

ANALISIS *OVERREACTION*, *FIRM SIZE* DAN *LIKUIDITAS* SAHAM PADA SAHAM *SYARIAH* DAN *NONSYARIAH* DI *BURSA EFEK INDONESIA*

Agus Riyanto

Zaenal Arifin

zaenalarifin.fe@uii.ac.id

Program Studi Manajemen Universitas Islam Indonesia

ABSTRACT

Capital markets are not always efficient. The phenomenon that is contrary to the concept of efficient capital markets such as overreaction are found in a number of capital markets of developed countries. This study test the overreaction phenomenon in Indonesia Stock Exchange (IDX) by including variables firm size and stock liquidity. This study also analyzes the phenomenon of overreaction on Islamic stock and compared with the non-Islamic stocks. Overreaction size in this study is that when there is a change in the extreme prices (more than 5%) in one and two-day trading. The sample used is the stock in the period 2010-2012.

The results showed that there was overreaction on Islamic stocks that experienced loser and non-Islamic stocks experienced winners. Liquidity factor has a significant effect on the occurrence of either overreaction in the islamic stock and non-Islamic stock. While firm size only influencing the occurrence of overreaction on Islamic stock and does not affect the occurrence of overreaction in non-Islamic stock.

Keywords: overreaction, firm size, stock liquidity, islamic stocks, non-Islamic stocks

PENDAHULUAN

Banyak penelitian mengenai terjadinya fenomena *price reversal* merujuk pada hipotesis *overreaction*. *Overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi baru. Penelitian yang dilakukan Bayuadjie (1998) menyebutkan bahwa, fenomena *price reversal* mempunyai pola yang sama dengan *reversal effect (anomaly winner-loser)*. Menurut Atkins dan Dyl (1990) *price reversal* yang terjadi merupakan akibat dari reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*), dimana pembalikan tersebut sebagai koreksi atas reaksi berlebihan yang dilakukan investor. Penelitian yang dilakukan Nurhidayah (2009) menunjukkan bahwa *overreaction* dapat terjadi pada saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index (JII)* atau saham-saham *syariah*.

Perubahan harga saham selain dipengaruhi oleh informasi yang diterima para investor, juga dipengaruhi faktor-faktor lain seperti *firm size* yang menunjukkan nilai pasar dari ekuitas perusahaan dan *likuiditas* saham (volume penjualan). Penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990), menemukan bahwa *size* saham *loser* umumnya lebih kecil dari *size* saham *winner* dan menyimpulkan fenomena *price reversal* muncul karena pengaruh *firm size* dan bukanlah reaksi berlebihan. Hal tersebut mungkin dikarenakan adanya pengaruh *size effect*. Jones (2000) *size effect*, menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* yang lebih besar memiliki *risk adjusted return* yang lebih kecil dan perusahaan dengan *size* lebih kecil memiliki *risk adjusted return* yang lebih besar. Bodie *et al* (2008) menyebutkan bahwa

saham-saham kecil dan kurang dianalisa termasuk dalam saham yang kurang *likuid*. Saham yang kurang *likuid* cenderung menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi, karena memiliki tingkat risiko investasi yang lebih tinggi dan sebaliknya. Semakin besar tingkat risiko maka semakin besar pula tingkat *abnormal return* yang dihasilkan. Derajat pembalikan harga dapat dipengaruhi oleh besarnya *abnormal return*, seperti hasil penelitian Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan derajat *likuiditas* menjelaskan terjadinya *price reversal*.

Penelitian selanjutnya tentang terjadinya fenomena *price reversal* dan yang dapat mempengaruhi dilakukan oleh Yull dan Kirmizi (2012). Dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa reaksi berlebihan dari investor berhubungan signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal*. Reaksi berlebihan dari investor ditunjukkan dengan adanya perubahan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan. Sedangkan dalam penelitian tersebut tidak menemukan pengaruh *firm size* dan *likuiditas* saham dengan terjadinya *price reversal*.

Pada penelitian kali ini indikasi terjadinya fenomena *price reversal* berdasarkan satu hari dan dua hari perubahan harga secara ekstrim, karena penelitian sebelumnya terbukti menemukan terjadinya fenomena *price reversal* setelah satu hari perubahan harga secara ekstrim. Selain hal tersebut, penelitian ini juga membedakan sampel penelitian berdasarkan saham *syariah* dan *non syariah*, karena hal tersebut belum pernah dilakukan sebelumnya. Beberapa permasalahan dalam penelitian ini adalah Apakah terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*? Apakah terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*? Apakah *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*? Apakah *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*? Apakah *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*? Apakah *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*? Berdasarkan permasalahan yang ada penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*. Untuk mengetahui apakah *firm size* berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah* dan untuk mengetahui apakah *likuiditas* saham berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*

KAJIAN PUSTAKA

Efisiensi Pasar dan Anomali

Hipotesis pasar efisien merupakan pedoman yang banyak digunakan investor dalam mengambil keputusan. Pasar modal yang efisien menurut Jogiyanto (2008), merupakan pasar yang harga-harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit bagi para investor untuk mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal (*abnormal return*) secara konsisten.

