

***ANALISIS OVERREACTION HYPHOTHESIS, DAN  
PENGARUH FIRM SIZE, LIKUIDITAS & BID-ASK  
SPREAD TERHADAP FENOMENA PRICE  
REVERSAL  
DI BURSA EFEK JAKARTA***



**Tesis**

**Disusun oleh :**

**Muhammad Rizkada Dinawan  
NIM. C4A006197**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2007**

## **PENGESAHAN TESIS**

Yang bertandatangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

***ANALISIS OVERREACTION HYPOTHESIS, DAN PENGARUH  
FIRM SIZE, LIKUIDITAS & BID-ASK SPREAD TERHADAP  
FENOMENA PRICE REVERSAL DI BURSA EFEK JAKARTA***

yang disusun oleh M. Rizkada Dinawan, NIM C4A006197  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 22 November 2007 dan  
dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com

Drs. Agus Purwanto, M.Si, Akt

Semarang 27 November 2007  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

## ABSTRAKSI

Dalam melakukan investasi, khususnya investasi dalam bentuk saham ketersediaan informasi merupakan hal yang penting. Para investor memerlukan informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan untuk menganalisis suatu saham sebelum akhirnya memutuskan untuk membeli atau menjual saham. Secara informasional, pasar modal dikatakan efisien bila harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan. Namun demikian banyak penelitian yang menyebutkan adanya beberapa fenomena yang tidak sesuai dengan hipotesis pasar efisien, salah satunya adalah fenomena pembalikan harga (*price reversal*). Fenomena ini berhubungan dengan anomali *winner-loser* yang menciptakan strategi investasi kontrarian. Penelitian ini bertujuan menganalisis keberadaan reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena pembalikan harga, menganalisis apakah terdapat pengaruh dari ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* terhadap pembalikan harga.

Penelitian ini menguji *return* saham yang mengikuti satu hari perubahan besar harga saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 2005 - 2006. Sampel dari penelitian ini menggunakan 171 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Sampel ini kemudian diklasifikasikan lagi menjadi 48 perusahaan yang menjadi sampel *winner* dan 33 perusahaan yang menjadi sampel *loser*. Penelitian ini menggunakan data harian, sedangkan perhitungan *abnormal return* menggunakan *Market Adjusted Model*. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah 5 hari sebelum  $t=0$  dan 20 hari setelah  $t=0$ . Analisis yang digunakan adalah uji t, korelasi, dan regresi berganda. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *closing price*, IHSG, kapitalisasi pasar, volume perdagangan saham, serta bid dan ask price.

Hasil penelitian melalui uji t mengidentifikasi bahwa pada saham *winner* maupun *loser* terjadi pembalikan harga. Dari analisis korelasi, didapatkan hasil korelasi yang bernilai negatif dan signifikan berbeda dengan nol. Hal ini menunjukkan terdapat reaksi berlebihan dari investor. Reaksi berlebihan ini kemudian disadari investor sehingga melakukan koreksi terhadap tindakan tersebut. Pada saham *winner*, periode koreksi yang dibutuhkan adalah selama 13 hari setelah hari peristiwa, sedangkan saham *loser* hanya memerlukan waktu selama 5 hari setelah hari perubahan besar harga saham. Terdapatnya reaksi berlebihan dari investor dalam pembalikan harga mengimplikasikan bahwa pasar belum efisien, karena harga saham dapat diprediksikan berdasarkan harga saham masa lalu. Persamaan regresi untuk saham *winner* dan *loser* menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* berpengaruh secara signifikan terhadap pembalikan harga. Hal ini berarti investor dapat mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* dalam memprediksi harga saham yang akan datang sehingga dapat melakukan *contrarian strategy* (strategi berkebalikan) dengan tepat.

Kata kunci : *overreaction*, *firm size*, likuiditas, *bid-ask spread*, *abnormal return*, dan pembalikan harga saham.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi dengan judul “ANALISIS *OVERREACTION HYPHOTHESIS*, DAN PENGARUH *FIRM SIZE*, LIKUIDITAS & *BID-ASK SPREAD* TERHADAP FENOMENA *PRICE REVERSAL* DI BURSA EFEK JAKARTA, yang disusun sebagai syarat akademis dalam menyelesaikan studi program pasca sarjana (S2) jurusan Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa Tesis ini tidak mungkin terselesaikan dengan baik tanpa dukungan, bantuan, bimbingan, serta doa dari berbagai pihak selama penyusunan skripsi ini. Pada kesempatan ini penulis hendak menyampaikan terima kasih pada :

1. Bpk. Prof. Dr. H. Imam Ghozali, Mcom, Akt sebagai Dosen Pembimbing Utama yang telah meluangkan waktu dengan sabar dan bijaksana dalam membimbing serta memberikan arahan, nasehat, dan semangat penulis sampai terselesaikannya skripsi ini.
2. Bpk. Drs Agus Purwanto, M.Si, Akt, sebagai Dosen pembimbing II yang selalu meluangkan waktu dengan sabar dan bijaksana dalam membimbing serta memberikan arahan, nasehat, dan semangat penulis sampai terselesaikannya skripsi ini.

3. Para dosen dan seluruh staf pengajar Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan bekal ilmu yang bermanfaat bagi penulis.
4. Para staf administrasi dan tata usaha Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu penulis dalam menyelesaikan studi di Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
5. Kedua orangtuaku tercinta, Bapak Budi setiyono dan Ibu Sri sudarti, atas doa restu, kasih sayang, semangat, motivasi, serta kesabaran yang berlimpah pada penulis selama ini.
6. Kakanda M. Rachma Dinawan beserta keluarga, dan adik M. Rhendria Dinawan yang senantiasa memberi semangat dan dukungan.
7. Raysa Sangsthita Adiantari, yang selalu memberikan semangat, dukungan, dan motivasi kepada penulis. Terima kasih atas perhatiannya selama ini.
8. *All my best friends*, Bimo Satmoko N, SE (Bimo), M Haris Muhajir, SIP (Haris), Doni Arlanda Andromeda, SE (SE), Mbak Tatik Lestari, Spd (Tatik)., Mbak Ari Meidiyanti (Ari), Nurlianti Chandra Dewi, SIP (Leli), dan I Gusti Ayu Kencana, ST (Nana) *Thanks for your support, I will always remember our togetherness, happiness when we were in MM Undip. Keep our friendship forever.. A new day has come, It's time to reach our dreams..*

9. Pengurus Pojok BEJ Undip, mas Putra, mas Yeyen, yang telah membantu penulis memberikan data dan atas tambahan ilmu yang telah diberikan.
10. Mas azis yang ikut memberikan dukungan, dan nasehat kepada penulis. Pak Ekwan hadyanto yang memberikan bimbingan dan pengertiannya selama saya bekerja di PT. Utama Karya (Persero), dan teman satu angkatan XXVII MM UNDIP yang membuat suasana riang dan menyenangkan.
11. Semua pihak yang telah membantu penulis yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Dengan rendah hati penulis menyadari bahwa Tesis ini masih jauh dari sempurna. Mengingat keterbatasan pengetahuan yang penulis peroleh sampai saat ini, oleh karena itu penulis mengharapkan saran dan kritik yang bersifat membangun tercapainya kesempurnaan Tesis ini.

Akhir kata, penulis berharap semoga Tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Semarang, 27 November 2007

Penulis,

M. Rizkada Dinawan, ST

## ABSTRACT

In doing investment, especially investment in the form of share, availability of information represent important matter. Investor needs publicized information and also which do not be publicized to analyse an share before finally set mind on to buy or sell share. By informational, capital market told efficient if price of stock exchange have expressed all relevant and available information. But so many research mentioning the existence of some phenomenon which disagrees with efficient market hypothesis, one of them is price reversal phenomenon. This phenomenon relate to winner-loser anomaly creating investment of contrarian strategy. This research aim to analyse existence of overreaction of investor in price reversal phenomenon, analysing that there are influence of firm size, liquidities and bid-ask spread to price reversal.

This research test share return following one day big change of share price in Bursa Efek Jakarta (BEJ) Period 2005 - 2006. Sample of this research use 171 company which enlist in BEJ. This Sample is later then classified again become 48 company winner sample and 33 company becoming loser. This research use daily data, while abnormal calculation of return uses Market Adjusted Model. Period of perception in this research is 5 day before  $t=0$  and 20 day after  $t=0$ . Analysis the used is t test, correlation, and doubled regression. Data which is used in this research is closing price, IHSG, market capitalisation, commerce of share, and also bid-ask price.

Results of research through t test identify that at share of winner and loser happened price reversal. From correlation analysis, the result of valuable correlation is negative and significant different from zero. This is show there is overreaction of investor. This Overreaction then latter realized by investor so that correct to action. At share of winner, corrective period the required is during 13 day after event day, while share of loser only needing time during 5 day after big change day of share price. There are overreactions of investor in price reversal of implication price that market not yet is efficient, because share price earn predictable pursuant to past share price. Equation of regression for the share of winner and loser indicate that firm size,

liquidity and bid-ask spread have an effect on significant price reversal. This means investors can consider firm size, liquidity and bid-ask spread in predicting share price so that they can do contrarian strategies (strategies that reverse) accurately.

Key words : overreaction, firm size, liquidity, bid-ask spread, abnormal return, and price reversal



## DAFTAR ISI

Halaman Judul .....	i
Halaman Pengesahan Tesis .....	ii
Daftar Tabel .....	iv
Daftar Gambar .....	v
Daftar Lampiran .....	vi
<b>BAB I    PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	9
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	10
<b>BAB II    TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS</b>	<b>12</b>
.....	
2.1 Telaah Pustaka .....	12
2.1.1 Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru .....	12
2.1.2 Anomali Pasar Modal .....	15
2.1.3 <i>Overreaction Hypothesis</i> .....	16
2.1.4 Implikasi <i>Overreaction</i> .....	19
2.1.5 <i>Overreaction Hypothesis</i> dan Pembalikan Harga Saham .....	20
2.1.6 <i>Firm Size</i> dan Pembalikan Harga Saham .....	21
2.1.7 Likuiditas dan Pembalikan Harga Saham .....	22
2.1.8 Bid-ask Spread dan pembalikan harga saham .....	23
2.1.9 Studi Peristiwa .....	24

2.2 Penelitian Terdahulu .....	24
2.3 Kerangka Pemikiran .....	32
2.4 Hipotesis .....	34
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>35</b>
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	35
3.2 Populasi dan Sampel .....	38
3.3 Jenis dan Sumber Data .....	39
3.3.1 Jenis Data .....	39
3.3.2 Sumber Data .....	40
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	40
3.5 Metode Analisis Data .....	41
3.5.1 Identifikasi Terjadinya <i>Price Reversal</i> .....	41
3.5.2 Perubahan Harga Berdasarkan Kejadiannya dan Penentuan Hari Peristiwa ( $t = 0$ ) .....	44
3.5.3 Pengujian Statistik .....	45
3.5.4 Uji Hipotesis .....	48
<b>BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>54</b>
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian .....	54
4.1.1 Gambaran Umum Sampel .....	54
4.1.2 Gambaran Umum Sampel <i>Winner</i> dan Sampel <i>Loser</i> .....	54
4.1.2.1 Kejadian Positif dan Kejadian Negatif .....	58
4.2 Analisis Data .....	61
4.2.1 Identifikasi Pembalikan Harga Saham .....	61
4.2.1.1 Analisis Pembalikan Harga Saham Untuk Saham <i>Winner</i> .....	61
4.2.1.2 Analisis Pembalikan Harga Saham Untuk Saham <i>Loser</i> .....	62

4.2.2	Statistik Deskriptif .....	64
4.2.3	Pengujian Hipotesis 1 .....	69
4.2.3.1	Pengujian Hipotesis 1 Untuk Saham <i>Winner</i> .....	69
4.2.3.2	Pengujian Hipotesis 1 Untuk Saham <i>Loser</i> .....	70
4.2.4	Pengujian Hipotesis 2, 3 dan 4.....	85
4.3	Pembahasan .....	87
4.3.1	Pembalikan Harga Saham <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> .....	87
4.3.1.1	Pembalikan Harga saham <i>Winner</i> .....	87
4.3.1.2	Pembalikan Harga saham <i>loser</i> .....	89
4.3.2	Hasil Uji Hipotesis 1 .....	91
4.3.2.1	Hasil Uji Hipotesis 1 saham <i>Winner</i> .....	91
4.3.2.2	Hasil Uji Hipotesis 1 saham <i>Loser</i> .....	93
4.3.3	Hasil Uji Hipotesis 2, 3 dan 4 .....	94
4.3.3.1	Hasil Uji Hipotesis 2, 3 dan 4 saham <i>Winner</i> .....	94
4.3.3.2	Hasil Uji Hipotesis 2, 3 dan 4 saham <i>Loser</i> ... .....	98
<b>BAB V</b>	<b>PENUTUP .....</b>	<b>102</b>
5.1	Kesimpulan .....	102
5.2	Saran .....	103
	<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>106</b>
	<b>LAMPIRAN - LAMPIRAN</b>	
	<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP</b>	

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
A. Saham-saham yang Menjadi Sampel Penelitian .....	1
B. Sampel Saham <i>Winner</i> dan Saham <i>Loser</i> .....	4
C. Data IHSG dan <i>Return</i> IHSG .....	6
D. Data <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Winner</i> .....	9
E. Data <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Loser</i> .....	13
F. Data Kapitalisasi Pasar Sampel <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Pada Hari Peristiwa .....	15
G. Data Likuiditas Pasar Sampel <i>Winner</i> Selama Masa Pembalikan Harga .....	17
H. Data Likuiditas Pasar Sampel <i>Loser</i> Selama Masa Pembalikan Harga .....	19
I. Uji t Sampel <i>Winner</i> .....	20
J. Uji t Sampel <i>Loser</i> .....	22
K. Uji Korelasi Sampel <i>Winner</i> dan Sampel <i>Loser</i> .....	24
L. Uji Regresi Berganda Sampel <i>Winner</i> .....	25
M. Uji Regresi Berganda Sampel <i>Loser</i> .....	43
N. Uji Kolmogorov-Smirnov Saham <i>Winner</i> .....	51
O. Uji Kolmogorov-Smirnov Saham <i>Loser</i> .....	55
P. <i>Charts</i> Saham <i>Winner</i> .....	57
Q. <i>Charts</i> Saham <i>Loser</i> .....	61

## DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1 Data Perubahan Harga Saham Secara Besar-besaran Selama Periode 2005 .....	4
2.1 Tabulasi Hasil Penelitian Terdahulu .....	27
3.1 Definisi Operasional Variabel.....	37
4.1 Gambaran umum Saham <i>Winner</i> .....	55
4.2 Gambaran umum Saham <i>Loser</i> .....	57
4.3 Kejadian Positif .....	58
4.4 Kejadian Negatif .....	59
4.5 <i>Average Abnormal Return Winner</i> dari $t = -5$ sampai dengan $t = 20$ .....	61
4.6 <i>Average Abnormal Return Loser</i> dari $t = -5$ sampai dengan $t = 20$ .....	63
4.7 Statistik Deskriptif Saham <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> .....	64
4.8 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Winner</i> .....	70
4.9 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Loser</i> .....	71
4.10 Nilai <i>Tolerance</i> dan VIF Saham <i>Winner</i> .....	72
4.11 Nilai <i>Tolerance</i> dan VIF Saham <i>Loser</i> .....	73
4.12 Nilai DW Tabel.....	74
4.13 Nilai DW Persamaan Regresi Saham <i>Winner</i> dan Saham <i>Loser</i> .....	74
4.14 Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Saham <i>Winner</i> .....	82
4.15 Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Saham <i>Loser</i> .....	84
4.16 Hasil Uji Regresi Saham-saham <i>Winner</i> .....	86

4.17	Hasil Uji Regresi Saham-saham <i>Loser</i> .....	87
------	--	----

## DAFTAR GAMBAR

Gambar		Halaman
2.1	Grafik Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru .....	13
2.2	Kerangka Pemikiran Teoritis .....	33
4.1	Nilai Autokorelasi Saham <i>Winner</i> .....	75
4.2	Nilai Autokorelasi Saham <i>Loser</i> .....	75
4.3	Grafik Plot Untuk Saham <i>Winner</i> .....	76
4.4	Grafik Plot Untuk Saham <i>Loser</i> .....	78
4.5	Grafik Normalitas Untuk Saham <i>Winner</i> .....	80
4.6	Grafik Normalitas Untuk Saham <i>Loser</i> .....	83
4.7	CAAR <i>Winner</i> .....	88
4.8	CAAR <i>Loser</i> .....	90

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Pasar modal berfungsi sebagai sarana untuk memobilisasi dana yang bersumber dari masyarakat ke berbagai sektor usaha. Pasar modal diharapkan berperan aktif dalam menunjang keberhasilan pengaliran dana dalam memenuhi kebutuhan dunia usaha. Investasi yang ditanamkan para investor ke perusahaan tertentu merupakan bentuk yang hampir dapat dipastikan mengandung resiko tertentu. Di sisi lain, investasi tersebut juga menjanjikan keuntungan pada tingkat tertentu.

Para investor memerlukan berbagai informasi sebelum memutuskan membeli atau menjual saham. Informasi tersebut dapat berupa informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan. Selain itu investor juga membutuhkan informasi mengenai kondisi atau arah pergerakan pasar sehingga dapat membuat keputusan yang tepat dalam melakukan pembelian atau penjualan saham. Informasi yang cepat dan benar tercermin dalam harga-harga sekuritas. Berdasarkan hal tersebut, (Elton dan Gruber, 1995) menyatakan bahwa pasar modal efisien secara informasional.

*Efficient Market Hypothesis* (EMH) merupakan salah satu hipotesis pasar modal yang menjadi acuan para investor dalam melakukan pengambilan keputusan.

Hipotesis tersebut menjelaskan bahwa harga suatu saham akan selalu tercermin secara penuh dari informasi yang tersedia di pasar.

Hipotesis pasar efisien telah lama menjadi salah satu isu dominan dalam penelitian keuangan karena di pasar modal kerap terjadi gejala yang menentang konsep tersebut. Hal ini didasari oleh perilaku investor sebagai individu yang mengambil sikap atau tindakan yang berbeda dalam menyikapi suatu informasi baik dalam segi frekuensi, waktu, dan kuantitas pembelian saham.

Hal tersebut dirasa menjadi permasalahan bagi penelitian-penelitian selanjutnya, dimana penelitian-penelitian terakhir mempertanyakan keberadaan pasar efisien, khususnya sehubungan dengan temuan pembalikan harga saham (*price reversal*) yang sistematis di pasar modal (Kamus Istilah Keuangan dan Investasi oleh Downes dan Goodman, 1994: 482, mendefinisikan pembalikan sebagai perubahan arah harga dalam pasar saham). (Fischer dan Jordan, 1995) yang merupakan sebagian dari peneliti melaporkan bahwa saham-saham yang yang berkinerja buruk pada satu periode waktu cenderung untuk membaik pada periode berikutnya. Fenomena pembalikan ini berlawanan dengan karakteristik pasar modal yang efisien.

Penelitian yang dilakukan oleh Iramani dan Umaiayanti, 2002 menyatakan dalam fenomena pembalikan harga (*price reversal*) harga saham dapat berubah secara besar-besaran dan diikuti oleh perubahan kembali ke arah yang berlawanan, yaitu kenaikan harga secara ekstrim akan diikuti dengan penurunan harga pada periode



selanjutnya, demikian pula sebaliknya penurunan harga secara ekstrim akan diikuti oleh kenaikan harga pada periode selanjutnya.

Hal ini dapat diakibatkan oleh adanya informasi baru yang diterima investor dan dinilai oleh investor secara berlebihan. Sears dan Trennpohl (1993) menyatakan bahwa DeBondt dan Thaler pernah menguji pembalikan di pasar modal dengan mengajukan hipotesis bahwa perubahan ekstrim pada suatu harga saham akan diikuti oleh pembalikan dengan arah yang berlawanan. Ini berarti investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi mengenai saham tersebut sehingga harga saham cenderung ditetapkan secara keliru. Selanjutnya pasar mengoreksinya melalui pembalikan harga sampai tingkat keseimbangan tercapai.

Data awal yang berhasil dikumpulkan menunjukkan bahwa menurut IHSG, terjadinya perubahan harga saham besar-besaran umumnya diikuti oleh perubahan kembali harga kearah yang berlawanan pada hari berikutnya atau yang dikenal dengan fenomena pembalikan harga saham. Fakta tersebut dapat dilihat pada tabel 1.1 yang menampilkan hari-hari perdagangan yang mengalami kenaikan atau penurunan secara besar-besaran. Perubahan indeks tersebut dikategorikan besar apabila (*return IHSG – rata-rata return IHSG*) untuk kenaikan adalah lebih besar dari 2,5 % dan untuk penurunan lebih kecil dari -2,5 % (Iramani dan Umaiayanti, 2002). Mengenai ketentuan ini selanjutnya akan dipaparkan dalam metode penelitian pada bagian lain penelitian ini.

**Tabel 1.1**

**Data Perubahan Harga Saham Secara Besar-besaran Periode 2005**

**a. Kenaikan**

<b>Tanggal</b>	<b>IHSG ( Poin )</b>	<b>Perubahan ( Poin )</b>	<b>Return (Rt) ( % )</b>	<b>Rata-rata Return (R) ( % )</b>	<b>Rt-R ( % )</b>
30/08/05	1039,820	45,050	4,529	0,069	4,46
30/09/05	1079,275	30,973	2,955	0,069	2,885

*Sumber : Data sekunder, diolah*

**b. Penurunan**

<b>Tanggal</b>	<b>IHSG ( Poin )</b>	<b>Perubahan ( Poin )</b>	<b>Return (Rt) ( % )</b>	<b>Rata-rata Return (R) ( % )</b>	<b>Rt-R ( % )</b>
29/03/05	1070,300	-71,850	-6,291	0,069	-6,360
18/04/05	1060,190	-36,330	-3,313	0,069	-3,382
25/04/05	1019,880	-27,920	-2,665	0,069	-2,734
15/08/05	1118,270	-35,700	-3,094	0,069	-3,163

*Sumber : Data sekunder, diolah*

Penentuan awal kenaikan dan penurunan harga saham ini ditentukan berdasarkan angka indeks harga saham gabungan (IHSG) dengan melihat selisih harga pembukaan dan penutupan pada satu hari perdagangan tertentu. Hari-hari perdagangan yang ditampilkan dalam tabel diatas telah diseleksi dan hanya terdiri dari hari-hari perdagangan yang mengalami perubahan harga besar-besaran pada satu hari tertentu yang diikuti oleh perubahan harga ke arah yang berlawanan pada hari berikutnya.

Perubahan harga saham secara besar-besaran seperti yang tampak pada Tabel 1.1 diatas, baik kenaikan maupun penurunan pada umumnya diikuti oleh perubahan kembali harga kearah yang berlawanan pada hari berikutnya atau yang dikenal dengan fenomena pembalikan harga saham. Dari fenomena diatas, terdapat suatu masalah yang menarik untuk diteliti mengenai faktor-faktor apa yang mempengaruhi pembalikan harga, dan apakah didalamnya terdapat reaksi berlebihan dari investor yang memicu pembalikan harga suatu saham.

Untuk menjelaskan fenomena pembalikan harga, banyak peneliti yang merujuk pada hipotesis reaksi berlebihan (*overreaction hypothesis*). *Overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pada dasarnya investor lebih bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam hal ini, pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai positif. Sebaliknya pelaku pasar akan menetapkan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai negatif. Kemudian fenomena ini berbalik ketika pelaku pasar menyadari

telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya harga (*abnormal return* yang negatif) setelah terjadi kenaikan secara ekstrem. Seperti halnya dengan pola *winner-loser* yang dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985) dalam Iswandari (2001), dimana sekuritas yang biasanya memiliki *return* tinggi yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *abnormal return* yang rendah. Sedangkan sekuritas yang biasanya memiliki *return* rendah yang masuk kategori *loser* justru akan memperoleh *abnormal return* yang tinggi.

Studi-studi terdahulu selanjutnya juga menunjukkan bahwa keberadaan pembalikan tidaklah khas pada periode waktu tertentu. Pembalikan harga juga dapat terjadi dalam jangka pendek yang menekankan bahwa pembalikan terjadi pada waktu segera, misalnya satu hari, satu minggu, atau satu bulan.

Ini berbeda dengan pembalikan jangka panjang oleh DeBondt dan Thaler yang menemukan pembalikan 3 tahun. (Sedangkan Susiyanto menemukan pembalikan 3 bulan. (Sedangkan Susiyanto menemukan pembalikan 3 bulan, maka ini mungkin sebaiknya dikatakan sebagai pembalikan jangka menengah). Ini penting dibedakan karena Zarowin (1990) mencatat bahwa pembalikan jangka pendek dan jangka panjang bisa saja tidak merefleksikan fenomena yang sama.

