

ANALISIS OVERREACTION HYPOTHESIS DAN PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, *BID-ASK SPREAD*, DAN LIKUIDITAS SAHAM TERHADAP FENOMENA *PRICE REVERSAL*: (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI)

**Elline Yull
K i r m i z i**

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Riau Pekanbaru

ABSTRAK

Penelitian ini menguji return saham yang mengikuti satu hari perubahan besar harga saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007 - 2010. Sampel dari penelitian ini menggunakan 30 perusahaan yang terdaftar di BEI. Sampel ini kemudian diklasifikasikan lagi menjadi 20 perusahaan yang menjadi sampel winner dan 20 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. 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 hanya terdapat sedikit bukti yang signifikan bagi faktor-faktor ukuran perusahaan, bid-ask spread, dan likuiditas saham dalam mempengaruhi terjadinya pembalikan harga.

Kata kunci : *overreaction*, *firm size*, *bid-ask spread*, likuiditas saham, *abnormal return*, dan *price reversal*

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Investor 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 (Ardi, Kiryanto, dan Dista Amalia, 2008). Berdasarkan hal tersebut, Elton dan Gruber (2005) menyatakan bahwa pasar modal efisien secara informasional. Pasar modal yang efisien ditandai dengan informasi baru yang masuk dan respon secara cepat dan tepat yang langsung tercermin pada pergerakan harga saham. Konsekuensinya, para investor secara individual maupun kelompok tidak memungkinkan lagi memperoleh keuntungan di atas normal (*positive normal return*).

Untuk menjelaskan fenomena pembalikan harga (*price reversal*), banyak peneliti yang merujuk pada hipotesis *overreaction*. *Overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pada dasarnya investor selalu bereaksi secara berlebihan terhadap informasi yang diperolehnya. 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 ekstrim (Haira, 2010). Seperti halnya dengan pola *winner-loser* yang dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985), di mana 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.

Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan bahwa, *price reversal* terjadi tidaklah pada suatu periode waktu tertentu, tetapi dapat terjadi dalam jangka pendek berarti bahwa *price reversal* dapat terjadi dalam waktu segera, misalnya satu hari, satu minggu, atau satu bulan. Tetapi *price reversal* yang terjadi dalam jangka panjang, DeBondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa jangka waktu *price reversal* bias terjadi selama 3 tahun. Meskipun demikian Susiyanto (2002) menemukan jangka waktu *price reversal* adalah selama 3 bulan, oleh sebab itu fenomena ini dapat dikatakan sebagai *price reversal* jangka menengah. Hal ini penting dibedakan karena menurut Zarowin (1990) *price reversal* jangka pendek dan jangka panjang bisa saja tidak merefleksikan fenomena yang sama.

Salah satu fenomena *price reversal* jangka pendek ditunjukkan oleh studi Bremer dan Sweeney (1991). Mereka menemukan bahwa saham-saham yang sebelumnya mengalami penurunan harga yang signifikan atau tingkat *return* harian yang negatif dan besar (*loser*) cenderung diikuti oleh *return abnormal* yang positif selama dua hari kemudian. Temuan ini mengindikasikan ketidakkonsistenan terhadap karakteristik harga pasar yang secara cepat merefleksikan informasi yang relevan. Atkins dan Dyl, (1990) dan Park, (1995) menunjukkan bahwa fenomena *price reversal* yang terjadi dalam jangka pendek terhadap harga saham-saham yang sebelumnya mengalami peningkatan secara signifikan atau tingkat *return* harian positif dan signifikan (*winner*). Temuan-temuan ini mengarahkan pada kesimpulan bahwa pasar telah terjadi reaksi pasar secara berlebihan.

Karakteristik perusahaan seperti ukuran perusahaan (*firm size*) menurut Zarowin (1990), jika dihubungkan dengan *abnormal return* masing-masing saham, dapat dinyatakan sebagai suatu anomali dalam pasar yang efisien karena dianggap bahwa tidak ada seorang pun investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi tentang karakteristik perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) menemukan bukti adanya *size effect*, di mana *return* yang lebih tinggi ditemukan pada saham-saham perusahaan kecil.

Zarowin (1990) pada dasarnya mengindikasikan bahwa pengaruh dari reaksi yang berlebihan dalam jangka panjang tidaklah sama dengan pengaruh reaksi berlebihan dalam jangka waktu pendek. Ini merupakan anomali tersendiri. Dimana *Loser* secara signifikan mengungguli *winner*. Reaksi berlebihan jangka pendek harus dikembangkan dengan memasukkan anomali seperti *size effect*, *January effect*, dan *price earning (P/E) effect*. Dalam penelitian selanjutnya, 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.

Atkins dan Dyl (1990) telah melakukan pengujian mengenai reaksi berlebihan jangka pendek dan perilaku *return* saham setelah satu hari perubahan harga saham yang signifikan. Mereka menggunakan model analisis berupa *Mean Adjusted Return* dan *Market Adjusted Return*. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perubahan harga yang terjadi merupakan suatu bentuk reaksi berlebihan. Sedangkan Cox dan Peterson (1994) menguji perilaku *return* sekuritas yang mengikuti penurunan yang signifikan 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. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *bid-ask spread* dan derajat likuiditas pasar menjelaskan *price reversal* dalam jangka pendek. Mereka tidak menemukan adanya korelasi antara hipotesis reaksi berlebihan dengan *price reversal*.