Menurut Jones (2000), *anomali pasar (market anomaly)* merupakan teknik atau strategi yang bertentangan dengan pasar efisien. Penjelasan penyebab terjadinya *anomaly* pasar tidak dapat dengan mudah dijelaskan karena bersangkutan dengan psikologis seorang investor. Beberapa penjelasan *anomaly* yang pernah terjadi di pasar modal, sebagai berikut: a) *The size effect* menurut Jones (2000), dimana perusahaan yang berukuran lebih kecil mempunyai *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang ukurannya lebih besar mempunyai *risk adjusted return* lebih rendah. b) *Nelegated firm effect*

menurut Bodie *et al* (2008), merupakan kecenderungan bahwa investasi pada perusahaan yang kurang dikenal (perusahaan kecil) dapat memberikan tingkat keuntungan *abnormal*, karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar. Sehingga informasi mengenai perusahaan tersebut cenderung tidak lengkap. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi lebih beresiko, sehingga menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi. c) *Anomali winner-loser (Reversal effect)* Debondt dan Thaler (1985), merupakan kecenderungan saham yang memiliki kinerja buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja lebih baik (*winner*) pada periode berikutnya, dan sebaliknya saham yang memiliki kinerja lebih baik (*winner*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja buruk (*loser*).

Fenomena Price Reversal

Penelitian yang dilakukan Bayuadjie (1998) menyebutkan bahwa fenomena *price reversal* mempunyai pola yang sama dengan *anomaly winner-loser (reversal effect)*. *Reversal effect* menurut Debondt dan Thaler (1985), merupakan kecenderungan pada saham yang biasanya memiliki *return* positif yang masuk kategori *winner* pada periode berikutnya menghasilkan *return* negatif. Sedangkan saham yang biasanya memiliki *return* negatif yang masuk kategori *loser* pada periode berikutnya menghasilkan *return* positif. Dalam penelitian Bremer dan Sweeney (1991) *price reversal* terjadi setelah *return* harian negatif yang sangat besar (penurunan harga secara ekstrim) cenderung diikuti *return* positif selama dua hari kemudian. Menurut Iswandari (2000) fenomena *price reversal* dapat diketahui setelah terjadi perubahan harga (kenaikan atau penurunan) secara ekstrim dalam satu hari perdagangan. Wicaksono (2005) menyebutkan bahwa fenomena *price reversal* terjadi setelah ada perubahan harga secara ekstrim yang kemudian diikuti perubahan kearah yang sebaliknya. Yull dan Kirmizi (2012) menyatakan *price reversal* adalah perubahan arah yang tiba-tiba dari harga pada suatu harga, indeks, komoditas atau *derivative sekuritas*. Berdasarkan penjelasan-penjelasan tersebut *price reversal* dapat didefinisikan sebagai pembalikan harga saham ke arah yang berlawanan setelah terjadi perubahan harga secara ekstrim.

Penelitian-penelitian sebelumnya menyebutkan perubahan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan akan diikuti dengan terjadinya *price reversal*. Sehingga tidak menutup kemungkinan perubahan harga secara ekstrim dalam dua hari perubahan dapat menyebabkan terjadinya fenomena *price reversal*. Perubahan harga secara ekstrim dalam dua hari perdagangan dapat didefinisikan sebagai jumlah kenaikan atau penurunan harga secara ekstrim dalam dua hari dengan kecenderungan arah harga yang sama. Batasan toleransi tertinggi perubahan harga menurut Ong (2012) adalah 5%, sehingga perubahan harga dapat dikategorikan ekstrim apabila mengalami kenaikan atau penurunan sebesar 5%, yang dapat digunakan sebagai tanda akan terjadinya *price reversal*.

Untuk menjelaskan terjadinya fenomena *price reversal*, penelitian-penelitian sebelumnya merujuk pada hipotesis reaksi berlebihan. *Overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi baru. Pada kondisi tersebut, investor cenderung menetapkan harga yang terlalu tinggi pada informasi yang dinilai baik. Sebaliknya, investor menetapkan harga sangat rendah karena adanya informasi yang dinilai buruk. Atkins dan Dyl (1990) menyatakan *price reversal* yang terjadi disebabkan karena investor telah bereaksi berlebihan terhadap informasi baru (*overreaction*). Berdasarkan penjelasan tersebut terjadinya fenomena *price reversal* ditunjukkan melalui perubahan harga secara ekstrim dan perubahan harga secara ekstrim karena adanya reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) pada suatu informasi baru.

Bodie *et al* (2008) menjelaskan bahwa saham dengan *size* kecil cenderung diabaikan dan kurang dianalisis, sehingga informasi tentang perusahaan tersebut cenderung lebih sedikit dan mempunyai risiko yang lebih besar sehingga memberikan *abnormal return* lebih besar. Zarowin (1990), menyimpulkan bahwa fenomena *price reversal* muncul karena pengaruh *firm size* dan bukan karena reaksi berlebihan dari investor. Bodie *et al* (2008) menyebutkan bahwa saham-saham kecil dan kurang dianalisa termasuk dalam saham yang kurang *likuid*. Saham yang kurang *likuid* cenderung menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi, karena memiliki tingkat risiko investasi yang lebih tinggi. Berdasarkan penjelasan tersebut fenomena *price reversal* dapat juga disebabkan *firm size* dan tingkat *likuiditas* saham karena derajat pembalikan harga dipengaruhi oleh besarnya *abnormal return*, seperti hasil penelitian Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan derajat *likuiditas* menjelaskan terjadinya *price reversal*.

