dalam periode formasi (3 tahun sebelumnya) ukurannya lebih kecil daripada saham-saham *winner*s, saham-saham *losers* berkinerja lebih baik. Dan ketika saham-saham *winner*s dalam periode formasi ukurannya lebih kecil daripada saham-saham *losers*, saham-saham *winner*s berkinerja lebih baik. Sehingga Zarowin (1990) menyimpulkan bahwa yang menyebabkan perbedaan tingkat pengembalian antara saham *winner*s dan *losers* adalah karena disebabkan oleh perbedaan ukuran perusahaan dan pola musiman, dan bukannya akibat reaksi berlebihan dari investor.

2.4.3 Penelitian Atkins dan Dyl

Dalam penelitiannya, Atkins dan Dyl (1990) menguji perilaku saham setelah mengalami perubahan harga yang relatif besar dalam satu hari perdagangan di *New York Stock Exchange* (NYSE). Mereka memilih 3 saham yang mengalami peningkatan harga tertinggi dan 3 saham yang mengalami penurunan harga tertinggi dalam satu hari perdagangan selama periode Januari 1975 hingga Desember 1984.

Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa saham-saham yang pada awalnya mengalami penurunan harga terbesar dalam periode penelitian (*losers*), akan memberikan tingkat pengembalian abnormal yang positif dan signifikan pada periode selanjutnya yang mengindikasikan terjadinya *overreaction*. Dan untuk saham-saham yang awalnya mengalami peningkatan harga terbesar (*winner*s), akan memberikan tingkat pengembalian yang negatif pada periode selanjutnya yang juga mengindikasikan terjadinya *overreaction* namun dengan besaran yang lebih rendah apabila dibandingkan dengan saham-saham *losers*.

Hasil penelitian ini terbukti sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menemukan adanya *overreaction* di pasar dengan besaran yang lebih besar pada saham-saham *losers*. Namun ketika mempertimbangkan ukuran perusahaan dan *bid-ask spread* yang mencerminkan biaya transaksi minimum, investor tidak dapat memanfaatkan adanya pembalikan harga ini untuk kemudian memperoleh pengembalian abnormal. Yakni pasar akan efisien ketika ukuran perusahaan dan *bid-ask spread* diperhitungkan. Hasil temuan lainnya adalah bahwa pembalikan harga yang terjadi tidak disebabkan oleh pergeseran harga dari *bid* ke *ask*.

2.4.4 Penelitian Akhigbe, Gosnell, dan Harikumar

Akhigbe, Gosnell, dan Harikumar (1998) melakukan penelitian untuk menguji adanya fenomena *overreaction* di pasar dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di NYSE yang mengalami persentase kenaikan dan penurunan pengembalian terbesar dalam satu hari perdagangan aktif selama tahun 1992. Mereka menyimpulkan bahwa terjadi pembalikan harga segera setelah terjadinya peristiwa kenaikan atau penurunan pengembalian terbesar dalam waktu satu hari perdagangan. Hasil temuan mereka juga mengindikasikan bahwa pengembalian abnormal yang diterima pada saat terjadinya pembalikan harga, secara rata-rata, lebih rendah dari pada *bid-ask spread* yang diperlukan untuk melakukan transaksi, yang juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Atkins dan Dyl (1990).

2.4.5 Penelitian Larson dan Madura

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Larson dan Madura (2003) hanya meneliti perilaku saham-saham yang mengalami peristiwa penurunan persentase harga tertinggi dalam waktu satu hari perdagangan di pasar modal Amerika. Dengan menggunakan sampel penelitian dari tahun 1988 sampai 1998, mereka memilih saham-saham yang mengalami persentase penurunan harga minimal 10% dalam satu hari perdagangan. Larson dan Madura menemukan pembalikan harga yang signifikan pada saham-saham *losers* ketika terjadi *informed* maupun *uninformed events*.

2.4.6 Penelitian Ma, Tang, dan Hasan

Dalam penelitiannya, Ma, Tang, dan Hasan (2005) menguji fenomena *market overreaction* pada saham-saham yang mengalami perubahan persentase harga tertinggi dalam satu hari. Yakni saham yang mengalami peningkatan persentase harga terbesar, dan saham yang mengalami penurunan persentase harga terbesar dalam satu hari. Sampel terdiri dari saham-saham NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) dan NYSE selama tahun 1996 dan 1997. Pengujian dilakukan secara terpisah antara saham NASDAQ dan NYSE untuk melihat bagaimana perbedaan karakteristik pasar dapat mempengaruhi besarnya *overreaction*.

Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa tidak ditemukan *market overreaction*, baik pada saham *winner*s maupun *losers* pada saham-saham NYSE. Tetapi pada saham-saham NASDAQ, ditemukan bukti empiris yang kuat bahwa terjadi *market overreaction* baik pada saham-saham *winner*s maupun *losers* yang ditandai pembalikan harga selama 2 hari berturut-turut. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa dengan semakin besarnya perubahan harga, akan diikuti dengan semakin besar pula pembalikan harga pada sampel saham NASDAQ, baik *winner*s maupun *losers*. Analisis regresi juga menunjukkan dengan semakin besarnya ukuran perusahaan akan menyebabkan pembalikan harga yang semakin kecil hanya pada sampel *losers*.

2.4.7 Penelitian Yuba

Penelitian yang dilakukan Yuba (2006) ingin menguji apakah perilaku harga saham dapat diprediksi pergerakannya setelah mengalami perubahan ekstrem harga dalam waktu mingguan. Secara spesifik, dilakukan pengujian apakah terdapat pembalikan harga setelah mengalami peningkatan atau penurunan ekstrem harga. Peningkatan atau penurunan ekstrem harga didefinisikan apabila terjadi persentase perubahan harga lebih besar atau sama dengan 50% dalam seminggu. Sampel penelitian terdiri dari saham-saham NASDAQ, NYSE, dan AMEX (*American Stock Exchange*) selama periode 1983 hingga 2002.

Hasil pengujiannya, ditemukan pola pembalikan harga baik untuk saham *winner* maupun *loser*. Pengembalian abnormal untuk saham *winner* bernilai negatif dan meningkat secara bertahap setelah mengalami peningkatan harga ekstrem, dan mencapai puncaknya pada minggu kelimpuluh yakni sebesar -20,33% yang diukur dengan menggunakan metode *market-adjusted buy-and-hold return*. Sedangkan pengembalian abnormal untuk saham *loser* bernilai positif di minggu-minggu pertama, yakni sebesar 9,31% di minggu pertama. Besarnya pengembalian abnormal yang diakumulasikan besarnya terus menurun hingga mencapai -2,54% di minggu kelimpuluh. Dengan adanya pembalikan harga setelah saham *winner* mengalami perubahan harga ekstrem mengindikasikan bahwa terdapat *market overreaction* yang kemudian dikoreksi secara bertahap. Sedangkan hasil pada saham *loser* mengindikasikan bahwa terdapat *market overreaction* dalam jangka pendek, dan *underreaction* pada jangka waktu menengah.

Sebagai tambahan, Yuba (2006) juga menguji hubungan antara perubahan harga ekstrem dengan pembalikan harga dan menemukan hubungan bahwa dengan semakin besarnya perubahan harga maka juga akan diikuti dengan semakin besar pula pembalikan harga. Kemudian juga ditemukan bahwa dengan semakin besarnya ukuran perusahaan, maka akan diikuti dengan semakin besarnya pembalikan harga. Hasil ini tentu saja berlawanan dengan argumentasi bahwa perusahaan berskala besar akan lebih efisien dibanding perusahaan berskala kecil sehingga tidak akan menunjukkan perilaku pembalikan harga yang besar.

2.4.8 Penelitian di Indonesia

Salah satu penelitian yang relatif awal dilakukan di Indonesia untuk menguji apakah pasar bereaksi secara berlebihan dilakukan oleh Susiyanto (1997). Ia menggunakan metodologi yang sama dengan yang digunakan oleh DeBondt dan Thaler (1985). Hasil kesimpulan dari penelitiannya adalah bahwa terdapat fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia, namun hanya untuk saham-saham *winner*s yang ditunjukkan oleh pengembalian abnormal yang negatif dan signifikan selama periode pengujian. Dengan menggunakan data mingguan selama periode Januari 1994 hingga Desember 1996, Susiyanto menginterpretasikan bahwa pasar modal Indonesia bereaksi secara berlebihan apabila terdapat berita bagus dimana harga saham-saham *winner*s akan melebihi nilai fundamentalnya.

Berkebalikan dengan penelitian yang dilakukan Susiyanto (1997) yang menyimpulkan bahwa telah terjadi *market overreaction* di pasar modal Indonesia hanya pada saham-saham *winner*s, Iswandari (2001) seperti dikutip oleh Susanti (2003) dalam penelitiannya, menyimpulkan bahwa telah terjadi *market overreaction* hanya pada saham-saham *loser*s. Sehingga ia menyimpulkan bahwa investor dan pasar merespons secara berlebihan apabila terdapat berita buruk karena harga-harga saham *loser*s akan lebih rendah dari nilai fundamentalnya.

