

# **MARKET OVERREACTION, SIZE EFFECT ATAU LIQUIDITY EFFECT? STUDI PADA BURSA EFEK INDONESIA**

**Danes Quirira Octavio<sup>(1)</sup>  
I Wayan Nuka Lantara<sup>(2)</sup>**

<sup>(1)(2)</sup>Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta-Indonesia  
Email: octadanes@gmail.com; waynuk@gmail.com

## **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah *market overreaction* terjadi pada Bursa Efek Indonesia. Jika anomali terjadi di Bursa Efek Indonesia, apakah *market overreaction* tersebut terkait dengan *size effect* maupun *liquidity effect*. Pengamatan dilakukan baik dalam perioda jangka pendek serta perioda jangka panjang. Penelitian ini menggunakan sampel saham-saham yang termasuk dalam indeks Kompas 100 selama perioda Januari 2010 – Juli 2010. Saham-saham tersebut dikelompokkan menjadi dua kelompok sub-sampel berdasarkan besar kecilnya *return* saham: portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Simpulan dari hasil-hasil tersebut adalah *market overreaction* hanya ditemukan pada portofolio *loser* dan terjadi pada periode jangka pendek (6 bulan). Hasil pengujian regresi juga menunjukkan bahwa *anomali market overreaction* terasosiasi secara positif dengan ukuran perusahaan (*firm size*).

**Kata kunci:** *abnormal return, market overreaction, size effect, liquidity effect.*

## **ABSTRACT**

*This paper examines whether the anomalies of market overreaction and size effect and or liquidity effect occur on the Indonesia Stock Exchange. We also test the anomalies over short period and longer-term period. The sample of this research comprises of stocks listed in the KOMPAS 100 index from January 2010 – July 2010. The stocks listed in KOMPAS 100 index are considered as active stocks and provide great influence on the movement Indonesian Capital Market Composite Index (IHSG). Stocks are grouped into two portfolio samples: winner portfolio and loser portfolio. Results depict that only market overreaction occurred and only in loser portfolio. We also find that the market overreaction occur only in short period (6 months). We further test the size effect and liquidity effect. The finding shows that size matter in explaining market overreaction on loser portfolio.*

**Keywords:** *abnormal return, market overreaction, size effect, liquidity effect.*

## **PENDAHULUAN**

*Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) adalah teori yang sangat terkenal yang menjadi dasar untuk menjelaskan bagaimana harga suatu aset terbentuk akibat masuknya informasi baru yang direspon oleh investor. Pada teori ini diasumsikan bahwa investor adalah makhluk rasional sehingga dalam pengambilan keputusannya selalu berdasarkan *rational expectation*. Teori ini menjelaskan harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi yang sudah ada. Secara lebih spesifik, pergerakan harga saham akan mengalami pola *random* yang pergerakan harga bersifat acak dan tidak dapat diprediksi. Dengan demikian, karena informasi bersifat tidak berbiaya (*costless*) maka *return* yang didapat investor tidak akan mengalahkan besaran *return* pasar. Akan tetapi, pada kenyataannya, terdapat anomali-anomali yang terjadi, yang justru dihipotesiskan akibat ketidakrasionalan investor.

Berbagai anomali pasar telah didokumentasikan dalam literatur-literatur dan hasil riset keuangan. Salah satu anomali yang banyak diteliti adalah *market overreaction* dan *size effect*. Pada *market overreaction*, De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa pergerakan ekstrem harga saham ke arah sebaliknya yang cenderung di luar kewajaran. Perilaku ini disebabkan karena reaksi berlebihan dari para investor terhadap informasi-informasi yang tidak terduga sehingga harga saham melewati bergerak di luar nilai teoritis yang seharusnya terjadi. Akan tetapi Zarowin (1990) menyimpulkan bahwa kejadian tersebut hanya berlaku pada perusahaan-perusahaan berskala kecil.

Melalui fakta tersebut, paper ini bertujuan mengetahui apakah *market overreaction* terjadi pada Bursa Efek Indonesia. Jika misalnya anomali tersebut terjadi di Bursa Efek Indonesia, apakah *market overreaction* tersebut terkait dengan

*size effect* maupun *liquidity effect*. Penulis juga menambahkan variabel likuiditas saham dalam penelitian ini sebagai pengembangan dari penelitian sebelumnya, Likuiditas diartikan sebagai ukuran jumlah transaksi suatu saham tertentu dalam perdagangan di pasar modal pada periode tertentu. Logika dasarnya adalah likuiditas saham terkait dengan kemungkinan perubahan harga saham dari harga sebelumnya. Semakin likuid saham, jumlah atau frekuensi transaksinya akan semakin tinggi. Hal ini menunjukkan minat investor terhadap saham tersebut semakin tinggi. Likuiditas saham juga mencerminkan elastisitas saham. Dengan memasukkan variabel ini, penulis ingin meneliti apakah tingkat likuiditas saham juga terasosiasi dengan anomali *market overreaction*.