Selanjutnya, penelitian yang berkaitan dengan *market overreaction*, *size effect*, dan *bid ask spread* dilakukan oleh Permanasari (2010) terhadap saham-saham yang diperdagangkan di BEI selama tahun 2009. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham *loser* mengalami pembalikan yang signifikan pada sehari setelah *event-date* dan saham *winner* tidak mengalami *price reversal*. Selanjutnya, penelitian ini juga menemukan bahwa baik pada saham *winner* maupun *losers*, *firm size*, *bid-ask spread* dan *overreaction* berpengaruh terhadap pembalikan harga.

KAJIAN PUSTAKA

Hipotesis Pasar Efisien

Fama (1991) mendefinisikan pasar yang efisien bahwa jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Penekanannya terletak pada dua aspek; yaitu *fully reflect* dan *information available*. *Fully reflect* menunjukkan harga-harga sekuritas dapat mencerminkan informasi yang ada secara akurat. Pasar dikatakan efisien menurut Fama, jika dengan menggunakan informasi yang tersedia (*information available*) investor-investor secara akurat dapat mengekspektasi harga sekuritas yang bersangkutan. Selanjutnya, pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Secara umum, efisiensi pasar merupakan hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi (Beaver, 1989)

Pengaruh Informasi terhadap Harga Saham

Seberapa cepat dan benar informasi ini diserap oleh harga sekuritas ditentukan oleh tingkat efisiensi pasar modal (Kusumawardhani, 2001). Dalam pasar yang kompetitif, keseimbangan harga suatu aset ditentukan oleh penawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Keseimbangan harga 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 kemungkinan terjadi pergeseran kepada keseimbangan harga yang baru sangat besar keseimbangan harga ini akan terus bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru (Jogiyanto, 2008). Dalam pasar efisien, perilaku harga sekuritas akan berfluktuasi secara *random* di sekitar nilai sebenarnya. Hal ini disebabkan karena informasi dapat ditangkap oleh investor secara jelas, sehingga tidak terjadi kesalahan penetapan harga. Apabila

estimasi investor terhadap nilai sesungguhnya saham benar dan konsisten antara pembeli dan penjual, maka harga saham akan berfluktuasi dalam batas tertentu dari nilai sesungguhnya. Perbedaan pendapat yang lebih besar terhadap nilai saham sesungguhnya bisa menyebabkan penyimpangan harga yang lebih besar. Di samping itu, harga sekuritas di dalam pasar efisien akan merespon informasi segera setelah informasi diterima.

Informasi merupakan faktor utama terhadap perubahan suatu harga saham. Adanya perubahan informasi yang diterima oleh para pelaku pasar akan mempengaruhi tindakan mereka dalam berinvestasi di pasar modal. Para pelaku pasar cenderung menitikberatkan informasi terkini dan mengabaikan informasi di masa lalu. Sehingga bila ada informasi negatif yang berkaitan dengan saham-saham yang dimiliki investor, investor akan melakukan penjualan besar-besaran terhadap saham yang dimiliki. Penjualan tersebut akan menyebabkan terjadinya perubahan harga yang tajam dan dalam waktu yang singkat. Hal ini mengindikasikan pemikiran investor yang tidak rasional. Seiring berjalannya waktu, ketika para investor sadar bahwa reaksi mereka berlebihan dalam menanggapi informasi-informasi tersebut, maka secara perlahan-lahan terjadi *price reversal* saham tersebut (Benou dan Richie, 2003).

a) 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 (2000), anomali pasar modal 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 (DeBondt dan Thaler, 1985): (a) *Price earning (P/E) effect* adalah anomali di mana saham dengan P/E rendah menunjukkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi (Jones, 2000), (b) *Size effect* adalah anomali di mana *risk adjusted return* dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi dari perusahaan dengan ukuran besar (Jones, 2000), (c) *January effect* merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham-saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan yang lalu (Jones, 2000), (d) *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 (Jones, 2000), (e) *Reversal effect* merupakan 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.

(b) Price Reversal (Pembalikan Harga)

Pembalikan harga didefinisikan sebagai perubahan arah yang tiba-tiba dari harga suatu saham, indeks, komoditas, atau *derivative security*. Pembalikan ini terjadi karena adanya permintaan/penawaran yang berlebih sehingga terjadi perubahan terhadap kecenderungan yang selama ini telah terbentuk. Indikator lainnya adalah volume. Volume ini bergerak searah *trend*. Bila volume bertambah

tinggi maka *trend* harga yang sekarang terjadi (turun/naik) kemungkinan besar akan tetap berlanjut, akan tetapi bila volume perdagangan menurun maka *trend* harga yang sekarang kemungkinan besar akan berubah (terjadi pembalikan).

