

BAB II

KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN

II.1 Tinjauan Pustaka

Penelitian pertama dalam konteks literatur keuangan yang menunjukkan bukti empiris terjadinya pembalikan harga (*price reversal*) di pasar modal adalah penelitian yang dilakukan oleh De Bondt & Thaler (1985). Penelitian De Bondt & Thaler ini mencoba menyelidiki apakah perilaku memainkan peranan pada tingkat pasar dan dapat mempengaruhi harga saham. Penelitian ini menggunakan data pasar saham Amerika dari tahun 1962–1982. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan membentuk dua portofolio, yaitu yang terdiri atas saham yang berkinerja baik selama tiga sampai lima tahun di masa lalu (periode formasi) sebagai saham *winner* dan saham yang berkinerja buruk selama tiga hingga lima tahun di masa lalu sebagai saham *loser*. De Bondt & Thaler menemukan bahwa saham *loser* mengalami *reversal* dalam jangka panjang sehingga mengungguli saham *winner* pada tiga hingga lima tahun sesudahnya (periode pengujian). Terhadap hasil penemuan De Bondt & Thaler tersebut, Bernstein (1985), seperti dikutip dalam Atkins & Dyl (1990)¹⁵, memberikan komentarnya,

“I would argue that the stock market in particular is highly efficient in rapidly incorporating information that would have an effect on prices in the short run, even if it fails to process more complex and longer run information in an efficient manner...Let us give the Efficient Market Hypothesis its due as an explanation of how markets work in the short run, even if we can probably reject the hypothesis for the long run”

¹⁵ Atkins, A. B., *op.cit.*

Pendapat dari Bernstein ini memunculkan ketertarikan bagi para peneliti lainnya untuk menguji keberadaan *price reversal* dalam jangka pendek.

Salah satu penelitian lainnya yang dilakukan untuk meneliti keberadaan *price reversal* dalam jangka pendek dilakukan oleh Atkins & Dyl (1990) serta Bremer & Sweeney (1991). Pengujian ini menggunakan metode yang berbeda dengan yang dilakukan De Bondt & Thaler sebelumnya. Jika De Bondt & Thaler terlebih dulu menentukan dua periode yaitu periode formasi dan periode pengujian terhadap saham-saham *loser* dan *winner*, penelitian yang dilakukan oleh Bremer & Sweeney (1991) menguji *overreaction hypothesis* (OH) dengan memfokuskan pada perilaku harga saham setelah mengalami peristiwa perubahan besar harga, baik penurunan maupun kenaikan, dalam satu hari perdagangan. Perubahan besar dalam harga saham, dianggap sebagai respon terhadap informasi baru atau informasi yang tak terduga, terkait dengan nilai saham perusahaan. Menurut Atkins & Dyl (1990),¹⁶

“An extremely large change in the price of a common stock during a single trading day is most likely caused by unanticipated, new information pertinent to the value of the stock. Thus, stocks exhibiting large price changes provide an excellent opportunity to examine whether stock prices adjust rapidly and completely to new information, whether they adjust only partially to such information or whether they overreact to such information”

Sementara itu Bowman (1998)¹⁷ menyatakan,

“Whereas small changes in stocks price may be result of investor liquidity needs or portfolio rebalancing considerations, large price change are more likely to reflect the expected value of new information. Thus the behavior of stocks that exhibit large price

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ Bowman, R. G., D. Iverson. *Short-run Overreaction in The New Zealand stock Market*. Pacific-Basin Finance Journal. 1998

changes provide an opportunity to examine whether stock prices adjust rapidly and completely to new information, whether they adjust only partially to such information or whether they overreact to such information”

Berdasarkan pemikiran seperti yang dijelaskan di atas, Atkins & Dyl (1990) meneliti perilaku harga saham dalam jangka pendek setelah mengalami penurunan harga besar dalam satu hari perdagangan. Langkah pertama, mereka memilih 300 hari perdagangan secara acak selama periode Januari 1975 hingga Desember 1984. Dari masing-masing hari perdagangan kemudian dibentuk portofolio *winner* dan *loser* dengan memilih masing tiga saham yang mengalami persentase penurunan terbesar (*loser*) dan tiga saham yang mengalami persentase kenaikan terbesar (*winner*), sehingga total enam saham dipilih dalam satu hari dan menghasilkan 1800 observasi. Kemudian mereka menghitung *actual return* untuk menentukan apakah terdapat *abnormal returns* selama hari-hari berikutnya. Dalam menentukan *abnormal return* ini, mereka menggunakan tiga jenis pendekatan, pertama yaitu *mean adjusted return*, dan yang kedua serta ketiga adalah dua versi dari metode *market & risk adjustment return* berdasarkan model pasar. Pengujian mereka dengan menggunakan tiga pendekatan tersebut secara konsisten menghasilkan kesimpulan yang mendukung *overreaction hypothesis*. Saham-saham *loser* menghasilkan *abnormal return* yang positif dan signifikan. Total *abnormal return* selama dua hari berturut-turut setelah penurunan tersebut adalah sebesar 2,26%. Saham-saham *winner* mengalami *abnormal return* yang negatif, namun besarnya (*magnitude*) lebih kecil dibanding pembalikan yang dialami saham-saham *loser*.

Bremer dan Sweeney (1991) dengan menggunakan data harian, mencoba menguji bagaimana perilaku saham pada hari-hari berikutnya setelah mengalami penurunan besar dalam satu hari perdagangan (minimal 10%). Dari penelitian tersebut mereka mendapatkan bahwa saham-saham tersebut mengalami pembalikan sehingga menghasilkan *return* yang positif dan signifikan selama dua hari berturut-turut. Rata-rata pembalikan pada hari pertama sebesar 1,173% dan pada hari kedua kumulatif pembalikan kurang lebih sebesar 2,2%. CAR selama tiga hari sesudah *event* sebesar 2,6% dan signifikan secara statistik, menunjukkan terjadinya *reversal* sesudah peristiwa penurunan besar harga saham. Mereka juga mencoba membuktikan apakah fenomena pembalikan ini berhubungan dengan anomali lain seperti *weekend* dan *turn-of-the-year effect*. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa fenomena pembalikan yang mereka temukan berbeda dari anomali lain tersebut. Penemuan mereka ini tidak sejalan dengan catatan bahwa harga di pasar telah mencerminkan informasi yang relevan secara cepat sekaligus memberikan bukti pasar tidak efisien dalam bentuk lemah, bahkan dalam jangka pendek,

*"The major interest oh this phenomenon is the long recovery period of the stock price reversal; such a slow recovery is inconsistent with the notion that maeket prices fullt and quickly reflect relevant information."*¹⁸

Bremer & Sweeney menyatakan bahwa terjadinya *reversal* ini mungkin dikarenakan *illiquidty*.

¹⁸ Bremer, M., Richard J. Sweeney. *The Reversal of Large Sock Price Decreases*. The Journal of Finance. 1991

Cox & Peterson (1994) meneliti lebih lanjut mengenai dugaan tersebut. Cox & Peterson (1994) menguji perilaku harga saham setelah mengalami penurunan harga besar (minimal 10%) dalam satu hari perdagangan dan melakukan perbandingan antara saham-saham NMS (National Market System) yang diperdagangkan di NASDAQ dengan saham-saham yang diperdagangkan di AMEX serta NYSE. Penelitian tersebut ingin menguji apakah *reversal* yang terjadi disebabkan oleh *overreaction* atau lebih dikarenakan *illiquidity*. Hasil penelitian mendokumentasikan bahwa *bid-ask bounce* dan tingkat likuiditas pasar dapat menjelaskan terjadinya *price reversal* dalam jangka pendek. Mereka juga membagi fokus perhatian pada pergerakan harga saham selama tiga hari setelah *event* (t+1 hingga t+3) atau disebut *short-term* dan pergerakan harga saham selama hari-hari berikutnya hingga hari kedua puluh setelah *event* (t+4 hingga t+20), dan disebut *longer-term*. Mereka menemukan bahwa meskipun sekuritas yang mengalami penurunan harga besar mengalami pembalikan dan menghasilkan *abnormal return* yang positif selama tiga hari sesudah penurunan tersebut, namun selama hari-hari berikutnya saham-saham tersebut menunjukkan kinerja yang buruk.

Bowman & Iverson (1998), dengan menggunakan data mingguan menguji perilaku harga saham setelah mengalami perubahan harga minimal 10% dalam satu minggu pada pasar saham New Zealand. Mereka menyimpulkan bahwa terjadi *overreaction* dalam pasar saham New Zealand, khususnya bagi saham-saham *loser* (mengalami penurunan harga minimal 10%). Hasil pengujian membuktikan bahwa pada minggu berikutnya setelah *event* (t+1), saham *loser*

memperoleh *abnormal return* positif sebesar 2,4% atau 21,8% dari *abnormal return* pada $t=0$, sedangkan saham *winner* memperoleh *return* negatif sebesar -1,5% atau hanya 10% dari *abnormal return* pada $t=0$. Mereka juga menyimpulkan bahwa pembalikan ini tidak disebabkan oleh saham-saham bernilai kecil (*penny stock*), yaitu yang harganya kurang dari 1\$. Lebih lanjut mereka juga menjelaskan bahwa semakin besar perubahan awal maka semakin besar tingkat pembalikannya (*magnitude effect*) dan menyimpulkan bahwa *reversal* ini tidak berhubungan dengan *seasonality effect*. Pada akhir penelitiannya, Bowman & Iverson tidak menemukan bukti bahwa *reversal* yang terjadi disebabkan oleh *bid-ask spread*.