Salah satu fenomena pembalikan harga jangka pendek ditunjukkan oleh studi Bremer dan Sweeney (1991). Mereka menemukan bahwa saham-saham yang sebelumnya mengalami penurunan besar pada harga atau tingkat *return* harian adalah negatif dan besar (*loser*) cenderung diikuti oleh *return abnormal* yang positif selama dua hari kemudian. Temuan ini mengarahkan mereka untuk mengindikasikan sebagai

ketidakkonsistenan terhadap karakteristik harga pasar yang secara cepat merefleksikan informasi yang relevan. Beberapa penelitian lain (misalnya Atkins dan Dyl, 1990; Park, 1995; Akhigbe, Gosnell, dan Harikumar, 1998) juga menunjukkan fenomena pembalikan jangka pendek pada saham-saham yang sebelumnya mengalami peningkatan besar pada harga atau tingkat *return* harian adalah positif dan besar (*winner*). Temuan-temuan ini umumnya mengarahkan pada kesimpulan bahwa pasar bereaksi berlebihan.

Faktor-faktor lain yang diduga menjadi penyebab pembalikan harga saham selain *overreaction hypothesis* adalah ukuran perusahaan (*firm size*), likuiditas, dan *bid-ask spread*. Ukuran perusahaan menunjukkan nilai pasar dari ekuitas perusahaan, likuiditas seringkali dikaitkan dengan elastisitas harga yang ditunjukkan oleh volume perdagangan saham, dan *bid-ask spread* mencerminkan biaya transaksi. Pengaruh ketiga faktor terakhir terhadap harga saham merupakan akibat dari pengaruhnya terhadap penciptaan kondisi pasar saham yang dapat terjadi karena ketidakseimbangan bid dan ask, perubahan volume perdagangan yang merupakan indikator dari likuiditas pasar maupun perubahan besarnya ekuitas perusahaan karena perubahan jumlah saham yang beredar. Adapun ketiga faktor tersebut merupakan faktor yang dianggap penting oleh para investor dalam melakukan investasi, terutama berkaitan dengan informasi *good news* atau *bad news* sehingga selanjutnya akan mendorong investor bereaksi berlebihan yang pada akhirnya akan memicu fenomena pembalikan harga saham.

Beberapa penelitian terdahulu telah menemukan adanya hubungan antara karakteristik perusahaan dengan *abnormal return*. Salah satu karakteristik tersebut adalah ukuran perusahaan (*size*). Hubungan antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* masing-masing saham dapat dinyatakan sebagai suatu anomali dalam pasar efisien karena dalam pasar efisien menganggap bahwa tidak ada seorang pun investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi tentang karakteristik perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) dalam Tandelilin (2001:125) menemukan bukti adanya *size effect*, dimana *return* yang lebih tinggi ditemukan pada saham-saham perusahaan kecil.

Penelitian tentang karakteristik perusahaan juga dilakukan oleh Zarowin (1990). Penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990) ini adalah untuk menguji kembali penemuan DeBondt dan Thaler (1985) tentang keberadaan reaksi berlebihan. Zarowin (1990) menemukan bahwa pembalikan *return* tidak semata-mata karena *market overreaction* tetapi hal tersebut dipengaruhi oleh *size effect*. *Size* (didefinisikan sebagai nilai pasar dari ekuitas perusahaan) *loser* umumnya lebih kecil dari *winner* dan menyimpulkan bahwa fenomena *winner* dan *loser* yang ditemukan oleh DeBondt dan Thaler muncul karena pengaruh *firm size* dan bukanlah karena fenomena reaksi berlebihan.

Di Indonesia penelitian tentang karakteristik perusahaan dan reaksi pasar berlebih dilakukan oleh Agus Wibowo dan Agus Sukarno. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat reaksi pasar berlebih pada saham loser di BEJ dan ukuran perusahaan tidak signifikan berpengaruh terhadap pembalikan loser.

Penelitian mengenai pembalikan harga saham juga dilakukan oleh Cox dan Peterson (1994). Mereka menemukan bahwa *bid-ask spread* dan derajat likuiditas pasar menjelaskan pembalikan harga (*price reversal*) dalam jangka pendek. Mereka tidak menemukan bukti yang konsisten dengan hipotesis reaksi berlebihan.

Penelitian lain di Indonesia diantaranya dilakukan oleh Srihartati Kusumawardhani (2001). Hasil penelitian menyatakan bahwa hanya terdapat sedikit bukti bagi faktor *bid-ask spread* dan likuiditas dalam pembalikan harga saham.

Beberapa penelitian baik yang dilakukan di luar negeri maupun di Indonesia menunjukkan bahwa terdapat berbagai pendapat mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi fenomena *price reversal* serta mengindikasikan bahwa fenomena tersebut juga terjadi di Indonesia. Fenomena *price reversal* ini kemungkinan dipengaruhi oleh reaksi investor yang berlebihan terhadap informasi atau faktor-faktor lain seperti *firm size*, likuiditas dan *bid-ask spread*.

Berdasarkan hal tersebut diatas, selanjutnya akan dilakukan pengembangan penelitian lebih lanjut khususnya mengenai hipotesis reaksi berlebihan (*overreaction hypothesis*), ukuran perusahaan (*firm size*), likuiditas dan *bid-ask spread* yang dianggap berpengaruh terhadap fenomena *price reversal* pada Bursa Efek Jakarta dengan periode tahun 2005 - 2006.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Berdasarkan berbagai penelitian yang pernah ada, dapat diketahui banyak pendapat yang berbeda mengenai faktor-faktor yang dimungkinkan berpengaruh

terhadap peristiwa *price reversal*. Hal ini mengakibatkan munculnya suatu permasalahan yang menarik untuk diteliti berupa faktor-faktor apakah yang sesungguhnya berpengaruh terhadap fenomena *price reversal* yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Maka permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- a. Apakah terdapat reaksi berlebihan (*overreaction*) dari investor yang menyebabkan terjadinya fenomena *price reversal* di Bursa Efek Jakarta?
- b. Apakah ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh terhadap fenomena *price reversal* di Bursa Efek Jakarta?
- c. Apakah likuiditas berpengaruh terhadap fenomena *price reversal* di Bursa Efek Jakarta?
- d. Apakah *bid-ask spread* berpengaruh terhadap fenomena *price reversal* di Bursa Efek Jakarta ?

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis keberadaan reaksi berlebihan (*overreaction*) dari investor dalam fenomena *price reversal* di BEJ.
2. Untuk menganalisis keberadaan *firm size* ( ukuran perusahaan ) dalam fenomena *price reversal* di BEJ.
3. Untuk menganalisis keberadaan likuiditas dalam fenomena *price reversal* di BEJ.



4. Untuk Menganalisis keberadaan *bid-ask spread* dalam fenomena *price reversal* di BEJ.

### **1.3.2 Kegunaan Penelitian**

Kegunaan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi pihak perusahaan, diharapkan dapat mengetahui seberapa besar kemungkinan adanya pembalikan harga saham serta faktor-faktor yang mempengaruhinya, sehingga dapat menjadi bahan pertimbangan dalam melakukan penawaran saham.
2. Bagi pelaku pasar khususnya investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi di pasar modal.
3. Bagi dunia akademik, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan referensi dan mampu memberikan kontribusi pada pengembangan studi mengenai pembalikan harga saham.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **2.1 Telaah Pustaka**

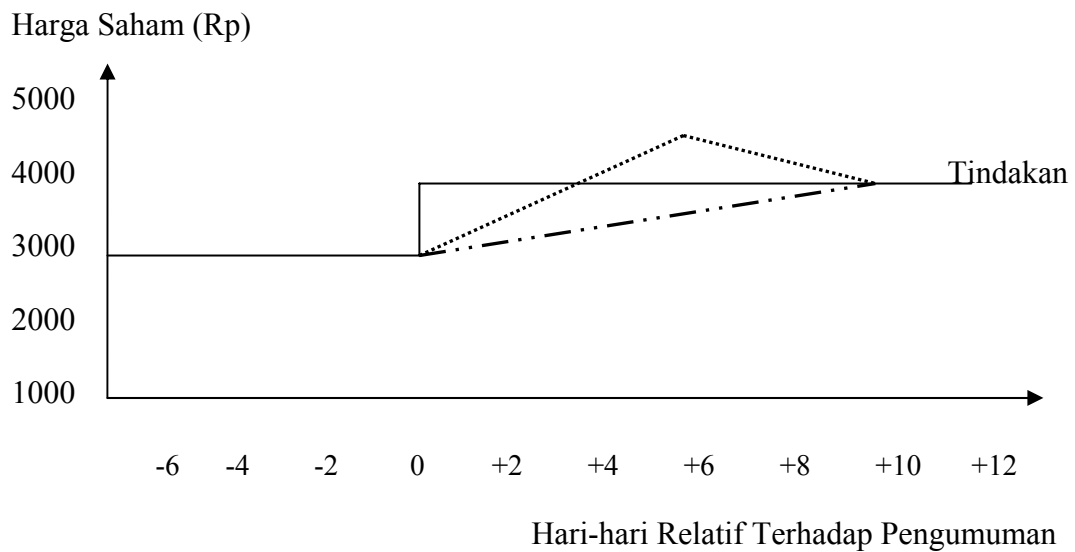
##### **2.1.1 Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru**

Di dalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh penawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antar semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan terus bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Menurut Ahmad dan Othman, reaksi harga saham terhadap informasi baru dapat digambarkan pada Grafik 2.1 sebagai berikut :

**Grafik 2.1**

**Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru**



**Sumber : Ahmad dan Othman (2002)**

Keterangan :

..... : Reaksi berlebihan dan penyesuaian

— . . — . . — : Reaksi dengan tenggang waktu

————— : Pasar Efisien

Ada tiga skenario yang mungkin terjadi dari reaksi harga pasar saham saat investor menerima informasi baru (Grafik 2.1). Skenario tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Keadaan ini mengasumsikan bahwa hanya satu informasi saja yang diterima dan relevan dengan penilaian saham tersebut. Diasumsikan juga informasi tersebut diterima pada hari berlabel “0”. Seterusnya diasumsikan juga informasi tersebut mempunyai pengaruh (+) dan akan meningkatkan harga saham ke tahap yang terbaik, yaitu dari Rp 3000 menjadi Rp 4000.

Jika pasar modal adalah efisien, harga saham harus bereaksi terhadap informasi tersebut dengan secepat mungkin. Tenggang waktu yang terdapat antara waktu penerimaan informasi dan reaksi terhadap informasi yang diterima hanya mencerminkan kaidah dan teknik yang terbaik dalam menerima dan memproses informasi secara tidak berat sebelah. Reaksi ini juga menghasilkan penyerapan dan pencerminan semua implikasi informasi terhadap harga saham tersebut. Situasi pertama menggambarkan reaksi harga dalam pasar efisien dengan terdapat satu peningkatan yang sekaligus dalam harga saham dari Rp 3000 menjadi Rp 4000.- pada hari informasi tersebut diterima yaitu pada waktu “0”. Seterusnya tidak ada perubahan yang berlaku setelah itu karena diasumsikan tidak ada lagi informasi baru yang diterima oleh pasar setelah waktu “0”.

2. Situasi kedua menggambarkan reaksi harga saham dalam pasar tidak efisien dengan wujudnya tenggang waktu selama 10 hari setelah informasi itu diterima untuk mengalir ke dalam pasar. Disini harga saham akan meningkat secara berangsur-angsur kepada harga saham yang baru yaitu Rp 4000.
3. Situasi ketiga menggambarkan keadaan yang menunjukkan para investor begitu optimis tentang implikasi informasi terhadap harga saham, apakah disebabkan mereka mendapat informasi itu lebih awal ataupun disebabkan mereka bersedia bertindak lebih dahulu, dan mereka memperkirakan harga saham baru lebih tinggi dari Rp 4000. Pembelian mereka secara aktif menyebabkan harga naik lebih tinggi daripada yang seharusnya yaitu Rp 4000. Apabila reaksi mereka tidak terwujud, mereka mulai menjual saham tersebut. Tindakan ini menyebabkan suatu penyesuaian berlaku, dan harga akan berbalik kepada harga yang seharusnya yaitu Rp 4000.

Sebagai kesimpulan, jika pasar ini benar-benar efisien, maka situasi kedua dan ketiga tidak akan terjadi, yaitu tidak adanya tenggang waktu penerimaan dalam reaksi harga dan kecenderungan tanggapan berlebihan yang diikuti dengan penyesuaian juga tidak akan berlaku.

### **2.1.2 Anomali Pasar Modal**

Meskipun hipotesis pasar efisien telah menjadi konsep yang dapat diterima di bidang keuangan, namun pada kenyataannya beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan yang disebut anomali pasar. Menurut Jones (1996) anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan atau

bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah.

Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain :

- a. *Price earning (P/E) effect* adalah anomali dimana saham dengan P/E rendah menunjukkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi (Jones, 1996). Anomali ini pertama kali ditemukan oleh Basu pada tahun 1977 dan 1983.
- b. *Size effect* adalah anomali dimana *risk adjusted return* dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi dari perusahaan dengan ukuran besar (Jones, 1996). Anomali ini ditemukan oleh Banz (1981) dan Reinganum (1981).
- a. *January effect* merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham-saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan yang lalu (Kleim, 1986 dalam Jones, 1996).
- b. *Neglected firm effect*, merupakan suatu kecenderungan bahwa investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi tingkat keuntungan abnormal, karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar maka informasi mengenai perusahaan ini cenderung tidak tersedia. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi lebih berisiko sehingga menimbulkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini ditemukan oleh Profesor keuangan Avner Arbel pada tahun 1982 (Jones, 1982).
- c. *Reversal effect* adalah efek pembalikan rata-rata *return* yang merupakan sebutan lain untuk anomali *winner-loser* yaitu kecenderungan saham yang memiliki

kinerja buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja baik (*winner*) pada periode berikutnya dan begitu juga sebaliknya. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler tahun 1983 (Yulianawati, 2003).

### **2.1.3 *Overreaction Hypothesis***

*Market overreaction* terjadi karena dalam pengambilan keputusan untuk membeli atau menjual saham, investor mendasarkan pada emosi, pengalaman, dan intuisi mereka (Mutamimah, 2004).

Untuk mendapat keuntungan dari berita-berita yang diinginkan atau untuk mengurangi hasil yang bertentangan dari berita-berita yang tidak diinginkan, para investor harus bereaksi secara cepat terhadap informasi baru. Secara umum investor cenderung untuk bereaksi terlalu berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa luar biasa dan informasi baru; dan mereka cenderung untuk mengabaikan informasi yang lebih lama (Jones: 250).

Hipotesis reaksi yang berlebihan menyatakan agar ketika para investor bereaksi terhadap berita-berita yang tidak diantisipasi yang akan menguntungkan saham suatu perusahaan, peningkatan harga akan lebih besar daripada yang seharusnya diberikan informasi tersebut yang selanjutnya akan menghasilkan penurunan harga saham. Sebaliknya, reaksi yang berlebih terhadap berita-berita yang tidak diantisipasi yang diperkirakan berdampak merugikan keberadaan ekonomi perusahaan, akan memaksa harga turun terlalu jauh, diikuti koreksi yang selanjutnya akan menaikkan harga.

Pasar pada umumnya menunjukkan reaksi yang berlebihan terhadap informasi baru, terutama informasi buruk (Kusumawardhani, 2001). Hal ini dapat berarti para investor seharusnya membeli saham-saham yang mempunyai informasi pesimis dan yang mengalami penurunan harga. Anomali ini disebut dengan *overreaction hypothesis*. *Overreaction hypothesis* diturunkan dari premis bahwa dalam merespon informasi baru, para pelaku pasar cenderung untuk memberikan bobot yang berlebihan pada informasi terakhir.

DeBondt dan Thaler (1985) (dalam Titi dan Marwan, 1998) menyatakan bahwa dalam *overreaction hypothesis* pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam hal ini, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai “baik” (*good news*). Sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya (secara drastis) harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*.

Return jangka panjang yang dapat diprediksi untuk menunjukkan pasar bereaksi secara berlebihan terhadap informasi, bertentangan dengan pasar efisien yang menyatakan bahwa harga saham menyesuaikan secara cepat dan benar terhadap informasi baru. Maka dapat dikatakan bahwa keberadaan reaksi berlebihan menunjukkan bahwa pasar tidak efisien dalam bentuk lemah, setengah kuat, dan kuat (Dissanaike, 1997) (dalam Kusumawardhani, 2001).



Namun Atkin dan Dyl (1990) serta Park (1995) berpendapat bahwa bukti keberadaan reaksi berlebihan adalah belum cukup untuk mengatakan pasar tidak efisien. Uji efisiensi pasar hendaknya dilakukan dengan menguji lebih jauh apakah investor dapat memperoleh keuntungan selama periode pembalikan. Apabila investor tidak dapat memanfaatkan pembalikan untuk memperoleh keuntungan, maka pasar adalah efisien dalam bentuk lemah. Artinya, bahwa investor tidak dapat menggunakan data masa lalu dalam hal ini fenomena pembalikan yang mengikuti perubahan besar harga saham untuk memanfaatkan *abnormal return* sebagai keuntungan. Hal ini juga berarti bahwa adanya keuntungan selama periode pembalikan juga memungkinkan diterapkannya suatu strategi investasi tertentu dalam perdagangan saham.

Selanjutnya dapat disimpulkan bahwa *overreaction hypothesis* dari investor dalam menilai suatu informasi menyebabkan saham dinilai terlalu tinggi atau rendah, kemudian pada saat investor menyadari kekeliruannya maka akan terjadi pergerakan harga saham yang berlawanan sebagai tindakan koreksi. Kondisi ini menggambarkan suatu pembalikan arah harga saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa *overreaction hypothesis* dapat diketahui melalui adanya pembalikan arah harga saham setelah munculnya suatu informasi baru.

#### **2.1.4 Implikasi *Overreaction***

Adanya *overreaction* di pasar modal menimbulkan beberapa implikasi bagi investor, yaitu :

- a. Memungkinkan investor memperoleh *abnormal return*, karena dalam *market overreaction* investor dapat melakukan strategi membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*.
- b. Menunjukkan bahwa pasar modal terdiri dari investor yang rasional maupun yang irrasional. Lebih dari itu jika pasar *overreact* terhadap informasi baru, maka harga dapat diprediksi berdasarkan harga masa lalu, sehingga pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat dan kuat (Sartono, 2000).
- c. Pasar yang terbukti *overreact* atau investor yang melakukan strategi kontrarian, akan berdampak kepada investor yang akan memperoleh *abnormal return* melalui perdagangan dalam posisi yang tepat baik sebelum maupun sesudah *event*.

### **2.1.5 Overreaction Hypothesis dan pembalikan harga saham**

*Overreaction hypothesis* merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. Hipotesis ini meramalkan bahwa sekuritas yang masuk kategori *loser* yang biasanya mempunyai *return* rendah justru akan mempunyai *abnormal return* yang tinggi. Sebaliknya, sekuritas yang biasanya mempunyai *return* tinggi yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *abnormal return* yang rendah (Sukmawati dan Hermawan, 2003).

Ada dua fenomena *overreaction hypothesis* (DeBondt dan Thaler, 1985) dalam Sukmawati dan Hermawan (2003), yaitu :

- a. Perubahan harga sekuritas secara ekstrem akan diikuti dengan perubahan harga secara berlawanan.
- b. Semakin besar pergerakan harga maka semakin besar pula penyesuaian yang dilakukan.

Pasar yang bereaksi secara berlebihan, berdampak kepada pembalikan harga yang seharusnya dapat diprediksi dari kinerja masa lalu. Return dalam jangka panjang dapat digunakan untuk menunjukkan bahwa pasar bereaksi secara berlebihan terhadap informasi, hal ini bertentangan dengan pasar efisien yang menyatakan bahwa harga saham menyesuaikan secara cepat dan tepat terhadap informasi baru. Maka dapat dikatakan bahwa keberadaan reaksi berlebihan menunjukkan pasar tidak efisien dalam bentuk lemah, setengah kuat, dan kuat (Dissanaike, 1997) dalam Kusumawardhani (2001).

Selanjutnya dapat disimpulkan bahwa *overreaction hypothesis* dari investor dalam menilai suatu informasi menyebabkan saham dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah, kemudian pada saat investor menyadari kekeliruannya maka akan terjadi pergerakan saham yang berlawanan sebagai tindakan koreksi. Kondisi ini menggambarkan suatu pembalikan arah harga saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa *overreaction hypothesis* dapat diketahui melalui adanya pembalikan arah harga saham setelah munculnya suatu informasi baru.

#### **2.1.6 Firm Size dan Pembalikan Harga Saham**

Beberapa penelitian terdahulu telah menemukan adanya hubungan antara karakteristik perusahaan dengan *abnormal return*. Salah satu karakteristik tersebut adalah ukuran perusahaan (*size*). Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *market value* (nilai pasar), seperti yang dilakukan oleh Zarowin (1990). Alasan digunakan *market value* adalah karena *market value* merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang beredar. Sehingga jika ada suatu informasi mengenai perusahaan tersebut, harga saham akan berubah dengan cepat naik atau turun (Robert Ang, 1997). Dengan mempertimbangkan jumlah saham yang beredar, jika harga saham berubah satu poin saja, maka akan memiliki efek yang luar biasa terhadap nilai pasar perusahaan tersebut (Banz, 1981).

Hubungan antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* masing-masing saham dapat dinyatakan sebagai suatu anomali dalam pasar efisien karena dalam pasar efisien menganggap bahwa tidak ada seorangpun investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi tentang karakteristik perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) dalam Tandelilin (2001:125) menemukan bukti adanya *size effect*, dimana *return* yang lebih tinggi ditemukan pada saham-saham perusahaan kecil.

### **2.1.7 Likuiditas dan Pembalikan Harga Saham**

Dalam praktek, transaksi suatu saham selalu berfluktuasi dari hari ke hari. Menurut Lena Tan Chooi Yen (1999), perubahan transaksi selalu dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal perusahaan. Faktor internal berupa ketersediaan informasi, khususnya informasi akuntansi secara keseluruhan serta nama baik

perusahaan tersebut. Sedangkan faktor eksternal, salah satunya berupa likuiditas pada pasar modal, dimana semakin likuid maka transaksi pembelian atau penjualan suatu saham dapat dilaksanakan dengan cepat tanpa menimbulkan biaya transaksi yang tinggi.

Likuiditas juga seringkali dikaitkan dengan elastisitas harga. Semakin elastis harga maka dikatakan bahwa pasar semakin likuid. Pasar saham yang likuid adalah pasar yang secara komparatif mudah dalam transaksi jual beli saham. Dalam kaitannya dengan *overreaction hypothesis*, suatu hari penurunan harga besar-besaran mungkin dihubungkan dengan tekanan penjualan yang kuat para *supplier* likuiditas dalam merespon tekanan penjualan itu mungkin masuk ke pasar dan membeli saham yang biasanya tidak akan mereka beli. Mereka menanggung risiko dan mengadakan biaya transaksi dalam antisipasinya terhadap perolehan laba (*earning profit*) dari pembalikan harga saham. Besarnya return pembalikan tergantung pada elastisitas harga jangka pendek. Peningkatan likuiditas dapat menurunkan derajat pembalikan (Cox dan Peterson, 1994).

#### **2.1.8 Bid-ask Spread dan pembalikan harga saham**

*Bid-ask Spread* merupakan selisih harga beli tertinggi yang trader (pedagang saham) bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah yang trader bersedia menjual saham tersebut. Stoll (1989) menyatakan bahwa *bid-ask Spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yang berasal dari :

1. Pemilikan saham (inventory holding)
2. Pemrosesan pesanan (order processing)

### 3. Asimetri informasi

Harga saham di bursa ditentukan oleh kekuatan pasar, yang berarti harga saham tergantung dari kekuatan penawaran ( bid ), dan permintaan ( ask ). Dalam tulisannya, Joel Hasbrouck, dalam Gorety, McMillan, dan Mulherin ( 1991 ) yang memfokuskan pada pemahaman terhadap informasi harga – harga sekuritas dan pelaksanaan ( berjalannya ) pasar saham menyatakan bahwa perilaku perdagangan sekuritas berdampak terhadap biaya transaksi ( antara lain *bid-ask Spread* ) yang secara bersamaan berakibat terhadap likuiditas pasar sekuritas dan efisiensi yang merupakan informasi dalam pembentukan harga saham. Dalam melakukan penilaian saham, terdapat suatu bentuk teknik analisis yang mempelajari berbagai kekuatan yang berpengaruh di pasar saham dan implikasi yang ditimbulkan pada harga pasar. Analisis ini pada dasarnya berusaha mempelajari bagaimana pengaruh berbagai kekuatan seperti kekuatan supply / bid ( penawaran ) dan demand / ask ( permintaan ) dapat memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga saham. Dalam kaitannya dengan hipotesis reaksi berlebihan, suatu hari penurunan harga besar – besaran mungkin dihubungkan dengan tekanan penjualan yang kuat, meningkatkan probabilitas bahwa penutupan transaksi pada bid price ( harga penawaran / harga yang bersedia dibayar oleh pembeli ), dalam arti penyebab pembalikan hari berikutnya diakibatkan bid-ask bounce.