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 (DeBondt dan Thaler, 1985). Anomali ini pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler tahun 1983 yang menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* adalah hipotesis *market overreaction*. Hipotesis ini menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi (*overreaction*), sehingga harus dilakukan koreksi harga. Dalam anomali, saham yang ada di pasar mengalami penilaian harga yang tidak wajar dari para investor, sehingga pada saat investor menerima informasi buruk, harga saham dinilai terlalu rendah yang menghasilkan *abnormal return* yang bernilai negatif (disebut saham *loser*). Begitu juga sebaliknya pada saat investor menerima informasi baik, harga saham dinilai terlalu tinggi yang menghasilkan *abnormal return* yang bernilai positif (disebut sebagai saham *winner*).

Dalam anomali *winner-loser* adalah suatu anomali yang telah diperkenalkan penerapan strategi investasi *contrarian*, yaitu strategi yang menyarankan untuk membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham yang dimiliki yang telah menjadi *winner* karena saham-saham *loser* dalam jangka panjang akan memberikan keuntungan melebihi saham-saham yang sebelumnya adalah saham *winner*. Dengan kata lain, adanya anomali *winner-loser* di pasar modal memungkinkan investor melakukan strategi membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner* sehingga investor dapat memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan.

Keberadaan informasi sangat berpengaruh dalam pergerakan harga saham, dan dalam pasar yang efisien suatu perubahan harga saham akan bergerak menuju harga keseimbangan baru. Perubahan harga saham yang diikuti pembalikan arah harga dapat dikatakan sebagai indikasi ketidakefisienan pasar (Jogiyanto, 2008). Hasil penelitian-penelitian sebelumnya, ditemukan beberapa faktor yang menyebabkan terjadinya fenomena *price reversal*. Atkins dan Dyl (1990) menyimpulkan bahwa fenomena *price reversal* merupakan suatu bentuk reaksi berlebihan sedangkan Zarowin (1990) menyimpulkan bahwa fenomena ini muncul karena pengaruh *firm size* dan bukanlah karena reaksi berlebihan. Selanjutnya menurut Cox dan Peterson (1994) bahwa *bid-ask spread* dan derajat likuiditas menjelaskan fenomena *price reversal*.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Price Reversal*

Overreaction Hypothesis anomali *overreaction* diperkenalkan pertama kali oleh DeBondt dan Thaler (1985), dengan menemukan adanya pembalikan *return* saham di mana saham-saham yang merupakan saham *loser* akan menunjukkan kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan saham-saham yang sebelumnya merupakan saham *winner*. *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*).

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). *Overreaction* mengacu pada hasil penelitian aplikasi psikologi yang mengatakan bahwa manusia cenderung berlebihan (*overreact*) terhadap berita atau *event* yang bersifat dramatik (Sukmawati dan Hermawan, 2003). Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang jelek.

Selanjutnya, *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). 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. Adanya *overreaction* di pasar modal menimbulkan beberapa implikasi bagi investor, seperti; (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*.

Faktor lain yang mempengaruhi *price reversal* adalah ukuran perusahaan atau *firm size* yaitu sebagai hasil perkalian antara harga saham per lembar dengan jumlah saham yang beredar pada periode tertentu. Menurut Zarowin (1990) *firm size* didefinisikan sebagai ukuran perusahaan atau nilai pasar dari ekuitas perusahaan.

Selanjutnya Banz (1981) menemukan kecenderungan saham-saham perusahaan kecil mempunyai *return* yang lebih tinggi dibanding saham-saham perusahaan besar. Investasi pada saham perusahaan kecil menghasilkan *return* yang lebih besar secara signifikan dibandingkan dengan *return* investasi pada perusahaan besar. Dengan kata lain, *return* perusahaan kecil cenderung relatif besar dibandingkan *return* perusahaan besar. Oleh karena itu, jika seseorang mempertimbangkan efek ukuran perusahaan dalam *return* saham, mereka akan mengarahkan kepada *small firm effect*.

Harga pasar merupakan harga yang paling mudah diketahui karena harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jika pasar bursa efek sudah tutup, maka harga pasarnya adalah harga penutupannya/*closing price*. Jadi harga pasar inilah yang menyatakan naik turunnya suatu saham. Jika harga pasar ini dikalikan dengan jumlah saham yang

diterbitkan/*outstanding shares* maka akan didapatkan nilai pasar atau nilai kapitalisasi pasar (*market value or market capitalization*). Kapitalisasi pasar merupakan nilai dari saham perusahaan yang beredar di pasar. Nilai perusahaan berbeda dengan nilai aset perusahaan, sehingga kapitalisasi pasar sebuah perusahaan tidak menggambarkan nilai aset perusahaan. Kapitalisasi pasar sangat mungkin nilainya lebih besar atau lebih kecil dari nilai aset perusahaan. Nilai kapitalisasi pasar perusahaan dapat dan selalu berubah dari waktu ke waktu, baik naik ataupun turun. Jika harga saham naik, berarti nilai perusahaan itu naik dan sebaliknya jika harga turun berarti nilai perusahaan itu turun. Kapitalisasi pasar dari saham-saham yang diperdagangkan dipasar modal dibagi dalam tiga kelompok berdasarkan kapitalisasinya, yaitu: kapitalisasi besar, kapitalisasi sedang dan kapitalisasi kecil. Saham yang berkapitalisasi besar merupakan saham-saham yang nilai kapitalisasinya lebih besar atau sama dengan 5 triliun Rupiah. Pada umumnya saham yang mempunyai nilai kapitalisasi besar menjadi incaran para investor untuk investasi jangka panjang karena menggambarkan potensi pertumbuhan perusahaan yang bagus serta memiliki resiko yang rendah (Ang, 2000).