Salah satu penelitian yang khusus menguji *overreaction* pada saham-saham perusahaan besar dan likuid ialah penelitian yang dilakukan oleh Benou & Richie (2003). Benou & Richie (2003) menguji pergerakan harga saham dalam jangka panjang setelah mengalami penurunan besar ($>20\%$) dalam harganya selama satu bulan tertentu. Penelitian ini membatasi fokus perhatian pada sampel penelitiannya yang berupa saham-saham perusahaan besar yang sangat likuid diperdagangkan di NYSE. Saham-saham perusahaan besar dianggap memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dalam perdagangannya. Mengacu pada penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa terjadinya *reversal* lebih disebabkan oleh *illiquidity*, Benou & Richie menduga bahwa *reversal* tidak akan terjadi terhadap saham-saham yang likuid tersebut, atau jikapun ada maka tidak akan terlalu kuat atau signifikan. Hasil penelitian yang mereka temukan ternyata mendapati bahwa setelah penurunan besar tersebut, saham-saham perusahaan besar mengalami *reversal* dan memperoleh *abnormal return* positif dan signifikan selama satu

tahun kemudian. *Abnormal return* yang positif dan signifikan tersebut mengindikasikan bahwa perubahan besar yang terjadi merupakan *overreaction* dari sebagian investor. Lebih lanjut, Benou & Richie menyelidiki apakah terdapat perbedaan pola *reversal* antar industri yang berbeda dengan membagi sampel penelitiannya menjadi tiga klasifikasi industri yaitu *technology*, *manufactur* dan *service industry*. Benou & Richie menemukan bukti bahwa saham-saham perusahaan teknologi mengalami *reversal* yang paling kuat diantara tiga klasifikasi industri yang ada, sebaliknya saham-saham perusahaan industri jasa cenderung untuk terus mengalami penurunan harga yang terjadi secara signifikan, hal ini mengindikasikan terjadinya *underreaction* pada sebagian investor dalam perusahaan yang bergerak di industri jasa.

Di Indonesia penelitian yang menguji keberadaan *price reversal* telah dilakukan oleh Susanti (2003) yang mencoba mempelajari fenomena pembalikan di BEJ. Dengan menggunakan data *return* harian, Susanti menemukan bahwa saham-saham *loser* mengalami pembalikan yang signifikan, sedangkan untuk saham-saham *winner* tidak diperoleh pembalikan yang signifikan.

Maria (2004) mengadakan penelitian mengenai *overreaction* pada saham-saham LQ 45. Dalam penelitian ini, peneliti membentuk dua portofolio yaitu *loser* dan *winner* sejalan dengan metodologi yang digunakan De Bondt & Thaler (1985). Peneliti menggunakan periode pembentukan (formasi) dan periode pengujian (observasi) sesuai dengan periode pergantian indeks indeks LQ 45, yaitu 6 bulan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa terjadi *overreaction* yang ditunjukkan dengan pembalikan CAR baik saham *winner* maupun *loser*. Peneliti

juga menyimpulkan bahwa efek *overreaction* lebih berpengaruh terhadap saham-saham *loser* dibandingkan saham *winner*.

Lesmana (2005) melakukan pengujian atas *price reversal* bagi saham-saham LQ 45 yang mengalami penurunan harga minimal 20% dalam satu bulan. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan yang menolak *overreaction hypothesis*. Lesmana menyimpulkan bahwa penurunan besar pada harga saham tidak selalu diikuti *price reversal* pada periode berikutnya dan berpendapat bahwa penurunan besar yang terjadi disebabkan oleh investor yang *underreact*. Penelitian Lesmana ini memberikan bukti yang mendukung *underreaction hypothesis*. Kesimpulan ini memberikan hasil bahwa penurunan besar harga saham akan diikuti oleh penurunan yang berlanjut pada periode berikutnya (*price continuation*). Penemuan ini mengimplikasikan bahwa investor cenderung terlalu menitikberatkan pada informasi masa lalu dan mengabaikan informasi baru.

Permana (2005) mengadakan penelitian mengenai *overreaction* pada saham-saham LQ 45. Pemilihan sampel dibatasi pada saham-saham yang konsisten berada pada perhitungan indeks LQ 45 selama periode Februari 2002 hingga Juli 2005. Hal ini dilakukan dengan tujuan adanya penyaringan awal terhadap saham-saham yang tidak konsisten dan kurang aktif diperdagangkan. Dalam penelitian ini, peneliti membentuk portofolio saham *winner* dan *loser* sejalan dengan metode yang dilakukan oleh De Bondt & Thaler (1985) dengan menggunakan periode pembentukan dan pengujian selama tiga bulan, enam bulan dan satu tahun. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak ditemukan bukti yang mendukung *overreaction*, baik dalam periode tiga bulan, enam bulan maupun satu tahun.

Priotomo (2005) melakukan penelitian *overreaction* dengan mengkhususkan perhatiannya pada saham-saham industri tekstil, perdagangan besar barang produksi dan perdagangan eceran yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama 2001-2003. Dengan menggunakan metodologi yang dilakukan De Bondt & Thaler (1985) dalam membentuk portofolio *winner & loser*, peneliti menggunakan periode pembentukan dan pengujian selama tiga bulan dan satu tahun. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terjadi *overreaction* bagi saham-saham industri tekstil, perdagangan besar barang produksi dan perdagangan eceran baik dalam periode tiga bulan maupun satu tahun.

Soewandono (2005) melakukan penelitian *overreaction* dengan mengkhususkan perhatiannya pada saham-saham perbankan di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001-2003. Penelitian ini pun menggunakan metodologi yang dilakukan oleh De Bondt & Thaler (1985) dalam membentuk portofolio *loser* dan *winner*. Periode pembentukan dan pengujian yang digunakan dalam penelitian ini ialah tiga bulan dan satu tahun. Dalam penelitian ini, peneliti melakukan dua bentuk pengujian, pengujian pertama dilakukan terhadap 24 saham perbankan yang diidentifikasi selama periode tersebut. Dalam pengujian berikutnya, peneliti memilih saham-saham perbankan yang aktif diperdagangkan sehingga mengurangi sampel menjadi 13 saham perbankan dari yang semula berjumlah 24 perusahaan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terjadi *overreaction* terhadap saham-saham perbankan di Bursa Efek Jakarta. Tabel II.1 menyajikan ringkasan atas penelitian mengenai *overreaction* yang pernah dilakukan di Indonesia.

Tabel II.1

Ringkasan Penelitian Mengenai *Overreaction* di Indonesia

No	Peneliti	Sampel	Pendekatan	Hasil Penelitian
1	Susanti (2003)	BEJ Tahun 2001	Dalam 1 hari perdagangan, kenaikan terbesar diidentifikasi sebagai <i>winner</i> , penurunan terbesar diidentifikasi sebagai <i>loser</i>	Saham <i>loser</i> mengalami <i>reversal</i> jangka pendek yang signifikan, sedangkan saham <i>winner</i> tidak mengalami <i>reversal</i> yang signifikan.
2	Maria (2004)	LQ 45	Membentuk saham <i>winner</i> dan saham <i>loser</i> berdasarkan kinerjanya dengan periode pembentukan dan pengujian sesuai dengan periode LQ 45 (6 bulan)	Baik <i>winner</i> dan <i>loser</i> mengalami <i>overreaction</i> jangka panjang, namun lebih kuat terjadi pada saham <i>loser</i> .
3	Lesmana (2005)	LQ 45 2002-2005	<i>Event</i> didefinisikan sebagai penurunan sebesar 20% atau lebih dalam satu bulan tertentu.	Tidak terjadi <i>overreaction</i> jangka panjang, penurunan besar (<i>event</i>) disebabkan oleh investor yang <i>underreact</i> .
4	Priotomo (2005)	Industri Tekstil, Perdagangan Besar Barang Produksi dan Perdagangan Eceran di BEJ 2001-2003	Membentuk saham <i>loser</i> dan saham <i>winner</i> berdasarkan kinerjanya dengan periode pembentukan dan periode pengujian selama tiga bulan dan satu tahun,	Tidak terjadi <i>overreaction</i> jangka panjang terhadap saham industri tekstil, perdagangan besar barang industri dan perdagangan eceran, baik <i>winner</i> & <i>loser</i> , baik periode tiga bulan maupun satu tahun.
5	Adinus (2005)	Industri Barang Konsumsi di BEJ 2001-2003	Membentuk saham <i>loser</i> dan saham <i>winner</i> berdasarkan kinerjanya dengan periode pembentukan dan periode pengujian selama tiga bulan dan satu tahun.	Tidak terjadi <i>overreaction</i> jangka panjang pada industri barang konsumsi, baik <i>winner</i> & <i>loser</i> , baik periode tiga bulan maupun satu tahun.
6	Soewandono (2005)	Industri Perbankan di BEJ 2001-2003	Membentuk saham <i>loser</i> dan saham <i>winner</i> berdasarkan kinerjanya dengan periode pembentukan dan periode pengujian selama tiga bulan dan satu tahun.	Tidak terjadi <i>overreaction</i> jangka panjang pada industri perbankan, baik <i>winner</i> & <i>loser</i> , baik periode tiga bulan maupun satu tahun.
7	Permana (2005)	Saham yang konsisten di LQ 45 2002-2005	Membentuk saham <i>loser</i> dan saham <i>winner</i> berdasarkan kinerjanya dengan periode pembentukan dan periode pengujian selama tiga bulan, enam bulan dan satu tahun	Tidak terjadi <i>overreaction</i> jangka panjang pada saham yang konsisten di LQ 45, baik <i>winner</i> & <i>loser</i> , baik periode tiga bulan, enam bulan maupun satu tahun.

Sumber: Hasil olahan penulis

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang telah dijelaskan di atas, karena penelitian ini menguji *reversal* jangka pendek atas penurunan besar harga saham dimana penurunan besar diidentifikasi dengan penurunan harga saham

minimal sebesar 10% dalam satu hari perdagangan. Penelitian ini juga tidak hanya menguji pergerakan harga saham dalam jangka pendek (t+1 hingga t+3) sesudah *event*, tapi juga memperhatikan pergerakan harga saham dalam jangka yang lebih panjang (t+4 hingga t+20).

