

ANALISIS PENGARUH RISIKO SISTEMATIK, *FIRM SIZE*, *BOOK-TO-MARKET* DAN LIKUIDITAS SAHAM TERHADAP *MARKET OVERREACTION* DI BURSA EFEK INDONESIA

Panzi Aulia Rahman

Zaenal Arifin

Program Studi Manajemen Universitas Islam Indonesia

Email: zaenalarifin.fe@uui.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia. Disamping itu, dalam penelitian ini juga peneliti menduga terdapat kontribusi dari variabel risiko sistematis, *firm size*, *book-to-market* dan likuiditas saham yang memiliki pengaruh atas fenomena *market overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2014. Adapun dalam penelitian ini terdapat dua periode pembentukan dan pengujian fenomena *market overreaction*. Pada portofolio pertama peneliti membentuk portofolio *winner* dan portofolio *loser* pada tahun pertama (2008) dan melakukan pengujian di tahun-tahun selanjutnya mulai dari tahun 2009-2014. Sedangkan pada portofolio kedua peneliti lebih memperkecil periode pembentukan dan pengujian menjadi semesteran, dimana pada tahun 2008 semester 1 merupakan periode pembentukan dan tahun 2008 semester 2 sampai dengan tahun 2014 semester 2 merupakan periode pengujian yang dilakukan setiap semesternya. *Sample* yang digunakan dalam penelitian ini yaitu saham-saham yang masuk kedalam indeks LQ45 pada bulan februari-juli 2008 dan bulan agustus 2008-januari 2009.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi fenomena *market overreaction* pada periode pengujian semesteran yaitu pada tahun 2009 semester 1, 2011 semester 1 dan 2012 semester 2 pada tingkat kesalahan sebesar 5% dan 1%. Terdapat temuan lain fenomena yang terjadi di Bursa Efek Indonesia yaitu pada portofolio pertama tahun 2010 dan 2012 terjadi fenomena *underreaction*, hal tersebut serupa terjadi pada portofolio kedua yaitu pada tahun 2009 semester 2. Setelah mengetahui terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia, terdapat temuan lain dalam penelitian ini yaitu variabel beta, *firm size* dan likuiditas saham terbukti signifikan pada tingkat kesalahan 5% dan 1%, variabel ini dapat menjelaskan 46,6% atas fenomena *market overreaction* yang terjadi pada portofolio pertama. Sedangkan pada portofolio kedua, hanya *book-to-market* dan likuiditas saham yang terbukti signifikan dan variabel-variabel tersebut hanya dapat menjelaskan 17,3% terhadap fenomena *market overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci: *Overreaction*, *Reversal*, Risiko Sistematis, *Firm Size*, *Book-to-Market*, Likuiditas Saham

PENDAHULUAN

Berbagai jenis instrument investasi yang tersedia sebagai upaya untuk menjaga nilai uang agar tidak terkikis oleh inflasi yang terus meningkat dari waktu ke waktu. Dari berbagai jenis instrument seperti emas, tanah, property, deposito, obligasi, saham dan lain sebagainya. Merujuk kepada instrument investasi saham ini menawarkan keuntungan yang dapat diperoleh dari *capital gain* maupun *dividen*. *Capital gain* merupakan selisih yang didapat antara harga beli dengan harga jual, sedangkan *dividen* merupakan keuntungan bersih yang didapat oleh perusahaan dan diberikan kepada para pemegang saham perusahaan.

Terdapat perdebatan yang cukup panjang mengenai *standard (traditional) finance* dengan *behavioral finance*. Pada *standard (traditional) finance* menyatakan bahwa pelaku investor adalah rasional, pernyataan ini didasarkan pada *subjective (expected) utility theory* yang menunjukkan bahwa investor dapat mengolah informasi secara sempurna, memilih pilihan yang optimal, *outcome* dan prosedur yang optimal dan keputusan berbasis statistic. Sedangkan pada *behavioral finance* menyatakan bahwa pelaku investor adalah tidak seluruhnya rasional. Investor yang rasional pada *behavioral finance* didasarkan pada *bounded rationality* ditunjukkan dengan kemampuan investor untuk dapat memilih pilihan secara rasional namun tetap memperhitungkan keterbatasan kognitif yang dimiliki pada proses pengambilan keputusan yang dibuat. Pada *behavioral finance* terdapat bias-bias yang mempengaruhi pengambilan keputusan investor seperti *heuristic, overconfidence, mental accounting, framing, representative, conservatism, disposition effect, availability, anchoring, cognitive dissonance, self-attribution, illusion of control, ambiguity, endowment, self-control, optimism, confirmation, hindsight, loss aversion, regret aversion, recency dan status quo* (Pompian, 2006).