Bid-ask Spread merupakan faktor lain yang mempengaruhi *price reversa*. *Bid-ask Spread* diartikan sebagai selisih harga beli tertinggi yang *trader* (pedagang saham) bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah yang *trader* bersedia menjual saham tersebut (Stoll, 1989). Secara konseptual *bid-ask spread* adalah kompensasi ekonomi yang diberikan kepada *market maker* atas pelayanan/jasanya. *Bid-ask spread* dibedakan menjadi dua macam yaitu : *quoted spread*, dan *effective spread/realized spread*, (Stoll, 1989). *Bid-ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yang berasal dari pemilikan saham (*inventory holding*), pemrosesan pesanan (*order processing*), dan Asimetri informasi.

Faktor lain adalah Likuiditas Saham. Likuiditas saham menggambarkan mobilitas saham yang dipicu oleh frekuensi transaksi perdagangan saham dimana semakin tinggi frekuensi transaksi perdagangan suatu saham semakin tinggi tingkat likuiditas saham tersebut, kemudian fluktuasi harga saham, yaitu berupa kenaikan harga saham (apresiasi) atau penurunan harga saham (depresiasi). Apresiasi menyebabkan peningkatan pada likuiditas saham, sedangkan depresiasi berdampak pada penurunan tingkat likuiditas saham. Kesulitan faktor ini untuk dijadikan sebagai ukuran likuiditas saham adalah fluktuasi harga saham yang tidak menentu dalam waktu yang tidak ditentukan, sehingga pengukurannya lebih rumit dan sulit, apalagi jika harus mengukur likuiditas saham perusahaan untuk banyak periode.

Hubungan *Overreaction Hypothesis* dengan *Price Reversal*

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). *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. Semakin rendah pengetahuan investor terhadap efek dari informasi baru, maka semakin besar kecenderungan terjadi *overreaction*.

Semakin tajam penurunan/kenaikan harga saham tersebut, maka akan semakin besar pula pembalikan harganya (DeBondt dan Thaler, 1985). Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis 1: Terdapat hubungan antara reaksi berlebihan (*overreaction*) dari investor dengan fenomena *price reversal*.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Price Reversal*

Ukuran perusahaan (*firm size*) didefinisikan sebagai hasil perkalian antara harga saham per lembar dengan jumlah saham yang beredar pada periode tertentu. Menurut Zarowin (1990) *firm size* didefinisikan sebagai ukuran perusahaan atau nilai pasar dari ekuitas perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, biasanya informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak.

Dalam kaitannya dengan fenomena *price reversal*, semakin besar ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin kecil pada hari pembalikan harga. Sedangkan semakin kecil ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin besar pada hari pembalikan harga. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis 2: Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*.

Pengaruh *Bid-Ask Spread* terhadap *Price Reversal*

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). Secara konseptual *bid-ask spread* adalah kompensasi ekonomi yang diberikan kepada *market maker* atas pelayanan/jasanya. Kusumawardhani (2001) menjelaskan bahwa besarnya *bid-ask spread* mencerminkan resiko sebuah saham, semakin besar *spread* mencerminkan biayamakin besar yang pada akhirnya akan menurunkan minat investor pada saham tersebut. Dalam kondisi pasar modal yang efisien, di mana harga menyesuaikan secepat 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.

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*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis 3 : *Bid-ask spread* berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*.

Pengaruh Likuiditas Saham terhadap *Price Reversal*

Likuiditas saham diartikan sebagai ukuran jumlah transaksi suatu saham tertentu dengan volume perdagangan saham di pasar modal dalam periode tertentu. Jadi semakin likuid saham berarti jumlah atau frekuensi transaksi semakin tinggi, hal tersebut menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi. Minat yang tinggi dimungkinkan karena saham yang likuiditasnya tinggi memberikan kemungkinan lebih tinggi untuk mendapatkan *return* dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah, sehingga tingkat likuiditas saham biasanya akan mempengaruhi harga saham yang bersangkutan.

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 *price reversal*. Besarnya *return* pembalikan tergantung pada elastisitas harga jangka pendek. Semakin likuid suatu saham, dalam arti mudah untuk ditransaksikan, maka derajat pembalikan harga yang terjadi akan semakin cepat (Cox dan Peterson, 1994). Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis 4: Likuiditas saham berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, yaitu selama tahun 2007-2010. Dengan mendasarkan pada *Indonesian Capital Market Directory*, diperoleh jumlah keseluruhan populasi yang terdiri dari 413 perusahaan. Sampel penelitian ini adalah 30 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan pendekatan *non probably random sampling* dengan metode penelitian sampel bertujuan (*purposive sampling*) yang didasarkan pada pemilihan sampel menurut pertimbangan (*judgement sampling*). Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah: Saham-saham perusahaan *go public* yang aktif diperdagangkan di BEI secara berturut-turut selama awal 2007 sampai dengan akhir 2010. 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, 2002). Kemudian, data saham perusahaan yang termasuk sampel selama periode pengamatan harus tersedia. Terakhir *sample winner* diambil berdasarkan saham yang mengalami kenaikan harga harian paling besar pada hari kemungkinan terjadinya kenaikan harga saham secara besar-besaran. Sedangkan *sample loser* diambil berdasarkan saham yang mengalami penurunan harga harian paling besar pada hari kemungkinan terjadinya penurunan harga saham secara besar-besaran.