#### **2.1.9 Studi Peristiwa (*Event Study*)**

Studi peristiwa adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh investor

dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989) dalam Asri dan Setiawan (1998). Metodologi *event study* digunakan karena perubahan besar harga saham yang terjadi disebabkan adanya *dramatic event* yang mengejutkan pasar sehingga harga dapat berubah naik ataupun turun secara signifikan.

## **2.2 Penelitian Terdahulu**

### **2.2.1 DeBondt dan Thaler (1985)**

Penelitian ini menguji mengenai reaksi berlebihan yang menyebabkan pembalikan harga dengan menggunakan data pasar modal Amerika (NYSE). Penelitian ini menemukan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) pada periode selanjutnya berkinerja baik dengan *abnormal return* positif atau saham-saham yang tadinya berkinerja baik (*winner*) pada periode selanjutnya mengalami kinerja yang buruk dengan *abnormal return* negatif, dimana hal ini merupakan fenomena pembalikan (*reversal*) pada periode selanjutnya.

### **2.2.2 Zarowin (1990)**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara *firm size* dan fenomena reaksi berlebihan. Zarowin menemukan bahwa *size* (didefinisikan sebagai nilai pasar dari ekuitas perusahaan) *loser* umumnya lebih kecil dari *winner*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa fenomena *winner* dan *loser* muncul karena pengaruh *firm size* dan bukanlah karena fenomena reaksi berlebihan. Tanpa mengontrol *size*, *loser* secara signifikan mengungguli *winner*.

### **2.2.3 Atkins dan Dyl (1990)**

Atkins dan Dyl (1990) melakukan pengujian mengenai reaksi berlebihan jangka pendek dan perilaku *return* saham setelah satu hari perubahan besar harga saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perubahan harga yang terjadi merupakan suatu bentuk reaksi berlebihan.

#### **2.2.4 Cox dan Peterson (1994)**

Penelitian ini menguji perilaku return sekuritas yang mengikuti penurunan besar dalam satu hari. Penelitian ini menggunakan data harian seluruh perusahaan NYSE, AMEX, dan NMS yang ada dalam CRSP mulai dari tahun 1963 sampai Juni 1991. Return saham yang lebih dari 10% dipilih sebagai sample untuk diuji. Untuk menghindari pengaruh efek *bid ask*, hanya saham dengan harga minimal \$10 per saham yang diikutsertakan dalam sample. Untuk saham-saham NMS, pengujian *return* didasarkan pada harga transaksi dan rata-rata *bid ask*, sedangkan untuk meminimumkan korelasi antar sample, hanya satu peristiwa setiap pasar per hari. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *bid ask spread* dan derajat likuiditas menjelaskan pembalikan harga dalam jangka pendek. Mereka tidak menemukan bukti yang konsisten dengan hipotesis reaksi berlebihan.

#### **2.2.5 Srihartati Kusumawardhani (2001)**

Penelitian ini menguji *return* saham yang mengikuti satu hari besar harga saham di BEJ mulai tahun 1998 sampai dengan tahun 2000. Menggunakan uji korelasi dan regresi, dengan data harga saham harian, penelitian ini berusaha



menemukan bukti bahwa reaksi berlebihan, *bid-ask spread*, *firm size* dan likuiditas berpengaruh terhadap fenomena *price reversal*. Lebih jauh, penelitian ini juga berusaha mencari bukti bahwa investor dapat memperoleh keuntungan *abnormal* selama hari penyesuaian setelah satu hari besar perubahan harga saham.

Konsisten dengan hasil penelitian terdahulu mengenai fenomena *price reversal* di BEJ, portofolio saham-saham *loser* mengalami pembalikan harga yang signifikan selama periode pengamatan, tetapi portofolio saham-saham *winner* tidak menunjukkan perilaku yang sama. Hasil penelitian menunjukkan adanya bukti pengaruh reaksi berlebihan investor dalam fenomena *price reversal* dan hanya terdapat sedikit bukti yang signifikan bagi faktor-faktor *bid-ask spread*, *firm size*, dan likuiditas. Penelitian ini juga menunjukkan bukti adanya keuntungan *abnormal* investor selama periode penyesuaian. Sehingga dianjurkan kepada para investor untuk membeli saham-saham ketika harganya turun pada hari  $t_0$  dan  $t_1$  dan menjualnya pada saat harga meningkat selama hari penyesuaian.

#### **2.2.6 Agus Wibowo dan Agus Sukarno (2004)**

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pergerakan harga saham dalam periode jangka pendek setelah perubahan besar dalam harga saham harian di Bursa Efek Jakarta tahun 2000. Sampel penelitian ini diperoleh dengan menggunakan metode *purposive sampling* dan menghasilkan 48 saham *winner* dan 33 saham *loser*. Menggunakan metode *market adjusted model*, regresi, dan uji t, penelitian ini memberikan hasil bahwa reaksi berlebihan terjadi pada saham-saham *loser* (saham-saham yang mengalami penurunan harga secara besar-besaran), dan

tidak pada saham *winner* (saham-saham yang mengalami kenaikan harga secara besar-besaran). Penelitian ini memberikan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak signifikan berpengaruh terhadap pembalikan *loser*, tetapi pembalikan disebabkan karena *loser* bereaksi berlebihan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan/*size* tidak mempengaruhi tingkat abnormal return di Bursa Efek Jakarta.

Hasil penelitian diatas secara keseluruhan dapat dirangkum sebagaimana dapat dilihat pada tabel 2.1

**Tabel 2.1**  
**Tabulasi Hasil Penelitian Terdahulu**

No	Nama Penulis	Judul Penelitian	Model Analisis	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	DeBondt dan Thaler (1985)	Does the Stock Market Overreact ?	Market Adjusted Return	Cumulative Abnormal Return	Terdapat reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena pembalikan harga saham
2	Zarowin (1990)	Size, Seasonality and Stock Market Overreaction	Market Adjusted Return dan Regresi	Abnormal Return dan Size	Fenomena winner-loser muncul karena pengaruh firm size dan bukan karena

					fenomena reaksi berlebihan
3	Atkins dan Dyl (1990)	Price Reversals, <i>Bid-Ask Spread</i> , and Market Efficiency	Mean Adjusted Return dan Market Adjusted Return	Abnormal Return dan Bid Ask Spread	Perubahan harga yang terjadi merupakan reaksi berlebihan
4	Cox dan Peterson (1994)	Stock Returnn Following Large One-Day Declines:Eviden ce on Short Term Reversals and Longer Term Performance	Mean Adjusted Return, Market Adjusted Return, Selisih harga bid dan selisih harga ask, TVA	Cumulative Abnormal Return (CAR), Abnormal Return, Size, dan variabel dummy	Bid ask spread dan likuiditas pasar modal berpengaruh terhadap derajat pembalikan. Tidak ditemukan adanya korelasi antara hipotesis berlebihan dengan pembalikan harga saham.
6	Srihartati Kusumawardhani (2001)	Analisis Reaksi Berlebihan, Efek Bid Ask, Firm Size, dan	Regresi dan Korelasi	Abnormal Return, bid-ask <i>spread</i> , firm size,	Adanya bukti pengaruh Overreaction Hypothesis

		Likuiditas dalam Fenomena Price Reversal di BEJ		dan likuiditas	Investor dalam fenomena price reversal dan hanya terdapat sedikit bukti bagi faktor <i>bid-ask spread</i> , firm size, dan likuiditas
7	Agus Wibowo dan Agus Sukarno (2004)	Reaksi Pasar Berlebihan dan Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Pembalikan Harga Saham di Bursa Efek Jakarta	Market Adjusted Model dan Regresi	Abnormal Return dan Size	Terdapat reaksi berlebihan pada saham loser di BEJ dan ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar) tidak signifikan berpengaruh terhadap pembalikan loser.

**Sumber : Kumpulan penelitian terdahulu**

Dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh DeBondt dan Thaler (1985), pada penelitian ini terdapat perbedaan dalam menentukan pengamatan. Jika dalam penelitian DeBondt dan Thaler menggunakan periode formasi selama 3 tahun, dalam penelitian ini menghitungnya dengan event study selama 25 hari, yakni 5 hari sebelum dan 20 hari sesudah. Persamanya adalah sama-sama meneliti apakah

terdapat hubungan antara reaksi berlebihan dari investor dengan fenomena pembalikan harga.

Penelitian ini juga mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990). Perbedaannya adalah bahwa pada penelitian ini mencoba menguji apakah terdapat reaksi berlebihan dalam fenomena *price reversal* dengan metode *market adjusted model*.

Persamaannya adalah sama-sama menggunakan variabel penelitian *abnormal return* dan *firm size* dalam mengidentifikasi fenomena *price reversal*. Modifikasi yang dilakukan pada penelitian ini adalah dengan mengubah tahun pengamatan menjadi tahun 2005 - 2006

Selain itu pada penelitian ini menggunakan hari pengamatan selama 5 hari sebelum dan 20 hari sesudah peristiwa, tidak seperti Zarowin (1990) yang menggunakan periode formasi selama 3 tahun. Perbedaan lainnya adalah cara menentukan sampel *winner* dan *loser*. Penentuan sampel *winner* dan *loser* dalam penelitian ini mengikuti cara yang pernah dilakukan oleh Srihartati Kusumawardhani (2001). Sampel *winner* ditetapkan berdasarkan besarnya perubahan harga rata-rata yang dialami oleh saham-saham yang masuk kategori *winner* pada setiap peristiwa kenaikan harga saham secara besar-besaran. Sedangkan sampel *loser* ditetapkan berdasarkan besarnya perubahan harga rata-rata yang dialami oleh saham-saham yang masuk kategori *loser* pada setiap peristiwa penurunan harga secara besar-besaran selama periode penelitian.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Atkins dan Dyl (1990) diatas adalah sama-sama menggunakan variabel *abnormal return*. Perbedaannya terletak bahwa pada penelitian ini selain menguji reaksi berlebihan, juga menguji apakah ukuran perusahaan (*size*), likuiditas dan bid-ask spread berpengaruh terhadap pembalikan harga.

Penelitian ini memiliki persamaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cox dan Peterson mengenai variabel penelitian yang digunakan. Penelitian ini menggunakan variabel *bid-ask spread* untuk melihat apakah terdapat pengaruh dalam fenomena pembalikan harga. Persamaan lainnya terletak pada metode dalam menghitung *abnormal return*, yaitu sama-sama menggunakan *Cumulative abnormal return* (CAR) untuk mewakili pembalikan harga, dan sama-sama meneliti apakah likuiditas berpengaruh terhadap pembalikan harga. Sedangkan perbedaannya dalam penelitian ini menggunakan market adjusted model dalam perhitungan abnormal return.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Srihartati Kusumawardhani (2001) adalah variabel penelitian yang digunakan. Penelitian ini meneliti keberadaan reaksi berlebihan pengaruh *firm size*, likuiditas, dan *bid-ask spread* terhadap pembalikan harga. Persamaan lainnya adalah sama-sama menggunakan metode rata-rata dalam menentukan sampel *winner* dan *loser*-nya. Perbedaannya adalah periode penelitian yang digunakan. Jika dalam penelitian Srihartati Kusumawardhani (2001) menggunakan periode tahun 1998-2000, pada penelitian ini hanya mencakup periode selama tahun 2005-2006..

Dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Agus Wibowo dan Agus Sukarno (2004), penelitian ini sama-sama meneliti keberadaan reaksi berlebihan dan menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap fenomena pembalikan harga. Perbedaannya adalah memodifikasi tahun pengamatan menjadi tahun 2005 – 2006.

### **2.3 Kerangka Pemikiran**

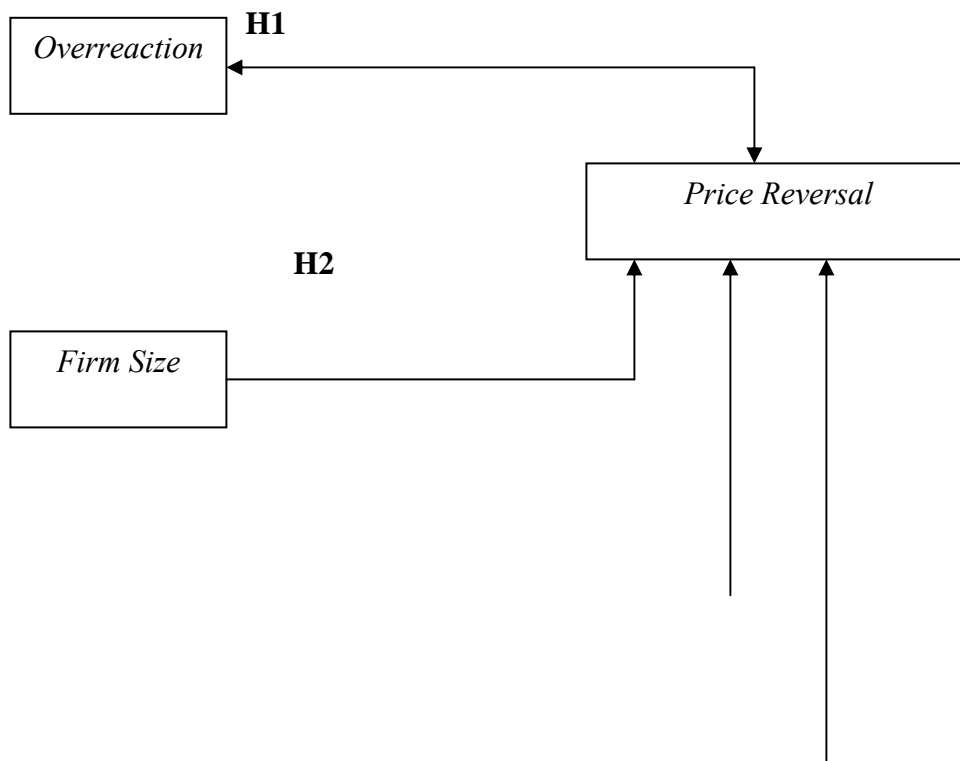
Jones (1996) (dalam Jogiyanto, 2000) mendefinisikan anomali pasar (*market anomaly*) sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien. *Overreaction hypothesis* merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. *Overreaction hypothesis* memprediksikan sekuritas yang masuk kategori *loser* dan biasanya mempunyai *return* rendah justru akan mempunyai *abnormal return* yang tinggi (Sukmawati dan Daniel, 2002). Kebalikannya, sekuritas yang biasanya mempunyai *return* yang masuk kategori *winner* justru akan mempunyai *abnormal return* yang rendah. Hal ini disebabkan adanya pengaruh perilaku investor yang memberikan bobot yang berlebihan untuk informasi terkini dalam memprediksikan apa yang akan terjadi di masa yang akan datang. Jika investor memberikan bobot yang berlebihan untuk informasi terbaru maka investor akan cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi. Hipotesis reaksi berlebihan bersandar pada asumsi perilaku pasar bereaksi berdasarkan penekanan pada informasi terakhir dalam melakukan koreksi pada periode berikut. Apabila pemodal mendasarkan pada informasi terakhir, maka pemodal akan cenderung *overreact*

terhadap pengumuman. Secara psikologis, pelaku pasar akan bereaksi lebih dramatis terhadap informasi yang jelek.

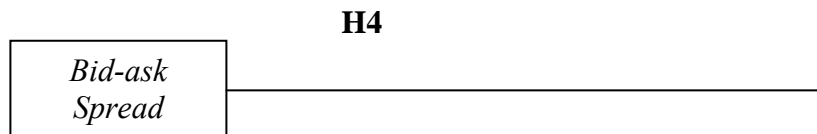
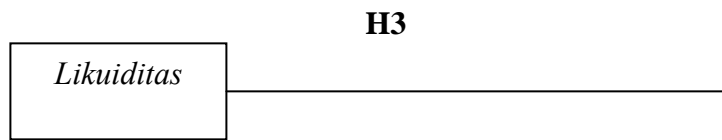
Beberapa telaah pustaka yang mendukung dirumuskannya hipotesis-hipotesis penelitian, menetapkan suatu kerangka pemikiran teoritis yang menyatakan bahwa reaksi berlebihan (*overreaction*) merupakan faktor yang berpengaruh terhadap terjadinya fenomena *price reversal*. Sementara itu terdapat pula faktor-faktor lain yang dinyatakan sebagai faktor yang mempengaruhi terjadinya fenomena *price reversal*, yang antara lain terdiri dari ukuran perusahaan (*firm size*), likuiditas pasar dan *bid-ask spread*. Ketiga faktor terakhir yang disebutkan diatas merupakan faktor-faktor yang oleh beberapa peneliti sebelumnya justru dinyatakan sebagai penyebab terjadinya *price reversal*.

Uraian diatas dapat disederhanakan sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar 2.2 sebagai berikut :

**Gambar 2.2**  
**Kerangka Pemikiran**







## 2.4 Hipotesis

Berkaitan dengan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini, berikut ini hipotesis yang diajukan :

Hipotesis 1

H1 : Terdapat hubungan antara reaksi berlebihan dari investor dengan fenomena pembalikan harga di BEJ.

Hipotesis 2

H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap terjadinya fenomena pembalikan harga di BEJ.

Hipotesis 3

H3 : Likuiditas berpengaruh signifikan terhadap terjadinya fenomena pembalikan harga di BEJ

Hipotesis 4

H4 : *Bid-Ask Spread* berpengaruh signifikan terhadap terjadinya fenomena pembalikan harga di BEJ.

### **BAB III**

## **METODE PENELITIAN**

### **3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional**

Variabel-variabel utama yang digunakan pada penelitian ini dapat didefinisikan secara operasional sebagai berikut :

- a. *Price Reversal*, adalah variabel dependen yang merupakan fenomena perubahan arah harga saham setelah terjadinya suatu perubahan besar dalam harga saham dalam satu hari perdagangan tertentu baik berupa kenaikan maupun penurunan harga saham. Pembalikan harga selanjutnya dapat didefinisikan melalui adanya *abnormal return* baik melalui perubahan *average abnormal return* (AAR) maupun *cumulative average abnormal return* (CAAR). Dalam model penelitian untuk menentukan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap terjadinya price reversal, maka variabel dependen ini diwakili oleh *cumulative abnormal return*

(CAR) sebab pengujian akan dilakukan satu persatu untuk masing-masing saham (Kusumawardhani, 2001).

- b. *Overreaction*, didefinisikan sebagai reaksi yang berlebihan dari investor terhadap harga saham karena adanya informasi ( baik atau buruk ). Kondisi ini berlawanan dengan kondisi normal. Reaksi investor yang berlebihan terhadap harga saham dapat dikenali melalui besarnya arah *price reversal* terhadap perubahan harga yang terjadi sebelumnya pada satu hari perdagangan tertentu. Korelasi antara *abnormal return* pada hari terjadinya *price reversal* dengan *abnormal return* pada hari kenaikan atau penurunan harga secara besar-besaran pada satu hari perdagangan akan menunjukkan hubungan keberadaan reaksi investor yang berlebihan dengan peristiwa *price reversal*.
- c. *Firm Size*, didefinisikan sebagai nilai pasar dari ekuitas perusahaan (Zarowin, 1989;1990).
- d. Likuiditas, didefinisikan sebagai volume perdagangan saham yang terjadi di pasar modal.
- e. *Bid-ask spread*, merupakan selisih dari harga beli tertinggi dengan harga jual terendah dari suatu saham pada satu hari perdagangan saham. Variabel yang akan digunakan untuk menguji pengaruh efek bid-ask terhadap fenomena price reversal yaitu *average relative bid-ask spread*.  
*Average relative bid-ask spread* merupakan perbandingan antara *absolute bid-ask price* dengan *mid point bid-ask price*. *Absolute bid-ask price* merupakan

selisih dari *closing bid price* dengan *closing ask price*. Sedangkan *mid point price* adalah nilai tengah dari harga *bid-ask*.

- f. *Abnormal Return*, dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted Model*, yaitu merupakan selisih *return* saham individual dengan *return* pasar.
- g. *Cumulative Abnormal Return*, merupakan penjumlahan atau akumulasi dari *abnormal return* selama periode pengamatan.

**Tabel 3.1**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Definisi	Indikator	Skala
<p><u>Dependen :</u></p> <p><i>Price Reversal</i></p>	Perubahan arah harga saham setelah terjadinya perubahan besar dalam harga saham baik kenaikan maupun penurunan	<p>CAR ( Cumulative Abnormal Return )</p> $CAR_{i,t} = \sum AR_{i,a}$	Rasio
<p><u>Independen :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Overreaction</i></li> </ul>	Reaksi yang berlebihan dari investor terhadap harga saham, karena adanya suatu	<p>Abnormal Return pada <math>t = 0</math> (AR <math>t=0</math>)</p> $AR_{i,0} = R_i - R_m$	Rasio

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Firm Size</i></li> </ul>	<p>informasi (baik atau buruk)</p> <p>Nilai pasar dari ekuitas perusahaan</p>	<p>Harga saham x volume saham yang beredar</p>	<p>Rasio</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Likuiditas</li> </ul>	<p>Volume jumlah lembar saham yang beredar di pasar</p>	<p>Volume perdagangan saham yang terjadi di pasar modal</p>	<p>Rasio</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Bid-ask spread</i></li> </ul>	<p>selisih harga beli tertinggi dengan harga jual terendah dari suatu saham</p>	<p>Average Relative <i>Bid-ask spread</i> =</p> $\frac{\text{Absolute Bid-ask spread}}{\text{Mid Poin bid-ask}}$	<p>Rasio</p>

## 3.2 Populasi dan Sampel

### 3.2.1 Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang go publik dan tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian, yaitu selama tahun 2005 - 2006. Dengan mendasarkan pada *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2005 dan tahun 2006, diperoleh jumlah keseluruhan populasi yang terdiri dari 337 perusahaan.

### 3.2.2 Sampel

Metode penarikan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Dasar yang digunakan untuk pengambilan sampel adalah populasi yang memenuhi kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria tersebut adalah:

1. Berdasarkan saham-saham tersebut dipilih saham-saham yang aktif diperdagangkan di BEJ secara berturut-turut selama awal 2005 sampai dengan akhir 2006 dan tidak mengadakan aksi korporasi. Saham tersebut termasuk aktif diperdagangkan bila frekuensi perdagangannya dalam 3 bulan lebih dari 75 kali (berdasarkan surat edaran PT. BEJ No. SE – 03/ BEJ II/1/1/94; dalam Susiyanto,1997).
2. Data saham perusahaan yang termasuk sampel selama periode pengamatan harus tersedia, jika ada data yang tidak tersedia maka saham itu dikeluarkan dari sampel.
3. Sampel *winner* ditetapkan berdasarkan besarnya perubahan harga rata-rata yang dialami oleh saham-saham yang masuk kategori *winner* pada setiap peristiwa kenaikan harga saham secara besar-besaran.
4. Sampel *loser* ditetapkan berdasarkan besarnya perubahan harga rata-rata yang dialami oleh saham-saham yang masuk kategori *loser* pada setiap peristiwa penurunan harga saham secara besar-besaran.

Berdasarkan kriteria diatas, didapat sampel *winner* sebanyak 48 perusahaan dan untuk sampel *loser* sebanyak 33 perusahaan.

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

### 3.3.1 Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh, dikumpulkan dan diolah terlebih dahulu oleh pihak lain yang berupa :

1. Data mengenai saham-saham yang terdaftar dan diperdagangkan di BEJ tahun 2005 - 2006 yang terdiri dari:
  - Saham-saham yang termasuk dalam kategori aktif diperdagangkan berdasarkan surat edaran PT. BEJ No. SE – 03/ BEJ II/1/1/94.
  - Saham *Winner*, merupakan saham-saham yang mengalami kenaikan harga besar-besaran yang diikuti perubahan arah harga (*price reversal*) ke arah yang berlawanan.
  - Saham *Loser*, merupakan saham-saham yang mengalami penurunan harga besar-besara yang diikuti perubahan arah harga (*price reversal*) ke arah yang berlawanan.
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).
3. *Closing price*, yaitu harga transaksi yang terjadi paling akhir sebelum BEJ ditutup pada satu hari perdagangan.
4. *Closing bid price*, yaitu harga penutupan tertinggi yang bersedia dibayar oleh calon pembeli.
5. *Closing ask price*, yaitu harga penutupan terendah yang dapat diterima calon penjual.
6. Nilai pasar ekuitas perusahaan (nilai pasar saham).

7. Nilai likuiditas perusahaan yang tercermin dari volume perdagangan saham.

### **3.3.2 Sumber Data**

Data yang digunakan merupakan data yang dapat diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *Fact Book*, dan JSX Statistik melalui pojok Bursa Efek Jakarta Universitas Diponegoro dan dapat juga didapat dengan mengakses database Bursa Efek Jakarta yang dapat dilakukan melalui internet ([www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)).