II.2 Konstruksi Model Teoritis

II.2.1 Efficient Market Hypothesis

Konsep pasar modal yang efisien (*Efficient Capital Market*) merupakan konsep yang telah bertahan sekian lama dalam literatur keuangan sejak pertama kali diperkenalkan dan dipopulerkan oleh Fama sekitar tahun 1960an. Walaupun hipotesis tersebut masih menjadi salah satu acuan bagi para pelaku pasar, namun hingga kini pertentangan terhadap konsep tersebut masih ramai diperdebatkan oleh para peneliti yang menemukan adanya anomali-anomali di pasar modal. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorang pun, baik investor individu maupun investor institusi, yang mampu memperoleh *abnormal return*, setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock prices reflect all available information*”. Fama mendefinisikan pasar modal yang efisien sebagai berikut¹⁹:

“The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy’s capital stocks. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resources allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investor can choose among the securities that represent ownership of firms activities under the assumption that security prices at any time

¹⁹ Gayatri, F. I. *Efek Seasonality Terhadap Imbal Hasil Saham di BEJ: Studi Empiris pada Indeks Harga Saham Gabungan Periode 2003-2005*

'fully reflect' all available information. A market in which prices always 'fully reflect' available information is called 'efficient'

Sementara itu efisiensi pasar menurut Jones²⁰ didasarkan pada kecepatan dan ketepatan harga sekuritas dalam mencerminkan informasi yang tersedia. Dengan demikian semakin cepat pasar modal melakukan reaksi terhadap informasi-informasi baru, maka pasar tersebut semakin efisien.²¹ Berdasarkan kondisi-kondisi tersebut, maka akan sangat sulit bagi para pelaku pasar untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal (di atas tingkat yang diharapkan) secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di pasar saham.²²

Harga sekuritas di dalam pasar modal yang efisien, menurut Jones mencerminkan informasi-informasi seperti:

1. Semua informasi yang sudah diketahui meliputi;
 - a. informasi masa lalu (*past info*), contohnya yaitu pendapatan tahun lalu atau triwulan lalu.
 - b. informasi saat ini (*current info*) maupun peristiwa-peristiwa yang sudah diumumkan tetapi baru dilaksanakan kemudian, contohnya yaitu pengumuman *stock split*.
2. Informasi-informasi yang layak disimpulkan, contoh bila banyak investor percaya bahwa dalam waktu dekat tingkat suku bunga akan turun, maka harga akan mencerminkan kepercayaan investor tersebut sebelum tingkat suku bunga tersebut benar-benar turun.

²⁰ Lesmana, Eko B., *op.cit.*

²¹ Husnan, Suad. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisa Sekuritas*. 1996 Yogyakarta: AMP

²² *ibid*

II.2.1.1 Tiga Bentuk Efisiensi Pasar

Berdasarkan informasi-informasi yang tersedia di pasar, Fama mengajukan tiga bentuk efisiensi pasar modal, yaitu:

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Efisiensi pasar dalam bentuk lemah menyatakan bahwa harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang dapat diperoleh dengan cara mengamati data perdagangan pasar, seperti data mengenai harga di masa lampau dan volume perdagangan. Data harga saham di waktu lampau tersedia untuk umum dan tidak diperlukan biaya untuk memperolehnya. Dengan gambaran diatas maka suatu bentuk pengujian mengenai kegunaan data harga saham di waktu lampau disebut dengan pengujian efisiensi pasar dalam bentuk lemah. Jika suatu pasar modal efisien dalam bentuk lemah, maka harga saham di waktu lampau tidak ada hubungannya dengan harga saat ini. Dengan kata lain, harga-harga saham saat ini sudah mencerminkan informasi di waktu lampau. Implikasi dari hal ini adalah tidak dapat digunakannya informasi di masa lalu untuk memprediksi perubahan di masa depan.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semi-strong Form*)

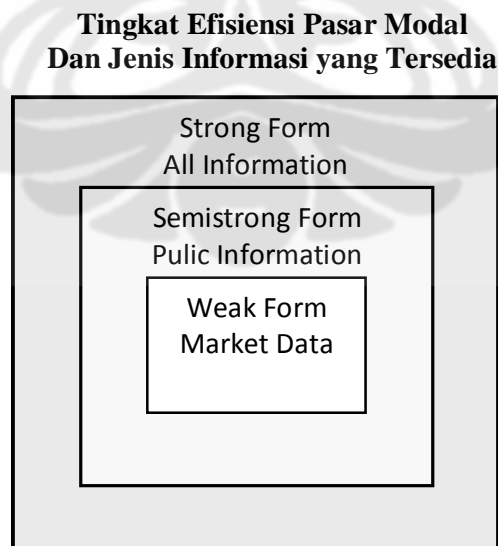
Efisiensi pasar bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan harga di masa lampau, tetapi juga informasi-informasi yang sudah dipublikasikan, contohnya; pendapatan dan pengumuman pemecahan saham (*stock split*),. Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat meliputi pengujian terhadap kecepatan penyesuaian harga saham terhadap informasi baru. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat mempunyai implikasi

bahwa investor tidak dapat melakukan suatu tindakan untuk mengambil keuntungan bila terdapat informasi baru yang sudah dipublikasi. Seandainya investor dapat memperoleh keuntungan di atas normal karena terjadi kesenjangan penyesuaian harga, maka pasar tetap dikatakan tidak sepenuhnya efisien dalam pengertian bentuk setengah kuat.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Efisiensi pasar bentuk kuat menyatakan bahwa harga-harga saham sudah mencerminkan seluruh informasi yang relevan dengan perusahaan, termasuk di dalamnya informasi yang dipublikasi dan informasi yang tidak dipublikasi atau informasi yang tersedia untuk pihak di dalam perusahaan.

Tingkat efisiensi pasar modal dengan jenis informasi terkandung di dalamnya dapat dilihat dalam Gambar II.1



Sumber: Jones (2002)

Gambar II.1

II.2.1.2 Pasar Efisien dan Tidak Efisien

Terdapat beberapa kondisi yang dapat menyebabkan pasar menjadi efisien. Jogyanto, seperti dikutip dalam penelitian Maria (2004), mengatakan pasar efisien dapat terjadi dengan beberapa kondisi:

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang artinya investor sebagai pelaku pasar tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas seorang diri. Harga sekuritas ditentukan oleh banyak investor melalui tarik-menarik antara *demand* dan *supply* atas harga dari sekuritas bersangkutan.
2. Informasi tersedia secara luas pada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan dengan harga murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat siaran radio, koran, ataupun media massa lainnya, sehingga informasi tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan lainnya. Informasi yang dihasilkan secara random mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan suatu emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Sebaliknya, jika kondisi-kondisi di atas tidak terpenuhi, kemungkinan pasar tidak efisien dapat terjadi. Pasar tidak efisien dapat terjadi dengan alasan-alasan sebagai berikut:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lain, terhadap suatu informasi yang sama. Kondisi seperti ini, yaitu sebagian pelaku pasar mempunyai informasi dan sebagian lain tidak memiliki informasi yang sama, disebut dengan asimetri informasi (*information asymmetric*).
3. Informasi yang disebarakan tidak dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-pelaku pasar.
4. Investor adalah individu-individu yang lugas (*naive investors*) dan tidak 'canggih' (*unsophisticated investors*). Investor bereaksi secara lugas karena mereka memiliki kemampuan terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima, dan karena mereka tidak 'canggih' maka seringkali mereka melakukan keputusan yang keliru dan akibatnya sekuritas yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat (*mispriced*).

II.2.1.3 Implikasi Pasar yang Efisien

Berdasarkan konsep mengenai efisiensi pasar modal yang sudah penulis kemukakan di atas, jika suatu pasar modal efisien dimana harga-harga

sekuritasnya mengikuti pola *random walk*, maka tidak akan mungkin seorang investor dapat meramalkan secara tepat pergerakan harga dari suatu sekuritas. Dengan kata lain investor tidak akan dapat secara konsisten mengalahkan pasar dengan cara membeli atau menjual sekuritas yang dihargai secara *mispriced*.

Oleh karena investor tidak dapat secara konsisten “mengalahkan” pasar, maka teknik analisis aset menjadi tidak begitu bermanfaat bagi investor. Secara umum yang dimaksud dengan teknik analisis aset di sini adalah:

1. Analisis Fundamental

Analisis fundamental adalah riset untuk memprediksi nilai sekuritas yang berfokus pada beberapa faktor penentu seperti prospek pendapatan (*earnings*) dan dividen, ekspektasi tingkat suku bunga di masa yang akan datang dan penilaian risiko perusahaan.²³ Menurut Jones, sebuah sekuritas (atau pasar sebagai sebuah kesatuan) mempunyai nilai intrinsik atau nilai sebenarnya sebagaimana yang diestimasi oleh investor. Analisis fundamental pada akhirnya akan menentukan *present discounted value* dari seluruh pembayaran yang akan diterima oleh para pemegang saham untuk setiap saham. Bila nilai tersebut lebih rendah dari harga saham (nilai pasar) maka dikatakan *overvalued*. Demikian pula sebaiknya bila nilainya melebihi nilai pasar maka dikatakan bahwa nilai intrinsik tersebut *undervalued*. Analisis fundamental akan menganjurkan untuk membeli saham. Dengan demikian investor akan memperoleh keuntungan bila harga saham belum mencerminkan nilai yang sebenarnya.

²³ Bodie, Zvi., *op.cit.*, hlm. 342.