Overreaction dalam Fenomena Price Reversal

Debondt dan Thaler (1985) menyatakan, *overreaction* merupakan bukti bahwa pasar telah bereaksi berlebihan terhadap informasi yang relevan. Dalam hal ini investor cenderung menetapkan harga yang terlalu tinggi pada informasi yang dinilai baik. Sebaliknya investor cenderung menetapkan harga terlalu rendah karena adanya informasi yang dinilai buruk. Terdapat dua fenomena saat terjadi *overreaction*, antara lain: a) Perubahan pada harga sekuritas secara ekstrem akan diikuti dengan perubahan harga yang berlawanan (*price reversal*) pada periode berikutnya, b) Semakin besar pergerakan harga, maka semakin besar juga penyesuaian yang dilakukan. Peristiwa seperti itu mendorong para investor untuk menerapkan *strategi investasi contrarian*, yaitu strategi yang menyarankan investor untuk membeli saham yang mempunyai kinerja buruk (*loser*) dan menjual saat saham tersebut ketika menjadi saham yang mempunyai kinerja yang baik (*winner*). Adanya strategi tersebut memungkinkan investor untuk mendapatkan *abnormal return*.

Semakin rendah pengetahuan investor terhadap dampak dari informasi baru, maka semakin besar perubahan harga karena reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*). Semakin besar kenaikan atau penurunan harga saham, maka semakin besar pula pembalikan harga (*price reversal*) yang terjadi. Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan:

- Hipotesis 1: terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.
- Hipotesis 2: terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Firm Size Dalam Fenomena Price Reversal

Penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990), menyebutkan bahwa ukuran suatu perusahaan (*firm size*) dapat digambarkan dari *market capitalization*. *Market capitalization* atau kapital pasar merupakan hasil perkalian antara harga saham per lembar dengan jumlah saham yang beredar pada periode tertentu. Alasan digunakannya kapitalisasi pasar karena merupakan nilai dari saham perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan berbeda dengan nilai aset perusahaan, sehingga kapitalisasi pasar sebuah perusahaan tidak menggambarkan nilai aset perusahaan. Kapitalisasi pasar sangat mungkin nilainya lebih tinggi atau lebih rendah dari

nilai aset perusahaan, karena kapitalisasi pasar dapat berubah-ubah mengikuti perubahan harga saham.

Pengaruh *firm size* dengan fenomena *price reversal* ditunjukkan dengan, semakin besar ukuran perusahaan pada saham *winner*, maka *return* yang dihasilkan perusahaan tersebut semakin kecil saat terjadi fenomena *price reversal*. Ukuran perusahaan yang lebih kecil pada saham *loser* menghasilkan *return* yang lebih besar (saat terjadinya fenomena *price reversal*). Sehingga hal tersebut dapat menyebabkan pembalikan harga pada saham *winner-loser*. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat dirumuskan:

- Hipotesis 3: *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.
- Hipotesis 4: *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price Reversal

Mulyono (2011) menyebutkan derajat *likuiditas* suatu saham dapat ditunjukkan melalui volume perdagangan. Saham yang likuid adalah saham yang memiliki volume penjualan tinggi dan sebaliknya saham yang kurang likuid adalah saham yang mempunyai tingkat volume penjualan sedikit. Bodie *et al* (2008) menyebutkan bahwa saham-saham kecil dan kurang dianalisa termasuk dalam saham yang kurang *likuid*. Saham-saham dengan *size* kecil cenderung masuk pada saham *loser* sehingga saham yang kurang *likuid* juga cenderung masuk pada saham *loser*. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa pembalikan harga pada saham *winner* karena pengaruh dari saham *likuid* dan sebaliknya pembalikan harga pada saham *loser* karena pengaruh dari saham yang kurang *likuid*.

Cox dan Peterson (1994) menjelaskan bahwa peningkatan *likuiditas* dapat menurunkan derajat pembalikan harga. Berkaitan dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*. Saham yang *likuid* pada saham *winner* menghasilkan *return* yang lebih besar dan saham yang kurang *likuid* pada saham *loser* menghasilkan *return* yang lebih kecil (saat terjadi fenomena *price reversal*). Sehingga hal tersebut dapat menyebabkan pembalikan harga pada saham *winner-loser*. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dirumuskan:

- Hipotesis 5: *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.
- Hipotesis 6: *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang tergabung dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu selama periode penelitian dari tahun 2010 sampai tahun 2012. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah saham-saham *syariah* dan *non syariah*. Pengambilan sampel saham *syariah* berdasarkan pada pengumuman No.: peng-00011/BEI.PSH/01-2013, tentang perubahan komposisi saham dalam perhitungan Indeks Saham *Syariah* Indonesia (ISSI). Berdasarkan pengumuman tersebut diketahui saham *syariah* sebanyak 301 perusahaan. Dari 301 perusahaan tersebut, kemudian dipilih saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi yaitu sebanyak 116 perusahaan. Sampel saham *non syariah* adalah saham-saham yang tidak termasuk dalam saham *syariah* yaitu terdiri dari 149 perusahaan. Dari keseluruhan saham *non syariah* dipilih saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi, yaitu terdiri dari 58 saham perusahaan. Saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi pada saham *syariah* dan *non syariah* kemudian dianalisa untuk dijadikan saham *winner* (satu hari dan dua hari perubahan) dan saham *loser* (satu hari dan dua hari perubahan). Saham *Winner* adalah sepuluh saham yang mengalami kenaikan harga (%) tertinggi saat terjadinya kenaikan harga secara ekstrim (satu hari perubahan dan dua hari perubahan). Saham *Loser* adalah sepuluh saham yang mengalami penurunan harga (%) tertinggi saat terjadinya penurunan harga secara ekstrim (satu hari perubahan dan dua hari perubahan).

Defenisi Operasional Variabel

Price reversal : Adalah variabel dependen yang merupakan fenomena pembalikan harga dari saham *winner* atau *loser*. *Price reversal* dapat diketahui melalui *abnormal return* (AR) yang signifikan dengan nol dan mengalami perubahan kearah yang berlawanan. Dalam metode penelitian untuk menentukan faktor yang berhubungan (*overreaction*) dengan terjadinya *price reversal* maka variabel dependen ini diwakili oleh *cumulative abnormal return* (CAR), karena pengujian dilakukan satu persatu untuk masing-masing saham *winner-loser syariah* dan *non syariah*.

Overreaction : Adalah variabel independen, diartikan sebagai reaksi berlebihan dari investor pada harga saham dalam menanggapi suatu informasi. *Overreaction* dapat diketahui melalui besarnya arah *price reversal* terhadap perubahan harga yang terjadi sebelumnya dan ada tidaknya informasi yang menyebabkan terjadinya kenaikan/penurunan harga saham secara ekstrim. Korelasi antara *cumulative abnormal return* pada hari terjadinya *price reversal* dengan *abnormal return* pada hari kenaikan/penurunan harga secara ekstrim akan menunjukkan keberadaan reaksi berlebihan dari investor dalam peristiwa *price reversal*.

Firm Size: Adalah variabel independen, merupakan nilai pasar dari suatu sekuritas perusahaan yang dapat di hitung dengan cara; harga saham dikalijumlah saham yang beredar. *Firm size* dibedakan menjadi dua yaitu *firm size* terbesar (saham *winner*) dan *firm size* terkecil (saham *loser*). Dalam metode penelitian, *return* masing-masing *firm size* terbesar diuji beda rata-rata dengan rata-rata *return* (t=-5 sampai t=20) saham *winner* dan *firm size* terkecil diuji beda rata-rata dengan rata-rata *return* saham *loser*. Hasil uji t yang menunjukkan t hitung negatif dan signifikan pada hari terjadinya *price reversal*, artinya bahwa *price reversal* saham *winner-loser* yang terjadi pada hari tersebut karena pengaruh dari *firm size* terbesar/terkecil.

Likuiditas Saham: Adalah variabel independen yang didefinisikan sebagai volume perdagangan saham. *Likuiditas* dibedakan menjadi dua yaitu saham yang *likuid* (saham *winner*) dan yang kurang *likuid* (saham *loser*). Dalam metode penelitian *return* saham

likuid diuji beda rata-rata dengan rata-rata *return* saham *winner* ($t=-5$ sampai $t=20$) dan saham kurang *likuid* diuji beda rata-rata dengan rata-rata *return* saham *loser*. Hasil uji t yang menunjukkan t *hitung* negatif dan signifikan pada hari terjadinya *price reversal*, artinya bahwa *price reversal* saham *winner-loser* yang terjadi pada hari tersebut karena pengaruh dari tingkat *likuiditas* saham.

Metode Analisis Data

Menentukan Perubahan Harga Secara Ekstrim ($t = 0$)

Pada penelitian ini perubahan harga secara ekstrim dibagi dalam dua jenis, yaitu perubahan dalam satu hari dan dalam dua hari perubahan. Penentuan awal hari terjadinya perubahan harga secara ekstrim dilakukan dengan mengacu pada perubahan IHSG harian yang digunakan sebagai indikator awal terjadinya fenomena *price reversal*. Hasil terbesar dari selisih harga ($>5\%$) dalam sehari digunakan sebagai kenaikan satu hari perubahan. Hasil terendah dari selisih harga ($>-5\%$) dalam sehari digunakan sebagai penurunan satu hari perubahan. Hasil terbesar dari jumlah kenaikan harga ($>5\%$) dalam dua hari perdagangan dan tidak termasuk dalam periode kenaikan satu hari perubahan, digunakan sebagai kenaikan dua hari perubahan. Hasil terbesar dari jumlah penurunan harga ($>-5\%$) dalam dua hari perdagangan dan tidak termasuk dalam periode penurunan satu hari digunakan sebagai penurunan dua hari.