### **3.4 Metode Pengumpulan Data**

Adapun metode pengumpulan data yang digunakan adalah dengan menggunakan data sekunder yakni menyalin data dari berbagai sumber informasi yaitu dari Harian Bisnis Indonesia, JSX Statistics 2005 - 2006, dan melalui Pojok Bursa Efek Jakarta Universitas Diponegoro.

### **3.5 Metode Analisis Data**

#### **3.5.1 Mengidentifikasi Terjadinya *Price Reversal***

Identifikasi mengenai adanya fenomena *price reversal* dilakukan melalui langkah-langkah sebagai berikut :

1. Identifikasi peristiwa perubahan besar harga saham harian ( $t = 0$ ) untuk menentukan sampel saham *winner* dan *loser*.
2. Identifikasi adanya perubahan arah harga saham setelah perubahan besar harga saham harian. Identifikasi ini dapat dilakukan dengan melihat *average abnormal*



*return* saham *winner* dan *loser* pada periode pengamatan ( $t = -5$ ) sampai dengan ( $t = 20$ ). Digunakannya periode pengamatan ( $t = -5$ ) sebelum peristiwa perubahan besar harga saham adalah untuk menghindari bias akibat *dramatic event* lain. Sedangkan alasan digunakan periode ( $t = 20$ ) setelah perubahan besar harga saham adalah untuk mengetahui adanya pembalikan yang terjadi, karena jika periode terlalu pendek akan sulit mengidentifikasi pembalikan. Hal ini juga mempertimbangkan kondisi pasar modal yang masih dalam tahap berkembang. Periode pengamatan ini mengikuti periode pengamatan yang digunakan oleh Lucia Iswandari (2001) dan Agus Wibowo dan Agus Sukarno (2004). Jika *abnormal return* setelah perubahan besar harga saham signifikan dan mengalami perubahan kearah yang berlawanan (naik/turun), maka berarti terdapat pembalikan harga (Kusumawardhani, 2001).

Adapun langkah-langkah yang perlu dilakukan adalah dengan menghitung *abnormal return* masing-masing saham *winner* dan *loser* selama periode pengamatan. Besarnya *abnormal return* dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted Model* seperti yang dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985) dalam (Adler Haymans dan Pondra Nala, 2005). Adapun proses teknik analisis datanya dapat dijelaskan sebagai berikut :

- Perhitungan *Daily Return Saham*

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

Dimana :

$R_{i,t}$  = *return* saham i pada periode t

$P_{i,t}$  = harga saham i pada periode t

$P_{i,t-1}$  = harga saham i pada periode t-1

- Perhitungan *Daily Return Market*

$$RM_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana :

$RM_t$  = *return* pasar pada periode t

$IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

- Perhitungan *Abnormal Return*

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

$AR_{i,t}$  = Perbedaan antara return aktual dengan return yang diharapkan dari saham i pada periode t. Dalam penelitian ini digunakan metode market adjusted model.

Dimana :

$AR_{i,t}$  = abnormal return dari saham i pada periode t

$R_{i,t}$  = *return* saham i pada periode t

$R_{M,t}$  = *return* pasar pada periode t

- Perhitungan *Cumulative Abnormal Return*

$$CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

Dimana :

$CAR_{i,t}$  = *Cumulative abnormal return* saham i pada hari t

$AR_{i,t}$  = *Abnormal return* saham i pada hari t

- Perhitungan *Average Abnormal Return*

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n}$$

Dimana :

$AAR_{n,t}$  = *Average abnormal return* saham pada hari t

$AR_{i,t}$  = *Abnormal return* saham i pada hari t

n = Jumlah saham yang diteliti

- Perhitungan *Cumulative Average Abnormal Return*

$$CAAR_t = \left[ \frac{\sum_{i=1}^n CAR_t}{n} \right]$$

Dimana :

$CAAR_t$  = *Cumulative average abnormal return* (akumulasi rata-rata *return* tidak normal) saham pada hari t

$AAR_t$  = *Average abnormal return* (rata-rata *return* tidak normal) saham pada hari t

n = jumlah saham yang diteliti

### 3.5.2 Perubahan Harga Berdasarkan Kejadiannya dan Penentuan Hari Peristiwa ( t = 0)

Penentuan awal hari peristiwa terjadinya perubahan besar-besaran harga saham baik berupa penurunan maupun kenaikan harga saham dilakukan dengan mengacu pada perubahan IHSG sebagai indikator awal adanya perubahan harga secara besar-besaran yang diikuti oleh pembalikan harga kearah yang berlawanan (*price reversal*).

*Return* IHSG yang telah dihitung tersebut kemudian digunakan untuk membedakan perubahan harga menurut kejadiannya. Kejadian dibedakan menjadi tiga mengikuti metode yang dilakukan oleh Ajayi dan Mehdian (1994) dalam Iramani dan Umayyanti (2002), yaitu :

- a. Kejadian positif adalah kejadian dimana:

$$R_t - \bar{R} \geq 2,5 \%$$

- b. Kejadian negatif adalah kejadian dimana:

$$R_t - \bar{R} \leq -2,5\%$$

- c. Bukan kejadian adalah perubahan harga dimana:

$$-0,025 < R_t - \bar{R} < 2,5\%$$

Keterangan :

$R_t$  : *return* pada hari t

$\bar{R}$  : rata-rata *return* selama periode penelitian

Penentuan  $t = 0$  untuk kejadian positif dilakukan dengan memilih kejadian positif yang bernilai paling besar. Sedangkan penentuan  $t = 0$  untuk kejadian negatif dilakukan dengan memilih kejadian negatif yang bernilai paling rendah.

### **3.5.3 Pengujian Statistik**

Pengujian statistik dilakukan untuk membuktikan hipotesis yang telah dirumuskan. Pengujian statistik dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi linier. Regresi adalah hubungan fungsional antara suatu variabel dengan variabel yang lain, serta apa yang akan terjadi dengan suatu variabel apabila variabel-variabel yang lain berubah (Suad Husnan, 1998). Sebelum melakukan uji regresi, hendaknya melakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu agar memperoleh model regresi yang bisa dipertanggungjawabkan dan mempunyai hasil yang tidak bias atau disebut BLUE (*Best, Linear, Unbiased, Estimator*) (Imam Ghozali, 2006). Menurut Gujarati (1978), asumsi klasik yang dianggap penting berupa tidak terjadi multikolinearitas, tidak terjadi heteroskedastisitas, dan tidak terjadi autokorelasi.

#### **3.5.3.1 Uji Multikolinearitas**

Salah satu asumsi model linier klasik adalah tidak ada multikolinearitas diantara variabel yang menjelaskan, yaitu variabel independen. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel independen saling berhubungan secara linier. Pengujian multikolinearitas dapat dilakukan dengan :

1. Menggunakan kolinearitas antar variabel independen yang akan digunakan dalam persamaan regresi, apabila sebagian atau seluruh variabel independen berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinearitas.
2. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel bebas. Jika antar variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas.
3. Melihat nilai *tolerance* dan *variance inflation factor (VIF)*. Nilai yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai *tolerance*  $<0,10$  atau sama dengan nilai *VIF*  $>10$ .

#### **3.5.3.2 Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara pengganggu periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelum). Jika ada korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari suatu observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin-Watson (DW test). Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel *lag* diantara variabel bebas.

#### **3.5.3.3 Uji Heteroskedastisitas**

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2006).

Gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan grafik scatterplot. Pendeteksian mengenai ada tidaknya heteroskedastisitas menggunakan grafik scatterplot dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual yang telah di-*studentized*. Adapun dasar analisisnya sebagai berikut :

- a. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### **3.5.3.4 Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Salah satu cara termudah melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik histogram yang

membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal (Ghozali, 2006). Uji ini dilakukan dengan analisis grafik yaitu dengan melihat grafik histogram dan grafik normal plot. Secara statistik, uji normalitas dapat diuji menggunakan uji *Kolmogorov – Smirnov*. Kriteria data yang digunakan disebut normal jika probabilitas signifikansinya lebih dari 0,05. Adapun data yang dimasukkan ke dalam uji normalitas adalah nilai residu dari persamaan regresinya, karena yang harus terdistribusi secara normal adalah persamaan regresinya (Ghozali, 2006).

### **3.5.4 Uji Hipotesis**

#### **3.5.4.1 Pengujian Terhadap Hipotesis 1**

Pengujian terhadap hipotesis 1 yaitu tentang reaksi berlebihan di Bursa Efek Jakarta dilakukan dengan mengidentifikasi besarnya *abnormal return* yang mengakibatkan terjadinya pembalikan harga yang bersifat mengoreksi kondisi harga yang ada mencapai garis harga yang seharusnya.

Menurut Ferri dan Min (1996) dalam Kusumawardhani (2001), kriteria pengukuran dan penjelasan masalah reaksi berlebihan dan penyesuaian (koreksi) dalam *return* pasar dalam dua hari perdagangan secara berturut-turut adalah :

- A. Arah perubahan pasar secara besar dan bergerak dari *return* positif yang besar pada hari tertentu ke *return* negatif yang relatif sama besar pada hari selanjutnya dan sebaliknya.



B. Perubahan arah pasar tidak dapat dijelaskan oleh informasi baru, tetapi lebih merefleksikan reaksi terhadap perubahan sebelumnya.

Pengujian terhadap *overreaction hypothesis* dilakukan dengan melakukan korelasi terhadap *abnormal return* pada hari peristiwa dengan CAR pada hari-hari berikutnya. Korelasi yang negatif diantara keduanya akan menunjukkan bahwa *return* positif yang makin besar pada hari tertentu akan diikuti *return* negatif yang besar pada hari berikutnya dan sebaliknya (Ariyanto, 2003). Langkah-langkah untuk pengujiannya adalah dengan menghitung koefisien korelasi dengan rumus sebagai berikut (Supranto, 2000) :

$$r = \frac{n \sum_{j=1}^n X_j Y_j - \sum_{j=1}^n X_j \sum_{j=1}^n Y_j}{\sqrt{n \sum_{j=1}^n X_j^2 - \left( \sum_{j=1}^n X_j \right)^2} \sqrt{n \sum_{j=1}^n Y_j^2 - \left( \sum_{j=1}^n Y_j \right)^2}}$$

Keterangan :

r = koefisien korelasi

$X_j$  = *abnormal return* saham kategori *winner* dan *loser* pada  $t = 0$

$Y_j$  = CAR saham *winner* dan *loser* setelah  $t = 0$

Pengujian terhadap korelasi dilakukan melalui langkah-langkah sebagai berikut (Djarwanto dan Subagyo, 2000) :

a. Perumusan hipotesis

$H_a$  : korelasi antara *abnormal return* saham kategori *winner* dan *loser* pada

$t = 0$  dengan CAR saham *winner* dan *loser* setelah  $t = 0$  signifikan berbeda dengan nol.

b. Menentukan *level of significant*

DF (*degree of freedom*) yang digunakan adalah 95 persen maka  $\alpha = 5$  persen.

c. Perhitungan nilai  $t$ , yaitu :

$$t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

Keterangan :

$r$  = koefisien korelasi

$n$  = jumlah sampel

d. Kriteria pengujian

Syarat pengujian :

$H_0$  diterima bila  $-t(\alpha/2; n-2) < t \text{ hitung} < t(\alpha/2; n-2)$

$H_0$  ditolak bila  $t \text{ hitung} > t(\alpha/2; n-2)$  atau  $t \text{ hitung} < -t(\alpha/2; n-2)$

e. Menarik kesimpulan dari hasil perhitungan statistik.

#### **3.5.4.2 Pengujian Terhadap Hipotesis 2, 3, dan 4**

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of fit*-nya. Secara statistik, hal ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ), nilai statistik F dan nilai statistik  $t$ . Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana  $H_0$  ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana  $H_0$  diterima (Ghozali, 2006).

#### 3.5.4.2.1 Uji Determinasi ( $R^2$ )

Uji Determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (*cross section*) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan (Ghozali, 2006).

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka  $R^2$  pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai Adjusted  $R^2$  pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik. Tidak seperti  $R^2$ , nilai Adjusted  $R^2$  dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Ghozali, 2006).

Kondisi nyata menunjukkan nilai Adjusted  $R^2$  dapat bernilai negatif, walaupun yang dikehendaki harus bernilai positif. Menurut Gujarati (2003) jika dalam uji empiris didapat nilai Adjusted  $R^2$  negatif, maka nilai Adjusted  $R^2$  dianggap bernilai nol. Secara matematis jika nilai  $R^2 = 1$ , maka Adjusted  $R^2 = R^2 = 1$

sedangkan jika nilai  $R^2 = 0$ , maka Adjusted  $R^2 = (i-k)/(n-k)$ . Jika  $k > 1$ , maka Adjusted  $R^2$  akan bernilai negatif.

#### 3.5.4.2.2 Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

Pengujian terhadap hipotesis 2, 3 dan 4 dilakukan dengan menguji pengaruh ukuran perusahaan (*size*), likuiditas terhadap *price reversal* (CAR) dan pengaruh *bid-ask spread* menggunakan model regresi berganda dengan variabel independen lebih dari dua.

Persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ Size} + \beta_2 \text{ Lik} + \beta_3 \text{ ARBA} + \sum_{i,t}$$

Dimana :

$CAR_{i,t}$  = *Cumulative Abnormal Return* saham harian perusahaan i  
mulai  $t = 1$

$\alpha$  = konstanta

$\beta$  = koefisien regresi

*Size* = ukuran perusahaan (logaritma dari kapitalisasi pasar)

*Lik* = likuiditas (logaritma dari volume perdagangan saham)

*Bid-ask* = *Bid-ask spread* (average relative *bid-ask spread*)

$\sum_{i,t}$  = faktor pengganggu

Persamaan di atas, variabel yang digunakan dalam model regresi tidak dalam besaran yang sama, sehingga dapat mengakibatkan perbedaan nilai variabel yang sangat besar, sehingga variabel yang nilainya terlalu besar perlu ditransformasikan ke dalam nilai *Logaritma* (Algifari, 2000:78), model yang digunakan menjadi sebagai berikut :

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{LogSize} + \beta_2 \text{LogLik} + \beta_3 \text{ARBA} + \sum_{i,t}$$

## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian**

##### **4.1.1 Gambaran Umum Sampel**

Saham perusahaan yang dijadikan obyek penelitian adalah saham perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 2005 - 2006. Saham perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta secara berturut-turut selama awal tahun 2005 sampai akhir tahun 2006. Saham dikatakan aktif atau tidak aktif diperdagangkan berdasarkan pada surat edaran PT. BEJ NO. SE 03 / BEJ II.1.1 / 94 yaitu saham dikatakan aktif diperdagangkan bila dalam 3 bulan frekuensi transaksi perdagangan harus lebih dari 75 kali.

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel tersebut, maka terdapat 171 saham perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini. Kemudian saham yang menjadi sampel ini diklasifikasikan lagi menjadi sampel saham *winner* dan yang masuk saham *loser*. Adapun saham-saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini dapat dilihat dalam lampiran A.

##### **4.1.2 Gambaran Umum Sampel *Winner* dan Sampel *Loser***

Dalam penelitian ini saham-saham yang termasuk sampel diklasifikasikan lagi ke dalam kelompok saham kategori *winner* dan kelompok saham kategori *loser*. Yang dikategorikan sebagai *winner* adalah saham yang mengalami kenaikan harga yang

lebih besar pada peristiwa kenaikan harga saham secara besar-besaran selama periode penelitian. Sedangkan yang termasuk *loser* adalah saham yang mengalami penurunan harga saham yang besar pada peristiwa penurunan harga saham secara besar-besaran selama periode penelitian (Kusumawardhani, 2001).

**Tabel 4.1**  
**Saham Winner**

No	Saham	Kapitalisasi Pasar	Volume Saham ( Lembar )
1	PT. Adhi Karya	Rp.1.296.950.000.000	2.623.268.500
2	PT.GT Petrochem Inds	Rp.1.866.806.000.000	315.908.000.000
3	PT. Aneka Tambang	Rp.6.819.999.000.000	1.646.324.665
4	PT. Astra Graphia	Rp.397.890.000.000	1.405.478.500
5	PT. Astra Otoparts	Rp.2.159.240.000.000	107.711.000
6	PT. Bayu Buana	Rp.31.790.000.000	43.316.500
7	PT. Bank Rakyat Indonesia	Rp.36.029.707.000.000	5.638.688.178
8	PT. Bank Eksekutif	Rp.60.408.000.000	32.272.000
9	PT. Bank Kesawan	Rp.198.888.000.000	173.972.500
10	PT. Bank Mandiri	Rp.32.870.713.000.000	10.477.630.733
11	PT. Bimantara Citra	Rp.3.404.291.000.000	84.192.408
12	PT. Bank Niaga	Rp.4.761.660.000.000	13.257.186.927
13	PT. Barito Pasific	Rp.1.439.603.000.000	1.429.433.100
14	PT. Ciputra Surya	Rp.831.123.000.000	2.595.190.206
15	PT. Dharmala Intiland	Rp.171.270.000.000	1.494.285.000
16	PT. Delta Dunia Petroindo	Rp.577.185.000.000	4.161.404.000
17	PT. Duta Pertiwi Nusantara	Rp.155.688.000.000	14.584.803
18	PT. Dharmala Samudera	Rp.55.714.000.000	487.851.500
19	PT. Gajah Tunggal	Rp.1.774.080.000.000	5.271.695.150

20	PT. Hexindo Adhiperkasa	Rp.806.400.000.000	158.283.007.500
21	PT. Intikeramik Alamasri	Rp.36.000.000.000	193.031.500
22	PT. Indofarma	Rp. 356.416.000.000	1.345.037.000
23	PT. Internasional Nickel	Rp.13.066.285.000.000	185.824.768
24	PT. Bank Artha Graha	Rp.1.496.893.000.000	5.168.035.743
25	PT. Intraco Penta	Rp.100.920.000.000	193.924.750
26	PT. Japfa Comfeed	Rp.364.907.000.000	55.906.500
27	PT. GT Kabel Indonesia	Rp.89.600.000.000	26.085.000
28	PT. Kawasan Industri	Rp.1.240.279.000.000	15.006.366.696
29	PT. Kalbe Farma	Rp.10.054.454.000.000	4.378.025.722
30	PT. Kridaperdana Indah	Rp.13.432.000.000	26.001.500
31	PT. Lautan Luas	Rp.374.400.000.000	1.005.831.093
32	PT. Mitra Rajasa	Rp.13.680.000.000	47.736.000
33	PT. Matahari Putra	Rp.2.597.754.000.000	1.216.801.093
34	PT. APAC Centex	Rp.110.000.000.000	310.665.500
35	PT. Perusahaan Gas Negara	Rp.30.953.088.000.000	2.925.093.046
36	PT. Prima Alloy Steel	Rp.79.380.000.000	12.620.800
37	PT. Putra Surya Perkasa	Rp.176.666.000.000	2.159.510.000
38	PT. Pyradam Farma	Rp.24.079.000.000	68.601.000
39	PT. Sierad Produce	Rp.845.200.000.000	217.308.250
40	PT. Suparma	Rp.178.568.000.000	391.371.567
41	PT. Sarasa Nugraha	Rp.632.100.000.000	1.616.246.822
42	PT. Surya Semesta	Rp.308.308.000.000	714.062.054
43	PT. Timah	Rp.916.010.000.000	655.857.086
44	PT. Tirta Mahakam	Rp.126.472.000.000	151.287.250
45	PT. Tjiwi Kimia	Rp.4.207.462.000.000	1.140.068.943
46	PT. AGIS	Rp.150.160.000.000	339.748.500



47	PT. Tunas Ridean	Rp.962.550.000.000	241.396.500
48	PT. United Tractor	Rp.10.479.663.000.000	2.703.739.433

Sumber : JSX Statistics 2005

**Tabel 4.2**  
**Saham Loser**

No	Saham	Kapitalisasi Pasar	Volume Saham ( Lembar )
1	PT. Ades Alfindo P.	Rp.248.535.000.000	30.995.554
2	PT. Adhi Karya	Rp.1.296.950.000.000	2.623.268.500
3	PT. GT Petrochem Inds	Rp.1.866.806.000.000	315.908.000.000
4	PT. Apexindo Pratama Duta	Rp.1.029.550.000.000	12.400.000
5	PT. Bayu Buana	Rp.31.790.000.000	43.316.500
6	PT. Bank CIC	Rp.1.592.654.000.000	4.841.836.503
7	PT. Bhuanatala Indah	Rp.98.293.000.000	1.414.714.000
8	PT. Bukit Sentul	Rp.624.910.000.000	445.572.000
9	PT. Bakrie & Brothers	Rp.3.236.433.000.000	60.208.345.100
10	PT. Budi Acid Jaya	Rp.116.993.000.000	224.546.500
11	PT. Bumi Teknokultura	Rp.23.556.000.000	1.547.265.468
12	PT. Bank Victoria Interna'l	Rp.102.532.000.000	796.062.840
13	PT. Cilipan Finance	Rp.396.042.000.000	1.159.265.468
14	PT. Davomas Abadi	Rp.496.148.000.000	178.776.500
15	PT. Duta Pertiwi	Rp.901.875.000.000	453.397.500
16	PT. Bakrieland	Rp.231.000.000.000	5.034.271.050
17	PT. Eterindo Wahanatama	Rp.164.610.000.000	823.788.000
18	PT. Intikeramaik Alamasri	Rp.36.000.000.000	193.031.500
19	PT. Kalbe Farma	Rp.10.054.454.000.000	4.378.025.722
20	PT. Lautan Luas	Rp.374.400.000.000	1.005.831.500

21	PT. Mas Murni Indonesia	Rp.74.952.000.000	48.970.000
22	PT. Modernland Realty	Rp.52.908.000.000	425.194.500
23	PT. Matahari Putra	Rp.2.597.754.000.000	1.216.801.093
24	PT. APAC Centex	Rp.110.000.000.000	310.665.500
25	PT. Bank Pan Indonesia	Rp.6.673.982.000.000	6.467.756.583
26	PT. Panin Life	Rp.1.617.638.000.000	14.691.393.228
27	PT. Prima Alloy Steel	Rp.79.380.000.000	12.620.800
28	PT. Ristia Bintang	Rp.19.603.000.000	34.929.500
29	PT. Bentoel Indonesia	Rp.908.972.000.000	4.963.433.591
30	PT. Siswani Makmur	Rp.925.427.000.000	46.289.500
31	PT. Semen Cibinong	Rp.3.639.878.000.000	4.791.732.485
32	PT. Sanex Qianjiang Motor	Rp.18.072.000.000	143.337.500
33	PT. Surya Semesta	Rp.308.308.000.000	714.062.054

Sumber : JSX Statistics 2005

#### 4.1.2.1 Kejadian Positif dan Kejadian Negatif

Penentuan  $t = 0$  untuk peristiwa kenaikan harga saham besar-besaran atau yang dapat disebut sebagai kejadian positif dilakukan dengan memilih kejadian positif yang bernilai paling besar hari itu kemudian dijadikan  $t = 0$  bagi peristiwa kenaikan harga saham besar-besaran. Untuk menentukan  $t = 0$  bagi peristiwa penurunan harga saham secara besar-besaran atau dapat disebut sebagai kejadian negatif dilakukan dengan memilih kejadian negatif yang bernilai paling besar, hari itu kemudian dijadikan  $t = 0$  bagi peristiwa penurunan harga saham secara besar-besaran. Adapun hari-hari yang termasuk ke dalam kejadian positif dapat dilihat pada tabel 4.3 dibawah ini :

**Tabel 4.3**

### Kejadian Positif

Tanggal	IHSG	Return (Rt)	Rata-rata Return (R)	Rt-R
30/08/05	1039,820	0,04529	0,00069	0,04460
30/09/05	1079,275	0,02955	0,00069	0,02885

Sumber : JSX Statistics 2005, diolah.

Sedangkan hari-hari yang termasuk ke dalam kejadian negatif dapat dilihat pada tabel 4.4

**Tabel 4.4**  
**Kejadian Negatif**

Tanggal	IHSG	Return (Rt)	Rata-rata Return (R)	Rt-R
29/03/05	1070,300	-0,06291	0,00069	-0,06360
18/04/05	1060,190	-0,03313	0,00069	-0,03382
25/04/05	1019,880	-0,02665	0,00069	-0,02734
15/08/05	1118,270	-0,03094	0,00069	-0,03163

Sumber : JSX Statistics 2005, diolah.

Berdasarkan hasil perhitungan sesuai kriteria yang terdapat di Bab III, maka didapat hasil berupa 2 kejadian positif dan 4 kejadian negatif. Dari kejadian-kejadian itu kemudian dapat diketahui bahwa kejadian positif yang bernilai paling besar terjadi pada tanggal 30 Agustus 2005 yang selanjutnya dijadikan  $t = 0$  untuk kejadian positif. Sedangkan untuk kejadian negatif yang bernilai paling besar terjadi pada tanggal 29 Maret 2005 yang selanjutnya dipilih menjadi  $t = 0$  untuk kejadian negatif.