Pada *Efficient Market Hypothesis (EMH)* dalam *standard (traditional) finance* menyatakan harga sekuritas merupakan cerminan dari seluruh informasi yang relevan dan sudah ada (Fama, 1970 dan Haugen, 2001). Apabila terjadi penyimpangan harga hal itu akan di kembalikan kepada nilai wajarnya melalui proses arbitrase. Namun pada kenyataannya proses arbitrase tidak dapat secara menyeluruh membuat pasar menjadi efisien kembali, terdapat bias-bias yang melekat pada diri investor sehingga memunculkan anomaly seperti *overreaction, underreaction, januari effect* dan lain sebagainya (Asri, 2013)

Fenomena *market overreaction* terbukti terjadi di pasar saham Amerika pada tahun 1933-1980 (De Bondt dan Thaler, 1985). Pada fenomena tersebut ditemukannya ditemukan bahwa saham-saham yang pada awalnya masuk dalam kategori *winner* memiliki kinerja yang buruk pada periode pengujian apabila dibandingkan ditunjukkan dengan saham-saham yang pada awalnya masuk dalam kategori *loser* pada periode pengujian. Adapun fenomena *market overreaction* yaitu ditunjukkan oleh adanya *reversal abnormal return* dari masing-masing portofolio yang telah dibentuk. Pada penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa kinerja portofolio *loser* terbukti secara signifikan menungguli kinerja portofolio *winner* sebesar 25%.

Penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) mendapatkan pertentangan bahwa sebenarnya fenomena *market overreaction* dipengaruhi oleh perbedaan risiko sistematis dari masing-masing saham yang masuk dalam portofolio *winner* dan portofolio *loser* (Chan, 1988 & Ball dan Kothari, 1989). Hal ini juga sesuai dengan temuan pada penelitian yang dilakukan oleh Anggraeni (2005) bahwa terdapat pengaruh yang signifikan terhadap pengaruh risiko sistematis terhadap perbedaan *abnormal return* portofolio *loser* dan portofolio *winner*. Selain variabel risiko sistematis, ditemukan pengaruh lain dari variabel *firm size, book-to-market* dan likuiditas saham. Penelitian De Bondt dan Thaler (1985) juga kembali mendapatkan kritikan dari penelitian lain yang menyatakan bahwa fenomena *market overreaction* sebenarnya dipengaruhi oleh *firm size*, namun temuan ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh

Anggraeni (2005). Penelitian Lakonishok, Shleifer dan Vishny (1994) dan Anggraeni (2005) juga menemukan pengaruh dari variabel *book-to-market* yang berpengaruh negative pada fenomena *market overreaction*. Dan variabel terakhir yaitu likuiditas saham ini juga terbukti memiliki pengaruh yang positif terhadap fenomena *market overreaction* (Octavio, 2013).

Berdasarkan pemaparan yang telah dijelaskan diatas mengenai beberapa penelitian sebelumnya, dirasa perlu dilakukannya penelitian ulang untuk mengetahui apakah terjadi fenomena *market overreaction* atau tidak khususnya pada Bursa Efek Indonesia yang dipengaruhi oleh beberapa variabel seperti risiko sistematis yang ditunjukkan dengan beta, *book-to-market*, likuiditas saham dan *firm size*. Adapun pembaharuan pada penelitian yang akan dilakukan yaitu peneliti memasukan banyak faktor yang diduga dapat mempengaruhi fenomena *overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia baik dalam periode tahunan maupun semesteran.

KAJIAN PUSTAKA

Fenomena *Market Overreaction*

Overreaction merupakan kecenderungan investor bersikap berlebihan atas suatu peristiwa atau informasi. Bukti *overreaction* dapat dilihat pada rentang waktu 3-5 tahun, yang ditandai dengan terjadinya *reversal price* atau *reversal return*. Berita baik yang terkait dengan perusahaan dinilai berlebih (*overpriced*) dan kemudian memiliki rata-rata *return* yang rendah setelahnya. Pada fenomena *overreaction*, investor berperilaku sangat optimis terhadap pengumuman atas berita dimasa mendatang akan tetap baik, sehingga hal ini membuat harga saham mencapai level tertingginya. Hal serupa juga terjadi pada berita buruk yang dimana investor meyakini bahwa berita dimasa mendatang akan tetap buruk sehingga hal ini membuat harga saham mencapai level terendahnya. Kedua hal inilah yang membuat terjadinya *reversal price* pada *market overreaction*. Selain itu Barberis, Shleifer dan Vishny (1998) menjelaskan bahwa investor berperilaku konservatisme dikarenakan efek dari momentum jangka pendek dan bias *representiveness heuristic*, yang dapat menyebabkan fenomena *overreaction* sehingga terjadi pembalikan harga saham (*reversal price*) untuk jangka panjang. Sedangkan menurut Daniel, Hirshleifer dan Subrahmanyam (1998) menjelaskan bahwa kepercayaan investor yang berlebihan (*overconfidence*) dan *self-attribution bias* dapat menjelaskan fenomena *overreaction*.

Pada *market overreaction*, De Bondt, Thaler (1985) menemukan bahwa pada *winner stock* memiliki *return* yang negatif dan *loser stock* memiliki *return* yang positif dimasa yang akan datang. Temuan serupa juga terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh Chopra, Lakonishok, Ritter (1992), Faramarzi, Nikahwal dan Zare (2013), yang menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti *outperform* dibandingkan dengan portofolio *winner*.