2. Analisis Teknikal

Analisis teknikal pada intinya mencari pola harga saham yang berulang-ulang dan dapat diprediksi.²⁴ Analisis teknikal sering disebut pula *charttist* 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 hipotesis efisiensi pasar modal (*semi-strong form*), kebanyakan analisis fundamental pasti mengalami kegagalan.²⁵ Bila seorang analis mengandalkan pada informasi publik mengenai industri dan pendapatan suatu perusahaan, maka hasil analisisnya tidak jauh berbeda dengan analisis lain. Hanya analis yang memiliki pengetahuan khusus yang mendalam yang mungkin bisa mendapatkan keuntungan. Demikian pula dalam analisis teknikal. Dalam pasar yang efisien (*weak form*), penggunaan data historis dalam grafik (*chart*) untuk menentukan apakah terdapat pola-pola harga saham akan menjadi tidak berguna karena harga saham saat ini sudah mencerminkan informasi harga di waktu lampau. Implikasi lain dari pasar modal efisien adalah bahwa *expected return* dari investasi apapun akan konsisten dengan risiko dari investasi itu sendiri dalam jangka waktu tertentu karena harga sekuritas sudah mencerminkan risiko dan harapan mengenai *return* yang akan diterima.

II.2.2 *Overreaction dan Underreaction Hypothesis*

Ekspektasi didasarkan pada satu set informasi dan prosedur untuk mengolah

²⁴ *Ibid*, hal. 343

²⁵ *Ibid.*, hal. 348.

informasi. Salah satu cara sederhana memikirkan bagaimana pasar dapat membentuk ekspektasi yang bias adalah bahwa pasar dapat *overreact* dan *underreact* terhadap informasi baru.

III.2.2.1 *Overreaction Hypothesis*

Kahneman & Tversky (1982) adalah peneliti pertama yang meneliti mengenai fenomena *overreaction* dalam literatur psikologi. Hipotesisnya adalah bahwa investor cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi baru sehingga mereka memandangnya lebih penting dibanding informasi pada yang lampau; “*people tend to give excessive weight to recent experience when revising their expectations*”.

De Bondt & Thaler (1985) merupakan peneliti pertama yang menguji *overreaction* dalam literatur keuangan. De Bondt & Thaler mendefinisikan *overreaction hypothesis* sebagai *overresponse* terhadap informasi baru. Hipotesis ini menyatakan bahwa suatu pergerakan ekstrim dalam harga saham akan diikuti kemudian dengan pergerakan harga ke arah sebaliknya (*directional effect*) dan semakin besar *initial overreaction*, maka semakin besar pula pembalikannya (*magnitude effect*).

Overreaction hypothesis menyatakan bahwa investor telah bereaksi secara berlebih (*overresponse*) terhadap berita ataupun informasi yang tidak terduga. Dalam hal ini para pelaku pasar cenderung untuk bereaksi secara berlebihan terhadap informasi di pasar saham dengan menitikberatkan pada informasi terkini dan kurang memperhatikan informasi dari masa lalu. Sebagai akibatnya para

pelaku pasar mungkin menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus oleh para pelaku pasar dan sebaliknya, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu rendah terhadap informasi yang dianggap buruk. *Overreaction* ini mempunyai dampak terhadap pergerakan harga saham. Saham-saham yang memiliki *return* negatif (*loser*) akan berbalik mengalami *return* yang positif. Begitupula saham-saham yang mengalami *return* yang positif (*winner*). Jika demikian, harga saham-saham di waktu lampau dapat dipergunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang. Kondisi ini tentunya berlawanan dengan efisiensi pasar modal, khususnya efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form efficiency*). Efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga-harga sekuritas di waktu lampau tidak mengandung informasi mengenai perubahan di masa yang akan datang.

Dalam pasar yang efisien, perubahan harga mengikuti pola *random walk*. Pola *random walk* mempunyai implikasi tidak adanya korelasi antara perubahan harga pada waktu t dan perubahan harga pada $t+1$. Menurut efisiensi pasar bentuk lemah, analisis teknikal tidak bermanfaat karena analisis teknikal menggunakan data historis untuk mencari pola-pola pergerakan saham sehingga dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa depan. Namun demikian, bagi sebagian investor yang menganut strategi perdagangan aktif, analisis teknikal ini masih dimanfaatkan untuk membuat keputusan investasi, karena keyakinan bahwa harga pergerakan harga juga disebabkan oleh faktor psikologi. Oleh karena itu, muncullah riset-riset yang menguji efisiensi pasar modal dalam bentuk lemah dimana salah satunya adalah pengujian *market overreaction* terhadap informasi.

Investor yang *overreact* dapat disebabkan oleh tiga macam bias perilaku, yaitu *saliency*, *representativeness*, dan *herd behavior*.²⁶ Misalkan jika terdapat informasi bagus (*good news*) mengenai sebuah sekuritas yang menyebabkan kenaikan harga yang ekstrim atas sekuritas tersebut, maka investor yang *overreact* akan *overestimate* bahwa informasi bagus seperti itu akan terjadi lagi di masa depan, padahal faktanya informasi yang bagus seperti itu bukanlah hal yang sering terjadi (*saliency*). Kemungkinan yang akan dilakukan oleh investor ini setelah mengetahui informasi bagus tersebut adalah menggolongkan sekuritas tersebut ke dalam golongan sekuritas yang tumbuh, padahal sebenarnya tidak demikian (*representativeness*). Seorang investor ketika menghadapi suatu peristiwa seringkali melihat reaksi dari investor-investor lainnya dan kemudian akan mengikuti keputusan yang mereka ambil karena berpikir bahwa orang banyak tidak akan melakukan kesalahan. Saat menerima informasi yang bagus mengenai suatu sekuritas, investor ini akan membeli sekuritas tersebut sama seperti yang dilakukan oleh investor lainnya (*herd behavior*). Hasil dari ketiga bias pemikiran tersebut adalah investor membeli sekuritas tersebut secara berlebihan yang mengakibatkan harga sekuritas melebihi nilai fundamentalnya. Ketika investor menyadari hal ini, mereka akan mengambil keputusan jual atas sekuritas yang *overvalued* tersebut yang akhirnya menyebabkan penurunan harga, begitupun sebaliknya saat investor menanggapi berita buruk (*bad news*) atas suatu sekuritas.

Barberis, Shleifer dan Vishny (1998) mengajukan model perilaku investor yang dimotivasi berdasarkan dua penilaian bias, yaitu *conservatism* dan

²⁶ Lesmana, Eko B., *op.cit.*, hlm. 14.

representativeness. *Conservatism* membawa investor untuk lambat mengubah keyakinan mereka terhadap bukti atau informasi baru. *Representativeness* merupakan kecenderungan investor untuk membagi *event* ke dalam beberapa kategori dengan mengabaikan kemungkinan terjadinya *event* tersebut. Dengan kata lain *representativeness* membawa mereka untuk menerima beban terlalu banyak pada peristiwa terkini. Bias *conservatism* membawa investor untuk *underreact* dalam jangka pendek, sedangkan *representativeness* membawa pada pembalikan *return* jangka panjang.

II.2.2.2 *Underreaction Hypothesis*²⁷

Underreaction mempunyai pengertian bahwa investor terlalu menitikberatkan pada informasi masa lalu dan cenderung mengabaikan informasi kini. Investor yang *underreact* terhadap informasi baru dapat disebabkan oleh bias perilaku seperti *overconfidence* dan *anchoring*. Misalkan investor menerima informasi buruk mengenai sebuah sekuritas yang menyebabkan penurunan ekstrim harga sekuritas tersebut. Investor yang *underreact* menyikapinya dengan kepercayaan diri yang berlebihan bahwa ia akan dapat mengatasi situasi akibat informasi buruk tersebut yang disebabkan karena ia merasa memiliki pengetahuan yang memadai untuk mengatasinya (*overconfidence*). Bias perilaku lain yang dapat menyebabkan *underreact* ialah *anchoring*. Investor seperti ini merasa memiliki nilai acuan yang katakanlah sempurna dalam membuat keputusan, sehingga ketika informasi baru datang investor biasanya akan lambat menyesuaikan informasi baru kedalam nilai

²⁷ *Ibid.*, hlm. 17

acuannya tersebut.

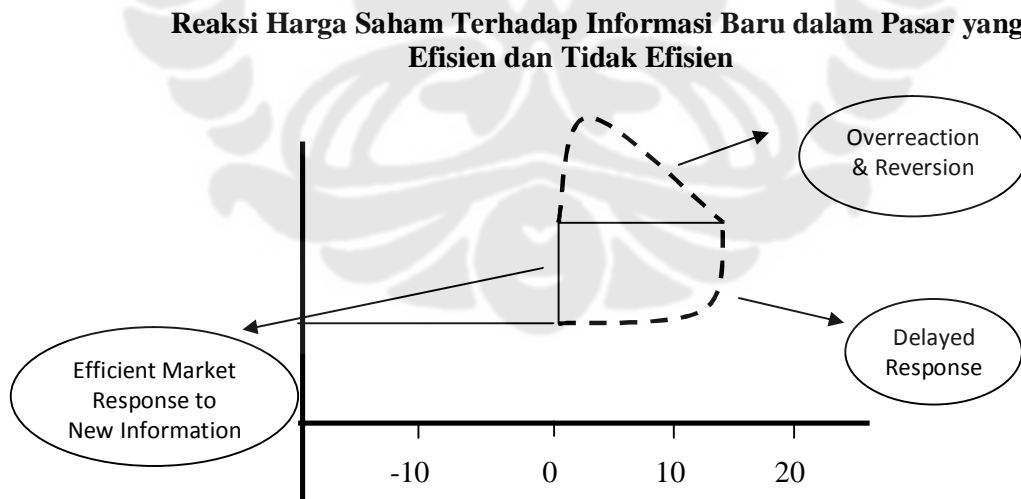
Jadi saat investor menerima informasi buruk yang menyebabkan penurunan harga saham, investor yang *underreact* tidak akan bereaksi secara berlebihan dengan menjual secara berlebihan sekuritas tersebut seperti yang dilakukan investor *overreact* karena mereka mempunyai kepercayaan diri yang berlebihan yang dapat disebabkan pengetahuan lebih yang mereka miliki dan mereka juga memiliki nilai acuan yang sulit mereka ubah. Dampak dari kedua bias perilaku ini adalah harga terkoreksi secara lambat, akibat dari keberadaan *underreaction* adalah adanya otokorelasi positif pada *return* sekuritas. Otokorelasi positif mempunyai implikasi bahwa jika kita menerapkan strategi membeli saham *winner* dan menjual saham *loser* akan memperoleh *expected return* yang positif karena *winner* (*loser*) dimasa depan akan menjadi *winner* (*loser*).