Penelitian ini menggunakan sampel saham-saham yang termasuk dalam indeks Kompas 100 selama periode Januari 2010 – Juni 2010. Saham-saham tersebut selanjutnya dikelompokkan menjadi dua kelompok sub-sampel berdasarkan besarnya *return* saham: portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Pengamatan dilakukan baik dalam periode jangka pendek (6 bulan dan 1 tahun), serta periode jangka panjang (1,5 tahun; 2 tahun; dan 2,5 tahun).

Temuan utama penelitian ini adalah bahwa anomali *market overreaction* hanya terbukti secara signifikan terjadi pada portofolio saham *loser*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *return* saham pada portofolio *loser* terkait dengan ukuran (*size*) saham.

Alur penulisan *paper* ini adalah sebagai berikut. Bagian 2 membahas landasan teori dan bukti empiris yang mendasari hipotesis dalam penelitian ini. Bagian 3 membahas tentang metoda penelitian. Bagian selanjutnya membahas hasil penelitian dan diskusi hasil penelitian. Bagian akhir berisi simpulan atas hasil penelitian.

### **Hipotesis Pasar Efisien Dan Anomali Pasar**

Hipotesis pasar efisien mengatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi dan kenyataan yang terjadi di perusahaan. Efisiensi pasar berbanding terbalik dengan abnormal *return*. Dengan kata lain, semakin efisien suatu pasar, maka semakin kecil kemungkinan investor untuk memperoleh *return* lebih dari pasar (abnormal *return*). Fama (1970) membagi tiga bentuk pasar efisien dengan parameter informasi, yaitu: 1) Pasar efisien dalam bentuk lemah (*Weak Form*). Pasar Efisien bentuk lemah pasar dimana harga sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu; 2) Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*Semi Strong Form*). Pasar Efisien bentuk setengah kuat adalah pasar dimana harga sekuritas mencerminkan

secara penuh (*fully reflect*) seluruh informasi yang dipublikasikan; 3) Pasar efisien dalam bentuk kuat (*Strong Form*). Pasar Efisien bentuk setengah kuat pasar dimana harga sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) seluruh informasi yang dipublikasikan termasuk informasi privat.

Ketiga bentuk efisiensi pasar di atas bersifat kumulatif. Hal ini mengandung maksud bahwa suatu bentuk pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk semi kuat dan lemah. Pasar efisien bentuk semi kuat juga pasar efisien bentuk lemah. Namun hal itu tidak sebaliknya, pasar efisien lemah tidak dapat menjadi pasar semi kuat dan kuat.

Jika sebuah pasar tergolong efisien, investor tidak perlu melakukan prediksi harga di masa yang akan datang (Jones, 1998; Jogiyanto, 2007). Dengan kata lain, investor tidak akan dapat secara konsisten "mengalahkan" pasar dengan melakukan transaksi saham berdasarkan informasi terpublikasi. Konsekuensinya, investor hanya perlu melakukan *passive management* daripada melakukan *active management*.

Akan tetapi, beberapa penelitian membuktikan adanya keadaan yang bertentangan atau anomali atas teori pasar efisien ini. Salah satu teori yang menjelaskan fenomena anomali ini adalah Kahneman dan Tversky (1974). Teori tersebut adalah dasar teori *behavioral finance*. Mereka menyatakan sebuah teori bias kognitif yaitu *illusion of validity*, "manusia sering memprediksikan penurunan harga saham di masa depan yang dikarenakan penurunan harga saat ini, sehingga ia akan menjual saham tersebut dan harga pun akan terus turun". Selain itu Kahneman dan Tversky (1974) juga mengajukan sebuah teori yang bernama *Prospect Theory*. Teori ini menyatakan bahwa seseorang yang tidak puas ketika memperoleh kerugian, akan terus mempertaruhkan sesuatu yang tidak dipertaruhkan orang lain sampai mereka puas. Dengan kata lain, investor akan menanggung risiko tambahan ketika sedang mengalami kerugian dengan terus membeli saham sehingga nantinya akan menimbulkan harga saham itu sendiri naik. Tekanan pada harga saham inilah yang akan secara temporer menaikkan harga saham dan tercermin pada pembalikan harga.