H1: Terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia

Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Fenomena *Market Overreaction*

Fenomena *overreaction* yang ditandai oleh terjadinya *reversal return* pada periode pengujian 3-5 tahun tidak hanya dipengaruhi oleh faktor bias yang melekat pada diri investor yang mempengaruhi keputusan investasinya, melainkan dapat dipengaruhi juga oleh faktor-faktor lain yang melekat pada saham dan perusahaan yang bersangkutan seperti seperti risiko sistematis, *firm size*, *book-to-market* dan likuiditas saham.

Risiko sistematis merupakan risiko yang mempengaruhi banyak perusahaan. Risiko sistematis ini biasa disebut dengan risiko pasar atau *market risk*. Risiko sistematis dari setiap perusahaan saling berkorelasi sehingga akibatnya tingkat keuntungan antar saham juga saling berkorelasi. Tingkat kepekaan ini diukur dengan beta (β). Semakin peka maka perusahaan tersebut memiliki beta (β) yang tinggi dan begitupun sebaliknya. Beta (β) juga merupakan suatu

pengukur *volatilityreturn* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Terkait dengan penelitian terdahulu, Anggraeni (2005) menemukan adanya pengaruh risiko sistematis yang signifikan antara perbedaan *return* portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Gaunt (2000) pada penelitiannya juga menemukan bahwa perbedaan *return* antara portofolio *winner* dengan portofolio *loser* apabila disesuaikan dengan risiko sistematis melalui pendekatan *rebalancing* maka perbedaan antara *return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* tersebut akan berkurang.

H2: Terdapat pengaruh risiko sistematis (beta) terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia

Firm size merupakan suatu ukuran besar kecilnya perusahaan. Melalui *firm size*, perusahaan dapat diklasifikasikan dalam perusahaan besar dan perusahaan kecil. *Market capitalization* dapat menjadi proksi dari *firm size* dikarenakan *market capitalization* merupakan ukuran total nilai sebuah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek. *Market capitalization* juga merupakan keseluruhan nilai yang harus dibayarkan seseorang apabila ingin membeli secara utuh suatu perusahaan. *Market capitalization* dapat dihitung dengan cara mengalikan jumlah total saham perusahaan dengan harga pasar yang terbentuk di Bursa Efek, dimana perusahaan tersebut mencatatkan sahamnya. Pada penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981), menemukan adanya hubungan negatif yang kuat antara *average return* dengan *size* perusahaan. Perusahaan yang mempunyai *market capitalization* kecil memiliki tingkat *return* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang *market capitalization*-nya tinggi. Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) juga menemukan bahwa perusahaan dengan *market capitalization* kecil mempunyai tingkat pengembalian lebih besar sebesar 5% dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *market capitalization* besar. Perusahaan yang memiliki *firm size* kecil memiliki tingkat pertumbuhan yang relatif tinggi sehingga hal ini berpengaruh pada perubahan fundamental perusahaan. *Earning* perusahaan yang *firm size* kecil dengan *earning* kecil pada tahun sebelumnya memiliki potensi peningkatan *earning* yang tinggi pada tahun berikutnya. Berbeda dengan perusahaan yang *firm size*-nya besar dengan *earning* besar, pertumbuhan *earning*-nya relatif lebih rendah dikarenakan *earning* periode sebelumnya cenderung sudah tinggi. Hal ini terbukti dari penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) yang menemukan hubungan terbalik (negatif) antara *firm size* dengan *average return* perusahaan. Pada penelitian lain juga Barbee, Mukherji and Raines (1996) menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Octavio (2013) menemukan bahwa *firm size* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *abnormal return*, namun pengaruh yang diberikan tidak berkorelasi negatif. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Anggraeni (2005) menemukan bahwa *factor size effect (firm size)* tidak berpengaruh terhadap *return* portofolio *loser* maupun *winner*.

H3: Terdapat pengaruh negatif *firm size* terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia.

Book-to-market merupakan rasio yang digunakan untuk mencari nilai dari perusahaan yang didapat dari perbandingan antara *book value* perusahaan dengan *market value*. Ang (1997) menyatakan bahwa rasio *book-to-market* merupakan rasio yang digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasarnya, semakin rendah rasio *book-to-market* maka semakin tinggi perusahaan dinilai oleh investor. Begitupun sebaliknya semakin tinggi rasio *book-to-market* maka semakin rendah perusahaan di nilai oleh investor. Selain itu untuk mengetahui perusahaan tersebut dalam kategori *undervalue* atau *overvalue* maka dapat diperbandingkan antara rasio *book-to-market* perusahaan dengan perusahaan lain yang berada pada sector yang sama. Secara teoritis juga rasio *book-to-market* memiliki pengaruh negatif

terhadap *return* saham, semakin tinggi rasio *book-to-market* maka semakin rendah *return* saham yang dihasilkan dan begitupun sebaliknya apabila rasio *book-to-market* rendah memiliki tingkat *return* saham yang relatif tinggi. Pada penelitiannya yang dilakukan oleh Anggraeni (2005) menemukan bahwa pada portofolio *loser* dengan rasio *book-to-market* tinggi cenderung *outperform* dibandingkan dengan rasio *book-to-market* rendah. Sedangkan pada portofolio *winner* rasio *book-to-market* tinggi mengalami penurunan *abnormal return* yang paling rendah dibandingkan dengan portofolio *winner* dengan rasio *book-to-market* rendah.