Hong & Stein (1997) berpendapat ada dua macam hal yang menandakan adanya *underreaction*. Pertama, keberadaan otokorelasi positif pada *return* eksis dalam jangka pendek sekitar 6-12 bulan, dengan argumentasi bahwa informasi yang dimiliki dihubungkan dengan perubahan harga secara bertahap. Kedua, setelah *event* saham cenderung mengalami arah yang sama dengan arah awal saat terjadi *event*. Jika saat *event*, harga saham sedang mengalami penurunan (*return* negatif), maka pada periode setelah *event* harga saham tetap mengalami penurunan, dan begitu sebaliknya dengan *event* yang memberikan *return* positif (*price continuation*). Mereka juga berpendapat bahwa ada kecenderungan harga asset untuk *underreact* terhadap informasi hanya dalam jangka pendek.

Fama (1998) mengidentifikasi pola *underreaction* mempunyai

karakteristik trend jangka panjang dalam *return* saham, karenanya saham yang mengalami penurunan besar pada harganya akan tetap mengalami penurunan harga dalam jangka panjang. Morrin et.al (2002), seperti dikutip Lesmana (2005) menjelaskan bahwa kehadiran otokorelasi positif merupakan indikasi bahwa pasar *underreact* terhadap informasi baru. Fuller (1998) menyatakan *underreaction* mempunyai makna bahwa investor memberikan tekanan terlalu sedikit terhadap informasi baru dan lebih memperhatikan informasi lampau. Dampaknya adalah investor yang *underreact* terhadap informasi biasanya lebih lambat dalam mengubah nilai acuannya. Sehingga informasi tersebut hanya secara perlahan merubah harga.

Gambar II.2 memperlihatkan tingkat penyesuaian harga terhadap informasi baru, baik dalam pasar efisien dan pasar tidak efisien.



Gambar II.2

Efficient Market Response	:The price instantaneously adjust to and fully reflect new information; there is no tendency for subsequent increase and decrease.
Delayed Response	: The price adjust slowly to the new information; 30 days elapse
Overreaction	: The price overadjust to the new information; there is a Bubble in the price sequence

Sumber: Ross,Westerfield,Jaffe. *Corporate Finance*. hlm. 344.

II.2.3 Behavioral Finance²⁸

Terungkapnya fakta-fakta mengenai *overreaction* atau *underreaction* menyulitkan posisi EMH yang menyatakan bahwa harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang ada. Ketika EMH tidak lagi dapat menjelaskan fenomena *overreaction* dan *underreaction* dengan memuaskan, keberadaan teori baru yang mampu menjelaskan fakta-fakta empiris harga sekuritas diperlukan. Maka muncullah *finance behavior theory* sebagai salah satu solusi pemecahannya.

Teori perilaku keuangan menjadi suatu topik yang menarik dalam literatur keuangan yang membahas pengambilan keputusan keuangan dari aspek psikologi investor. Diperkenalkan pertama kali oleh Daniel Kahneman dan Amos Tversky yang mencoba mengintegrasikan asas dan penelitian psikologi ke dalam ilmu ekonomi, terutama dalam melakukan penilaian dan pengambilan keputusan dalam kondisi ketidakpastian (*uncertainty*).

Ada asumsi selama ini dalam ilmu ekonomi bahwa individu akan bersikap rasional dalam mengambil keputusan walaupun dalam kondisi ketidakpastian.

²⁸ *Ibid.*, hlm. 9.

Mereka mengambil keputusan berdasarkan metodologi yang baku dimana banyak alternatif-alternatif pilihan yang tersedia dengan segala keunggulan dan kelemahan masing-masing dan berupaya mengambil keputusan yang paling optimal. Pada kenyataannya, dalam kehidupan sehari-hari individu seringkali mengambil keputusan berdasarkan faktor-faktor yang tidak rasional, seperti kenangan masa lalu, persepsi, coba-coba dan emosi. Para ekonom seringkali berpendapat bahwa faktor-faktor tersebut tidaklah penting dan dapat diabaikan dalam proses pengambilan keputusan yang kemudian ditentang oleh Kahneman dan Tversky.

Kahneman & Tversky (1973) yang dikutip oleh Bremer, Hiraki & Sweeney (1997) mendokumentasikan bahwa orang cenderung memberikan berat yang lebih pada pengalaman atau kejadian masa kini dan agak mengabaikan pengalaman atau kejadian masa lalu saat merevisi harapan-harapan mereka. Kahneman & Tversky (1982) yang dikutip oleh Chan (2000) mendokumentasikan bahwa orang-orang cenderung bereaksi berlebihan pada peristiwa yang tidak diharapkan dan dramatis. Hasil penelitian mereka memberikan bukti bahwa dalam mengambil keputusan, individu sering bersikap secara tidak rasional dan egois.

Fuller (1998) menyatakan ada beberapa asumsi-asumsi mengenai kondisi pasar yang melandasi *Efficient Market Hypothesis* (EMH), diantaranya ada asumsi yang berhubungan dengan perilaku investor, yaitu:

- a. Investor bertindak untuk memaksimalkan nilai portofolio mereka
- b. Investor selalu bertindak berdasarkan kepentingan mereka sendiri

Bagaimanapun, akan timbul pertanyaan apakah kedua asumsi ini benar-benar dipraktikkan oleh investor. Dalam kenyataannya ada banyak investor yang bertindak tidak rasional yang mengabaikan tujuan memaksimalkan portofolio mereka, yang berarti sekaligus mengabaikan kepentingan mereka sendiri. Fuller (1998) menyatakan investor dapat dibedakan menjadi dua macam: investor aktif dan investor pasif. Investor aktif berusaha untuk memaksimalkan *abnormal return*, sedangkan investor pasif secara umum menerima kenyataan bahwa pasar memang efisien, karenanya investor aktif berusaha melawan pasar dan investor pasif berusaha mengikuti pasar.

Dalam usahanya memenangi pertempuran melawan pasar dibutuhkan ekspektasi mengenai masa depan yang lebih baik dari ekspektasi pasar. Jika memiliki ekspektasi yang lebih baik dari ekspektasi pasar merupakan sumber *abnormal return*, maka mengetahui bagaimana cara untuk membentuk ekspektasi pasar yang baik merupakan kunci kemenangannya. Seandainya pasar mempunyai ekspektasi yang bias maka besar kemungkinan saham mengalami *mispriced*. Jika seorang investor mempunyai ekspektasi yang tidak bias dan mengenali arah dari bias pasar, dia dapat memprediksi perubahan harga dimasa depan sehingga dapat membentuk portofolio yang memiliki *abnormal return* di masa depan.

Ekspektasi dapat dibentuk dengan cara mengumpulkan informasi yang diperlukan, semakin lengkap dan terpercaya maka semakin baik, kemudian diolah melalui prosedur atau model-model yang ada atau bahkan khusus yang hanya dimiliki secara eksklusif. Permasalahan timbul ketika terdapat banyak pihak yang melakukan hal yang sama, sehingga peluang masing-masing investor untuk

mengalahkan yang lain tentunya akan semakin kecil karena tidak ada jaminan bahwa informasi dan proses pengolahan data yang mereka miliki lebih baik dari pasar.

Dalam membuat keputusan seringkali investor membuat bias perilaku. Seperti contoh investor yang tidak bertindak untuk memaksimalkan kekayaan mereka. Terkadang mereka bertindak untuk sesuatu yang lebih penting dari sekedar memaksimalkan kekayaan. Bias perilaku yang lainnya adalah ketika investor membuat keputusan yang dianggapnya telah benar, padahal sebenarnya ia telah melakukan kesalahan dalam memproses informasi yang diterimanya. investor ini berpikir ia telah bertindak memaksimalkan kekayaan padahal tidak. Bias perilaku ini biasanya tidak disadari oleh investor tersebut. Bias yang terakhir ini dikenal sebagai bias *heuristic*.

Fromlet (2001) yang dikutip oleh Lesmana (2005) menyatakan bahwa heuristik dapat didefinisikan sebagai penggunaan pengalaman dan usaha-usaha praktis yang pernah dilakukan untuk menjawab masalah atau untuk memperbaiki kinerja. Heuristik adalah *rules of thumb*, menggunakan otak manusia secara cepat untuk memecahkan masalah yang kompleks. Contohnya, seorang bermain kelereng dapat dengan mudah membidik dan mengenai kelereng lainnya tanpa harus menguasai trigonometri dan persamaan diferensial untuk menebtukan sudut dan kecepatan dalam membidik kelereng dengan tepat agar dapat mengenai dan mendekati kelereng lainnya. Pemain kelereng menggunakan *rules of thumb* yang memungkinkan mereka bermain kelereng meskipun mereka tidak mengerti matematika. Karena heuristik seringkali digunakan walaupun tidak selalu

membawa manfaat. Hal ini disebabkan kebanyakan heuristik diperoleh dengan cara *trial and error*, dan proses ini seringkali menuju pada error.