Operasional Variabel dan Pengukurannya

Dalam penelitian ini digunakan dua bentuk variabel yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel Dependen yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen/bebas. *Price Reversal* adalah variabel dependen yang merupakan fenomena perubahan arah harga saham setelah terjadinya suatu perubahan besar dalam harga saham baik berupa kenaikan maupun penurunan harga saham (DeBondt dan Thaler, 1985). Dalam model penelitian ini, untuk menentukan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap terjadinya *price reversal*, maka variabel dependen ini diwakili oleh *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Rumus CAR menurut Jogiyanto (2008) adalah sebagai berikut :

$$CAR_{i,t} = \sum_{\alpha=t-3}^t AR_{i,\alpha}$$

$CAR_{i,t}$ adalah *cumulative abnormal return* saham ke-i pada hari/periode ke-t, yang diakumulasi dari *abnormal return* saham i mulai dari awal periode peristiwa sampai periode ke-t, sedangkan $AR_{i,t}$ adalah *abnormal return* saham i pada hari t.

Selanjutnya adalah variabel independen yaitu *Overreaction*, yaitu reaksi yang berlebihan dari investor terhadap harga saham, karena adanya suatu informasi baik atau buruk (DeBondt dan Thaler, 1985). Reaksi investor yang berlebihan terhadap

harga saham dapat dikenali melalui besarnya arah *price reversal* terhadap perubahan harga yang terjadi sebelumnya dan ada tidaknya informasi yang mendahului terjadinya kenaikan/penurunan harga saham. Korelasi antara *abnormal return* pada saat terjadinya *price reversal* dengan *abnormal return* pada saat kenaikan/penurunan harga secara besar-besaran akan menunjukkan hubungan keberadaan reaksi investor yang berlebihan dengan peristiwa *price reversal*. Rumus *abnormal return* menurut Jogiyanto (2008) yakni : *Abnormal Return* pada $t=0$ ($AR_{i,t=0}$), dimana $AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t}$, $AR_{i,t}$ merupakan *Abnormal Return* Saham ke-i pada periode ke-t, dan $R_{i,t}$ adalah *Actual Return* Saham ke-i pada periode ke-t, sedangkan $ER_{i,t}$ adalah *Expected Return* Saham ke-i pada periode ke-t.

Variabel independen lainnya adalah ukuran perusahaan (*firm size*) didefinisikan sebagai nilai pasar dari ekuitas perusahaan (Zarowin, 1990). Ukuran perusahaan = Harga saham x volume saham yang beredar, berikutnya adalah *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). Variabel yang akan digunakan untuk menguji pengaruh efek *bid-ask* terhadap fenomena *price reversal* yaitu *average relative bid-ask spread* (Park, 1995). *Average relative bid-ask spread* merupakan perbandingan antara *absolute bid-ask spread* dengan *mid-poin bid-ask spread*. *Absolut bid-ask spread* merupakan perbedaan antara *closing bid-price* dengan *closing ask price*. *Midpoint bid-ask* merupakan nilai tengah dari harga *bid-ask*.

$$\text{Average Relative Bid-ask Spread} = \frac{\text{Absolute bid - ask spread}}{\text{Mid poin bid - ask}}$$

Variable independen yang terakhir adalah likuiditas saham, dimana likuiditas saham merupakan volume perdagangan saham yang terjadi di pasar modal (Cox dan Peterson, 1994). Likuiditas saham = volume penjualan saham.

Metode Analisis Data

Mengidentifikasi Hari Peristiwa ($t = 0$)

Penentuan awal hari peristiwa terjadinya perubahan harga secara besar-besaran baik berupa kenaikan maupun penurunan harga saham dilakukan dengan mengacu pada perubahan IHSG sebagai indikator awal adanya perubahan harga secara besar-besaran yang diikuti oleh pembalikan ke arah yang berlawanan (*price reversal*). Penentuan $t=0$ untuk peristiwa kenaikan harga secara besar-besaran dilakukan dengan memilih kejadian positif yang bernilai paling besar, sedangkan penentuan $t=0$ untuk peristiwa penurunan harga secara besar-besaran dilakukan dengan memilih kejadian negatif yang bernilai paling rendah. Hari peristiwa ($t = 0$) ditentukan berdasarkan tingkat besarnya perubahan (kenaikan/penurunan) dengan menghindari terjadinya *overlapping* dari masing-masing periode perhitungan dan pengamatan terhadap tiap-tiap hari peristiwa. Jika terjadi *overlapping*, maka hari peristiwa digantikan dengan hari lain yang memiliki tingkat perubahan indeks harga yang lebih rendah. Selama periode penelitian ditentukan dua hari peristiwa yang terdiri dari peristiwa kenaikan harga dan peristiwa penurunan harga.