Berdasarkan penelusuran terhadap informasi yang menyebabkan terjadinya kejadian positif dengan nilai paling besar yaitu pada tanggal 30 Agustus 2005, diketahui pada tanggal tersebut terjadi peristiwa dikeluarkannya paket kebijakan ekonomi oleh pemerintah untuk menjaga kestabilan ekonomi akibat melemahnya nilai tukar rupiah dan melonjaknya harga minyak dunia. Kebijakan ekonomi tersebut adalah kebijakan energi, moneter, fiscal dan kebijakan ekonomi lainnya terutama investasi. Pada tanggal tersebut pula, berdasarkan Rapat Dewan Gubernur (RDG), memutuskan menaikkan BI Rate sebesar 75 basis poin (bps) menjadi 9,50%. Hal ini dilakukan antara lain sebagai langkah lanjutan kebijakan di bidang moneter untuk meredam gejolak nilai tukar rupiah (<http://www.hukmas.depkeu.go.id>). Sedangkan untuk kejadian negatif dengan nilai paling besar yaitu pada sekitar tanggal 29 Maret 2005 disebabkan karena pada sekitar tanggal tersebut beredar isu bahwa pemerintah akan menaikkan lagi harga BBM dikarenakan harga minyak dunia yang semakin melambung tinggi (<http://www.hukmas.depkeu.go.id>).

Penentuan suatu saham termasuk sampel kategori *winner* ditentukan berdasarkan besarnya perubahan rata-rata yang dialami oleh saham pada peristiwa kenaikan harga saham besar-besaran. Sampel *loser* ditentukan berdasarkan perubahan harga rata-rata yang dialami oleh saham pada peristiwa penurunan harga saham secara besar-besaran. Berdasarkan kriteria tersebut suatu saham termasuk dalam sampel saham *winner* bila pada peristiwa kenaikan harga saham secara besar-besaran, saham tersebut mengalami kenaikan harga lebih dari 8,84 persen. Sedangkan saham

termasuk sampel saham *loser* bila pada peristiwa penurunan harga saham secara besar-besaran, saham tersebut mengalami penurunan harga lebih dari 7,06 persen. Adapun saham yang termasuk *winner* atau *loser* ditunjukkan oleh Lampiran B.

## **4.2 Analisis Data**

### **4.2.1 Identifikasi Pembalikan Harga Saham**

Identifikasi terjadinya pembalikan harga di BEJ dilakukan dengan melakukan uji t untuk mengetahui signifikansi dari *average abnormal return* masing-masing hari perdagangan selama periode pengamatan dari  $t = -5$  sampai  $t = 20$ , apakah *average abnormal return* signifikan berbeda dengan nol atau tidak. Di samping itu, kondisi *cumulative average abnormal return* yang ditampilkan dalam sebuah grafik selama periode pengamatan juga dapat diketahui pergerakan *abnormal return* yang dapat menunjukkan terjadinya pembalikan harga atau tidak. Pembalikan harga diasumsikan sebagai perubahan arah harga yang pertama menuju ke arah yang berlawanan dengan peristiwa yang terjadi saat  $t = 0$  (Kusumawardhani, 2001).

#### **4.2.1.1 Analisis Pembalikan Harga Saham Untuk Saham *Winner***

Fenomena pembalikan harga pada saham *winner* terjadi bila *average abnormal return* setelah  $t = 0$  signifikan berbeda dengan nol dan mengalami penurunan. Adapun hasil analisisnya dapat dilihat dalam tabel 4.5 berikut ini :

**Tabel 4.5**

**Average Abnormal Return Winner dari t = -5 sampai dengan t = 20**

<b>N=48</b>	<b>Market Adjusted Model</b>		
<b>Hari</b>	<b>Average Abnormal Return</b>	<b>Cumulative Average Abnormal Return</b>	<b>signifikansi</b>
-5	-0,00741	-0,00741	0,146
-4	-0,03290	-0,04031	0,000
-3	0,03698	-0,00333	0,000
-2	-0,00679	-0,01012	0,506
-1	-0,05454	-0,06466	0,000
0	0,06008	-0,00457	0,000
1	0,00736	0,002782	0,309
2	-0,02086	-0,0205	0,198
3	-0,00502	-0,02759	0,241
4	-0,00086	-0,02754	0,994
5	-0,00572	-0,03765	0,155
6	0,01272	-0,03128	0,498
7	-0,00358	-0,03611	0,490
8	0,00688	-0,02978	0,275
9	0,00109	-0,02887	0,883
10	0,00909	-0,02014	0,189
11	-0,00723	-0,02762	0,183
12	-0,00041	-0,02768	0,993
13	-0,01209	-0,04121	0,026*
14	-0,02389	-0,0651	0,172
15	-0,00763	-0,07273	0,164
16	-0,00524	-0,07797	0,408
17	0,01786	-0,06011	0,055

18	-0,00705	-0,06715	0,332
19	-0,01121	-0,07837	0,037*
20	-0,00236	-0,08073	0,682

\* Signifikan pada  $\alpha = 0,05$

Sumber : Output SPSS, diolah.

#### 4.2.1.2 Analisis Pembalikan Harga Saham Untuk Saham *Loser*

Identifikasi terjadinya pembalikan harga saham pada saham *loser* dapat diketahui bila *average abnormal return* hari-hari setelah peristiwa penurunan besar harga saham  $t = 0$  signifikan berbeda dengan nol dan mengalami kenaikan. Adapun hasil analisisnya dapat dilihat pada Tabel 4.6 berikut ini :

**Tabel 4.6**  
*Average Abnormal Return Loser dari t = -5 sampai dengan t = 20*

N=33	<i>Market Adjusted Model</i>		
Hari	<i>Average Abnormal Return</i>	<i>Cumulative Average Abnormal Return</i>	<i>signifikansi</i>
-5	0,01022	0,01022	0,343
-4	-0,00559	0,00463	0,373
-3	-0,00269	0,00195	0,723
-2	0,00493	0,00687	0,459
-1	-0,05143	-0,04455	0,000
0	-0,03117	-0,07572	0,000
1	0,01275	-0,06297	0,083
2	0,01629	-0,04669	0,458
3	-0,00034	-0,04703	0,238

4	-0,00868	-0,03956	0,281
5	0,02618	-0,03231	0,007*
6	0,00456	-0,04328	0,676
7	0,00734	-0,05193	0,349
8	-0,01812	-0,03575	0,023*
9	0,00430	-0,04146	0,656
10	0,00214	-0,02931	0,821
11	0,00191	-0,01740	0,864
12	-0,00298	-0,03039	0,663
13	-0,00091	-0,03129	0,907
14	-0,00211	-0,04210	0,000*
15	0,00311	-0,03003	0,563
16	0,00486	-0,02636	0,245
17	-0,02076	-0,03072	0,000*
18	-0,01734	-0,03264	0,029*
19	0,00734	-0,02772	0,360
20	0,00184	-0,03393	0,799

\* Signifikan pada  $\alpha = 0,05$

Sumber : Output SPSS, diolah.

#### 4.2.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, dan minimum. (Imam Ghozali, 2005). Gambaran deskriptif dari variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini tampak dalam Tabel 4.7 :

**Tabel 4.7**  
**Statistik Deskriptif Saham *Winner* dan *Loser***



## Saham Winner

Wkt	Statistik	<i>Winner (N = 48)</i>			
	Deskriptif	<i>Size</i>	Lik	<i>Bid-Ask</i>	CAR
t = 1	<i>Mean</i>	8,62311	6,0683	-0,05315	0,0073
	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	1,2488	0,06276	0,0495
	<i>Minimum</i>	0,0000	3,2552	-0,31579	-0,1348
	<i>Maximum</i>	11,3572	8,3320	-0,00321	0,1012
t = 2	<i>Mean</i>	8,62311	5,7880	-0,0654	-0,0159
	<i>Std.Deviation</i>	2,04337	1,28846	0,0700	0,1336
	<i>Minimum</i>	0,0000	2,6989	-0,3589	-0,7879
	<i>Maximum</i>	11,3572	8,0557	-0,0032	0,1239
t = 3	<i>Mean</i>	8,62311	5,2510	-0,0748	-0,0230
	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	1,94518	0,0836	0,1377
	<i>Minimum</i>	0,0000	0,0000	-0,3414	-0,7847
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,62797	-0,0056	0,1692
t = 4	<i>Mean</i>	8,62311	4,9280	-0,0696	-0,0229
	<i>Std.Deviation</i>	2,04337	2,4732	0,0756	0,1493
	<i>Minimum</i>	0,0000	0,0000	-0,3000	-0,8081
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,5647	-0,0055	0,2225
t = 5	<i>Mean</i>	8,62311	5,3643	-0,0556	-0,0330
	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	2,02054	0,0539	0,1528
	<i>Minimum</i>	0,0000	0,00000	-0,2105	-0,0815
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,53207	-0,0055	0,2151

t = 6	<i>Mean</i>	8,62311	5,77535	-0,0869	-0,0267
	<i>Std.Deviation</i>	2,04337	1,86464	0,2849	0,1609
	<i>Minimum</i>	0,0000	0,00000	-2,0000	-0,7938
	<i>Maximum</i>	11,3572	8,24721	-0,0061	0,3371
t = 7	<i>Mean</i>	8,62311	5,52193	-0,0432	-0,0315
	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	2,20264	0,0388	0,1676
	<i>Minimum</i>	0,0000	0,00000	-0,1621	-0,8024
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,94837	-0,0053	0,3371
t = 8	<i>Mean</i>	8,62311	5,83666	-0,0415	0,1814
	<i>Std.Deviation</i>	2,04337	1,41583	0,0415	0,1814
	<i>Minimum</i>	0,0000	2,69897	-0,1538	-0,8328
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,92160	-0,0062	0,3305
t = 9	<i>Mean</i>	8,62311	6,00227	-0,0490	-0,0242
	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	1,31706	0,0488	0,1846
	<i>Minimum</i>	0,0000	2,69897	-0,2000	-0,8392
	<i>Maximum</i>	11,3572	8,08112	-0,0034	0,3602
t = 10	<i>Mean</i>	8,62311	5,69577	-0,01519	-0,0366
	<i>Std.Deviation</i>	2,04337	1,38479	0,30173	0,1757
	<i>Minimum</i>	0,0000	2,69897	-0,2153	-0,8461
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,91799	1,9956	0,2917
t =	<i>Mean</i>	8,62311	5,32951	-0,2076	-0,0230

11	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	1,74987	0,8986	0,1700
	<i>Minimum</i>	0,0000	0,0000	-2,0000	-0,8486
	<i>Maximum</i>	11,3572	8,48912	1,9925	0,2874
t = 12	<i>Mean</i>	8,62311	5,15628	-0,0513	-0,0231
	<i>Std.Deviation</i>	2,04337	1,05374	0,0555	0,1707
	<i>Minimum</i>	0,0000	3,30103	-0,2222	-0,8367
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,10882	0,0000	0,3011
t = 13	<i>Mean</i>	8,62311	5,72839	-0,06965	-0,0155
	<i>Std.Deviation</i>	2,04338	1,09619	0,07566	0,1719
	<i>Minimum</i>	0,0000	3,00000	-0,30000	-0,8142
	<i>Maximum</i>	11,3572	7,62797	-0,00557	0,2990

Sumber : Output SPSS, diolah.

### Saham Loser

Wkt	Statistik Deskriptif	<i>Loser (N = 33)</i>			
		<i>Size</i>	<i>Lik</i>	<i>Bid-Ask</i>	<i>CAR</i>
t = 1	<i>Mean</i>	8,76945	6,37622	-0,0465	0,0127
	<i>Std.Deviation</i>	1,26560	1,19160	0,5018	0,0409
	<i>Minimum</i>	6,05115	3,69897	-2,0000	-0,0396
	<i>Maximum</i>	10,8213	8,32954	1,9959	0,1944
t = 2	<i>Mean</i>	8,76945	6,18161	-0,0398	0,0222
	<i>Std.Deviation</i>	1,26560	1,05078	0,03901	0,0774
	<i>Minimum</i>	6,05115	4,42325	-0,1818	-0,2664
	<i>Maximum</i>	10,8213	8,31364	-0,0097	0,19071

t = 3	<i>Mean</i>	8,76945	6,20747	-0,0429	0,01135
	<i>Std.Deviation</i>	1,26560	1,04600	0,03806	0,09471
	<i>Minimum</i>	6,05115	4,00000	-0,18182	-0,2285
	<i>Maximum</i>	10,8213	8,45758	-0,0093	0,23244
t = 4	<i>Mean</i>	8,76945	5,85401	-0,0418	-0,0247
	<i>Std.Deviation</i>	1,26560	1,49893	0,04125	0,12981
	<i>Minimum</i>	6,05115	0,0000	-0,1818	-0,2971
	<i>Maximum</i>	10,8213	8,22721	-0,0096	0,2600
t = 5	<i>Mean</i>	8,76945	5,90500	-0,0436	-0,0001
	<i>Std.Deviation</i>	1,26560	1,12177	0,04064	0,11347
	<i>Minimum</i>	6,05115	2,69897	-0,1818	-0,2519
	<i>Maximum</i>	10,8213	8,22721	-0,0094	0,25674

Sumber : Output SPSS, diolah.

Berdasarkan analisis sebelumnya dapat diketahui bahwa untuk saham *winner*, pembalikan harga secara signifikan terjadi pada ( $t = 13$ ), sedangkan untuk saham *loser* pembalikan harga secara signifikan terjadi pada ( $t = 5$ ). Oleh karena itu, pembahasan mengenai statistik deskriptif disini akan difokuskan pada hari tersebut diatas untuk masing-masing saham.

Berdasarkan Tabel 4.7 diatas, dapat diketahui bahwa total objek penelitian sebanyak 48 perusahaan untuk saham *winner*. Pada hari ( $t = 13$ ), nilai *mean* dari ukuran perusahaan (*size*) adalah 8,62311, dengan standar deviasi 2,04338. Nilai minimum ukuran perusahaan (*size*) adalah 0,00000 dan nilai maksimum adalah

11,3572. Sementara itu, nilai *mean*, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum dari likuiditas (Lik) secara berturut-turut adalah 5,72839, 1,09619, 3,00000, dan 7,62797. Untuk variabel *Bid-ask spread*, nilai *mean*, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum secara berturut-turut adalah -0,06965, 0,07566, -0,3000, dan -0,00557. Untuk variabel CAR, nilai *mean*, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum secara berturut-turut adalah -0,01556, 0,171901, -0,81425, dan 0,29900.

Masih berdasarkan Tabel 4.7, untuk saham *loser*, terlihat bahwa total objek penelitian sebanyak 33 perusahaan. Pada hari ( $t = 5$ ), nilai *mean* dari ukuran perusahaan (*size*) adalah 8,76945, dengan standar deviasi 1,26560, dan mempunyai nilai minimum sebesar 6,05115 serta nilai maksimum 10,8213. Pada variable likuiditas (Lik), nilai *mean*, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum secara berturut-turut adalah 6,02866, 1,12177, 2,69897, dan 8,22721. Untuk variabel *Bid-ask spread*, nilai *mean*, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum secara berturut-turut adalah -0,04361, 0,040648, -0,18182, dan -0,00948. Sementara itu, nilai *mean*, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum dari variabel CAR secara berturut-turut adalah -0,00012, 0,11347, -0,25190, dan 0,25674.

### **4.2.3 Pengujian Hipotesis 1**

Pengujian hipotesis 1 ini dilakukan untuk menganalisis keberadaan reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena pembalikan harga saham di BEJ. Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis 1 ini digunakan persamaan hipotesis sebagai berikut :

H1: Terdapat hubungan antara reaksi berlebihan dari investor dengan pembalikan harga saham di BEJ.

Untuk menguji hipotesis 1 ini dilakukan dengan cara menghitung koefisien korelasi antara *abnormal return* saham kategori *winner* dan *loser* pada  $t = 0$  dengan CAR saham *winner* dan *loser* setelah  $t = 0$  pada masa pembalikan. Setelah itu diadakan pengujian lagi untuk mengetahui apakah koefisien korelasi antara *abnormal return* saham kategori *winner* dan *loser* pada  $t = 0$  dengan CAR saham *winner* dan *loser* setelah  $t = 0$  signifikan berbeda dengan nol atau tidak.

Pada pengujian hipotesis pertama ini  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima bila koefisien korelasi bernilai negatif dan signifikan berbeda dengan nol. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat reaksi berlebihan oleh investor dalam fenomena pembalikan harga diterima sedangkan  $H_0$  ditolak. Pengujian ini dilakukan terhadap saham *winner* maupun terhadap saham *loser* sebab di saham *winner* dan *loser* ditemukan adanya pembalikan harga saham.

#### **4.2.3.1 Pengujian Hipotesis 1 Untuk Saham Winner**

Pengujian ini dilakukan dengan menghitung koefisien korelasi antara *abnormal return* masing-masing saham *winner* dengan CAR masing-masing saham *winner* pada masa pembalikan yaitu  $t = 13$  dengan  $n$  berjumlah 48. penghitungan yang dilakukan dengan bantuan program SPSS 11.5 menunjukkan terdapat korelasi negatif antara  $AR = 0$  dengan  $CAR = 13$  (masa pembalikan harga saham hanya pada  $t = 13$ ) bernilai  $-0,286$ . Koefisien korelasi ini memiliki *p-value* sebesar  $0,049$  yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5 persen, yang berarti menerima  $H_a$  yaitu

terdapat reaksi berlebihan dari investor yang menyebabkan terjadinya fenomena pembalikan harga di BEJ dan menolak  $H_0$ .

Hasil uji korelasi ini dapat dilihat pada Tabel 4.8 berikut ini :

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji Korelasi Saham *Winner***

		AR	CAR 13
AR	Pearson Correlation	1	-,286*
	Sig. (2-tailed)	.	,049
	N	48	48
CAR 13	Pearson Correlation	-,286*	1
	Sig. (2-tailed)	,049	.
	N	48	48

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber : Output SPSS, diolah.

#### 4.2.3.2 Pengujian Hipotesis 1 Untuk Saham *Loser*

Pengujian ini dilakukan dengan menghitung koefisien korelasi antara *abnormal return* masing-masing saham *loser* dengan CAR masing-masing saham *loser* pada masa pembalikan yaitu  $t = 5$  dengan  $n$  berjumlah 33. Penghitungan yang dilakukan dengan bantuan program SPSS 11.5 menunjukkan terdapat korelasi negatif antara  $AR = 0$  dengan  $CAR = 5$  (masa pembalikan harga saham hanya pada  $t = 5$ ) yang bernilai -0,346. Koefisien korelasi ini memiliki *p-value* sebesar 0,048 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5 persen, yang berarti menerima  $H_a$  yaitu terdapat reaksi berlebihan dari investor yang menyebabkan terjadinya fenomena pembalikan harga di BEJ dan menolak  $H_0$ . Hasil uji korelasi ini dapat dilihat pada Tabel 4.9 berikut ini :

**Tabel 4.9**

## Hasil Uji Korelasi Saham *Loser*

### Correlations

		AR	CAR 5
AR	Pearson Correlation	1	-,346*
	Sig. (2-tailed)	.	,048
	N	33	33
CAR 5	Pearson Correlation	-,346*	1
	Sig. (2-tailed)	,048	.
	N	33	33

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber : Output SPSS, diolah.

Sebelum diadakan pengujian regresi, asumsi-asumsi pokok pada regresi yang harus dipenuhi adalah pada data tidak terjadi autokorelasi, tidak terjadi heteroskedastisitas, dan data berdistribusi normal. Untuk itu diadakan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu terhadap data yang ada. Adapun hasil uji asumsi klasik adalah :

#### a. Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2006) uji ini bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Pada model regresi yang baik antar variabel independennya seharusnya tidak terdapat korelasi. Berdasarkan penghitungan dengan bantuan program SPSS 11.5 diperoleh nilai *tolerance* dan nilai VIF pada saham *winner* untuk variabel *size*, likuiditas dan bid-ask spread selama hari pembalikan yakni mulai  $t = 1$  sampai dengan  $t = 13$ , tampak dalam Tabel 4.10 :

**Tabel 4.10**  
**Nilai *Tolerance* dan VIF Saham *Winner***



Hari	<i>Tolerance</i>			VIF		
	<i>Size</i>	<i>Lik</i>	<i>Bid-ask</i>	<i>Size</i>	Lik	<i>Bid-ask</i>
t =1	0,474	0,503	0,680	2,112	1,987	1,471
t =2	0,446	0,703	0,564	2,147	1,423	1,772
t =3	0,380	0,603	0,460	2,629	1,659	2,174
t =4	0,624	0,548	0,442	1,603	1,825	2,261
t =5	0,448	0,471	0,746	2,233	2,124	1,340
t =6	0,714	0,710	0,942	1,401	1,408	1,061
t =7	0,571	0,730	0,645	1,751	1,371	1,550
t =8	0,385	0,568	0,434	2,596	1,760	2,302
t =9	0,426	0,721	0,544	2,345	1,386	1,838
t =10	0,516	0,517	0,957	1,939	1,934	1,045
t =11	0,821	0,847	0,966	1,217	1,181	1,035
t =12	0,632	0,844	0,725	1,583	1,185	0,725
t =13	0,675	0,753	0,755	1,481	1,329	1,324

Sumber : Output SPSS, diolah.

Sedangkan nilai *tolerance* dan nilai VIF pada saham *loser* untuk variabel *size* dan likuiditas selama hari pembalikan yakni mulai t = 1 sampai dengan t = 5, tampak dalam Tabel 4.11 :

**Tabel 4.11**  
**Nilai *Tolerance* dan VIF Saham *Loser***

Hari	<i>Tolerance</i>			VIF		
	<i>Size</i>	Lik	<i>Bid-ask</i>	<i>Size</i>	Lik	<i>Bid-ask</i>
t =1	0,475	0,489	0,927	2,106	2,046	1,078
t =2	0,266	0,322	0,681	3,766	3,105	1,469
t =3	0,347	0,544	0,550	2,881	1,838	1,819
t =4	0,331	0,448	0,493	3,020	2,234	2,028
t =5	0,170	0,237	0,527	5,890	4,215	1,898

Sumber: Output SPSS, diolah.

Dari tabel 4.10 dan tabel 4.11 dapat diketahui bahwa seluruh nilai VIF saham *winner* maupun *loser* untuk variabel ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi tersebut, sebab nilai VIF yang dihasilkan memiliki nilai lebih kecil dari 10. Sedangkan jika dilihat dari nilai *tolerance* pada saham *winner* maupun *loser* seluruhnya tidak ada yang lebih kecil dari 0,1. Dalam kedua tabel tersebut juga menunjukkan bahwa nilai VIF terbesar adalah 5,890 yang jauh lebih kecil dari 10. Sedangkan nilai terkecil dari *tolerance value* adalah 0,170 yang lebih besar dari 0,1. Dari angka-angka tersebut disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas sehingga persamaan regresi layak digunakan.

#### **b. Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi dilakukan untuk mendeteksi apakah terjadi korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya. Pada model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi

(Ghozali, 2006). Dalam persamaan regresi ini baik pada saham *winner* maupun pada saham *loser* dilakukan dengan uji Durbin-Watson. Pengambilan keputusan tentang ada tidaknya autokorelasi dalam persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan Tabel 4.12.

**Tabel 4.12**  
**Nilai DW Tabel**

Kesimpulan	<i>Winner</i> dengan N = 48	<i>Loser</i> dengan N = 33
Tidak ada autokorelasi	1,674 – 2,326	1,651– 2,349
Ada autokorelasi positif	< 1,421	< 1,258
Ada autokorelasi negatif	> 2,579	> 2,742
Tidak dapat disimpulkan	1,674 – 1,421 2,326 – 2,579	1,651 – 1,258 2,349 – 2,742

Sumber: Ghozali (2001), diolah.