### **Market Overreaction Dan Size Effect**

*Market overreaction* diperkenalkan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Mereka menyatakan bahwa *market overreaction* terjadi karena investor mempunyai kecenderungan untuk menilai terlalu tinggi informasi terbaru yang merubah persepsi dan ekspektasi terhadap perusahaan, sehingga kurang memperhatikan informasi terdahulu.

Kecenderungan ini mengakibatkan terjadinya *overvaluation* terhadap prospek perusahaan apabila terdapat berita baik, dan *undervaluation* apabila terdapat berita buruk. Akan tetapi setelah terjadi *overvaluation* atau *undervaluation* tersebut, investor menyadari kesalahannya dan harga akan kembali ke bentuk fundamentalnya.

Pada penelitiannya tentang *market overreaction*, De Bondt dan Thaler (1985) menggunakan sampel data bulanan pasar saham Amerika New York *Stock Exchange* (NYSE) tahun 1933 hingga 1980. Mereka meneliti *market overreaction* dengan membentuk dua portofolio yakni portofolio *winner* dan *loser*. Portofolio *winner* adalah kumpulan saham yang memiliki kecenderungan *return* yang bersifat positif, sedangkan portofolio *loser* adalah kumpulan saham yang memberikan kecenderungan *return* negatif. Hasil dari penelitian mereka adalah terjadi fenomena *market overreaction* pada pasar saham Amerika Serikat, terutama pada saham *loser* dimana pada periode pengujian saham-saham ini mengungguli portofolio *winner* sebesar 25%, walaupun portofolio *loser* adalah portofolio yang lebih berisiko. Penelitian dengan topik yang sama juga pernah dilakukan oleh Howe (1986) di pasar modal Amerika; Kato (1990) di Jepang; Sartono (2000) Prakoso (2009) untuk kasus di pasar modal Indonesia.

Seiring berjalannya waktu, konsep *market overreaction* menimbulkan pro dan kontra dari para peneliti. Zarowin (1990) menyimpulkan bahwa *market overreaction* adalah bentuk lain dari *size effect* dan hanya berlaku pada perusahaan-perusahaan berskala kecil dan efisiensi pasar hanya terjadi pada perusahaan-perusahaan berskala besar.

Dalam penelitiannya, Zarowin (1990) menggunakan data yang dipakai De Bondt dan Thaler (1985) pada penelitian *market overreaction* nya. Zarowin (1990) melakukan pengontrolan ukuran perusahaan pada portofolio-portofolio saham yang dibuatnya. Hasil dari penelitiannya adalah terjadi perbedaan antara *return* portofolio saham-saham perusahaan besar dengan *return* portofolio saham-saham perusahaan kecil, saham-saham perusahaan kecil memiliki *return* yang lebih besar pada saat anomali

Berdasarkan tinjauan teori dan hasil penelitian empiris sebelumnya yang telah dibahas di atas, hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah Hipotesis pertama, terjadi fenomena *market overreaction*. Hipotesis kedua, *firm size* berasosiasi negatif dengan abnormal *return* saham pada saat anomali. Hipotesis ketiga, likuiditas saham berasosiasi positif dengan abnormal *return* saham pada saat anomali.

## Metode Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel saham-saham yang masuk pada indeks KOMPAS 100 bulan Januari 2010 sampai dengan Juni 2010. Sampel yang dibutuhkan pada penelitian ini adalah abnormal *return* saham, ukuran perusahaan, data volume perdagangan secara bulanan.

Pada penelitian ini, penulis menggunakan periode observasi pada Januari 2010 sampai dengan Desember 2012. Periode formasi sebesar 6 bulan dimulai pada Januari 2010 dengan setiap 6 bulan berikutnya sebagai periode penelitian. Penetapan ini didasarkan atas penelitian sebelumnya, yaitu De Bondt dan Thaler (1985).

Saham-saham yang menjadi sampel diklasifikasikan menjadi dua portofolio saham, yaitu saham *winner* dan saham *loser*. Portofolio *winner* adalah saham-saham yang memiliki kinerja baik (dengan *return* saham di atas rata-rata *return* keseluruhan sampel) pada periode formasi, sedangkan portofolio *loser* adalah saham yang memiliki kinerja buruk (dengan *return* saham di bawah rata-rata *return* keseluruhan sampel) pada periode formasi. saham-saham yang masuk pada kedua portofolio.