H4: Terdapat pengaruh negatif *book-to-market* terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia

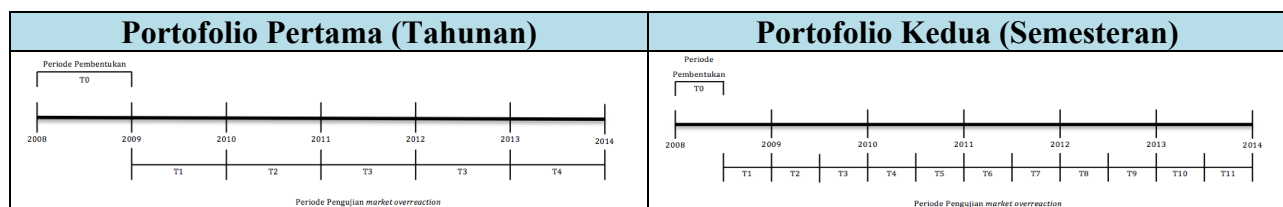
Likuiditas saham adalah kelancaran yang menunjukkan tingkat kemudahan dalam mencairkan modal investasi. Menurut Erwin (1994) likuiditas saham adalah mudahnya saham yang dimiliki seseorang dapat diubah menjadi uang tunai melalui mekanisme pasar modal. Likuiditas saham dapat diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA) yang merupakan penjumlahan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada waktu dan tempat tertentu. TVA membandingkan antara jumlah saham yang diperdagangkan dalam satu periode dengan keseluruhan jumlah lembar saham yang beredar dalam kurun waktu yang sama. Terkait dengan penelitian sebelumnya, menurut Mulyana (2011) terdapat pengaruh yang signifikan antara likuiditas saham terhadap harga saham. Namun menurut Octavio (2013) menemukan tidak ada pengaruh yang signifikan pada variabel likuiditas saham terhadap *average abnormal return* (AAR).

H5: Terdapat pengaruh positif likuiditas saham terhadap fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan populasi dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai dari tahun 2008-2014. Adapun sampel yang diambil yaitu menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik ini mengambil sampel-sampel dengan kriteria yang ditentukan atas dasar sebagai berikut: 1). Saham yang selalu masuk kedalam LQ 45 baik itu pada periode februari 2008 – juli 2008 dan agustus 2008 – januari 2009 untuk data sampel yang akan digunakan dalam pembentukan portofolio pertama. 2) Saham yang masuk kedalam LQ 45 pada periode februari 2008 – juli 2008 untuk data sampel yang akan digunakan dalam pembentukan portofolio kedua.

Dalam penelitian ini, untuk mengetahui terjadi atau tidaknya fenomena *overreaction* yang ditandai dengan *reversal return* pada portofolio *loser* dan portofolio *winner* yaitu dengan cara melakukan pengujian pada periode sebagai berikut:



Adapun pembentukan portofolio *loser* dan portofolio *winner* yaitu berdasarkan *abnormal return* kumulatif yang nantinya akan diklasifikasikan dalam 3 kategori yaitu : 1). Saham yang berada pada 40% *abnormal return* terendah merupakan saham-saham *loser*. 2). Saham yang berada pada 40% *abnormal return* tertinggi merupakan saham-saham *winner*, dan 3). saham yang tidak masuk

dalam kedua kategori tersebut merupakan saham-saham yang akan dikelompokkan pada portofolio medium.

Terkait dengan pengujian hipotesis pertama bahwa terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia, maka dilakukan uji beda *independent sample t-test average abnormal return (ACAR)* portofolio saham *winner* dan *loser* pada masing-masing periode pengujian baik untuk portofolio pertama maupun portofolio kedua. Uji beda ini dilakukan untuk menentukan apakah terjadi atau tidaknya *reversal return* dari portofolio *winner* dan portofolio *loser* sebagai indikasi terjadinya fenomena *market overreaction*. Adapun kriteria pengujian hipotesis pertama yaitu sebagai berikut :

- $ACAR_{Loser} > ACAR_{Winner}$ mengindikasikan bahwa terjadi *Market Overreaction*
- $ACAR_{Loser} < ACAR_{Winner}$ mengindikasikan bahwa tidak terjadi *market overreaction*, atau lebih tepatnya terjadi fenomena *market underreaction*

Apabila selama periode pengujian secara signifikan terjadi *reversal return* maka hal ini mengindikasikan bahwa di Bursa Efek Indonesia memang terjadi fenomena *market overreaction* selama periode pengujian.