Adapun nilai DW dari persamaan regresi baik saham *winner* maupun saham *loser* dapat dilihat pada Tabel 4.13 di bawah ini :

**Tabel 4.13**  
**Nilai DW Persamaan Regresi Saham *Winner* dan Saham *Loser***

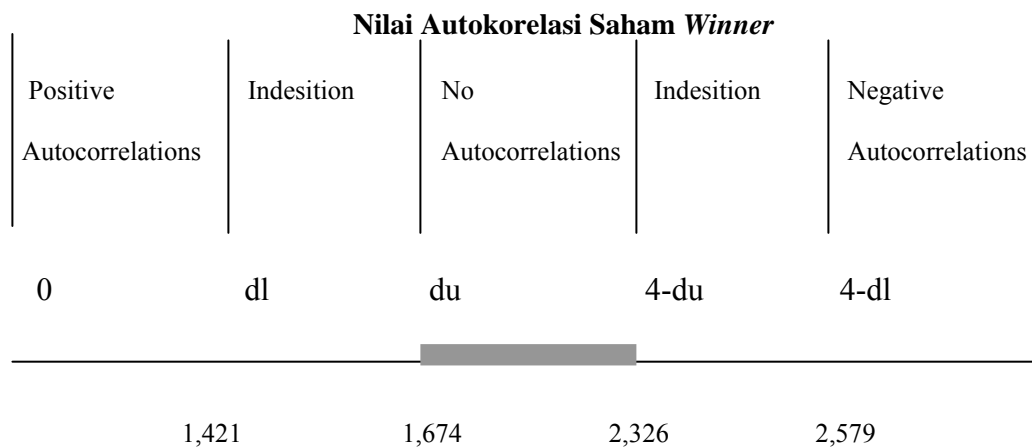
Waktu	Nilai DW <sub>hitung</sub>	
	<i>Winner</i> dengan N = 48	<i>Loser</i> dengan N = 33
t = 1	2,248	2,060
t = 2	1,994	2,110
t = 3	2,254	2,186
t = 4	2,142	1,970

t = 5	2,326	1,876
t = 6	2,293	
t = 7	2,324	
t = 8	2,245	
t = 9	2,278	
t = 10	2,139	
t = 11	2,184	
t = 12	2,204	
t = 13	2,309	

Sumber: Output SPSS, diolah.

Untuk lebih jelas mengetahui ada tidaknya autokorelasi dalam persamaan regresi ini, angka-angka  $DW_{hitung}$  yang terdapat pada Tabel 4.13 diatas divisualisasikan melalui gambar 4.1 dan 4.2 di bawah ini :

**Gambar 4.1**



**Gambar 4.2**

**Nilai Autokorelasi Saham Loser**



Positive	Indesition	No	Indesition	Negative
Autocorrelations		Autocorrelations		Autocorrelations
0	dl	du	4-du	4-dl
	1,258	1,651	2,349	2,742

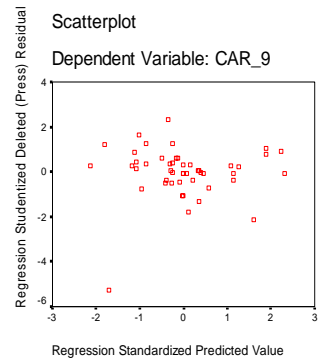
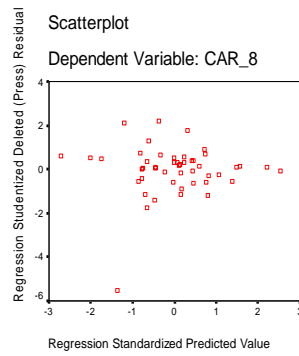
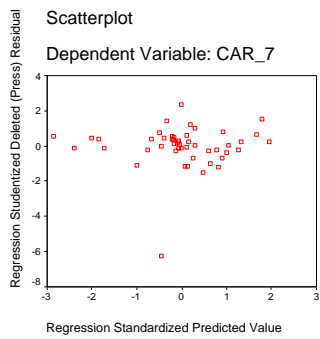
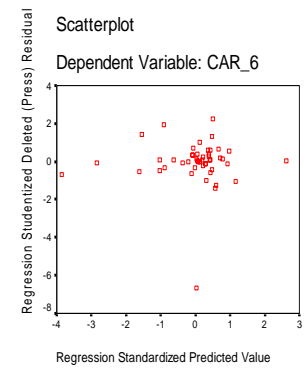
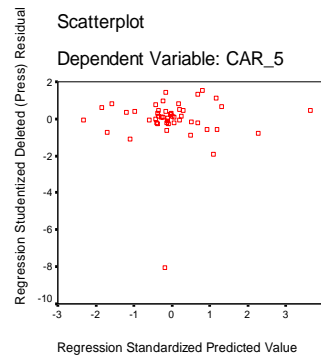
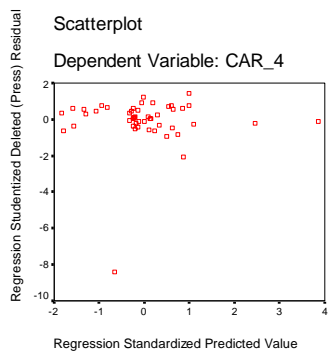
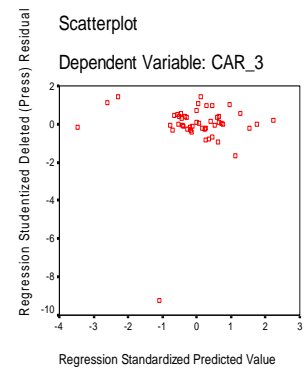
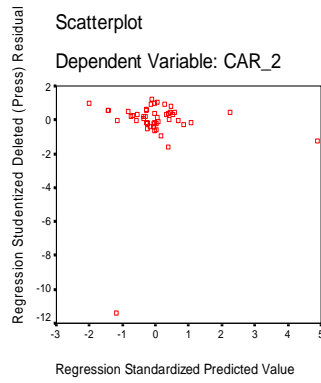
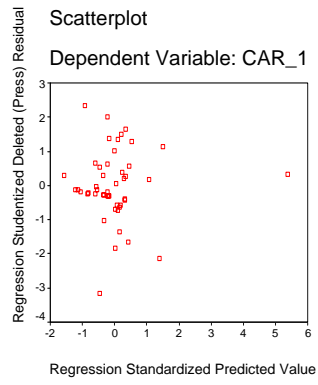
Berdasarkan Tabel 4.13 serta gambar 4.3 dan 4.4 diatas dapat dilihat bahwa nilai  $DW_{hitung}$  untuk persamaan regresi *winner* terletak pada nilai  $DW_{tabel}$  1,674 – 2,326 yang berarti tidak terdapat autokorelasi pada persamaan regresi saham *winner*. Sedangkan untuk persamaan regresi pada saham *loser* nilai  $DW_{hitung}$  terletak pada nilai  $DW_{tabel}$  1,651– 2,349 yang berarti tidak terdapat autokorelasi pada persamaan regresi saham *loser*. Jadi untuk uji autokorelasi pada persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya.

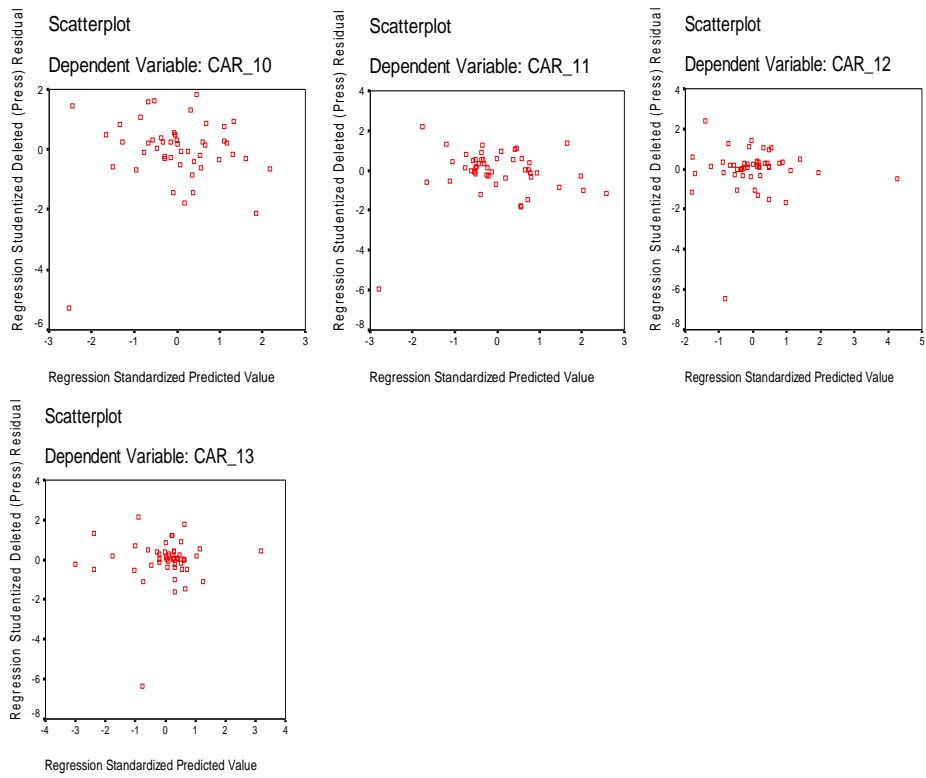
### c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas untuk penelitian ini dilakukan terhadap saham *winner* maupun saham *loser*. Menurut Ghozali (2006), untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan nilai residualnya (SRESID). Adapun grafik plot untuk saham *winner* adalah sebagai berikut :

**Gambar 4.3**

**Grafik Plot untuk Saham *Winner***



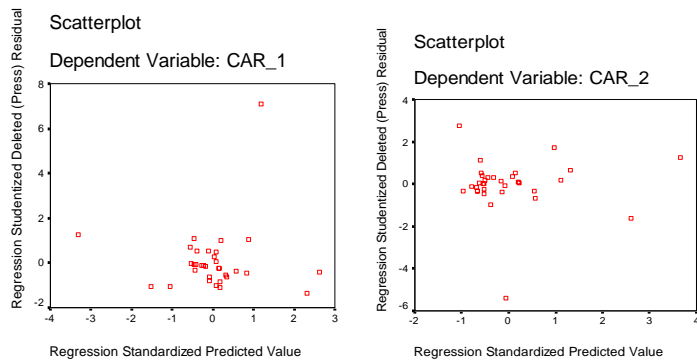


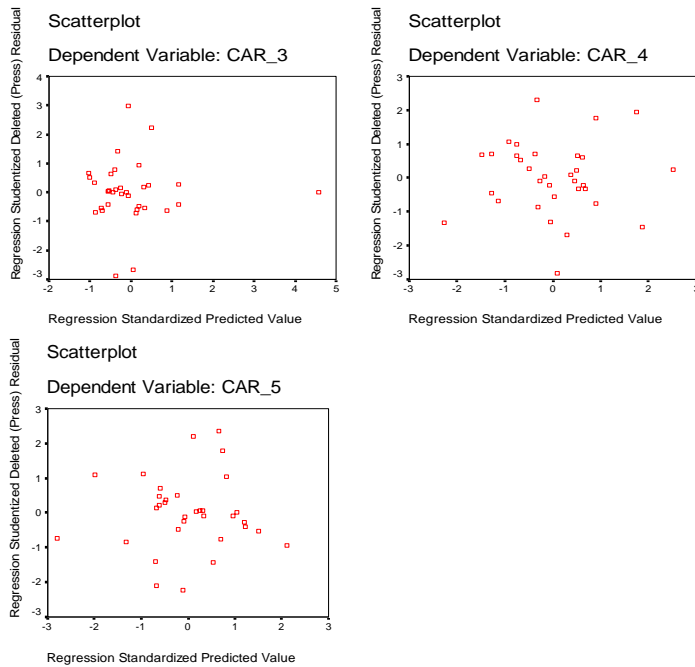
Sumber : Output SPSS, diolah.

Sedangkan grafik plot untuk saham *loser* dapat dilihat pada Gambar 4.4.

**Gambar 4.4**

**Grafik Plot untuk Saham *Loser***





Sumber: Output SPSS, diolah.

Dari grafik plot untuk saham *winner* dari CAR (pada  $t = 1$ ) sampai dengan CAR (pada  $t = 13$ ) yang terdapat di atas dapat dilihat bahwa titik-titik pada grafik plot tersebut menyebar di atas dan dibawah angka nol pada sumbu Y. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada saham *winner*. Hal ini menunjukkan bahwa dalam persamaan regresi di atas *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap. Sehingga persamaan regresi tersebut layak untuk digunakan. Dari grafik plot untuk saham *loser* dari CAR (pada  $t = 1$ ) sampai dengan CAR (pada  $t = 5$ ) yang terdapat di atas dapat dilihat bahwa titik-titik pada grafik plot tersebut menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada saham *loser*. Hal ini menunjukkan bahwa dalam persamaan regresi di atas



*variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap. Kesimpulan ini berarti bahwa model regresi di atas layak untuk digunakan.

#### **d. Uji Normalitas**

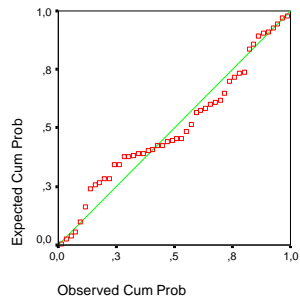
Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik serta melalui uji Kolmogorov-Smirnov. Pada uji normalitas dengan grafik, bila data menyebar di sekitar garis diagonal maka menunjukkan pola distribusi normal (Ghozali, 2006). Sedangkan pada uji Kolmogorov-Smirnov, bila nilai Kolmogorov-Smirnov-nya signifikan pada 0,05 berarti data tidak terdistribusi secara normal. Adapun grafik untuk saham *winner* ditunjukkan oleh Gambar 4.5.

#### **Gambar 4.5**

#### **Grafik Normalitas Saham *Winner***

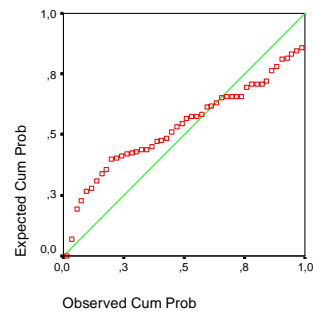
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_1



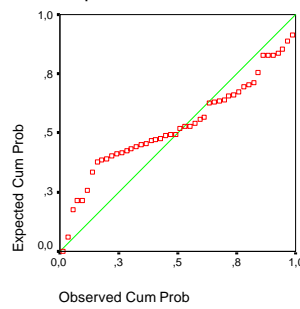
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_2



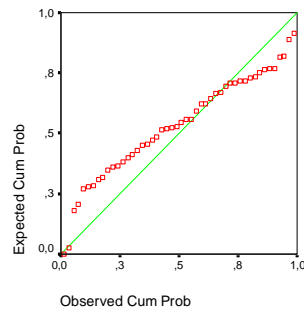
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_3



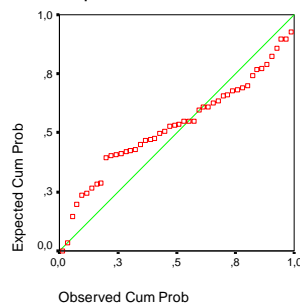
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_4



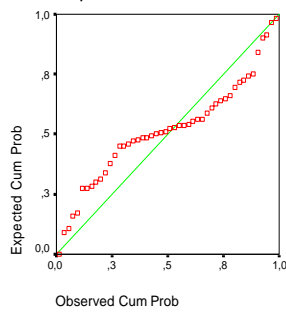
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_5



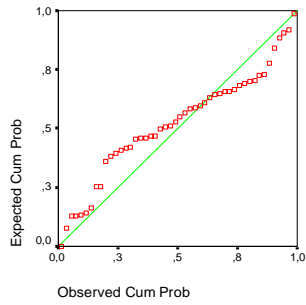
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_6



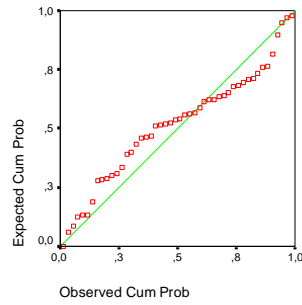
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_7



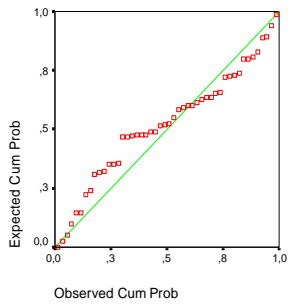
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_8



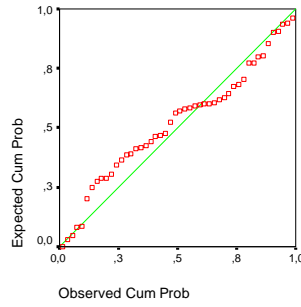
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_9



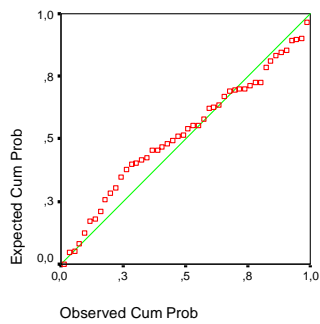
Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_10



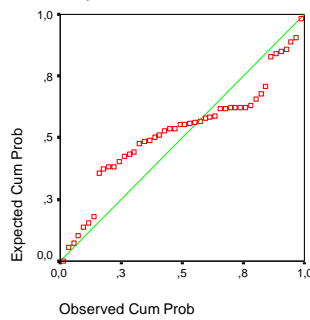
Normal P-P Plot of Regression

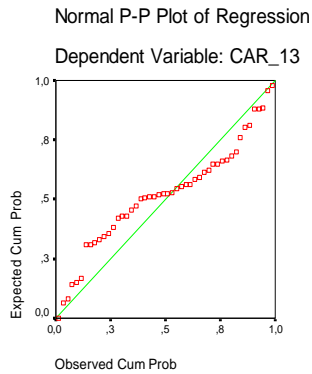
Dependent Variable: CAR\_11



Normal P-P Plot of Regression

Dependent Variable: CAR\_12





Sumber: Output SPSS, diolah.

Sedangkan untuk uji Kolmogorov-Smirnov masing-masing periode mulai dari hari ( $t = 1$ ) sampai dengan ( $t = 13$ ), dapat dilihat pada Tabel 4.14 berikut ini :

**Tabel 4.14**

**Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Saham *Winner***

Waktu	Asymp. Sig. (2-tailed) Unstandardized Residual
t = 1	0,610
t = 2	0,076
t = 3	0,082
t = 4	0,084
t = 5	0,095
t = 6	0,095
t = 7	0,119
t = 8	0,428
t = 9	0,109
t = 10	0,467
t = 11	0,450

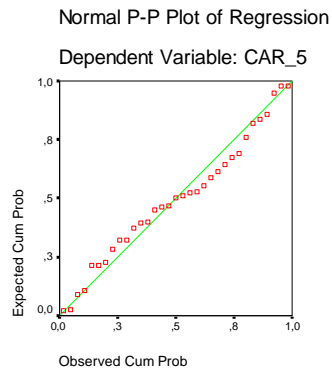
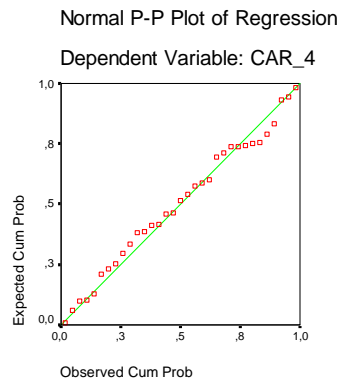
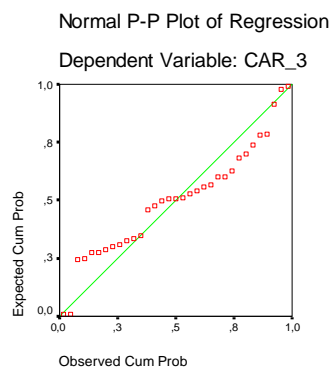
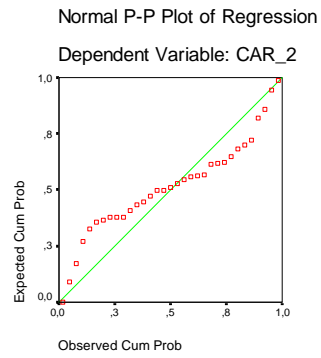
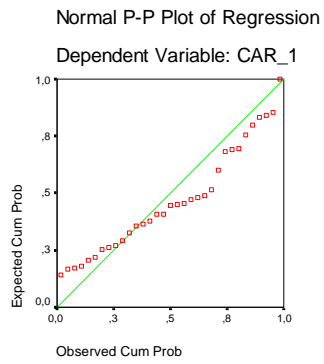
t = 12	0,075
t = 13	0,093

Sumber : Output SPSS, diolah.

Adapun grafik untuk saham *loser* ditunjukkan oleh Gambar 4.6

#### **Gambar 4.6**

#### **Grafik Normalitas Saham *Loser***



Sumber: Output SPSS, diolah

Sedangkan untuk uji Kolmogorov-Smirnov masing-masing periode mulai dari hari ( $t = 1$ ) sampai dengan ( $t = 5$ ), dapat dilihat pada Tabel 4.15 berikut ini :

**Tabel 4.15**

**Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Saham *Loser***

Waktu	Asymp. Sig. (2-tailed) Unstandardized Residual
t = 1	0,235
t = 2	0,146
t = 3	0,273
t = 4	0,979
t = 5	0,965

Sumber : Output SPSS, diolah.

Dari grafik normalitas untuk saham *winner* dari CAR (pada t = 1) sampai dengan CAR (pada t = 13) yang terdapat di atas dapat dilihat bahwa penyebaran data (titik) berada di sekitar garis diagonal dan arahnya sesuai dengan garis diagonal. Pada grafik *normal probability* plot titik-titik menyebar berhimpit di sekitar diagonal dan hal ini menunjukkan bahwa residual terdistribusi secara normal. Berdasarkan Tabel 4.14 diatas, tampak bahwa nilai *unstandardized residual* persamaan regresi pada tiap-tiap periode yakni mulai dari hari (t = 1) sampai dengan (t = 13), probabilitas signifikansi nilai Kolmogorov-Smirnovnya semuanya lebih dari 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi pada saham *winner* memenuhi asumsi normalitas. Untuk lebih jelasnya, hasil uji Kolmogorov-Smirnov secara lengkap dapat dilihat pada Lampiran P. Dari grafik normalitas untuk saham *loser* dari CAR (pada t = 1) sampai dengan CAR (pada t = 5) yang terdapat di atas dapat dilihat bahwa penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik terdistribusi secara normal

dan berbentuk simetris tidak menceng ke kanan atau ke kiri. Pada grafik *normal probability* plot titik-titik menyebar berhimpit di sekitar diagonal dan hal ini menunjukkan bahwa residual terdistribusi secara normal.

Berdasarkan Tabel 4.15 untuk saham *loser* diatas, tampak bahwa nilai *unstandardized residual* persamaan regresi pada tiap-tiap periode yakni mulai dari hari ( $t = 1$ ) sampai dengan ( $t = 5$ ), probabilitas signifikansi nilai Kolmogorov-Smirnovnya semuanya lebih dari 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi pada saham *loser* memenuhi asumsi normalitas. Untuk lebih jelasnya, hasil uji Kolmogorov-Smirnov secara lengkap dapat dilihat pada Lampiran N.

Berdasarkan seluruh hasil uji asumsi klasik terhadap seluruh persamaan regresi yang ada baik yang terdapat pada saham *winner* maupun pada saham *loser* bahwa tidak terdapat multikolinearitas, autokorelasi ataupun heteroskedastisitas, serta data terdistribusi normal, dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi tersebut layak untuk digunakan. Setelah itu diadakan pengujian hipotesis 2, 3 dan 4 untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* berpengaruh atau tidak terhadap pembalikan harga di BEJ.

#### **4.2.4 Pengujian Hipotesis 2, 3 dan 4**

Pengujian hipotesis 2, 3 dan 4 dilakukan untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* berpengaruh atau tidak terhadap pembalikan harga di BEJ. Hipotesis 2, 3 dan 4 diuji menggunakan analisis regresi berganda (*multiple regression*). Hipotesis tersebut diuji dengan meregresikan kapitalisasi pasar, likuiditas masing-masing saham serta *bid-ask spread* masing-



masing saham terhadap CAR masing-masing saham selama masa pembalikan dan juga dilihat koefisien regresinya signifikan berbeda dengan nol atau tidak. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan persamaan regresi berikut :

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{LogSize} + \beta_2 \text{LogLik} + \beta_3 \text{ARBA} + \sum_{i,t}$$

Pengujian ini dilakukan terhadap saham *winner* maupun terhadap saham *loser* karena di saham *winner* maupun *loser* ditemukan adanya pembalikan harga saham.

Tabel 4.16 memperlihatkan hasil analisis sebagai berikut :

**Tabel 4.16**

**Hasil Uji Regresi Saham-saham Winner**

Hari	Intercept		Size		Lik		Bid-Ask		R <sup>2</sup>	Uji F	
	Koef	Sig	Koef	Sig	Koef	Sig	Koef	Sig		Nilai	Sig
t = 1	0,03	0,54	-0,007	0,215	0,006	0,455	0,069	0,631	0,035	0,573	0,662
t = 2	0,069	0,618	-0,026	0,071	0,027	0,136	0,324	0,381	0,085	1,370	0,264
t = 3	0,075	0,610	-0,024	0,143	0,021	0,124	0,063	0,859	0,074	1,169	0,332
t = 4	0,014	0,924	-0,017	0,220	0,019	0,100	-0,299	0,448	0,088	1,406	0,254
t = 5	0,107	0,401	-0,019	0,245	0,010	0,551	0,440	0,368	0,039	0,592	0,624
t = 6	-0,041	0,718	-0,009	0,538	0,015	0,320	0,006	0,948	0,024	0,354	0,787
t = 7	-0,130	0,403	-0,006	0,730	0,020	0,129	-0,799	0,313	0,066	1,040	0,384
t = 8	-0,233	0,292	-0,009	0,663	0,044	0,083	-0,661	0,497	0,069	1,086	0,365
t = 9	0,026	0,891	0,023	0,258	-0,045	0,065	-0,489	0,513	0,078	1,241	0,306
t = 10	0,044	0,691	-0,030	0,074	0,036	0,017	0,067	0,425	0,152	2,635	0,061
t = 11	0,022	0,846	0,010	0,436	-0,027	0,074	-0,051	0,066	0,129	2,177	0,104

t = 12	-0,028	0,864	-0,016	0,305	0,031	0,246	0,282	0,600	0,039	0,592	0,624
t = 13	-0,280	0,251	-0,101	0,005*	0,118	0,002*	1,157	0,041	0,230	3,977	0,014*

Keterangan : \* Signifikan pada  $\alpha = 0,05$   
 Sumber : Output SPSS, diolah.