II.2.4 Random Walk Hypothesis

Random walk hypothesis merupakan salah satu teori keuangan yang menyatakan bahwa perubahan harga terjadi secara acak dan sebagai akibatnya harga tidak dapat diprediksi. Maurice Kendall, dalam penelitiannya²⁹, menemukan bahwa tidak ada pola tertentu yang dapat diprediksi dari pergerakan harga saham. Harga dapat bergerak ke atas dan ke bawah, tidak peduli performa di masa lalu. Harga berubah sebagai respon atas informasi baru, dimana informasi baru tersebut pada hakikatnya tidak dapat diduga. Burton Malkiel³⁰ menjelaskan

“A random walk is one in which future steps or directions cannot be predicted on the basis of past actions. When the term is applied to the stock market, it means that short-run changes in stock prices cannot be predicted”

Dalam penjelasannya yang sederhana kepada muridnya, Malkiel mengilustrasikan pergerakan harga saham seperti mata uang koin. Sebuah mata uang koin mempunyai kemungkinan yang sama untuk menghasilkan baik kepala atau ekor. Dia mengilustrasikan bahwa harga penutupan suatu saham ditentukan oleh putaran koin. Jika hasil putaran koin menghasilkan kepala maka harga akan ditutup setengah poin lebih tinggi, namun jika hasil putaran koin menghasilkan

²⁹ Bodie, Zvi., Alex Kane, Alan J. Marcus. *Investments-International Edition*. McGraw-Hill Irwin: New York. 2002

³⁰ Malkiel, Burton G. *A Random Walk Down Wall Street*. New York: Norton & Company, Inc., 1973

ekor maka harga akan ditutup akan setengah poin lebih rendah. Jadi tiap hari, saham memiliki kemungkinan *fifty-fifty* untuk naik atau turun.

II.2.5 Reversal

Anomali ini menjelaskan dalam jangka panjang performa dari saham pasar yang ekstrim akan mengalami pembalikan, dimana saham-saham yang pada periode lampau memiliki performa yang terbaik akan mengalami penurunan performa pada periode pasar selanjutnya dan sebaliknya saham-saham yang pada periode lampau memiliki performa yang terburuk akan mengalami peningkatan performa pada periode pasar selanjutnya.³¹ Dalam penelitian yang menguji jangka pendek, *reversal* ditandai dengan adanya *abnormal return* positif yang signifikan selama periode hari berikutnya setelah mengalami penurunan besar harga dalam satu hari perdagangan.

II.3 Model Analisis

Overreaction dapat terjadi pada individu sebagai seorang manusia yang memiliki sisi psikologi seperti mudah panik, emosional dan lain-lain. Hal-hal seperti ini dapat membuat seorang menjadi tidak rasional saat dituntut untuk membuat keputusan atas informasi tertentu dalam kondisi yang penuh dengan ketidakpastian. Karena penelitian ini meneliti perilaku harga saham setelah mengalami penurunan besar dalam harganya, maka informasi yang dianggap

³¹ Bodie, Zvi., Alex Kane, Alan J. Marcus. *Investments-International Edition*. McGraw-Hill Irwin: New York. 2002

penting dan mempengaruhi *event* yang terjadi adalah informasi yang dianggap negatif oleh para pelaku pasar (*bad news*)

Pada penelitian ini, penulis mencoba meneliti bagaimana perilaku harga saham-saham yang tercatat di indeks LQ 45, setelah mengalami penurunan besar dalam satu hari perdagangan dengan menggunakan metode yang telah dikembangkan oleh para peneliti sebelumnya. Mengacu pada penelitian Cox & Peterson (1994), penulis melakukan pengujian atas pergerakan harga saham dalam jangka pendek ($t+1$ hingga $t+3$) dan pergerakan harga saham dalam jangka yang lebih panjang ($t+4$ hingga $t+20$) sesudah *event* (penurunan besar terjadi).

Setelah didapat hasil analisis yang membuktikan apakah pasar saham indonesia, khususnya LQ 45, berlaku *overreact* atau tidak dalam menanggapi informasi baru (*bad news*), dengan mengacu pada penelitian Benou & Richie (2003) fenomena tersebut akan diuji lebih lanjut berdasar klasifikasi industri yang ada.

II.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pokok permasalahan yang diajukan, maka penelitian ini mengajukan dua buah hipotesis penelitian.

A. Hipotesis Pertama

Atkins & Dyl (1990) dan Bremer & Sweney (1991) menemukan bahwa saham-saham yang mengalami penurunan besar harga pada satu hari perdagangan memperoleh *abnormal return* positif yang signifikan pada hari berikutnya, hal ini menunjukkan adanya pola pembalikan (*reversal*) dalam jangka pendek.

H0 : Saham-saham LQ 45 yang mengalami penurunan besar pada harganya tidak mengalami *price reversal*.

H1 : Saham-saham LQ 45 yang mengalami penurunan besar pada harganya mengalami *price reversal*.

B. Hipotesis Kedua

Masing-masing industri memiliki karakteristik tersendiri, begitu juga ekspektasi investor berbeda terhadap tiap-tiap industri. Hal ini mungkin menyebabkan tingkat pembalikan harga yang berbeda antar industri. Benou & Richie (2003) mendapatkan bukti bahwa saham teknologi mengalami pola pembalikan paling besar dan kuat, diikuti saham manufaktur, sementara saham industri jasa menunjukkan penurunan yang bertahan selama tiga tahun.

H0 : Tidak terdapat perbedaan antar industri dalam pola *reversal* yang terjadi.

H1 : Terdapat perbedaan antar industri dalam pola *reversal* yang terjadi.

II.5 Metode Penelitian

II.5.1 Pendekatan Penelitian

Berdasarkan pendekatan penelitian dalam penelitian mengenai *price reversals* ini, maka penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Pendekatan ini digunakan karena penelitian ini dilakukan melalui pola deduktif, yaitu menunjukkan alasan dari fenomena umum menjadi spesifik dibuktikan dengan fakta. Proses pemikiran ini diterapkan dengan mendasarkan penelitian pada teori hipotesis-hipotesis yang telah ada sebelumnya.

II.5.2 Jenis Penelitian

Berdasarkan tujuannya, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian deskriptif. Disebut sebagai penelitian deskriptif karena sesuai dengan tujuan penelitian pertama dan kedua, yaitu ingin menggambarkan pergerakan *abnormal return* di sekitar *event* (penurunan besar harga) yang terjadi dan menggambarkan pola pergerakan *abnormal return* tersebut antar industri yang berbeda.. Berdasarkan manfaatnya, penelitian ini merupakan penelitian murni karena memberikan dasar untuk pengetahuan dan penelitian selanjutnya. Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian *cross-sectional*, karena hanya mengambil satu bagian dari gejala (populasi) pada satu waktu tertentu.

II.5.3 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian menggunakan analisis data sekunder, yaitu dengan mencari data mengenai harga saham-saham yang tercatat dalam Indeks LQ 45 yang terdaftar di PT BEJ (Bursa Efek Jakarta) selama periode Agustus 2001-Januari 2002 hingga Februari 2007-Juli 2007.

Sedangkan data yang dikumpulkan berupa *closing price* masing-masing saham. Data sekunder ini diperoleh dari internet, seperti:

- a. www.idx.co.id
- b. www.yahoofinance.com
- c. www.e-bursa.com
- d. bloomberg

II.5.4 Populasi dan Sampel

II.5.4.1 Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan publik di Indonesia yang dikelompokkan dalam kategori LQ 45 dan mengalami penurunan pada harganya. Latar belakang pemilihan LQ 45 sebagai populasi dalam penelitian ini didasarkan pada pertimbangan hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang secara umum menyimpulkan bahwa *reversal* yang terjadi cenderung karena *illiquidity*. Pemilihan LQ 45 diharapkan dapat mewakili perusahaan besar dan likuid di pasar saham Indonesia.

II.5.4.2 Sampel

Dalam pengambilan sampel ada beberapa kriteria yang harus terpenuhi, yaitu;

1. Saham-saham yang masuk dalam perhitungan indeks LQ 45 selama periode Agustus 2001- Januari 2002 hingga Februari 2007-Juli 2007 (periode penelitian).
2. Saham yang dimasukkan dalam sampel penelitian harus mengalami penurunan harga minimal 10% dalam satu hari perdagangan. Hal ini dilakukan sesuai dengan penelitian sebelumnya di luar pasar Indonesia yang juga meneliti *reversal* dalam jangka pendek atas pemurunan besar harga saham (diantaranya Bremer & Sweeney (1991), Cox & Peterson (1994), Park (1995), Bremer, Hiraki & Sweeney (1997)). Perubahan sebesar 10 % dianggap sebagai perubahan besar harga saham yang diakibatkan oleh informasi baru yang tidak terduga sebelumnya, sehingga memberikan kesempatan yang baik dalam meneliti apakah harga menyesuaikan dengan penuh dan cepat terhadap informasi baru, apakah harga menyesuaikan secara sebagian (lambat) terhadap informasi baru, atau apakah harga menyesuaikan secara berlebihan terhadap informasi baru.
3. Harga saham ketika terjadi penurunan adalah seribu rupiah atau lebih. Hal ini dilakukan sesuai dengan penelitian Permana (2005). Sementara itu, beberapa penelitian di luar Indonesia (seperti Bremer & Sweeney (1991) dan Cox & Peterson (1994)) membatasi penelitiannya pada saham-saham

yang memiliki harga minimal \$10 sebelum penurunan. Hal ini untuk menghindari *reversal* yang ternyata disebabkan oleh saham-saham yang bernilai kecil. Misalkan sebuah saham yang memiliki harga Rp 10 pada suatu hari, mengalami penurunan menjadi Rp 5, jika pada hari berikutnya harga saham kembali menjadi Rp 10 maka terjadi kenaikan sebesar 50% sehingga terlihat seolah-olah telah terjadi *reversal*.

4. Jika butir 2 dan butir 3 terjadi, maka ia disebut *event* dan hari di saat *event* diperoleh disebut *event date* ($t=0$)
5. Saham yang terpilih sebagai sampel harus tetap diperdagangkan hingga dua puluh hari setelah *event* (periode pengamatan).
6. Tidak terdapat *event* lain dalam *event window* dan *estimation period* dari sebuah *event* yang diobservasi.