Pada tahapan selanjutnya peneliti menguji variabel-variabel yang diduga dapat mempengaruhi terjadinya fenomena *market overreaction*. Adapun persamaan regresi yang dimaksud yaitu sebagai berikut :

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 BETA_i + \beta_2 FS_i + \beta_3 BM_i + \beta_4 LS_i$$

Dimana :

- $CAR_{i,t}$ = *Cumulative Abnormal Return* i
- $BETA_i$ = Risiko sistematis sekuritas i
- FS_i = *Firm Size* perusahaan i
- BM_i = *Book-to-market* perusahaan i
- LS_i = Likuiditas saham perusahaan i

HASIL PENELITIAN

Pada penelitian ini untuk portofolio pertama pada periode pembentukan portofolio selama 1 tahun terdapat 14 saham *winner* dan 14 saham *loser*. Sedangkan untuk portofolio kedua pada periode pembentukan portofolio selama 6 bulan (semester) terdapat 18 saham *winner* dan 18 saham *loser*.

A. Hasil Pengujian Fenomena *Market Overreaction* Portofolio Pertama

Dalam penelitian ini untuk menguji fenomena *market overreaction* yaitu menggunakan uji beda *independent sampel t-test* untuk melihat perbedaan yang signifikan antara $ACAR_{Loser}$ dan $ACAR_{Winner}$ pada periode pengujian. Adapun hasil dari penelitian ini yaitu :

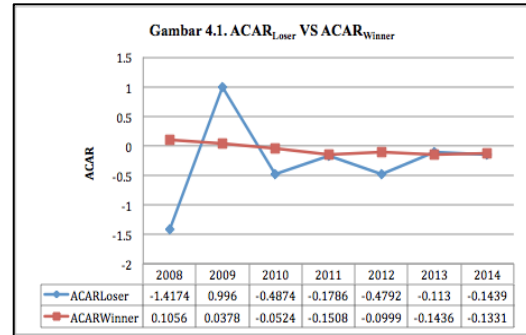
Periode Pembentukan 2008	Periode Pengujian					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACAR _{loser} : -1,4174	0,9960	-0,4874	-0,1786	-0,4792	-0,1130	-0,1439
ACAR _{winner} : 0,1056	0,0378	-0,0524	-0,1508	-0,0999	-0,1436	-0,1331
Sig (2-tailed)	0,709	0,002*	0,820	0,046**	0,739	0,940

* Signifikan pada $\alpha = 0.01$

** Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Berdasarkan hasil uji beda *independentsample t-test* diatas maka tidak terjadi fenomena *overreaction* di Bursa Efek Indonesia, hal ini mengindikasikan bahwa kinerja portofolio *loser* tidak dapat mengungguli kinerja portofolio *winner*. Hal ini dapat dilihat bahwa rata-rata selama periode pengujian portofolio *loser* memiliki ACAR yang lebih kecil

dibandingkan dengan portofolio *winner*. Meskipun pada tahun 2009 $ACAR_{Loser}$ lebih besar daripada $ACAR_{Winner}$, namun hal tersebut tidak terbukti signifikan. Adapun indikasi fenomena lain yang terjadi yaitu pada tahun 2010 dan 2012, berdasarkan data diatas dapat dilihat bahwa pada tahun 2010 $ACAR_{Loser}$ lebih kecil daripada $ACAR_{Winner}$, hal tersebut juga didukung oleh nilai signifikansi sebesar $0,002 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa pada tahun 2010 terjadi fenomena *underreaction* di Bursa Efek Indonesia. Selain pada tahun 2010, fenomena *underreaction* juga terjadi pada tahun 2012, dimana $ACAR_{Loser}$ lebih kecil daripada $ACAR_{Winner}$, hal tersebut juga di dukung oleh nilai signifikansi sebesar $0,046 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa pada tahun 2012 terjadi hal yang serupa dengan tahun 2010 yaitu terjadinya fenomena *underreaction* di Bursa Efek Indonesia.



Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Octavio (2013) yang menyatakan bahwa terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia. Adapun perbedaan hasil tersebut dikarenakan periode pengujian yang berbeda, pada portofolio pertama yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan periode pengujian tahunan, sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Octavio (2013) yaitu menggunakan periode pengujian semesteran. Selain hal itu pada penelitian yang dilakukan oleh Octavio (2013) yaitu pemilihan sampel yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh penulis dan penelitian Octavio (2013) dilakukan pada periode 2010-2013, sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh penulis yaitu pada periode 2008-2014. Adapun temuan fenomena lain pada periode penelitian yang dilakukan oleh penulis yaitu fenomena *underreaction* yang menandakan bahwa portofolio *loser* tidak dapat mengungguli portofolio *winner*. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Aji (2015) yang menemukan fenomena serupa pada periode penelitian dari tahun 2009-2013 di Bursa Efek Indonesia. Atas dasar pembahasan tersebut maka dapat disimpulkan pada portofolio pertama yang digunakan dalam penelitian ini yaitu tidak terjadi fenomena *market overreaction* pada periode pengujian tahunan di Bursa Efek Indonesia