**Tabel 4.17**

**Hasil Uji Regresi Saham-saham *Loser***

Hari	<i>Intercept</i>		<i>Size</i>		Lik		<i>Bid-Ask</i>		R <sup>2</sup>	Uji F	
	Koef	Sig	Koef	Sig	Koef	Sig	Koef	Sig		Nilai	Sig
t = 1	0,006	0,904	0,010	0,224	-0,01	0,138	-0,012	0,430	0,095	1,016	0,400
t = 2	-0,008	0,949	-0,007	0,744	-0,01	0,646	-0,662	0,125	0,121	1,327	0,285
t = 3	0,013	0,938	-0,020	0,359	0,02	0,209	-0,571	0,330	0,145	1,645	0,201
t = 4	0,033	0,891	-0,059	-0,053	0,076	0,031	-0,380	0,612	0,206	2,508	0,0078
t = 5	0,379	0,147	-0,142	0,002*	0,164	0,001*	1,268	0,027*	0,391	5,360	0,005*

Keterangan : \* Signifikan pada  $\alpha = 0,05$

Sumber : Output SPSS, diolah.

**4.3 Pembahasan**

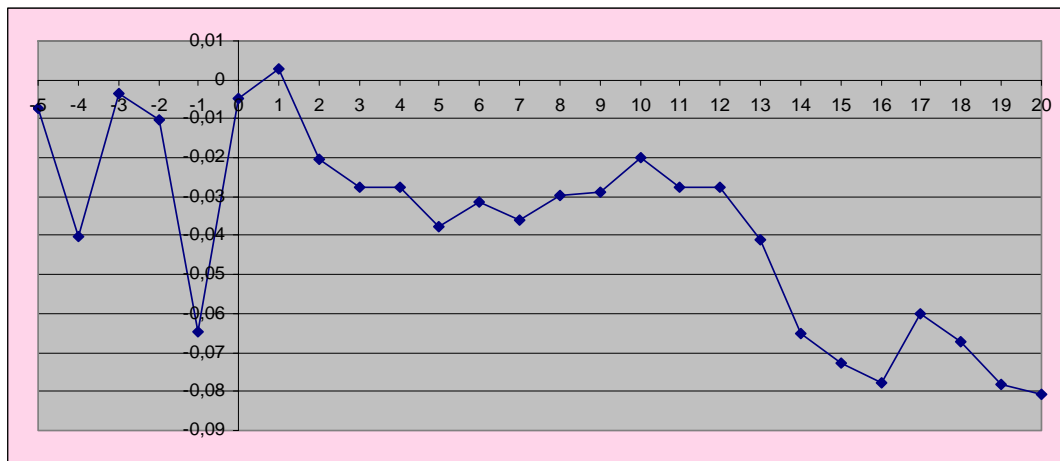
**4.3.1 Pembalikan Harga Saham *Winner* dan *Loser***

**4.3.1.1 Pembalikan Harga Saham Untuk Saham *Winner***

Berdasarkan tabel 4.5 dapat diketahui bahwa dengan menggunakan *Market Adjusted Model* untuk menghitung *abnormal return* diperoleh hasil bahwa *average abnormal return* signifikan berbeda dengan nol dan mengalami penurunan pada hari 13 dan 19 setelah hari peristiwa kenaikan besar harga saham. *Average abnormal return* setelah t = 0 signifikan berbeda dengan nol dan mengalami penurunan ini kemungkinan merupakan reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham.

Untuk mengetahui apakah terjadi pembalikan harga saham atau tidak pada saham *winner* dapat juga dilakukan dengan analisis grafik, yakni dengan melihat pergerakan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham-saham *winner* selama periode pengamatan ( $t = -5$  sampai dengan  $t = 20$ ). Pergerakan CAAR saham *winner* tampak dalam gambar 4.7 seperti di bawah ini :

**Gambar 4.7**  
**CAAR Winner**



Sumber : Data Sekunder, diolah.

Pada gambar 4.7 diatas tampak pergerakan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham-saham *winner* selama periode pengamatan ( $t = -5$  sampai dengan  $t = 20$ ). Grafik ini menunjukkan bahwa mulai dari  $t = -5$  sampai dengan  $t = -1$  CAAR saham-saham *winner* bergerak secara fluktuatif dan tidak stabil. Kemudian dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa CAAR meningkat tajam pada hari peristiwa ( $t = 0$ ) yang menunjukkan peristiwa kenaikan besar harga saham. Dapat diketahui pula bahwa selama 20 hari setelah peristiwa kenaikan besar harga saham, CAAR

bergerak ke arah yang berlawanan dengan yang terjadi pada saat  $t = 0$  dan bergerak secara fluktuatif dan tidak stabil.

Apabila ditinjau dari segi signifikansi *average abnormal return* yang ada, pembalikan arah harga saham *winner* terjadi bila *average abnormal return* pada hari-hari perdagangan setelah hari peristiwa ( $t = 0$ ) adalah signifikan dan mengalami penurunan. Berdasarkan perhitungan *abnormal return*, di peroleh hasil bahwa terdapat *average abnormal return* yang signifikan pada hari ke 13 yang kemudian pada hari ke 14 CAAR mengalami perubahan arah lagi yaitu mengalami kenaikan. Berdasarkan hasil gambar CAAR dan nilai *average abnormal return* serta signifikansinya disimpulkan bahwa pada saham-saham *winner* terjadi pembalikan harga saham.

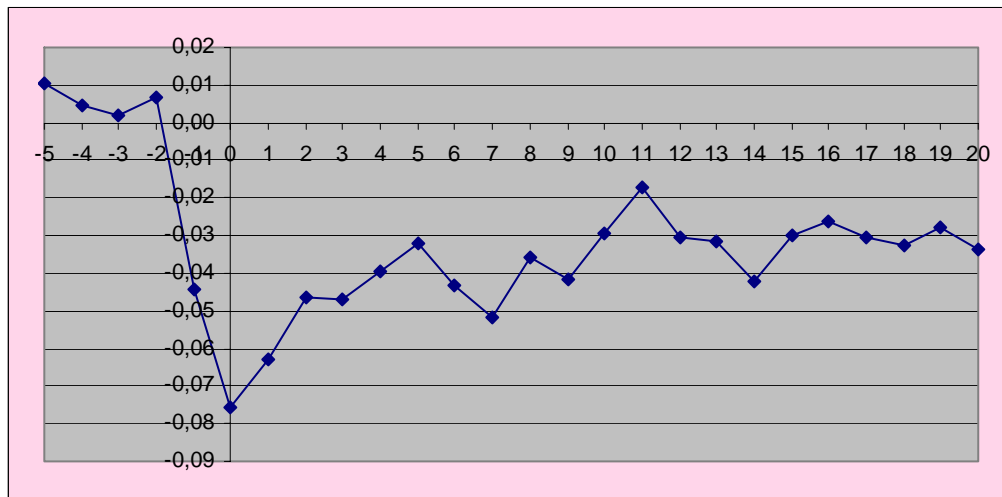
#### **4.3.1.2 Pembalikan Harga Saham Untuk Saham *Loser***

Berdasarkan tabel 4.6 diatas dapat dilihat bahwa berdasarkan perhitungan *abnormal return* dengan menggunakan *Market Adjusted Model* didapat hasil bahwa *average abnormal return* signifikan berbeda dengan nol dan mengalami kenaikan pada hari ke 5,8,14,17, dan 18 setelah peristiwa penurunan besar harga saham. Hal ini berarti bahwa perubahan besar harga saham yang terjadi pada  $t = 0$  kemungkinan merupakan reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham.

Sama seperti pada saham *winner*, untuk mengetahui apakah terjadi pembalikan harga saham atau tidak pada saham *loser* dapat juga dilakukan dengan analisis grafik, yakni dengan melihat pergerakan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham-saham *loser* selama periode pengamatan ( $t = -5$  sampai

dengan  $t = 20$ ). Pergerakan CAAR saham *loser* tampak dalam gambar 4.8 seperti di bawah ini :

**Gambar 4.8**  
**CAAR Loser**



Sumber : Data sekunder, diolah.

Berdasarkan gambar 4.8 diatas tampak kondisi *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham-saham *loser* selama periode pengamatan ( $t = -5$  sampai dengan  $t = 20$ ). Gambar ini menunjukkan bahwa mulai dari  $t = -5$  sampai dengan  $t = -3$  CAAR saham-saham *loser* sedikit demi sedikit mengalami penurunan. Mendekati hari peristiwa ( $t = -2$  sampai dengan  $t = -1$ ), CAAR mengalami penurunan yang sangat tajam yang puncaknya terjadi pada waktu hari peristiwa ( $t = 0$ ). Kemudian

pada hari setelah peristiwa ( $t = 0$ ) CAAR tampak bergerak naik lagi. Dari CAAR yang bergerak naik setelah hari peristiwa tersebut dapat diketahui bahwa terjadi pembalikan harga pada saham-saham *loser*. Berdasarkan gambar CAAR tersebut dapat diketahui bahwa lama pembalikan harga pada saham *loser* berlangsung dalam waktu lima hari.

Apabila ditinjau dari segi signifikansi *average abnormal return* yang ada, pembalikan arah harga saham *loser* terjadi bila *average abnormal return* pada hari-hari perdagangan setelah hari peristiwa ( $t = 0$ ) adalah signifikan dan mengalami kenaikan. Berdasarkan perhitungan *abnormal return*, di peroleh hasil bahwa terdapat *average abnormal return* yang signifikan berbeda dengan nol dan mengalami kenaikan pada hari ke lima yang kemudian pada hari ke 6 CAAR mengalami perubahan arah lagi yaitu mengalami penurunan. Dari hasil gambar CAAR dan nilai *average abnormal return* serta signifikansinya disimpulkan bahwa pada saham-saham *loser* terjadi pembalikan harga saham.

Dari kedua hasil identifikasi sampel *winner* dan *loser* tersebut menunjukkan bahwa semakin naik atau turun harga pada  $t = 0$ , maka akan semakin tinggi pembalikan harga selama hari penyesuaian. Kondisi ini sesuai dengan pendapat terdahulu yang mengemukakan bahwa apabila investor bereaksi secara berlebihan dalam menilai saham, maka semakin besar perubahan harga pada  $t = 0$  akan diikuti oleh perubahan harga menuju arah berlawanan yang semakin besar pula. (Ferri dan Min, 1996) dalam Kusumawardhani (2001).

#### **4.3.2 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 1**

#### **4.3.2.1 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 1 Untuk Saham *Winner***

Dalam tabel 4.8 tersebut tampak bahwa terdapat korelasi yang bernilai negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa investor bereaksi berlebihan terhadap informasi positif, selanjutnya investor menyadari bahwa dia telah bereaksi berlebihan sehingga kemudian dia melakukan koreksi yang tercermin dari pembalikan harga setelah kenaikan harga saham secara besar-besaran (Kusumawardhani, 2001).

Pembalikan harga yang terjadi pada saham *winner* ini disebabkan reaksi investor yang terlalu berlebihan dalam menilai informasi, khususnya informasi baik (*good news*). Dari penelusuran yang dilakukan, diketahui pada tanggal 30 Agustus 2005 terjadi peristiwa dikeluarkannya paket kebijakan ekonomi oleh pemerintah untuk menjaga kestabilan ekonomi akibat melemahnya nilai tukar rupiah dan melonjaknya harga minyak dunia. Kebijakan ekonomi tersebut adalah kebijakan energi, moneter, fiskal dan kebijakan ekonomi lainnya terutama investasi. Pada tanggal tersebut pula, berdasarkan Rapat Dewan Gubernur (RDG), memutuskan menaikkan BI Rate sebesar 75 basis poin (bps) menjadi 9,50%. Hal ini dilakukan antara lain sebagai langkah lanjutan kebijakan di bidang moneter untuk meredam gejolak nilai tukar rupiah. Dengan adanya hal ini tampaknya dianggap oleh investor sebagai informasi positif sehingga mendorong bereaksi berlebihan terhadap informasi tersebut. Kemudian investor menyadari bahwa telah bereaksi berlebihan dan selanjutnya melakukan koreksi terhadap tindakannya sehingga harga saham *winner* mengalami pembalikan harga.

Pembalikan harga dapat terjadi dalam jangka pendek dengan waktu segera, misalnya satu hari, satu minggu, atau satu bulan. Ini berbeda dengan pembalikan jangka panjang oleh DeBondt dan Thaler yang menemukan pembalikan 3 tahun. (Sedangkan Susiyanto menemukan pembalikan 3 bulan, maka ini mungkin sebaiknya dikatakan sebagai pembalikan jangka menengah). Sedangkan dalam penelitian ini, investor memerlukan waktu penyesuaian dalam menilai harga saham selama 12 hari dan pembalikan harga terjadi pada hari ke 13 setelah hari peristiwa.

#### **4.3.2.2 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 1 Untuk Saham *Loser***

Dalam tabel 4.9 tersebut tampak bahwa terdapat korelasi yang bernilai negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa investor bereaksi berlebihan terhadap informasi positif, selanjutnya investor menyadari bahwa dia telah bereaksi berlebihan sehingga kemudian dia melakukan koreksi yang tercermin dari pembalikan harga setelah kenaikan harga saham secara besar-besaran (Kusumawardhani, 2001).

Pada saham *loser* pembalikan harga yang terjadi lebih disebabkan karena reaksi investor yang terlalu berlebihan dalam menanggapi suatu informasi, khususnya informasi buruk (*bad news*). Dari penelusuran yang dilakukan, dapat diketahui pada sekitar tanggal 29 Maret 2005, beredar isu bahwa pemerintah akan menaikkan lagi harga BBM dikarenakan harga minyak dunia yang semakin melambung tinggi (<http://www.hukmas.depkeu.go.id>). Hal ini dinilai investor sebagai suatu sinyal buruk dan beramai-ramai menjual saham karena takut bahwa perusahaan akan terkena dampaknya yang berimbas kepada penurunan pendapatan perusahaan sehingga



menyebabkan harga saham mengalami penurunan. Kemudian dalam beberapa waktu para investor menyadari bahwa tindakannya terlalu berlebihan sehingga melakukan koreksi yang pada akhirnya harga saham mengalami pembalikan. Adapun waktu yang diperlukan investor dalam melakukan koreksi terhadap saham *loser* ini lebih singkat dari saham *winner*, yakni hanya selama 5 hari.

Koefisien korelasi dari saham *loser* yang bernilai -0,346 ini lebih besar daripada koefisien korelasi dari saham *winner* yang bernilai -0,286. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih bereaksi berlebihan terhadap informasi negatif daripada informasi positif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh DeBondt dan Thaler (1987) dalam Sukmawati dan Hermawan (2003).

### **4.3.3 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 2, 3 dan 4**

#### **4.3.3.1 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 2, 3 dan 4 Untuk Saham *Winner***

Dari hasil regresi di atas, terlihat besarnya  $R^2$  adalah kurang dari 24persen. Hal ini berarti sekitar 24 persen variasi CAR dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread*. Sedangkan sisanya sebesar 76 persen dijelaskan oleh faktor lain di luar ukuran perusahaan, likuiditas, dan *bid-ask spread*. Menurut Kusumawardhani (2001), faktor-faktor lain yang dimungkinkan berpengaruh terhadap pembalikan harga saham berasal dari faktor makro seperti kurs dan kondisi pasar, karena informasi mengenai kondisi makro secara langsung maupun tidak langsung dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham atau tidak melakukan perdagangan sama sekali.

Dari ketiga variabel independen, berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa pada hari ( $t = 13$ ) tingkat signifikansi ( $p$ -value) adalah sebesar 0,005 untuk variabel *size*, 0,002 untuk variabel likuiditas, dan 0,041 untuk variabel *bid-ask spread*. Berdasarkan tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu sebesar 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *size* (ukuran perusahaan), likuiditas dan *bid-ask spread* memiliki pengaruh nyata terhadap pembalikan harga saham. Sehingga untuk H2, H3 dan H3 disimpulkan bahwa hasil penelitian menolak  $H_0$  dan menerima  $H_a$  yaitu terdapat pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* secara signifikan terhadap pembalikan harga yang terjadi pada saham *winner*.

Dalam Tabel 4.16 tersebut juga tampak bahwa pada hari ( $t = 13$ ) koefisien regresi *size* adalah bernilai negatif. Hal ini memberi arti bahwa semakin besar ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin kecil pada hari pembalikan harga (Zarowin, 1990). Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, bahwa saham *winner* adalah saham yang pada waktu hari peristiwa mengalami kenaikan harga secara besar-besaran. Karena saham-saham ini mengalami kenaikan harga, otomatis volume perdagangannya pun meningkat yang berarti kapitalisasinya juga besar. Kemudian ketika terjadi pembalikan harga, yang berarti saham *winner* mengalami perubahan harga (penurunan), maka *return* saham tersebut akan semakin kecil.

Sedangkan untuk variabel likuiditas dan *bid-ask spread*, koefisien regresinya bernilai positif. Hal ini mengimplikasikan bahwa semakin likuid suatu saham, dalam

arti mudah untuk ditransaksikan, maka derajat pembalikan harga yang terjadi akan semakin cepat (Cox dan Peterson, 1994).

Dari Tabel 4.16 terlihat pula bahwa pada hari ( $t = 13$ ), terlihat nilai F hitung sebesar 3,977 dengan probabilitas signifikansi 0,014. Karena probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebesar 0,05, maka disimpulkan bahwa hasil penelitian menolak  $H_0$  dan menerima  $H_a$  yaitu ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* secara bersama-sama berpengaruh terhadap pembalikan harga pada saham *winner*.

Kusumawardhani (2001) menjelaskan bahwa besarnya *bid-ask spread* mencerminkan resiko sebuah saham, semakin kecil *spread* mencerminkan biaya transaksi menjadi semakin kecil resiko yang pada akhirnya akan meningkatkan minat investor pada saham tersebut. Dalam kondisi pasar modal yang efisien, dimana harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru, maka rentang tawar menawar harga saham akan mengalami penurunan. Secara ringkas, jika suatu peristiwa dianggap sebagai informasi positif dalam pasar modal yang efisien maka saham tersebut akan diminati investor. Hal ini akan menyebabkan peningkatan likuiditas dan menurunkan persentase *bid-ask spread*, sehingga hal tersebut akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham.

Hasil yang diperoleh ini menunjukkan bahwa pada hari kenaikan besar harga saham dimana hampir seluruh saham yang diperdagangkan di BEJ mengalami kenaikan harga, pada hari berikutnya saham akan mengalami pembalikan harga dimana hampir seluruh saham akan mengalami kenaikan harga. Hal tersebut selain

desebabkan oleh reaksi berlebihan investor dalam menilai suatu informasi positif, juga disebabkan oleh perilaku investor yang memanfaatkan *bid-ask spread* untuk mendapatkan keuntungan dalam perdagangan saham dan mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan dalam mengambil suatu tindakan terhadap informasi yang diterimanya.

Dalam penelitiannya, Zarowin (1990) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) adalah faktor yang berpengaruh terhadap pembalikan harga saham *winner* dan *loser*. Dalam penelitian ini juga ditemukan hasil serupa yaitu ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh terhadap pembalikan saham *winner*. Saham-saham *winner* yang notabene adalah saham-saham yang mengalami kenaikan harga dalam peristiwa kenaikan secara besar-besaran, adalah perusahaan yang memiliki *size* besar. Jika terdapat suatu informasi yang dianggap positif (*good news*) oleh investor yakni dikeluarkannya paket kebijakan ekonomi oleh pemerintah untuk menjaga kestabilan ekonomi akibat melemahnya nilai tukar rupiah dan melonjaknya harga minyak dunia. (<http://www.hukmas.depkeu.go.id>) , maka investor akan cepat bereaksi dengan membeli saham perusahaan yang dinilainya akan memberikan prospek yang baik di masa mendatang. Dalam hal ini investor akan cenderung untuk memilih perusahaan yang memiliki *size* besar karena dianggap berkinerja baik. Pembelian besar-besaran ini akan menyebabkan harga saham mengalami kenaikan. Pada suatu waktu ketika investor menyadari telah bereaksi berlebihan, kemudian melakukan koreksi dengan menjual saham-saham yang dimilikinya dan hal ini akan memicu pembalikan harga

saham. Hal ini mengimplikasikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap pembalikan harga saham.

Selain itu, faktor likuiditas juga memiliki peranan terhadap derajat pembalikan harga saham *winner*. Bahwa jika terdapat suatu informasi positif mengenai perusahaan emiten, kemudian terhadap informasi tersebut investor menanggapi secara berlebihan, maka investor akan melakukan tindakan membeli saham tersebut dan menjual saham lama yang telah dipegang sebelumnya. Jika saham tersebut memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, dalam arti mudah untuk diperjualbelikan, maka hal ini akan mempercepat terjadinya pembalikan harga. Dengan kata lain, semakin likuid suatu saham akan mempercepat derajat pembalikan harga saham.

Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990) serta Cox dan Peterson (1994) yang masing-masing meneliti mengenai pengaruh ukuran perusahaan dan likuiditas dalam pembalikan harga saham.

#### **4.3.3.2 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 2, 3 dan 4 Untuk Saham *Loser***

Dari hasil regresi di atas, terlihat besarnya  $R^2$  adalah kurang dari 40 persen. Hal ini berarti 40 persen variasi CAR dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread*. Sedangkan sisanya sebesar 60 persen dijelaskan oleh faktor lain di luar ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread*. Sama seperti saham *winner*, pada saham *loser* faktor-faktor lain yang dimungkinkan berpengaruh terhadap pembalikan saham berasal dari faktor makro seperti kurs dan kondisi pasar, karena informasi mengenai kondisi makro secara

langsung maupun tidak langsung dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham atau tidak melakukan perdagangan sama sekali (Kusumawardhani, 2001).

Dari ketiga variabel independen, berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa pada hari ( $t = 5$ ) tingkat signifikansi ( $p$ -value) adalah sebesar 0,002 untuk variabel *size*, 0,001 untuk variabel likuiditas dan 0,027 untuk variabel *bid-ask spread*. Berdasarkan tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu sebesar 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *size* (ukuran perusahaan), likuiditas dan *bid-ask spread* memiliki pengaruh nyata terhadap pembalikan harga saham. Sehingga untuk H2, H3 dan H4 disimpulkan bahwa hasil penelitian menolak  $H_0$  dan menerima  $H_a$  yaitu terdapat pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* secara signifikan terhadap pembalikan harga yang terjadi pada saham *loser*.

Dalam Tabel 4.17 tersebut juga tampak bahwa pada hari ( $t = 5$ ) koefisien regresi *size* adalah bernilai negatif. Hal ini memberi arti bahwa semakin kecil ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin besar pada hari pembalikan harga (Zarowin, 1990). Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, bahwa saham *loser* adalah saham yang pada waktu hari peristiwa mengalami penurunan harga secara besar-besaran. Karena saham-saham ini mengalami penurunan harga, secara otomatis volume perdagangannya pun menurun yang berarti kapitalisasinya juga kecil. Kemudian ketika terjadi pembalikan harga, yang berarti saham *loser* mengalami perubahan harga (kenaikan), maka *return* saham tersebut akan semakin besar.

Sedangkan untuk variabel likuiditas dan *bid-ask spread*, koefisien regresinya bernilai positif. Hal ini mengimplikasikan bahwa semakin likuid suatu saham, dalam arti mudah untuk ditransaksikan, maka derajat pembalikan harga yang terjadi akan semakin cepat (Cox dan Peterson, 1994).

Dari tabel 4.17 dapat terlihat pula bahwa pada hari ( $t = 5$ ), terlihat nilai F hitung sebesar 5,360 dengan probabilitas signifikansi 0,005. Karena probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebesar 0,05, maka disimpulkan bahwa hasil penelitian menolak  $H_0$  dan menerima  $H_a$  yaitu ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* secara bersama-sama berpengaruh terhadap pembalikan harga pada saham *loser*.