## Metoda Analisis Dan Pengujian Hipotesis

Metoda analisis empiris yang digunakan untuk menguji hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah uji beda *independent sample t-test*. Uji *independent sample t-test* digunakan untuk melihat signifikansi fenomena *market overreaction* yang ditandai pembalikan abnormal *return* saham portofolio *loser* dan *winner*.

Pengujian ini mengacu pada model yang digunakan dalam Kurnati (2008), yang bertujuan untuk mengetahui perbandingan kinerja berdasarkan *firm size* pada portofolio *winner* dan *loser*. Penulis melakukan pengontrolan *size* dan *liquidity* pada portofolio *winner* dan *loser*. Kemudian diadakan uji beda pada kinerja abnormal *return* portofolio dengan uji *independent sample t-test* pada portofolio hasil pengontrolan, yaitu kinerja abnormal *return* portofolio yang berkarakteristik *big* dibandingkan dengan kinerja abnormal *return* berkarakteristik *small*.

Pada metoda pengujian, penulis juga melakukan uji Uji *Levene F test* yang bertujuan menyatakan apakah variasi sampel yang digunakan homogen atau tidak. Semakin homogen data berarti *mean* data dapat mewakili data tersebut.

Untuk pengujian *size effect* dan *liquidity effect* yang dirumuskan dalam hipotesis kedua dan ketiga, alat uji yang digunakan adalah mengacu pada penelitian Kurnati (2008), yaitu uji regresi berganda

OLS dengan fungsi sebagai berikut:

$$AR = \alpha + \beta_1 \ln Size + \beta_2 \ln Lik + e$$

Variabel dependen adalah abnormal *return* portofolio (AR) karena abnormal *return* adalah parameter terjadinya peristiwa *market overreaction*. Pengujian regresi ini untuk mengetahui apakah *market overreaction* yang terjadi lebih dipengaruhi oleh ukuran perusahaan (LnSize) dan atau likuiditas saham (LnLik).

Metoda ini mendeskripsikan dan menguji signifikansi pengaruh ukuran perusahaan dan likuiditas masing-masing portofolio baik secara simultan maupun sendiri-sendiri. Penulis menggunakan uji F dan uji t. Uji F dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen secara simultan, sedangkan uji t digunakan untuk melihat pengaruh independen variabel secara individual.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini membahas hasil penelitian terkait dua isu utama dalam penelitian ini. Isu pertama adalah apakah terjadi anomali *market overreaction* di

Bursa Efek Indonesia. Isu kedua adalah seandainya terjadi anomali *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia, apakah anomali tersebut terkait dengan ukuran perusahaan (*size*) dan likuiditas saham.

### Deskripsi Statistik

Deskripsi statistik dari *return* portofolio, ukuran perusahaan, dan likuiditas dari portofolio *winner* dan portofolio *loser* bisa dilihat pada Tabel 1. Sebagaimana tersaji pada Tabel 1 di bawah, terlihat bahwa nilai rata-rata maupun nilai median dari komponen abnormal *return*, ukuran perusahaan, maupun likuiditas dari portofolio *loser* selalu lebih rendah (*inferior*) dibanding portofolio *winner*. Hal ini mempertegas kecenderungan bahwa portofolio *winner* pada periode pembentukan (formasi) memiliki kriteria yang lebih unggul (*superior*) dibanding portofolio *loser*. Jika terjadi anomali *market overreaction*, maka diharapkan akan terjadi pola pergerakan yang berbalik setelah melewati periode tertentu. Hal ini juga diuji dan ditampilkan hasilnya pada bagian berikutnya dalam penelitian ini.

**Tabel 1. Deskripsi Statistik Return Portofolio, Ukuran Perusahaan dan Likuiditas Portofolio Winner dan Portofolio Loser**

Komponen	Loser			Winner		
	Return	Size	Likuiditas	Return	Size	Likuiditas
Rata-rata	-0.009	14,922	14,526	0.016	15,499	14,568
Median	-0.015	14,927	14,522	0.010	15,497	14,566
Maximum	0.091	14,918	14,560	0.155	15,516	14,567
Minimum	-0.092	-2,584	14,521	-0.056	15,488	14,535
Stand. Dev	0.036	0,583	0,272	0.036	0,880	0,263
Observasi	36	36	36	36	36	36

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian

Tabel 1 ini menampilkan deskripsi statistik dari berbagai komponen nilai (rata-rata; median; maximum; minimum; dan deviasi standar) dari portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Return portofolio diukur dengan return abnormal portofolio saham. Size diukur dengan nilai natural logaritma (*Ln*) dari total kapitalisasi pasar saham. Likuiditas diukur dengan menghitung nilai natural logaritma (*Ln*) dari total volume perdagangan portofolio saham.