Mengidentifikasi Terjadinya Price reversal

Identifikasi dapat dilakukan dengan melihat *average abnormal return* saham *winner-losers* syariah ataupun *non syariah* pada periode pengamatan ($t = -5$) sampai dengan ($t = 20$). Digunakannya periode pengamatan ($t = -5$) sebelum peristiwa adalah untuk menghindari bias akibat *dramatic event* lain. Alasan digunakan periode ($t = 20$) setelah perubahan harga secara ekstrim adalah untuk mengetahui adanya pembalikan yang terjadi, karena jika periode terlalu pendek akan sulit mengidentifikasi pembalikan arah harga saham. Hal ini juga mempertimbangkan kondisi pasar modal yang masih dalam tahap berkembang. Periode pengamatan ini mengikuti periode pengamatan yang digunakan oleh Iswandari (2000) dan Yull dan Kirmizi (2012). Yull dan Kirmizi (2012) menyatakan, jika *average abnormal return* setelah perubahan besar harga saham ($t=0$) signifikan berbeda dengan nol dan mengalami perubahan kearah yang berlawanan (positif/negatif), maka berarti terdapat *price reversal* pada saham *winner* dan saham *loser*. Selain itu gambar dari grafik pergerakan AAR dapat dilihat terjadi fenomena *price reversal* atau tidak. Proses teknik analisis yang akan dilakukan dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Perhitungan *Return* saham harian: $R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$

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* (diwakili IHSG): $RM_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$

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* dengan *market adjusted model*: $AR_{i,t} = R_{i,t} - RM_t$

Dimana: $AR_{i,t}$: *Abnormal return* 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 periode t , $AR_{i,t}$: *Abnormal Return* saham i pada hari t ,

- Perhitungan *Average Abnormal Return*: $AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k}$

Dimana: AAR_{nt} : *Average Abnormal Return* saham i pada hari t , $AR_{i,t}$: *Abnormal Return* saham i pada hari t , n : Jumlah saham yang diteliti

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis 1 dan 2 memiliki cara yang sama tetapi berbeda data, sehingga dilakukan secara terpisah. Pengujian hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser*. Terlebih dahulu dihitung *abnormal return* $t=0$ dan *cumulative abnormal return* saat terjadinya *price reversal* pada saham-saham *syariah-non syariah*. Pengujian untuk mengetahui adanya reaksi berlebihan dari investor dilakukan dengan uji korelasi antara *abnormal return* ($t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* saat terjadinya *price reversal* saham *winner-loser syariah*.

Untuk hipotesis 3 dan 4 memiliki cara yang sama tetapi berbeda data, sehingga dilakukan secara terpisah. Pengujian hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser*. Terlebih dahulu dihitung *return* masing-masing saham dengan *size* terbesar dan terkecil. Kemudian dilakukan uji beda rata-rata antara *return firm size* terbesar dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan *firm size* terkecil dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$).

Untuk hipotesis 5 dan 6 memiliki cara yang sama tetapi berbeda data, sehingga dilakukan secara terpisah. Pengujian hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-losersyariah*. Terlebih dahulu dihitung *return* masing-masing saham yang *likuid* dan yang kurang *likuid* pada masing-masing saham *winner-loser syariah*. Selanjutnya dilakukan uji beda rata-rata antara *return* saham *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan saham kurang *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Perubahan Harga secara Ekstrim

Kenaikan terbesar satu hari perdagangan ditunjukkan pada tanggal 26 Mei 2010 dengan kenaikan harga sebesar 7,265 % yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$ kenaikan satu hari. Penurunan terbesar harga dalam satu hari perdagangan ditunjukkan pada tanggal 21 September 2011 dengan penurunan harga sebesar -8,880%, yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$ penurunan satu hari. Kenaikan harga terbesar dalam dua hari perdagangan ($>5\%$), ditunjukkan pada tanggal 6 Juni 2012 dengan jumlah kenaikan harga selama dua hari perdagangan sebesar 5,052 % yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$ kenaikan dua hari. Jumlah penurunan harga terbesar dalam dua hari perdagangan pada tanggal 10 Januari 2011, dengan jumlah penurunan harga selama dua hari perdagangan -7.016%, yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$ penurunan dua hari.

Terjadinya Fenomena Price Reversal

Pada saham syariah, fenomena *price reversal* saham *winner* satu hari perubahan terjadi pada hari ke 3. Pada saham *loser* satu hari perubahan fenomena *price reversal* terjadi pada hari ke 11. Fenomena *price reversal* saham *winner* satu hari perubahan terjadi pada hari ke 6. Sedangkan pada saham *loser* dua hari perubahan tidak menunjukkan terjadinya fenomena *price reversal*.

Pada saham non syariah, fenomena *price reversal* saham *winner* satu hari perubahan terjadi pada hari ke 7. Pada saham *loser* satu hari perubahan fenomena *price reversal* terjadi pada hari ke 4. Fenomena *price reversal* saham *winner* satu hari perubahan terjadi pada hari ke 6. Sedangkan pada saham *loser* dua hari perubahan tidak menunjukkan terjadinya fenomena *price reversal*.