Kusumawardhani (2001) menjelaskan bahwa besarnya *bid-ask spread* mencerminkan resiko sebuah saham, semakin besar *spread* mencerminkan biaya semakin besar yang pada akhirnya akan menurunkan minat investor pada saham tersebut. Dalam kondisi pasar modal yang efisien, dimana harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru, maka rentang tawar menawar harga saham akan mengalami penurunan. Secara ringkas, jika suatu peristiwa dianggap sebagai informasi positif dalam pasar modal yang efisien maka saham tersebut akan diminati investor. Hal ini akan menyebabkan penurunan likuiditas dan menaikkan persentase *bid-ask spread*, sehingga hal tersebut akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham.

Zarowin (1990), dalam penelitiannya mengemukakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) adalah faktor yang berpengaruh terhadap pembalikan harga saham

*winner* dan *loser*. Dalam penelitian ini juga ditemukan hasil serupa yaitu ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh terhadap pembalikan saham *loser*. Saham-saham *loser* yang notabene adalah saham-saham yang mengalami penurunan harga dalam peristiwa penurunan secara besar-besaran, adalah perusahaan yang memiliki *size* kecil. Jika terdapat suatu informasi yang dianggap negatif (*bad news*) oleh investor, yang dalam hal ini adalah adanya isu yang beredar bahwa pemerintah akan menaikkan harga BBM, maka investor akan cepat bereaksi dengan melakukan tindakan menjual saham yang dimilikinya, khususnya perusahaan yang memiliki *size* kecil karena investor memiliki persepsi bahwa perusahaan akan terkena dampaknya yang akan berimbas pada penurunan kinerja perusahaan tersebut. Dampaknya adalah harga saham-saham perusahaan mengalami penurunan. Hal ini mengimplikasikan bahwa reaksi berlebihan investor selain dipicu oleh adanya informasi yang beredar, juga terdapat pengaruh dari ukuran perusahaan dimana selanjutnya akan memicu terjadinya pembalikan harga saham. Selain itu, faktor likuiditas juga memiliki peranan terhadap derajat pembalikan harga saham *loser*. Bahwa jika terdapat suatu informasi positif mengenai perusahaan emiten, kemudian terhadap informasi tersebut investor menanggapinya secara berlebihan, maka investor akan melakukan tindakan membeli saham tersebut dan menjual saham lama yang telah dipegang sebelumnya. Jika saham tersebut memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, dalam arti mudah untuk diperjualbelikan, maka hal ini akan mempercepat terjadinya pembalikan harga. Dengan kata lain, semakin likuid suatu saham akan mempercepat derajat pembalikan harga saham.



Hasil penelitian uji regresi berganda saham *winner* dan *loser* tersebut cenderung mendukung penelitian Atkins dan Dyl (1990) yang mengembangkan hipotesis reaksi berlebihan sebagai faktor penyebab pembalikan harga saham, walaupun tidak sepenuhnya sesuai, karena Atkins dan Dyl (1990) mengemukakan bahwa pembalikan harga saham terjadi hanya karena reaksi investor yang berlebihan dan bukan karena pengaruh faktor-faktor lain. Penelitian ini juga menunjukkan kesamaan hasil dengan penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990) serta Cox dan Peterson (1994) yang masing-masing menguji faktor ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* terhadap pembalikan harga saham.

## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### **5.1 Kesimpulan**

Berdasarkan analisis dan pembahasan mengenai analisis *Overreaction Hypothesis* dan pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas & *bid-ask spread* terhadap fenomena pembalikan harga saham di BEJ, dapat diambil kesimpulan bahwa :

- a. Pembalikan harga terjadi pada saham *winner* maupun *loser*. Pembalikan harga saham yang terjadi merupakan bentuk penyesuaian terhadap peristiwa kenaikan atau penurunan harga saham secara besar-besaran.

b. Pengujian regresi antara CAR pada  $t = 13$  dan  $t = 5$  dengan ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* diperoleh hasil sebagai berikut :

1) Pengujian regresi terhadap saham *winner* secara parsial menunjukkan hasil bahwa koefisien regresi ukuran perusahaan memiliki pengaruh di dalam fenomena pembalikan harga saham. Begitu juga dengan faktor likuiditas dan *bid-ask spread* yang masing – masing berpengaruh secara signifikan di dalam fenomena pembalikan harga saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada saham *winner* H2 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap fenomena pembalikan harga saham diterima. Begitu juga dengan H3 dan H4 yang menyatakan bahwa likuiditas, *bid-ask spread* berpengaruh secara signifikan terhadap pembalikan harga saham diterima.

Hasil regresi terhadap faktor-faktor ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* secara simultan menunjukkan bahwa nilai F signifikan. Hal ini berarti faktor-faktor tersebut berpengaruh secara bersama-sama terhadap terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner*.

2) Pengujian regresi terhadap saham *loser* secara parsial menunjukkan hasil yang hampir sama dengan saham *winner*, yaitu bahwa koefisien regresi ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* seluruhnya signifikan berbeda dengan nol pada taraf signifikansi 5 persen. Berdasarkan signifikansi untuk koefisien regresi size dan likuiditas tersebut berarti pada hari ( $t = 5$ ) ukuran perusahaan, likuiditas dan *bid-ask spread* secara parsial berpengaruh terhadap

pembalikan harga. Sehingga disimpulkan bahwa pada saham *loser* H2, H3 dan H4 diterima.

Hasil regresi secara simultan menunjukkan bahwa nilai F signifikan. Hal ini berarti faktor-faktor tersebut berpengaruh secara bersama-sama terhadap terjadinya fenomena pembalikan harga saham.

## **5.2 Saran**

Saran yang dapat diberikan sehubungan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan adalah sebagai berikut :

### **1. Kepada para praktisi,**

- a. Kepada investor, seharusnya tidak bereaksi berlebihan terhadap setiap informasi yang diterima. hasil penelitian ini dapat memberikan tambahan informasi yang dapat digunakan oleh investor untuk melakukan strategi berkebalikan (*contrarian strategic*), yakni membeli suatu saham pada saat menjadi *loser* dan menjualnya pada saat mengalami pembalikan (pada waktu menjadi *winner*) sehingga investor dapat memperoleh *abnormal return* yang signifikan.
- b. Investor dapat memperhatikan faktor ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar) sebagai dasar pertimbangan untuk melakukan *contrarian strategic* (straregi berkebalikan) dalam berinvestasi.
- c. Bagi investor yang menerapkan strategi berkebalikan dalam berinvestasi, dapat memperhatikan faktor likuiditas dan *bid-ask spread* sehingga investor

dapat memberikan penilaian terhadap kinerja suatu saham dan pada akhirnya dapat melakukan perdagangan saham yang tepat.

- d. Kepada perusahaan emiten, kesimpulan terdapatnya reaksi berlebihan dari investor menunjukkan bahwa harga saham belum menunjukkan harga sebenarnya. Dengan demikian perusahaan dituntut untuk meningkatkan kinerjanya sebagai salah satu patokan bagi investor dalam menilai harga saham. Selain itu perusahaan juga dituntut untuk lebih cermat dan tanggap terhadap informasi yang beredar sebagai antisipasi terhadap strategi kontrarian yang akan digunakan investor dalam berinvestasi.

## **2. Untuk penelitian selanjutnya,**

- a. Dalam penelitian ini hanya menggunakan reaksi berlebihan, faktor ukuran perusahaan (*firm size*), likuiditas dan *bid-ask spread* untuk mencari penyebab terjadinya pembalikan harga. Dari hasil analisis regresi menunjukkan  $R^2$  yang kecil yang berarti ada variabel independen lain yang belum dimasukkan dalam model. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya memasukkan variabel *seasonality* sebagai variabel independen yang diduga dapat menyebabkan terjadinya fenomena pembalikan harga saham.
- b. Hendaknya menambahkan periode penelitian (lebih dari dua tahun). Karena periode pengamatan yang lebih panjang, hasil yang didapat akan lebih akurat dan dapat mewakili secara umum.

## **DAFTAR PUSTAKA**

### **a. Buku teks**

Ang, Robert. 1997. **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**. Mediasoft Indonesia.

Algifari, 2000. **Analisis Regresi**. Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE

- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M Fakhruddin, 2001, **Pasar Modal di Indonesia**, Salemba Empat, Jakarta
- Downes, J., dan J. Goodman, 1994, **Kamus Istilah Keuangan dan Investasi**, Alih Bahasa: Soesanto Budhiharmo, PT Elex Media Komputindo, Jakarta
- Djarwanto dan Pangestu Subagyo, 2000, **Statistik Induktif**, BPFE, Yogyakarta
- Elton, E.J, dan Gruber, M.J, 1995, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**. Fifth Edition. John Wiley & Sons
- Fabozzi, Frank J. 1995. **Manajemen Investasi. Alih Bahasa: Tim Penterjemah Salemba Empat**. Jakarta. Penerbit Salemba Empat
- Ghozali, Imam. 2006. **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS (Edisi Revisi IV)**. Semarang. Penerbit Universitas Diponegoro
- Husnan, Suad. 1998. **Dasar – dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Edisi 3, Cetakan Pertama**. Yogyakarta. UPP-AMP YKPN
- Jogiyanto, H. M. 1998. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**. BPFE Yogyakarta
- Jones, Charles P. 2000. **Investment Analysis and Management**. New Hampshire. John Wiley & Sons Inc

#### **b. Artikel Jurnal**

- Atkins, Allen B dan Edward A Dyl, 1990, Price Reversal, Bid Ask Spreads and Market Efficiency, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, December, Vol.25, No. 4, 535-547
- Bremer, M. dan Sweeney, R. J. 1991. “The Reversal of Large Stock-price Decreases”. **The Journal of Finance**. June: 747 – 751
- Cox, Don R dan David Peterson, Stock Returns Following Large One Day Declines:Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance, **The Journal of Finance**, March, Vol. XLII, No. 1, 255-267
- DeBondt, W., and R.H. Thaler, 1985. “Does the Stock Market Overreact?”. **Journal of Finance**, 40, 739-805
- Dissanaike, G., 1997, “Do Stock Market Investors Overreact?”. **Journal of Business & Accounting**, 24, 27-49

- Ferri, Michael G. dan Min, Chung-ki. 1996. "Evidence that the Stock Market Overreact and Adjusts". **The Journal of Portofolio Management**. Spring: 71-76
- Hermawan, Daniel dan Sukmawati. 2002. "Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham – Saham Sektor Manufaktur Di BEJ". **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi**. Februari, Vol. 2, No. 1: 57 – 76
- Park, Jinwoo. 1995. "A Market Microstructure Explanation for Predictable Variations in Stock Returns Following Large Price Changes. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. June, Vol. 32, No2: 241 – 256
- Sartono, Agus. 2000. "Overreaction of The Indonesian Capital Market : Is Market Rational?". **Gadjah Mada International Journal of Business**. May, Vol. 2, No. 2: 163 – 184
- Suhermini. 2004. " Reaksi Berlebihan dan Antisipasi Berlawanan Di BEJ". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis**. Juli, Vol. 5, No. 2: 201 – 206
- Susiyanto, dan Muhammad F. 1997. "Market's Overreaction in Indonesian Stock Market". **Kelola**. No. 16: 88 – 100
- Warninda, Titi Dewi dan Marwan Asri. 1998. "Dapatkah Strategi Kontrarian Diterapkan di Pasar Modal Indonesia? (Pengujian Anomali Winner – Loser di BEJ)". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**. Vol. 13, No. 2: 71 – 77
- Wibowo, Agus dan Agus Sukarno. 2004. "Reaksi Pasar Berlebihan dan Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Pembalikan Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta". **Wahana**. Februari, Vol. 7. No 1: 57-73
- Zarowin, Paul. 1990. "Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. March, Vol. 25, No. 1: 113 – 125

### c. Tesis

Kusumawardhani, Srihartati, 2001, **Analisis Reaksi Berlebihan, Efek Bid Ask, Firm Size, dan Likuiditas dalam Fenomena Price Reversal di BEJ**, Tesis yang tidak dipublikasikan dari Magister Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang

**d. Basis data tanpa penulis**

-----, (<http://www.hukmas.depkeu.go.id>).

-----, 2005, JSX Statistics Jakarta Stock Exchange Research & Development Division



## LAMPIRAN A

### Saham-saham yang Menjadi Sampel Penelitian

No	Kode	Nama Emiten	No	Kode	Nama Emiten
1	AALI	Astra Agro Lestari	40	BRPT	Barito Pasific
2	ADES	Ades Alfindo Putrasetia	41	BUDI	Budi Acid Jaya
3	ADHI	Adhi Karya	42	BUMI	Bumi Resources
4	ADMG	GT Petrochem Inds	43	BTEK	Bumi Teknokultura
5	AISA	Asia Intiselera	44	BVIC	Bank Victoria Int'l
6	AKRA	Aneka Kimia Raya	45	CEKA	Cahaya Kalbar
7	AKKU	Aneka Kemasindo Utama	46	CFIN	Cilipan Finance
8	ALMI	Alumindo Light Metal	47	CMNP	Citra Marga
9	AMFG	Asahimas Flat	48	CPIN	Charoen Pokphand
10	ANTA	Anta Express Tour	49	CTRA	Ciputra
11	ANTM	Aneka Tambang	50	CTRS	Ciputra Surya
12	APEX	Apexindo Pratama Duta	51	CTTH	Citatah Industri Marmer
13	APIC	Artha Pasific Securities	52	DAVO	Davomas Abadi
14	ARTI	Arona Binasejati	53	DILD	Dharmala Intiland
15	ASGR	Astra Graphia Tbk	54	DNKS	Dankos Laboratories
16	ASII	Astra International	55	DOID	Delta Dunia Petroindo
17	AUTO	Astra Otoparts	56	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara
18	BASS	Bahtera Adimina	57	DSFI	Dharma Samudera
19	BAYU	Bayu Buana	58	DSUC	Daya Sakti Unggul
20	BBCA	Bank Central Asia	59	DUTI	Duta Pertiwi
21	BBIA	Bank Buana Indonesia	60	DVLA	Darya-Varia
22	BBLD	Bina Danatama Finance	61	DYNA	Dynaplast
23	BBNI	Bank Negara Indonesia	62	EKAD	Ekadharna Tape Inds
24	BBRI	Bank Rakyat Indonesia	63	ELTY	Bakrieland
25	BCIC	Bank CIC	64	ENRG	Energi Mega Persada
26	BDMN	Bank Danamon	65	EPMT	Enseval Putra
27	BEKS	Bank Eksekutif Int'l	66	ETWA	Eterindo Wahanatama
28	BFIN	BFI Finance Indonesia	67	FASW	Fajar Surya Wisesa
29	BHIT	Bhakti Investama	68	GGRM	Gudang Garam
30	BIPP	Bhuwanatala Indah	69	GJTL	Gajah Tunggal
31	BKSL	Bukit Sentul	70	HEXA	Hexindo
32	BKSW	Bank Kesawan	71	HMSP	H M Sampoerna
33	BLTA	Berlian Laju Tanker	72	IATG	Infoasia Teknologi
34	BMRI	Bank Mandiri	73	IDKM	Indosiar Karya Media
35	BMTR	Bimantara Citra	74	IGAR	Igarjaya

36	BNBR	Bakrie & Brothers	75	IKAI	Intikeramik Alamasri
37	BNGA	Bank Niaga	76	INAF	Indofarma
38	BNII	Bank International Ind	77	INAI	Indal Aluminium Inds
39	BNLI	Bank Permata	78	INCI	Intan Wijaya
79	INCO	International Nickel	123	PNBN	Bank Pan Indonesia
80	INDF	Indofood Sukses	124	PNIN	Panin Insurance
81	INDR	Indorama	125	PNLF	Panin Life
82	INKP	Indah Kiat Pulp	126	PRAS	Prima Alloy Steel
83	INPC	Bank Artha Graha Int'l	127	PTRA	Putra Surya Perkasa
84	INTA	Intraco Penta	128	PTRO	Petrosa
85	INTP	Indocement Tunggal	129	PYFA	Pyridam Farma
86	ISAT	Indosat	130	RALS	Ramayana Lestari
87	JIHD	Jakarta Int'l Hotel	131	RBMS	Ristia Bintang
88	JKSW	Jakarta Kyoei Steel	132	RICY	Ricky Putra
89	JPFA	Japfa Comfeed ind	133	RIGS	Rig Tenders
90	JPRS	Jaya Pari Steel	134	RIMO	Rimo Catur
91	JRPT	Jaya Real Property	135	RMBA	Bentoel Indonesia
92	KAEF	Kimia Farma	136	SDPC	Millenium Pharmacon
93	KBLI	GT Kabel Indonesia	137	SHDA	Sari Husada
94	KIJA	Kawasan Industri	138	SIIP	Suryainti Permata
95	KLBF	Kalbe Farma	139	SIMA	Van Der Horst
96	KOMI	Komatsu Indonesia	140	SIPD	Sierad Produce
97	KPIG	Kridaperdana Indahgraha	141	SMCB	Semen Cibinong
98	LMAS	Limas Stokhomindo	142	SMDR	Samudera Indonesia
99	LMPI	Langgeng Makmur	143	SMGR	Semen Gresik
100	LPBN	Bank Lippo	144	SMMA	Sinar Mas Multiarta
101	LPKR	Lippo Karawaci	145	SMSM	Selamat Sempurna
102	LPLI	Lippo E-Net	146	SOBI	Sorini Corporation
103	LPPS	Lippo Securities	147	SPMA	Suparma
104	LSIP	PP London	148	SQMI	Sanex Qianjiang Motor
105	LTLS	Lautan Luas	149	SRSN	Sarasa Nugraha
106	MAMI	Mas Murni Indonesia	150	SSIA	Surya Semesta
107	MDLN	Modernland Realty Ltd	151	SSTM	Sunson Textile
108	MEDC	Medco Energi	152	SUBA	Suba Indah
109	MIRA	Mitra Rajasa	153	SUGI	Sugi Samapersada
110	MLIA	Mulia Industrindo	154	SULI	Sumalindo Lestari Jaya
111	MLPL	Multipolar	155	TBLA	Tunas Baru
112	MPPA	Matahari Putra	156	TCID	Tancho Indonesia
113	MRAT	Mustika Ratu	157	TINS	Timah
114	MTDL	Metrodata Electronics	159	TIRT	Tirta Mahakam
115	MYOR	Mayora Indah	160	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia

116	MYRX	Hanson Industri	161	TLKM	Telekomunikasi
117	MYTX	APAC Centex	162	TMPI	AGIS
118	NISP	Nipress	163	TRIM	Trimegah Securities
119	PBRX	Pan Brothers Tex	164	TRST	Trias Sentosa
120	PGAS	Perusahaan Gas Negara	165	TSPC	Tempo Scan Pasific
121	PJAA	Pemb Jaya Ancol	166	TURI	Tunas Ridean
122	PLAS	Palm Asia Corpora	167	UNIT	United Capital Ind
168	UNSP	Bakrie Sumatra Plant			
169	UNTR	United Tractors			
170	UNVR	Unilever Indonesia			
171	VOKS	Voksel Electric			

## LAMPIRAN B

### Sampel Saham *Winner*

No	Saham	Rata –rata kenaikan harga saham ( % )	Kenaikan harga saham ( % )	Kesimpulan
1	ADHI	8,84	11,36	Saham <i>winner</i>
2	ADMG	8,84	15,38	Saham <i>winner</i>
3	ANTM	8,84	8,86	Saham <i>winner</i>
4	ASGR	8,84	11,54	Saham <i>winner</i>
5	AUTO	8,84	12,28	Saham <i>winner</i>
6	BAYU	8,84	25	Saham <i>winner</i>
7	BBRI	8,84	9,68	Saham <i>winner</i>
8	BEKS	8,84	16,67	Saham <i>winner</i>
9	BKSW	8,84	18,18	Saham <i>winner</i>
10	BMRI	8,84	9,23	Saham <i>winner</i>
11	BMTR	8,84	9,89	Saham <i>winner</i>
12	BNGA	8,84	9,20	Saham <i>winner</i>
13	BPRT	8,84	9,26	Saham <i>winner</i>
14	CTRS	8,84	14,71	Saham <i>winner</i>

15	DILD	8,84	10	Saham winner
16	DOID	8,84	13,21	Saham winner
17	DPNS	8,84	9,38	Saham winner
18	DSFI	8,84	16,67	Saham winner
19	GJTL	8,84	10,64	Saham winner
20	HEXA	8,84	12,96	Saham winner
21	IKAI	8,84	11,11	Saham winner
22	INAF	8,84	11,11	Saham winner
23	INCO	8,84	11,79	Saham winner
24	INPC	8,84	10	Saham winner
25	INTA	8,84	12,07	Saham winner
26	JPFA	8,84	19,44	Saham winner
27	KBLI	8,84	16,67	Saham winner
28	KIJA	8,84	11,11	Saham winner
29	KLBF	8,84	8,97	Saham winner
30	KPIG	8,84	11,11	Saham winner
31	LTLS	8,84	10	Saham winner
32	MIRA	8,84	11,11	Saham winner
33	MPPA	8,84	9,59	Saham winner
34	MYTX	8,84	21,74	Saham winner
35	PGAS	8,84	9,15	Saham winner
36	PRAS	8,84	24,56	Saham winner
37	PTRA	8,84	25	Saham winner
38	PYFA	8,84	11,11	Saham winner
39	SIPD	8,84	20	Saham winner
40	SPMA	8,84	11,11	Saham winner
41	SRSN	8,84	14,29	Saham winner

42	SSIA	8,84	10	Saham <i>winner</i>
43	TINS	8,84	16,67	Saham <i>winner</i>
44	TIRT	8,84	20	Saham <i>winner</i>
45	TKIM	8,84	9,47	Saham <i>winner</i>
46	TMPI	8,84	13,33	Saham <i>winner</i>
47	TURI	8,84	10,29	Saham <i>winner</i>
48	UNTR	8,84	14,07	Saham <i>winner</i>

#### **Sampel Saham *Loser***

No	Saham	Rata –rata penurunan harga saham ( % )	Penurunan harga saham ( % )	Kesimpulan
1	ADES	-7,06	-7,5	Saham <i>loser</i>
2	ADHI	-7,06	-8,25	Saham <i>loser</i>
3	ADMG	-7,06	-7,84	Saham <i>loser</i>
4	APEX	-7,06	-10,77	Saham <i>loser</i>
5	BAYU	-7,06	-7,41	Saham <i>loser</i>
6	BCIC	-7,06	-11,76	Saham <i>loser</i>
7	BIPP	-7,06	-12	Saham <i>loser</i>
8	BKSL	-7,06	-8,7	Saham <i>loser</i>
9	BNBR	-7,06	-8,7	Saham <i>loser</i>
10	BUDI	-7,06	-7,14	Saham <i>loser</i>
11	BTEK	-7,06	-16,67	Saham <i>loser</i>

12	<b>BVIC</b>	<b>-7,06</b>	<b>-12,5</b>	<b>Saham loser</b>
13	<b>CFIN</b>	<b>-7,06</b>	<b>-9,09</b>	<b>Saham loser</b>
14	<b>DAVO</b>	<b>-7,06</b>	<b>-8,16</b>	<b>Saham loser</b>
15	<b>DUTI</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,14</b>	<b>Saham loser</b>
16	<b>ELTI</b>	<b>-7,06</b>	<b>-9,64</b>	<b>Saham loser</b>
17	<b>ETWA</b>	<b>-7,06</b>	<b>-10,17</b>	<b>Saham loser</b>
18	<b>IKAI</b>	<b>-7,06</b>	<b>-10,34</b>	<b>Saham loser</b>
19	<b>KLBF</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,89</b>	<b>Saham loser</b>
20	<b>LTLS</b>	<b>-7,06</b>	<b>-9,09</b>	<b>Saham loser</b>
21	<b>MAMI</b>	<b>-7,06</b>	<b>-18,18</b>	<b>Saham loser</b>
22	<b>MDLN</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,5</b>	<b>Saham loser</b>
23	<b>MPPA</b>	<b>-7,06</b>	<b>-10,96</b>	<b>Saham loser</b>
24	<b>MYTX</b>	<b>-7,06</b>	<b>-9,09</b>	<b>Saham loser</b>
25	<b>PNBN</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,55</b>	<b>Saham loser</b>
26	<b>PNLF</b>	<b>-7,06</b>	<b>-8,11</b>	<b>Saham loser</b>
27	<b>PRAS</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,32</b>	<b>Saham loser</b>
28	<b>RBMS</b>	<b>-7,06</b>	<b>-9,09</b>	<b>Saham loser</b>
29	<b>RMBA</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,69</b>	<b>Saham loser</b>
30	<b>SIMA</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,41</b>	<b>Saham loser</b>
31	<b>SMCB</b>	<b>-7,06</b>	<b>-11,32</b>	<b>Saham loser</b>
32	<b>SQMI</b>	<b>-7,06</b>	<b>-8,32</b>	<b>Saham loser</b>
33	<b>SSIA</b>	<b>-7,06</b>	<b>-7,14</b>	<b>Saham loser</b>