II.5.5 Teknik Analisis Data

Event study merupakan suatu teknik riset empiris dalam bidang keuangan yang memungkinkan para peneliti menilai pengaruh suatu kejadian terhadap harga saham suatu perusahaan.³² *Event study* bertujuan untuk memperkirakan apakah terdapat *abnormal return* atau *excess return* yang dapat diperoleh investor karena adanya kejadian tertentu. Selain itu *event study* dilakukan untuk menguji reaksi pasar terhadap kejadian melalui pengamatan pada harga di sekitar waktu kejadian.

Penelitian ini sedikit berbeda dengan *event study* yang lain. Penentuan *event* dalam penelitian ini tidak didasarkan pada informasi tertentu yang dikeluarkan

³² Bodie, Zvi., Alex Kane, Alan J. Marcus. *Investments-International Edition*. McGraw-Hill Irwin: New York. 2002. Hal. 351

perusahaan (misalnya pengumuman laba, *stock split* dll). *Event* ditentukan berdasarkan saat dimana suatu saham mengalami penurunan harga besar dalam satu hari perdagangan. Belum ada kesatuan pendapat mengenai besarnya persentase perubahan harga dari suatu *event*. Terhadap hal ini Benou & Richie (2003) memberikan pendapatnya; “*Determining what constitutes a ‘large’ price decline is somewhat arbitrary, and therefore different studies have used different trigger values*”. Penelitian ini sendiri menggunakan kriteria dimana saham yang dimasukkan sampel penelitian mengalami penurunan harga minimal 10% selama satu hari perdagangan. Metode ini sejalan dengan metode yang umumnya digunakan peneliti-peneliti lain yang juga menguji *price reversal* menggunakan data harian, seperti digunakan oleh Bremer & Sweeney (1991), Cox & Peterson (1994), Park (1995), Bremer, Hiraki & Sweeney (1997).

Konsep *reversal* pada hakikatnya adalah suatu peristiwa dimana terjadi suatu pembalikan dari kondisi sebelumnya. Dalam penelitian ini *price reversal* dimaksudkan sebagai kondisi dimana *return* suatu saham yang sebelumnya bernilai positif (negatif) pada suatu periode akan bergerak kearah sebaliknya menjadi negatif (positif) pada periode selanjutnya dengan signifikan. Kondisi ini, seperti dijelaskan di bagian sebelumnya, mungkin disebabkan oleh bias perilaku para investor dalam menanggapi informasi baru yang mereka dapatkan.

Beberapa metode telah diterapkan oleh peneliti-peneliti sebelumnya dalam melakukan penelitian mengenai anomali *price reversal* ini. Misalnya seperti yang dilakukan oleh De Bondt & Thaler dengan cara membentuk dua buah portofolio pada suatu periode (berdasarkan *return*-nya yaitu *winner* dan *loser*) kemudian

mengamati pergerakan harga dari portofolio tersebut pada periode berikutnya. Metode lainnya adalah seperti yang dilakukan oleh Atkins & Dyl (1990), Bremer & Sweeney (1991) serta Cox & Peterson (1994). Mereka menguji fenomena *price reversal* dengan mengamati pergerakan harga saham setelah terjadi perubahan besar harga dalam satu hari.

Dalam penelitian ini, penulis tertarik menguji keberadaan fenomena *price reversal* sesuai dengan metode yang digunakan oleh Atkins & Dyl (1990), Bremer & Sweeney (1991) serta Cox & Peterson (1994) tersebut. Hal ini sesuai dengan argumen Atkins & Dyl dalam penelitiannya bahwa perubahan besar harga saham dalam satu hari perdagangan kemungkinan besar disebabkan oleh informasi baru yang tak terduga yang berhubungan dengan nilai saham tersebut. Oleh karena itu, perubahan besar dalam harga saham memberikan kesempatan yang sangat baik untuk menguji apakah harga saham melakukan penyesuaian dengan cepat dan lengkap terhadap informasi baru tersebut, apakah harga saham hanya melakukan penyesuaian secara sebagian terhadap informasi tersebut, atau apakah harga saham telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi tersebut.

Melalui metode seperti ini, keberadaan *reversal* dapat dibuktikan dengan adanya *abnormal return* yang positif dan signifikan setelah penurunan besar terjadi. Untuk itu diperlukan perbandingan antara *return* setelah penurunan besar terjadi dengan *normal return*³³ guna memperoleh *abnormal return* yang akan diamati. Banyak cara yang diajukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya dalam menghitung *abnormal return* ini. Adapun dalam penelitian ini penulis

³³ Menurut Atkins & Dyl, *normal return* ialah *return* normal tanpa adanya informasi baru yang terkait dan berpengaruh terhadap harga saham.

memutuskan untuk menghitung *abnormal return* dengan pendekatan *mean-adjusted return*. Penelitian ini akan menggunakan variabel *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* dalam menguji perilaku harga saham setelah penurunan besar harga, seperti yang juga dipakai peneliti-peneliti sebelumnya. Terkait dengan hal ini, Fama (1998) berpendapat bahwa dengan menggunakan rata-rata AR dan CAR akan dijumpai sedikit masalah statistik dibandingkan jika menggunakan *buy and hold abnormal return* (BHAR)

II.5.5.1 Mean-adjusted Returns Model

Mean-adjusted return model mengasumsikan bahwa *expected return* dari suatu saham tertentu, j , sama dengan konstanta K_j , yang dapat diestimasi melalui pengamatan terhadap *actual returns* dari saham yang bersangkutan, selama periode tertentu di luar jendela pengamatan. *Abnormal return* yang diperoleh oleh suatu saham dihitung dengan membandingkan *actual return* dengan *expected return*-nya.

Penelitian ini menggunakan *post event period* guna mengestimasi *expected return* (*normal return*), sesuai dengan yang dilakukan oleh Atkins & Dyl (1991). Atkins & Dyl menggunakan *post event period* dalam mengestimasi *expected return* disebabkan adanya perubahan yang signifikan dalam beta antara sesudah dan sebelum penurunan besar terjadi, seperti juga disimpulkan dari penelitian Cox & Peterson. Pendapat serupa pun diajukan oleh Brown, Harlow & Tinic (1988).³⁴

³⁴ *ibid*

“Earlier studies (e.g., Brown, Harlow and Tinic) suggest that events important enough to cause a large one-day change in the price of a security also may cause a change in the systematic risk of the security, which means that expected daily return after the event may be different from the expected return before the event.”

Sementara itu Brown & Warner (1980, 1985)³⁵ menyatakan,

“mean-adjusted returns approach is roughly as powerful as the conventional market model in detecting abnormal price movements associated with events that are not clustered in calendar time”

Lebih jauh, Masulis³⁶ mencatat bahwa metode ini mungkin lebih baik dibandingkan dengan *market model approach* untuk menguji *return* harian karena kemampuan menjelaskan dari *market model approach* kurang signifikan untuk data harian dibandingkan dengan data bulanan. Adapun langkah-langkah perhitungannya sebagai berikut;

II.5.5.1.1 Variabel *Abnormal Return*

Untuk melakukan pengujian terhadap perilaku harga saham di sekitar *event*, maka diperlukan AR. Rumus yang digunakan untuk memperoleh AR³⁷

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - K_j$$

dimana, $AR_{j,t}$ = *abnormal return* saham *j* pada hari *t*

$R_{j,t}$ = *return* saham *j* pada hari *t*

K_j = *estimated expected return*

³⁵ *ibid*

³⁶ *ibid*

³⁷ *ibid*

Sementara itu $R_{j,t}$ (*daily return*) dicari berdasarkan perhitungan³⁸;

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}}$$

dimana, $R_{j,t}$ = *return* saham j pada hari t

$P_{j,t}$ = *closing price* saham j pada hari t

$P_{j,t-1}$ = *closing price* saham j pada hari $t-1$

Penghitungan *daily return* ini digunakan untuk dua kepentingan, yang pertama adalah untuk mengidentifikasi saham-saham yang masuk dalam sampel penelitian ini dan yang kedua untuk menghitung *actual return* pada hari-hari sesudah penurunan besar guna memperoleh *abnormal return* setelah dikurangi dengan *expected return*. Sebagai catatan, harga yang digunakan belum disesuaikan dengan pembagian dividen.

Sedangkan K_j , diestimasi sebagai *mean daily return* selama 100 hari perdagangan, yaitu sejak hari ke-21 sesudah terjadinya penurunan besar harga hingga hari ke-120 sesudah terjadinya penurunan besar tersebut. Perhitungannya sebagai berikut³⁹,

$$K_j = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N R_{j,t}$$

dimana, K_j = *expected return*

$R_{j,t}$ = *return* saham j pada hari t

N = banyaknya observasi

³⁸ Rahmawati dan Tri Suryani. *Overreaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di BEJ.SNA.2005*

³⁹ Atkins., *op.cit.*

Untuk sejumlah N peristiwa, *average abnormal return* (AAR_t) pada saat t adalah⁴⁰,

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^n AR_{j,t}$$

dimana, AAR_t = *average abnormal return* pada hari t

$AR_{j,t}$ = *abnormal return* saham j pada hari t

N = banyaknya observasi

Untuk mengetahui perilaku harga saham setelah mengalami peristiwa penurunan besar dalam harganya, diperlukan penghitungan rata-rata *abnormal return* terlebih dahulu. Penghitungan rata-rata *abnormal return* dilakukan pada setiap sampel penelitian dengan jendela pengamatan dari t=-5 hingga t=+20 dengan fokus pengamatan pada tiga hari setelah penurunan besar terjadi (*short-term*). Hal ini berdasarkan penelitian Bremer & Sweeney (1991) yang menemukan *abnormal return* dan CAR positif selama tiga hari setelah terjadinya penurunan. Perhatian terhadap pergerakan harga saham pun diperpanjang dengan memperhatikan pergerakan AR pada periode sesudahnya, yaitu t+4 hingga t+20 (*longer-term*). Hal ini didasari bukti yang ditemukan oleh Cox & Pterson yang mendapati bahwa selama periode tersebut harga saham cenderung untuk terus mengalami penurunan

⁴⁰ Benou, G and Nivine Richie. *The Reversal of Large Stock Price Decline: The Case of Large Firms*. Journal of Economics & Finance. 2003

II.5.5.1.2 Variabel *Cumulative Abnormal Return*

CAR selama interval tertentu dihitung dengan rumus⁴¹:

$$CAR = \sum_{t=1}^n AR_t$$

dimana, CAR = *cumulative abnormal return*

AR_t = *average abnormal return* pada hari t

II.5.5.2 Hipotesis dan Pengujiannya

II.5.5.2.1 Hipotesis Pertama

A. Hipotesis Pertama

Atkins & Dyl (1990) dan Bremer & Sweney (1991) menemukan bahwa saham-saham yang mengalami penurunan besar harga pada satu hari perdagangan memperoleh pembalikan harga pada jangka pendek (3 hari berikutnya).