Mengidentifikasi Terjadinya *Price Reversal*

Langkah-langkah untuk mengidentifikasi terjadinya *price reversal* dalam penelitian ini pertama mengidentifikasi peristiwa perubahan besar harga saham harian ($t = 0$) untuk menentukan sampel saham *winner* dan *loser*, kemudian mengidentifikasi adanya perubahan arah harga saham setelah perubahan besar harga saham harian. Identifikasi ini dapat dilakukan dengan melihat *average*

abnormalreturn 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 Wibowo dan 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). Adapun proses teknik analisis datanya dapat dijelaskan sebagai berikut :

- Menghitung *return* saham harian masing-masing saham selama periode

$$\text{penelitian dengan rumus: } R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$ tidak lain adalah *Actual Return* Saham ke- i pada periode ke- t , kemudian $P_{i,t}$ adalah Harga saham i pada periode t , dan $P_{i,t-1}$ adalah Harga saham i pada periode $t-1$.

- Menentukan angka *expected return* dengan *market adjusted model* dengan rumus $ER_{i,t} = R_{m,t} \dots \dots \dots$ [*Expected Return = Market Return (Return Pasar)*]

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

$R_{m,t}$ adalah *Return* Pasar pada periode ke- t , kemudian $IHSG_t$ adalah *composite index* saham pada waktu ke- t , dan $IHSG_{t-1}$ *composite index* saham pada waktu ke- $t-1$.

- Menghitung *Abnormal Return* dari *closing price* harian masing-masing saham dengan rumus : $AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t}$

$AR_{i,t}$ adalah *Abnormal Return* Saham ke- i pada periode ke- t , dan $R_{i,t}$ merupakan *Actual Return* Saham ke- i pada periode ke- t , kemudian $ER_{i,t}$ adalah *Expected Return* Saham ke- i pada periode ke- t .

- Menghitung *Cumulative Abnormal Return* dengan rumus : $CAR_{i,t} = \sum_{\alpha=t-5}^t AR_{i,\alpha}$
 $CAR_{i,t}$ adalah *Cumulative Abnormal Return* saham ke- i pada hari/periode ke- t , yang diakumulasi dari *abnormal return* saham i mulai dari awal periode sampai hari/periode ke- t , kemudian $AR_{i,t}$ dilambangkan sebagai *Abnormal Return* saham i pada hari t .

- Menghitung *Average Abnormal Return*. Dengan rumus $AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n}$
 AAR_t adalah *Average Abnormal Return* pada periode ke- t , selanjutnya $AR_{i,t}$ adalah *Abnormal Return* saham i pada periode ke- t , dan n merupakan Jumlah saham yang diteliti.

- Menghitung *Cumulative Average Abnormal Return* . $CAAR_t = \left[\frac{\sum_{t=1}^{t-1} CAR_t}{n} \right]$
 $CAAR_t$ adalah *Cumulative Average Abnormal Return* (akumulasi rata-rata *return* tidak normal) saham pada hari t , dan AAR_t adalah *Average Abnormal Return* saham i pada hari t . seterusnya n merupakan Jumlah saham yang diteliti.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian Data

Tampilan grafik normal plot adalah untuk menjelaskan saham *winner* dan saham *loser*, titik-titik dari grafik terbentuk menyebar di sekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hasil ini menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas. Sedangkan hasil uji Multikolinearitas diperoleh nilai *tolerance* dan nilai VIF pada saham *winner* yang diperoleh berdasarkan output program SPSS 16, tidak terjadi multikolinearitas. Hal yang sama juga terjadi pada saham *loser*. Dari hasil analisis data diperoleh bahwa seluruh nilai *tolerance* pada saham *winner* dan *loser* lebih besar dari 0,10 serta memiliki nilai VIF di bawah 10. Nilai terkecil dari *tolerance value* adalah 0.949 yang lebih besar dari 0,10. Nilai terbesar dari VIF adalah 3,045 yang jauh lebih kecil dari 10. Dari angka-angka tersebut disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas sehingga persamaan regresi layak digunakan. Begitu pula hasil Uji Autokorelasi, bahwa nilai DW terletak di antara -2 sampai +2 yang berarti tidak terdapat autokorelasi. Berikutnya, Uji Heterokedastisitas berdasarkan *scatterplot*, dapat diketahui bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini bebas heterokedastisitas, karena titik-titik pada grafik *scatterplot* tidak menunjukkan pola tertentu (menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y).

Hasil Penelitian

Hubungan Reaksi Investor Berlebihan dengan Fenomena *Price Reversal*.

Saham *Winner*

Tabel 1 menunjukkan korelasi negatif antara AR=0 dengan CAR=7 bernilai -0,260. dengan *p-value* > 0.05 (0,268 > 0.05). artinya tidak terdapat reaksi berlebihan dari investor yang menyebabkan terjadinya fenomena *price reversal* di BEI.

Tabel 1
Korelasi Saham *Winner*

		AR	CAR_7
AR	Pearson Correlation	1	-.260
	Sig. (2-tailed)		.268
	N	20	20
CAR_7	Pearson Correlation	-.260	1
	Sig. (2-tailed)	.268	
	N	20	20

Sumber : Data olahan dari output SPSS.