Dalam penelitiannya, Manurung dan Permana (2005) menguji adanya *overreaction* di pasar dengan menggunakan sampel saham-saham yang termasuk dalam perhitungan Indeks LQ-45 dengan periode pengujian 3 bulan, 6 bulan, dan 1 tahun dengan mengikuti metodologi seperti penelitian DeBondt dan Thaler (1985) serta Dissainake (1997). Berdasarkan hasil penelitiannya, mereka menyimpulkan bahwa tidak terdapat fenomena *market overreaction* pada saham-saham LQ-45 selama periode penelitian Februari 2002 hingga Mei 2005, baik pada periode pengujian 3 bulan, 6 bulan, maupun 1 tahun.

Mengikuti metodologi yang digunakan oleh Atkins dan Dyl (1990), Susanti (2003) juga menemukan fenomena *market overreaction* dalam jangka pendek yang ditandai dengan pembalikan harga, namun hanya terjadi pada saham-saham *loser*s saja. Pembalikan harga saham ditemukan pada hari kesatu, kedua, kelima, dan keenambelas setelah mengalami peristiwa penurunan ekstrem harga.

Namun setelah membandingkan nilai kumulatif pengembalian abnormalnya yang dapat diperoleh dengan menerapkan *simple trading rule* dengan *bid-ask spread*, pengujiannya menunjukkan hasil yang tidak signifikan dimana investor tidak dapat memperoleh pengembalian abnormal. Susanti (2003) juga menyimpulkan bahwa variabel *bid-ask spread* secara signifikan berpengaruh terhadap terjadinya pembalikan harga.

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori yang telah dikemukakan sebelumnya, maka akan diajukan 3 hipotesis yang selanjutnya akan diuji. Pengujian dilakukan secara terpisah antara kelompok saham *winner*s dan *loser*s.

2.5.1 Hipotesis pertama

Hipotesis pertama penelitian ini adalah untuk menguji apakah fenomena *market overreaction* terjadi di Bursa Efek Indonesia yang ditandai dengan pembalikan harga setelah mengalami perubahan persentase harga tertinggi. Hipotesis terdiri dari 2 subhipotesis, yakni satu untuk saham *winner*s dan satu lagi untuk saham *loser*s. Untuk saham *winner*s subhipotesisnya adalah:

H.1.1: Saham-saham *winner*s akan mengalami pembalikan harga (*price reversal*).

Dan untuk saham *loser*s, subhipotesisnya adalah:

H.1.2: Saham-saham *loser*s akan mengalami pembalikan harga (*price reversal*).

2.5.2 Hipotesis kedua

Hipotesis kedua ingin menguji keabsahan *magnitude effect*, yakni apakah besarnya perubahan persentase harga berhubungan dengan dan berpengaruh terhadap besarnya pembalikan harga yang akan terjadi. Hubungan dan pengaruh yang diharapkan adalah negatif, baik untuk saham *winner*s maupun *loser*s, dimana dengan semakin besarnya perubahan persentase harga akan diikuti dengan semakin besarnya pula pembalikan harga (karena pembalikan harga arahnya berlawanan dengan perubahan persentase harga). Hipotesis ini terdiri dari 2

subhipotesis, yakni untuk saham *winner*s dan *loser*s. Untuk saham *winner*s subhipotesisnya adalah:

H.2.1: Besarnya perubahan persentase harga berhubungan dengan dan mempengaruhi secara negatif terhadap besarnya pembalikan harga untuk kelompok saham *winner*s.

Dan untuk saham *loser*s, subhipotesisnya adalah:

H.2.2: Besarnya perubahan persentase harga berhubungan dengan dan mempengaruhi secara negatif terhadap besarnya pembalikan harga untuk kelompok saham *loser*s.

2.5.3 Hipotesis ketiga

Hipotesis terakhir atau ketiga ingin menguji apakah besarnya ukuran perusahaan berhubungan dengan dan berpengaruh terhadap besarnya pembalikan harga yang akan terjadi. Untuk saham *winner*s diharapkan hubungan dan pengaruh yang positif yang mengindikasikan dengan semakin besarnya ukuran perusahaan akan menyebabkan pembalikan harga yang semakin kecil (karena pembalikan harganya bernilai negatif). Untuk saham *loser*s diharapkan hubungan dan pengaruh yang negatif yang mengindikasikan dengan semakin besarnya ukuran perusahaan akan menyebabkan pembalikan harga yang semakin kecil (karena pembalikan harga harganya bernilai positif). Hipotesis ini terdiri dari 2 subhipotesis. Untuk saham *winner*s, subhipotesisnya adalah:

H.3.1: Besarnya ukuran perusahaan berhubungan dengan dan mempengaruhi secara positif terhadap besarnya pembalikan harga untuk kelompok saham *winner*s.

Subhipotesis untuk saham *loser*s adalah:

H.3.2: Besarnya ukuran perusahaan berhubungan dengan dan mempengaruhi secara negatif terhadap besarnya pembalikan harga untuk kelompok saham *loser*s.