Overreaction Dalam Fenomena Price Reversal

Hasil uji overreaction pada saham syariah nampak pada Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1
Hasil Uji Korelasi Saham Syariah Satu hari Perubahan

N=10	AR	CAR	<i>t</i> hitung	Signifikan
Winner Satu Hari perubahan	0	3	0.160	0.660
Loser Satu Hari Perubahan	0	11	-0.737	0.015*
Winner Dua Hari perubahan	0	6	0.019	0.958

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

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Pada tabel 1 hasil uji korelasi saham *loser* satu hari perubahan dengan nilai *t* hitung - 0.737 signifikan pada $\alpha = 0.05$, artinya terdapat korelasi negatif antara *abnormal return* (AR $t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* hari ke 11 (CAR $t = 11$). Hal ini berarti semakin turun harga pada $t = 0$, maka semakin tinggi *price reversal* yang terjadi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa penurunan harga satu hari perubahan adalah akibat investor bereaksi berlebihan sehingga terjadi pembalikan harga pada hari berikutnya. Reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham dipengaruhi adanya informasi buruk pada hari penurunan harga secara ekstrim ($t = 0$) di pasar modal. Penurunan harga minyak di level 81 dolar AS per barell yang menyebabkan banyak investor menarik investasinya di pasar modal Indonesia. Selain hal tersebut, ketidakpastian penyelesaian krisis ekonomi Uni Eropa dan Amerika Serikat juga membuat investor berpikir negatif karena dikawatirkan krisis tersebut berdampak negatif pada pasar modal Indonesia.

Dari penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan, terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreacriion*) dalam fenomena *price reversal* pada saham syariah.. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayuadjie (1998), Iswandari (2000), Wicaksono (2005) dan Yull dan Kirmizi (2012) yang menemukan bukti adanya reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena *price reversal* pada saham *loser*.

Hasil uji overreaction pada saham non syariah nampak pada Tabel 2 di bawah ini

Tabel 2
Hasil Uji Korelasi Saham *Winner Non Syariah* Satu Hari Perubahan

N=10	AR	CAR	<i>t</i> hitung	Signifikan
Winner Satu Hari perubahan	0	7	-0.636	0.048*
Loser Satu Hari Perubahan	0	4	0.026	0.943
Winner Dua Hari perubahan	0	6	0.139	0.701

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

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Pada tabel 2 saham *winner* satu hari perubahan yaitu pada hari ke 7 dengan nilai *t* hitung -0.636 signifikan pada $\alpha = 0.05$, artinya terdapat korelasi negatif antara *abnormal return* (AR $t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* hari ke 7 (CAR $t = 7$). Hal ini berarti semakin naik harga pada $t = 0$, maka semakin tinggi *price reversal* yang terjadi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa adanya kenaikan harga secara ekstrim yang karena investor bereaksi berlebihan sehingga terjadi pembalikan harga. Reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham dipengaruhi adanya informasi baik pada hari kenaikan harga secara ekstrim ($t = 0$) di pasar modal. Isu kenaikan BBM yang membuat harga saham perusahaan pertambangan menjadi naik. Selain itu saham Bumi Resources Tbk melonjak naik 19,9% karena memenangkan kasus pajak Kaltim Prima Coal, perusahaan kelompok Bakrie lainnya yang dimenangkan Mahkamah Agung.

Dari penjelasan tersebut hipotesis yang menyatakan terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* saham *non syariah* diterima. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayuadjie (1998), Wicaksono (2005) yang menemukan bukti adanya reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena *price reversal* pada saham *loser*. Selain itu dari hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Yull dan Kirmizi (2012) yang hanya menemukan reaksi berlebihan pada saham *loser*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel penelitian.

Pengaruh Firm Size Dalam Fenomena Price Reversal

Hasil uji pengaruh firm size dalam fenomena price reversal pada saham syariah nampak dalam tabel di bawah ini.

Tabel 3
Hasil Uji *t* Firm Size Saham *Syariah*

<i>Winner</i> Satu Hari Perubahan			<i>Loser</i> Satu Hari Perubahan			<i>Winner</i> Dua Hari Perubahan		
Test Value = -0.001426177			Test Value = -0.001572722			Test Value = 0.001716034		
Hari	<i>t</i> hitung	<i>p</i> value	Hari	<i>t</i> hitung	<i>p</i> value	Hari	<i>t</i> hitung	<i>p</i> value
t3	-1.866	0.203	t11	0.902	0.462	t6	-9.007	0.012*
t2	1.515	0.269	t10	1.019	0.416	t5	-1.104	0.385
t1	0.519	0.655	t9	0.496	0.669	t4	-32.801	0.001
			t8	-3.443	0.075	t3	6.268	0.025
			t7	0.879	0.472	t2	-5.819	0.028
			t6	-0.818	0.499	t1	-2.125	0.168
			t5	1.108	0.383			
			t4	2.096	0.171			
			t3	-1.345	0.311			
			t2	2.054	0.176			
			t1	-7.818	0.016			

*: signifikan pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Berdasarkan pada tabel 3 hasil uji *t* *firm size* saham *syariah*, pada saham *winner* satu hari perubahan *t* 3 menunjukkan hasil *t hitung* -1.866 dengan *p value* 0.203, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Pada saham *loser* satu hari perubahan pada *t* 11 menunjukkan hasil *t hitung* 0.902 dengan *p value* 0.462, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terkecil dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan. Pada saham *winner* dua hari perubahan pada *t* 6 menunjukkan hasil *t hitung* -9.007 dengan *p value* 0.012, artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Zarowin (1990) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari ukuran perusahaan (*firm size*). Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

Hasil uji pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal* pada saham non *syariah* nampak dalam tabel di bawah ini.