B. Hasil Pengujian Fenomena *Market Overreaction* Portofolio Kedua

Dalam penelitian ini untuk menguji fenomena *market overreaction* yaitu menggunakan uji beda *independent sampel t-test* untuk melihat perbedaan yang signifikan antara $ACAR_{Loser}$ dan $ACAR_{Winner}$ pada periode pengujian. Adapun hasil dari dari penelitian ini yaitu :

Periode Pembentukan 2008 S1	Periode Pengujian					
	'08 S2	'09 S1	'09 S2	'10 S1	'10 S2	'11 S1
ACAR _{loser} : -0,4552	-0,5884	0,3801	-0,3427	0,0333	-0,0655	0,0268
ACAR _{winner} : 0,2308	-0,5833	-0,0576	-0,0492	-0,0498	-0,0982	-0,1388
Sig (2-tailed)	0,985	0,014**	0,021**	0,420	0,720	0,026**

Periode Pembentukan 2008 S1	Periode Pengujian						
	'11 S2	'12 S1	'12 S2	'13 S1	'13 S2	'14 S1	'14 S2
ACAR _{loser} : -0,4552	-0,0584	0,0186	-0,0086	0,3260	-0,1452	0,0013	-0,0051
ACAR _{winner} : 0,2308	-0,0713	-0,1501	-0,2025	0,0083	0,0582	-0,0751	-0,0608
Sig (2-tailed)	0,852	0,129	0,045**	0,785	0,056	0,350	0,421

* Signifikan pada $\alpha = 0.01$

** Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Berdasarkan hasil uji beda *independent sample t-test* diatas maka fenomena *market overreaction* tidak terbukti secara konsisten terjadi selama periode pengujian yang dilakukan. Adapun fenomena *market overreaction* hanya terjadi pada tahun 2009 semester 1, 2011 semester 1 dan pada tahun 2012 semester 2. Pada tahun-tahun tersebut, kinerja portofolio *loser* lebih baik dibandingkan pada portofolio *winner*. Seperti halnya pada tahun 2009 semester 1, dimana portofolio *loser* dapat mengungguli sebesar 5,59 kali dalam mengalahkan *return market* dari pada portofolio *winner* dan terbukti signifikan secara statistic pada tingkat kesalahan sebesar 0,014. Pada tahun 2011 semester 1, dimana portofolio *loser* dapat mengungguli portofolio *winner* sebesar 80,6% dan hal tersebut terbukti signifikan pada tingkat kesalahan sebesar 0,05. Selain pada tahun-tahun tersebut, fenomena *market overreaction* terjadi juga pada tahun 2012 semester 2, dimana portofolio *loser* dapat mengungguli portofolio *winner* sebesar 95,7% dan hal tersebut terbukti signifikan pada tingkat kesalahan sebesar 0,05. Dalam periode pengujian yang dilakukan setiap semester dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2014, terdapat fenomena lain yang terjadi yaitu fenomena *underreaction* pada tahun 2009 semester 2. Dimana portofolio *loser* memiliki kinerja yang lebih buruk daripada portofolio *winner* sebesar 85,6%. Pada fenomena ini mengindikasikan bahwa portofolio *loser* memiliki kinerja yang sama buruknya pada saat periode pembentukan sehingga kinerja portofolio *loser* tidak dapat mengalahkan kinerja portofolio *winner*.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Octavio (2013) yang menyatakan bahwa terjadi fenomena *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia. Adapun temuan fenomena lain pada periode penelitian yang dilakukan oleh penulis yaitu fenomena *underreaction* yang menandakan bahwa portofolio *loser* tidak dapat mengungguli portofolio *winner*. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Aji (2015) yang menemukan fenomena serupa pada periode penelitian dari tahun 2009-2013 di Bursa Efek Indonesia. Sehingga dapat disimpulkan pada portofolio kedua yang digunakan dalam penelitian ini yaitu selama periode 2008-2014 terjadi fenomena *overreaction* dan *underreaction* di Bursa Efek Indonesia.

C. Hasil Pengujian Hipotesis 2 - 5 untuk Portofolio Pertama

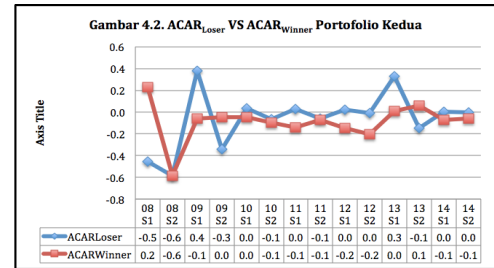
Pada pengujian pengaruh variabel-variabel independent seperti risiko sistematis (beta), *firm size*, *book-to-market* dan likuiditas saham, peneliti hanya menggunakan sampel-sampel yang mengalami *reversal* pada periode pengujian. Adapun hasil regresi linier berganda pada portofolio pertama yaitu di bawah ini :

Variabel	Koefisien Regresi	T _{hitung}	Sig
Konstanta	2,239	2,712	0,009*
Beta	0,271	4,239	0,000*
<i>Firm Size</i>	-0,107	-2,945	0,005*
Likuiditas Saham	24,804	2,625	0,011**
<i>Book-To-Market</i>	-0,023	-0,664	0,509
F _{hitung} = 11,779			0,000*
R ² = 0,466			