Saham *Losser*

Tabel 2 menunjukkan korelasi negatif antara AR=0 dengan CAR=2 bernilai -0,483. Dengan *p-value* sebesar 0,031 artinya terdapat reaksi berlebihan dari investor yang menyebabkan terjadinya fenomena *price reversal*. Korelasi yang negatif antara *abnormal return* dan CAR menunjukkan bahwa *return* positif yang makin besar pada hari tertentu akan diikuti *return* negatif yang besar pada hari berikutnya dan sebaliknya. Dengan demikian, reaksi berlebihan (*overreaction*) hanya terjadi pada saham *loser*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Wibowo dan Sukarno (2004) serta Permanasari (2010) yang menyatakan bahwa *market overreaction* berpengaruh signifikan pada saham *loser*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan DeBondt dan

Analisis *Overreaction Hypothesis* dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Bid-Ask Spread* dan Likuiditas Saham terhadap Fenomena *Price Reversal* (Elline Yull & Kirmizi)

Thaler (1985), Park (1995), dan Susiyanto (2002) yang menyatakan bahwa terdapat reaksi berlebihan dalam fenomena *price reversal* di BEI. Maka dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima yaitu terdapat hubungan (korelasi) antara reaksi berlebihan (*overreaction*) dari investor dengan fenomena *price reversal* di BEI.

Tabel 2
Hasil Uji Korelasi Saham *Losser*

		AR	CAR_2
AR	Pearson Correlation	1	-.483 [*]
	Sig. (2-tailed)		.031
	N	20	20
CAR_2	Pearson Correlation	-.483 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	.031	
	N	20	20

Sumber :Data olahan dari output SPSS.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Fenomena *Price Reversal*

Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa pada hari (t+7), *size* saham *winner* memiliki nilai t_{hitung} 0.751 dan $p\ value$ 0.464. Nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\ value < 0.05$. Untuk saham *loser*, pada hari (t+2), *size* saham *loser* memiliki nilai t_{hitung} 0.371 dan $p\ value$ 0.715. Nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\ value < 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*.

Tabel 3
Uji t Ukuran Perusahaan

Size Winner			Size Losser		
Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value
t+1	0.961	0.351	t+1	0.020	0.984
t+2	-0.709	0.489	t+2	0.371	0.715
t+3	0.149	0.883			
t+4	0.292	0.774			
t+5	0.999	0.333			
t+6	1.552	0.140			
t+7	0.751	0.464			

Sumber :Data olahan (2012).

Tabel 4
Uji t *Bid-Ask Spread*

Bid-Ask Winner			Bid-Ask Losser		
Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value
t+1	-0.552	0.588	t+1	-0.422	0.679
t+2	0.421	0.679	t+2	-0.536	0.599
t+3	0.572	0.575			
t+4	-0.482	0.637			
t+5	-0.972	0.345			
t+6	-0.384	0.706			
t+7	0.377	0.711			

Sumber :Data olahan output SPSS.

Pengaruh *Bid-Ask Spread* terhadap Fenomena *Price Reversal*

Tabel 4 menunjukkan bahwa pada hari (t+7), *bid-ask* saham *winner* memiliki nilai t_{hitung} 0.377 dan $p\ value$ 0.711. Nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\ value < 0.05$. Untuk saham *losser*, pada hari (t+2), *bid-ask* saham *losser* memiliki nilai t_{hitung} -0.536 dan $p\ value$ 0.599. Nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\ value < 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa *bid-ask spread* tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Park (1995) yang menyatakan *return* saham setelah perubahan besar harga tidak sepenuhnya dijelaskan oleh pergerakan sistematis dalam harga penutupan transaksi antara harga *bid* dan *ask*. Perilaku harga jangka pendek merupakan bukti reaksi berlebihan pasar.

Pengaruh Likuiditas Saham terhadap Fenomena *Price Reversal*

Dari Tabel 5, dapat diketahui bahwa pada hari (t+7) likuiditas saham *winner* memiliki nilai t_{hitung} 0.646 dan $p\ value$ 0.528. Nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\ value < 0.05$. Untuk saham *losser*, pada hari (t+2), likuiditas saham *losser* memiliki nilai t_{hitung} 0.221 dan $p\ value$ 0.828. Nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\ value < 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*. Ketidakkonsistenan terjadi dari hasil penelitian terdahulu yang dilakukan di luar negeri disebabkan oleh kondisi pasar modal Indonesia dengan kondisi pasar modal di luar negeri dalam kaitannya dengan tingkat efisiensi pasar modal (Kusumawardhani, 2001). Di samping itu, krisis ekonomi global tahun 2007-2008 dan pergolakan yang banyak terjadi di Indonesia juga memungkinkan terjadinya bias hasil penelitian karena dapat dipastikan bahwa investor cenderung menilai saham berdasarkan informasi-informasi yang lebih mencerminkan kondisi negara Indonesia dan bukan informasi yang mencerminkan kondisi pasar modal itu sendiri.