Tabel 4
Hasil Uji *t* Firm Size Saham Non Syariah

Winner Satu Hari Perubahan			Loser Satu Hari Perubahan			Winner Dua Hari Perubahan		
Test Value = -0.001426177			Test Value = -0.001572722			Test Value = 0.001716034		
Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value
t7	-2.129	0.167	t4	4.510	0.046	t6	-1.726	0.226
t6	-1.543	0.263	t3	-1.016	0.417	t5	-0.993	0.425
t5	8.972	0.012	t2	-0.737	0.538	t4	-1.118	0.380
t4	-1.346	0.311	t1	-17.416	0.003	t3	2.821	0.106
t3	-3.001	0.095				t2	-0.971	0.434
t2	1.655	0.240				t1	-2.896	0.101
t1	-1.463	0.281						

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Hasil uji *t* pada tabel 4, saham *winner* satu hari perubahan pada *t* 7 menunjukkan *t hitung* -2.129 dengan *p value* 0.167, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan. Saham *loser* satu hari perubahan pada *t* 4 menunjukkan hasil *t hitung* 4.510 dengan *p value* 0.046, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terkecil dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan. Saham *winner* dua hari perubahan pada hari ke 6 menunjukkan hasil *t hitung* -1.726 dengan *p value* 0.226, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* dua hari perubahan. Berdasarkan hasil keseluruhan uji *t* diatas, sehingga H_0 diterima yang menyatakan *firm size* tidak berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* dan menolak H_A . Hasil yang berbeda dengan saham *syariah* dimungkinkan karena penyebab

ukuran perusahaan saham-saham *syariah* yang lebih besar. Selain itu, hasil tersebut membuktikan bahwa saham *syariah* dan *non syariah* memberikan gambaran yang berbeda pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal*.

Pengaruh Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price Reversal

Hasil uji pengaruh likuiditas dalam fenomena price reversal pada saham syariah nampak dalam tabel di bawah ini.

Tabel 5
Hasil Uji t Likuiditas Saham Syariah

Winner Satu Hari Perubahan			Loser Satu Hari Perubahan			Winner Dua Hari Perubahan		
Test Value = -0.001426177			Test Value = -0.001572722			Test Value = 0.001716034		
Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value
t3	-8.927	0.012*	t11	0.928	0.451	t6	4.364	0.049
t2	0.624	0.596	t10	1.039	0.408	t5	1.891	0.199
t1	0.486	0.675	t9	-0.871	0.476	t4	5.435	0.032
			t8	-1.536	0.264	t3	-2.957	0.098
			t7	-0.202	0.859	t2	-0.242	0.831
			t6	1.708	0.230	t1	1.799	0.214
			t5	1.360	0.307			
			t4	25.524	0.002			
			t3	-1.856	0.205			
			t2	5.806	0.028			
			t1	-9.821	0.010			

*: signifikan pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Berdasarkan table 5 hasil uji t *likuiditas* saham *syariah*, saham *winner* satu hari perubahan pada t 3 menunjukkan hasil t *hitung* -8.927 dengan p *value* 0.012, artinya *likuiditas* saham berpengaruh signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Saham *loser* satu hari perubahan pada t 11 menunjukkan hasil t *hitung* 0.928 dengan p *value* 0.451, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan. Saham *winner* dua hari perubahan pada t 6 menunjukkan hasil t *hitung* 4.364 dengan p *value* 0.049, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan.

Hasil uji t *likuiditas* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan, menunjukkan t *hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.05$, artinya semakin *likuid* saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadinya fenomena *price reversal*. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan *likuiditas* saham berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*. Hasil pengujian hipotesis 5 konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari tingkat *likuiditas* suatu saham. Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

Hasil uji pengaruh firm size dalam fenomena price reversal dalam saham non syariah nampak dalam tabel di bawah ini.

Tabel 6
Hasil Uji t Likuiditas Saham NonSyariah

<i>Winner Satu Hari Perubahan</i>			<i>Loser Satu Hari Perubahan</i>			<i>Winner Dua Hari Perubahan</i>		
Test Value = -0.001426177			Test Value = -0.001572722			Test Value = 0.001716034		
Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value	Hari	t hitung	p value
t7	-15.156	0.004*	t4	4.352	0.049	t6	5.206	0.035
t6	-7.164	0.019	t3	-0.758	0.528	t5	2.021	0.181
t5	1.670	0.237	t2	0.308	0.787	t4	2.022	0.181
t4	-6.004	0.027	t1	-10.453	0.009	t3	-2.784	0.108
t3	-1.440	0.287				t2	1.023	0.414
t2	1.365	0.306				t1	1.442	0.286
t1	-0.284	0.803						

*: signifikat pada $\alpha = 0.01$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Berdasarkan pada tabel 6 hasil uji t *likuiditas* saham *non syariah*, saham *winner* satu hari perubahan pada t 7 menunjukkan t *hitung* -15.156 dengan p *value* 0.004, artinya *likuiditas* saham berpengaruh signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariahsatu* hari perubahan. Saham *loser* satu hari perubahan pada t 4 menunjukkan hasil t *hitung* 4.352 dengan p *value* 0.049, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan. Saham *winner* dua hari perubahan pada hari ke 6 menunjukkan hasil t *hitung* 5.206 dengan p *value* 0.035, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan.