* Signifikan pada $\alpha = 0.01$

** Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Dependent Variabel : CARi



Berdasarkan uji regresi linier berganda yang dilakukan untuk portofolio pertama yaitu semua variable yang di duga dapat mempengaruhi fenomena *market overreaction* khususnya untuk periode pengujian tahunan, terdapat 3 variabel yang terbukti secara signifikan pada tingkat kesalahan sebesar 0,01 dan 0,05. Ketiga variable ini terbukti secara signifikan sesuai dengan yang di hipotesiskan. Ketiga variable ini dapat mempengaruhi besar kecilnya *cumulative abnormal return* pada saham-saham yang mengalami fenomena *reversal return* selama periode pengujian. Model ini dapat menjelaskan 46,6% pengaruh atas variable beta, *firm size* dan likuiditas saham terhadap *cumulative abnormal return* sebagai proksi atas fenomena *market overreaction* yang terjadi.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Anggraeni (2005) dan Gaunt (2000) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh variable beta yang signifikan terhadap fenomena *market overreaction*. Pada variable *firm size*, hasil ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981), Hamao dan Lakonishok (1991), Fama dan French (1992), Barbee, Mukherji dan Raines (1996) yang menyatakan bahwa *firm size* memiliki pengaruh yang negative terhadap *cumulative abnormal return* sebagai proksi atas fenomena *market overreaction* yang terjadi. Namun terdapat pertentangan pada variable *firm size* yaitu pada penelitian yang sudah dilakukan oleh Octavio (2013) yang menemukan bahwa *firm size* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return*, namun pengaruh yang diberikan tidak yaitu tidak berkorelasi negative. Pada variable likuiditas saham, temuan ini didukung juga oleh temuan yang telah dilakukan oleh Mulyana (2011) bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan dari likuiditas saham pada fenomena *market overreaction* yang terjadi. Sedangkan untuk variable *book-to-market* tidak terbukti signifikan memiliki pengaruh negative terhadap fenomena *market overreaction* sehingga hal ini menandakan bahwa variable *book-to-market* tidak dapat mempengaruhi besar kecilnya *cumulative abnormal return* sebagai proksi atas fenomena *market overreaction* dalam jangka panjang periode tahunan.

D. Hasil Pengujian Hipotesis 2 - 5 untuk Portofolio Kedua

Pada pengujian pengaruh variabel-variabel independent seperti risiko sistematis (beta), *firm size*, *book-to-market* dan likuiditas saham, peneliti hanya menggunakan sampel-sampel yang mengalami *reversal* pada periode pengujian. Adapun hasil regresi linier berganda pada portofolio pertama yaitu dibawah ini :

Variabel	Koefisien Regresi	T _{hitung}	Sig
Konstanta	-0,225	-0,685	0,495
Beta	0,063	1,262	0,210
<i>Firm Size</i>	0,005	0,334	0,739
Likuiditas Saham	16,610	2,737	0,002*
<i>Book-To-Market</i>	0,225	3,167	0,007*
F _{hitung} = 5,297			0,001*
R ² = 0,173			

* Signifikan pada $\alpha = 0.01$

Dependent Variabel: CAR_i

Berdasarkan hasil uji regresi linier berganda yang sudah dilakukan pada portofolio kedua untuk periode semesteran, maka dapat dilihat bahwa hanya variable likuiditas saham dan *book-to-market* saja yang terbukti mempengaruhi *cumulative abnormal return* sebagai proksi atas fenomena *market overreaction*. Temuan yang didapat untuk variable likuiditas saham ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulyana (2011) bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan dari likuiditas saham pada fenomena *market overreaction*

yang terjadi. Sedangkan untuk variable *book-to-market* ini juga sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Anggraeni (2005) yang menyatakan bahwa pada sampel saham yang memiliki rasio *book-to-market* tinggi cenderung *outperform* dibandingkan dengan sampel saham yang memiliki rasio *book-to-market* rendah. Sedangkan untuk variable beta dan *firm size* yang tidak terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* sebagai proksi atas fenomena *market overreaction* diduga karena perhitungan beta yang dilakukan hanya per-semester tidak memberikan gambaran yang jelas mengenai sensitifitas *return* saham perusahaan dengan *return market*. Sedangkan untuk variable *firm size* ini sesuai dengan temuan yang didapat pada penelitian yang dilakukan oleh Anggraeni yang menemukan bahwa *firm size* tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *cumulative abnormal return* sebagai proksi atas fenomena *market overreaction*. Hasil model regresi ini hanya bisa menjelaskan sebesar 17,3% terhadap fenomena *market overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia. Adapun model regresi ini berbeda dengan temuan yang didapat pada portofolio pertama yaitu diduga model regresi ini berlaku pada satuan waktu tertentu seperti pertahun, per semester atau perkuartal.

PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian yang didapat maka disimpulkan bahwa di fenomena *market overreaction* mayoritas terjadi pada periode semesteran. Mengenai pengaruh dari variabel-variabel kinerja perusahaan (independent) juga tidak konsisten memiliki pengaruh yang sama pada periode pengujian tahunan dan semesteran. Adapun saran pada penelitian selanjutnya yaitu diharapkan memasukan bias yang melekat pada diri investor seperti *overconfidence*, *disposition effect*, *anchoring* dan lain sebagainya. Selain itu diharapkan pada penelitian selanjutnya menggunakan sampel yang berbeda seperti Jakarta Islamic Indeks (JII), Indeks Sektoral dan lain sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aji, Irfan Bimo. 2015. *Apakah Saham Perusahaan Keluarga Mengalami Peristiwa Overreaction atau Underreaction Berdasarkan Firm Size Periode 2009-2013*. Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Erlangga, Jakarta.
- Anggraeni, Ika Septi K. 2005. *Analisis Pengaruh Faktor Risiko, Size dan Book to Market pada Kondisi Market Overreaction di Pasar Modal Indonesia*. Thesis Program Pasca Sarjana UGM, Yogyakarta.
- Asri, Marwan. 2013. *Keuangan Keperilakuan*. Edisi Pertama. BPFE-Yogyakarta.
- Ball, R., Khotari, S.P., 1989. Nonstationary expect return: implication for test of market-efficiency and serial correlation in return. *Journal of Financial Economics* 25, pp: 51-74.
- Banz, Rolf W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value Stock of Common Stock, *Journal of Financial Economics*. Vol. 9, pp: 3-18.
- Barbee, William C. Jr, Mukherji Sandip, and Raines, Gary A (1996). Do Sales-Price and Debt-Equity Ratio Explain Stock Returns Better than Book-Market and Firm Size? *Financial Analyst Journal*. Vol. 52, No. 2. pp: 56-60.
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1998, A Model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics* 49, pp: 307-343
- Chan, K., C. 1988. Contrarian Investment Strategy. *The Journal of Business*, Vol. 61 No. 2, pp: 147-163.
- Chan, Louis K. C., Yasushi Hamao dan Josef Lakonishok. 1991. Fundamental and Stock Return in Japan. *Journal of Finance* 46, pp:1739-1764.
- Chopra, Navin., Lakonishok, Josef., Ritter, Jay R. 1992. Measuring Abnormal Performance “Do Stock Overreact?”. *The Journal of Finance Economics* 31, pp: 235-268. North-Holland.
- Daniel, K. Hirshleifer. D. Subrahmanyam, A. 1988. Investor Psychology and Security Market Under – and Overreaction. *Journal of Finance*, 53 pp: 1839-1885.
- De Bondt, F. and Thaler, R. 1985. Does the Stock Market overreact?. *The Journal of Finance*, Vol: 40, pp: 739-803.
- Erwin A Koetin. 1994. *Suatu Pedoman Investasi dalam Efek di Indonesia*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia. Badan Pengawas Pasar Modal.
- Fama, Eugene F, (1970). Efficient Capital Markets; A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, pp: 383-417 dalam Arifin, Zainal. 2005. *Teori Keuangan & Pasar Modal*. Edisi Pertama. Ekonisia FEUII. Yogyakarta.
- Fama, Eugene F dan Kenneth French. 1992. The Cross-Section in Expected Stock Returns. *Journal of Finance* Vol. 47, pp: 427-466.
- Famarzi, Mahdi., Nikahwal, Behnam., Zare Reza. 2013. The Investigation of Overreaction and The Effect of The Long Term Investment Period On It. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. ISSN 20737122. Institute for Interdisciplinary Business Research
- Gaunt, Clive. 2000. Overreaction in the Australia Equity Market. *Journal Finance Pasific-Basin* 8, pp: 375-39. Elsevier.
- Harger, Sam., Elshahat, Ahmed., Horvath, Phillip A. 2012. Investor Irrationality in the US Equity Market : The Overreaction Effect. *International Journal of Bussiness and Social Science*. Vol. 3 No. 23. ISSN 22191933. Centre for Promoting Ideas, USA.

- Haugen, RA. 2001. *Modern Investment Theory*. Fifth Edition. Prentice Hall. Ney Jersey.
- Lakonishok J., A Shelifer and R Vishny. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *Journal of Finance* 49, No. 5, pp: 1541-1578.
- Mulyana, Deden. 2011. Analisis Likuiditas Saham Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan yang Berada Pada Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Magister Manajemen* Vol. 4 No. 1, pp: 77-96.
- Octavio, Danies Quirira. 2013. Analisis Pengaruh Firm Size dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Market Overreaction di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi Program Studi Manajemen FEB UGM*, Yogyakarta.
- Prawitasari, Anita. 2013. Perilaku Overreaction Jangka Panjang di Pasar Modal Berkembang Studi Empiris Pada Bursa Efek Indonesia. *Thesis Program Magister Sains, FEB UGM*. Yogyakarta.
- Pompian, M, Michael. 2006. *Behavioral Finance and Wealth Management*. John Wiley & Sons, Inc. USA.