Tabel 5
Uji t Likuiditas Saham

<i>Likuiditas Saham Winner</i>			<i>Likuiditas Saham Losser</i>		
Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value
t+1	-0.163	0.873	t+1	-0.994	0.335
t+2	1.947	0.069	t+2	0.221	0.828
t+3	0.756	0.461			
t+4	-0.970	0.346			
t+5	-0.447	0.661			
t+6	0.590	0.563			
t+7	0.646	0.528			

Sumber : Data olahan output SPSS

Koefisien Determinasi

Tabel 6 menunjukkan bahwa nilai R^2 saham *winner* pada t+7 adalah 11.3%. Hal ini berarti sekitar 11,4% saja varian pada CAR yang dapat dijelaskan oleh ukuran perusahaan (*firm size*), *bid-ask spread*, dan likuiditas saham. Sedangkan sisanya sebesar 88.7% dijelaskan oleh faktor lain di luar variable-variabel independen tersebut. Sedangkan untuk saham *losser*, besarnya R^2 pada t+2 hanya 3.9% yang berarti masih ada sekitar 96,1% fenomena *price reversal* yang dijelaskan oleh faktor lain di luar variable-variabel independen tersebut. Menurut Kusumawardhani (2001), faktor-faktor lain yang dimungkinkan berpengaruh kuat terhadap terjadinya *price reversal* saham berasal dari faktor-faktor makro seperti kurs dan kondisi pasar, karena kedua informasi tersebut berkaitan dengan kondisi makro secara langsung maupun tidak langsung yang dapat mempengaruhi keputusan investor untuk menjual atau membeli saham atau tidak melakukan perdagangan sama sekali.

Tabel 6
Koefisien Determinasi

<i>Winner</i>					<i>Losser</i>				
Waktu	R	R ²	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Waktu	R	R ²	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
t+1	0.281	0.790	-0.094	0.545	t+1	0.328	0.108	-0.060	0.315
t+2	0.446	0.199	0.048	0.075	t+2	0.198	0.039	-0.141	0.164
t+3	0.291	0.850	-0.087	0.236					
t+4	0.274	0.750	-0.099	0.074					
t+5	0.268	0.720	-0.102	0.037					
t+6	0.488	0.238	0.096	0.199					
t+7	0.336	0.113	-0.053	0.093					

Sumber :Data olahan output SPSS

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini, dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan antara reaksi berlebihan dari investor dengan fenomena *price reversal*. Korelasi yang negatif antara *abnormal return* pada hari t=0 dengan CAR pada hari t+2 pada saham *losser* menunjukkan bahwa peristiwa yang terjadi pada t=0 merupakan sikap investor yang bereaksi secara berlebihan dalam menilai saham, namun ukuran perusahaan (*firm size*) tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal* pada perusahaan yang *go public*. Kemudian, *bid-ask spread* tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal* pada perusahaan yang *go public*. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa likuiditas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal* pada perusahaan yang *go public*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardi, Azhar, Kiryanto, dan Dista Amalia. 2008. Over Reaksi Pasar terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi ke 11*, Pontianak, Mei 2008.
- 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.
- Banz, R.W. 1981. The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics* 9, 3-18.
- Beaver, W.H., 1989. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Englewood Cliffs: NJ: Prentice-Hall Inc., second edition.
- Benou, G. and Nivine Richie. 2003. The Reversal of Large Stock Price Declines: The Case of Large Firms. *Journal of Economics and Finance*.
- 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. 1994. *Stock Returns Following Large One Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance*. *The Journal of Finance*, March, Vol. XLIII, No. 1, 255-267.
- DeBondt, W dan R Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40, 739-805.
- Dissanaike, Gishan. 1997. Do Stock Market Investors Overreact?. *Journal of Business & Accounting*, 24, 27-49.
- Elton, E.J. dan Gruber. 2005. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 6th Edition*. Canada : John Wiley and Sons Inc.
- Jogiyanto, H.M. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Ketiga*. Yogyakarta : BPF.
- Jones, Charles P. 2000. *Investment Analysis and Management*. New Hampshire : John Wiley & Sons Inc.
- Kusumawardhani, Srihartati. 2001. Analisis Reaksi Berlebihan, Efek Bid-Ask, Firm Size, dan Likuiditas dalam Fenomena Price Reversal di Bursa Efek Jakarta. *Tesis UNDIP*. Semarang.
- 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.
- Permanasari, Oky. 2010. Analisis Pengaruh Market Overreaction, Size Effect, dan Bid Ask Spread terhadap Price reversal (Studi pada Saham-Saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama Tahun 2009). *Jurnal Jakarta*, 2010.
- 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.
- Sukmawati, dan Daniel Hermawan. 2003. Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomali Saham – Saham Sektor Manufaktur Di BEJ. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*, Februari, Vol. 2, No. 1: 57 – 76.
- Susiyanto, dan Muhammad F. 2002. *Market's Overreaction in Indonesian Stock Market*. Dalam Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, Yogyakarta: BPF.
- Stoll. 1989. Inferring the Components of the Bid-Ask Spread : Theory and Empirical Tests. *Journal of Finance*, March, Vol 44 : 115-134.
- Undang-Undang Republik Indonesia No.8 Tahun 1995, *tentang Pasar Modal*.
- Wibowo, Agus dan Agus Sukarno. 2004. *Reaksi Pasar Berlebihan dan Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Price reversal 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.