Hasil uji t *likuiditas* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan, menunjukkan t *hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.01$, artinya semakin *likuid* saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadinya fenomena *price reversal*. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan *likuiditas* berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* dan menolak H_0 . Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari tingkat *likuiditas* suatu saham. Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

KESIMPULAN

Hasil temuan pembalikan harga pada saham *winner syariah* dan *non syariah* dua hari perubahan, membuktikan bahwa setelah dua hari perubahan harga secara ekstrim dapat terjadi fenomena *price reversal*. Saham *loser syariah* dan *non syariah* dua hari perubahan tidak menunjukkan adanya fenomena *price reversal* karena perubahan harga secara ekstrim tidak selamanya diikuti pembalikan harga pada hari berikutnya.

Berdasarkan hasil penelitian menemukan bukti adanya reaksi berlebihan dari investor pada saham *syariah* dan *non syariah*. *Firm size* berpengaruh signifikan dalam fenomena *price*

reversals saham syariah, tetapi pada *price reversal* saham *non syariah firm size* tidak berpengaruh signifikan. Hasil yang berbeda dengan saham syariah dimungkinkan karena penyebab ukuran perusahaan saham-saham syariah yang lebih besar. Selain itu, hasil tersebut membuktikan bahwa saham syariah dan *non syariah* memberikan gambaran yang berbeda pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal*. Likuiditas saham terbukti berpengaruh signifikan dengan terjadinya *price reversal* pada saham syariah dan *non syariah*.

Berdasarkan keseluruhan hasil analisa dapat disimpulkan bahwa, saham-saham syariah dan *non syariah* memberikan gambaran yang berbeda dengan terjadinya fenomena *price reversal*. Sehingga pada saham syariah dan *non syariah* memiliki hari pembalikan harga yang berbeda dan menggambarkan pengaruh *firm size* dan likuiditas saham yang berbeda dalam fenomena *price reversal* yang terjadi.

DAFTAR PUSTAKA

- Atkins, A.B. dan Dyl, E.A. (1990), Price reversal, Bid Ask Spreads and Market Efficiency, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Desember, 25 (4):535-547
- Bayuadjie, P. (1998), *Pengujian Price Reversals Pada Top Winners Dan Losers di BEJ Menggunakan Spread bid-ask*, Tesis Magister Manajemen (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Program Pascasarjana UGM
- Bodie, Kane dan Marcus (2008), *Investasi* (terj), Buku 1, Edisi Keenam, Jakarta: Salemba Empat
- Bremer, M. dan Sweeney, R. J. (1991), The reversal of large Stock-price decreases, *The Journal of Finance*. June: 747-751
- Cox, D.R. dan Peterson, D.R. (1994), Stock Return Following Large One-Day Decline: Evidence on Short-Term Reversals and Long-Term Performance, *The Journal of Finance*, March, 49 (1): 255 – 267
- DeBondt, W. dan Thaler, R. (1985), Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40 (3): 793-805
- Greatness, S. (2012), *Kenaikkan IHSG Diikuti Harga Minyak*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://www.tribunnews.com/bisnis/2012/06/06/kenaikkan-ihsg-diikuti-harga-minyak>
- Iswandari, L. (2000), *Analisis Pembalikan Harga dalam Jangka Pendek di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Magister Ilmu Manajemen (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Program Pascasarjana UGM
- Jogiyanto, H.M. (2008), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ketiga, Yogyakarta: BPFE
- Jones, C.P. 2000, *Investment Analysis and Management*, Edisi Ketujuh. New Hampshire: John Wiley & Sons Inc
- Kusnandar, V. (2010), *Indeks Saham Naikk Gila-gilaan*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://www.tempo.co/read/news/2010/05/26/088250701/Indeks-Saham-Naikk-Gila-gilaan>
- Mulyono, D. (2011), Analisis Likuiditas Saham Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Berada Pada Indeks Lq45 Di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Magister Manajemen*, Maret, Vol.4, 77-96
- Nurhidayah, K. (2009), *Analisis Eksistensi Winner-loser Anomaly (Overreaction) di JII Saat Krisis Ekonomi Global*, Skripsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII

- Prayogi, E.W. (2011), *BEI: Terpuruknya IHSG Hanya Sementara*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://finance.detik.com/read/2011/01/10/170306/1543337/6/bei-terpuruknya-ihsg-hanya-sementara?f9911013>
- Prihtiyani, E. (2011), *Penurunan IHSG Masih Berlanjut?*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2011/09/23/11463268/Penurunan.IHSG.Masih.Berlanjut>
- Ong, E. (2012), *Technikal Analysis for Mega Profit*, Edisi kedelapan, Jakarta: PT Gramedia
- Wicaksono, B.W. (2005), *Pengujian Price Reversals Terhadap Saham-Saham di BEJ*, Tesis Magister Ilmu Manajemen (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Program Pascasarjana UGM
- Yull, E.& Kirmizi (2012), Analisis Overreaction Hypothesis Dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Price reversal, *Pekbis Jurnal*, Maret, 4 (1): 1-16
- Zarowin, P. (1990), Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, 25(1): 113 – 125