H₀ : Saham-saham pada LQ 45 yang mengalami penurunan besar harga tidak mengalami *price reversal*.

H₁ : Saham-saham pada LQ 45 yang mengalami penurunan besar harga akan mengalami *price reversal*.

Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut;

$$H_0 : \mu_t = 0$$

$$H_t : \mu_t > 0$$

Keterangan : μ_t adalah *average abnormal return* saham-saham pada hari t

⁴¹ *Ibid.*

B. Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian hipotesis pertama adalah dengan menggunakan *two-tailed t test*.

Perhitungannya adalah sebagai berikut⁴²:

$$t_t = \frac{\bar{X}}{S_t}$$

dimana, t_t = t-statistik untuk hari t setelah *event*

\bar{X} = *average abnormal return* pada hari t

S_t = *crosssectional sample standard deviation* untuk hari t setelah
Event

Apabila nilai t lebih besar dari nilai t tabel dan positif setelah $t = 0$ (antara $t+1$ hingga $t+3$), maka dapat disimpulkan pasar mengalami *overreaction* dan telah terjadi pembalikan harga (*price reversal*) setelah terjadi peristiwa penurunan besar (*event*).

II.5.5.2.2 Hipotesis Kedua

A. Hipotesis Kedua

Masing-masing industri memiliki karakteristik tersendiri, begitu pula ekspektasi investor berbeda terhadap tiap-tiap industri. Hal ini mungkin menyebabkan tingkat pembalikan harga berbeda antar industri.

H₀ : Tidak terdapat perbedaan antar industri dalam pergerakan harga sesudah penurunan besar.

H₁ : Terdapat perbedaan antar industri dalam pergerakan harga sesudah penurunan besar.

⁴² Bremer, Hiraki and Sweeney.

Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut

$$H_0 : \delta_2 = \delta_3 = 0$$

$$H_1 : \delta_2 \text{ dan } \delta_3 \neq 0$$

B. Pengujian Hipotesis Kedua

Untuk menyelidiki peranan industri dalam menjelaskan *reversal*, akan digunakan dua cara. Cara pertama melalui analisis AR dan CAR seperti yang dilakukan untuk menguji hipotesis pertama, perbedaannya ialah *event* observasi dibagi menjadi tiga kelompok berdasarkan industrinya. Cara kedua melalui analisis regresi *crosssection* yang diestimasi menggunakan *ordinary least square* (OLS). Model persamaannya adalah sebagai berikut⁴³;

$$CAR_j = \delta_0 + \delta_1 ARO_j + \delta_2 D1_j + \delta_3 D2_j + e_j$$

dimana,

CAR_t = cumulative abnormal return

ARO_j = AR untuk hari yang mengalami penurunan besar harga, $t = 0$

$D1_j$ = variabel dummy, dimana nilainya 1 jika perusahaan termasuk dalam industri Manufaktur, dan nilai 0 untuk lainnya.

$D2_j$ = variabel dummy, dimana nilainya 1 jika perusahaan termasuk dalam industri Ekstraktif, dan nilai 0 untuk lainnya

⁴³ Benou., *op.cit.*

δ_i = koefisien regresi OLS

ε_j = *error term*

Di Bursa Efek Jakarta terdapat 9 klasifikasi industri. Mengacu pada Lesmana (2005) dikarenakan alasan penyederhanaan model, peneliti membaginya menjadi tiga klasifikasi. Berdasar sektor yang terdapat di Bursa Efek Indonesia, maka dalam penelitian ini klasifikasi industri dibagi menjadi industri Manufaktur, industri Ekstraktif dan industri Jasa. Perusahaan yang dimasukkan dalam ke dalam industri Manufaktur ialah perusahaan yang bergerak sektor Industri Barang Konsumsi, Industri Dasar & Kimia dan Aneka Industri. Perusahaan dimasukkan ke dalam industri Ekstraktif jika ia bergerak di sektor Pertambangan dan Pertanian, sedangkan perusahaan yang dimasukkan kategori industri Jasa ialah perusahaan yang bergerak di sektor Keuangan, sektor Infrastruktur, Utilitas & Transportasi, sektor Perdagangan Jasa & Investasi serta sektor Properti & Real Estate.⁴⁴ Jika klasifikasi memainkan peranan dalam menjelaskan fenomena yang terjadi, maka akan ditemukan nilai δ_2 dan δ_3 akan berbeda secara signifikan dari nol.

II.5.6 Keterbatasan Penelitian

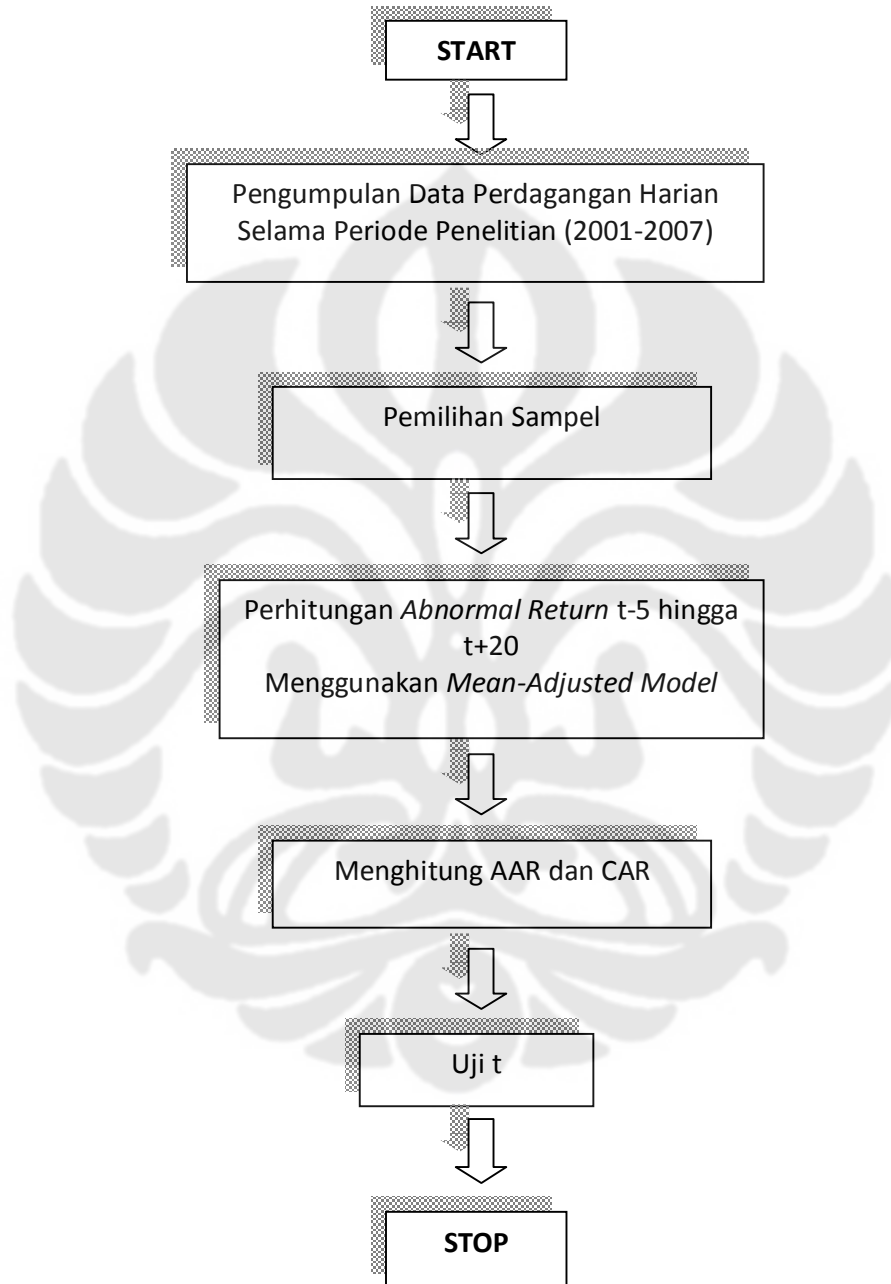
Dalam penelitian ini penulis membataskan penelitiannya pada hal-hal sebagai berikut:

⁴⁴ Asnawi, Said Kelana., Chandra Wijaya. *Metodologi Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide dan Kontrol*. Yogyakarta: Graha Ilmu. 2006

1. Penelitian ini hanya menguji *overreaction hypothesis* atas saham-saham yang mengalami penurunan besar harga selama satu hari perdagangan dan tercatat dalam indeks LQ 45.
2. Seperti jurnal-jurnal yang menjadi referensi penulis, penelitian dilakukan untuk menguji apakah pasar berlaku *overreact* terhadap informasi negatif tanpa mempertimbangkan jenis informasi tersebut.



Tahapan Pengujian *Price Reversal*



Gambar II.4