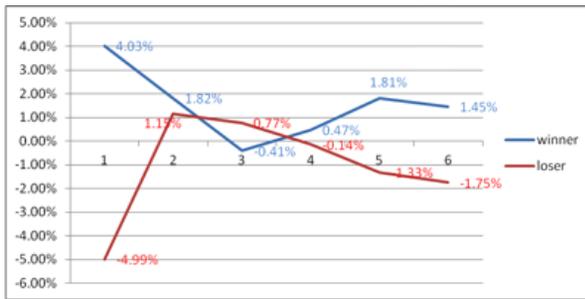
### Pola Pergerakan Return Portofolio Winner Vs Loser

Pengamatan pertama dilakukan pada pola *return* abnormal selama periode pengamatan jangka pendek (6 bulan; dan 1 tahun), serta periode pengamatan jangka panjang (1,5 tahun; 2 tahun; dan 2,5 tahun). Pola pergerakan dari masing-masing portofolio *winner* maupun portofolio *loser* disajikan pada Gambar 1. Sebagaimana terlihat

pada Gambar 1, terlihat bahwa ada kecenderungan terjadinya pembalikan *return* pada pola pergerakan *return* portofolio saham, terutama setelah periode jangka pendek (6 bulan).

### Hasil Uji Beda Abnormal Return Portofolio Winner Dan Loser

Ilustrasi dengan gambar sebagaimana disajikan pada Gambar 1 di atas perlu dilengkapi dengan pengujian secara statistik untuk menguji apakah terdapat perbedaan signifikan atas *return* abnormal portofolio saham jika diuji pada berbagai periode pengamatan. Indikasi terjadinya anomali *market overreaction* adalah jika terdapat *return abnormal* yang secara signifikan berbeda pada periode pembentukan portofolio (formasi) dengan periode pengamatan. Penulis melakukan pengujian uji beda t pada kinerja portofolio dan ditemukan bahwa *market overreaction* hanya terjadi pada portofolio *loser* (Tabel 2).



**Gambar 1. Pergerakan Pola Portofolio Saham Winner dan Loser**

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian

Gambar 1 menampilkan pola pergerakan *return* abnormal portofolio *winner* maupun portofolio *loser*. Notasi pengamatan adalah sebagai berikut: 1 = periode formasi; 2 = pengujian 6 bulan; 3 = pengujian 1 tahun; 4 = pengujian 1,5 tahun; 5 = pengujian 2 tahun; dan 6 = pengujian 2,5 tahun.

Pada pengujian *market overreaction* yang ditampilkan pada Tabel 2 di atas, dapat dilihat bahwa tidak ada *market overreaction* pada portofolio *winner*, sedangkan pada portofolio *loser*, *market*

*overreaction* terjadi pada hampir seluruh periode pengujian. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Dengan hasil dari penelitian bahwa terjadi fenomena *market overreaction* pada pasar saham Amerika Serikat, terutama pada saham *loser* dimana pada periode pengujiannya saham-saham ini mengungguli portofolio *winner*.

### Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Return Portofolio Winner Dan Loser

*Market overreaction* yang terjadi dapat dimungkinkan bukan karena aspek reaksi berlebihan investor atas perubahan harga semata. Perlu dikaji faktor-faktor lain pembentuk abnormal *return* yang dapat mempengaruhi anomali tersebut. Oleh karena itu, penulis menambahkan variabel *firm size* dan likuiditas saham untuk dikaji. Metoda regresi digunakan untuk menguji apakah fenomena *market overreaction* yang terjadi pada portofolio *loser* lebih dipengaruhi oleh *size effect* dan atau *liquidity effect*. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 3 berikut ini.

**Tabel 2. Hasil Uji Market Overreaction Pada Portofolio Winner Dan Portofolio Loser**

Periode Formasi Vs Periode Pengujian	Portofolio Winner Nilai-t (signifikansi)	Portofolio Loser Nilai-t (signifikansi)
Formasi vs Pengujian 6 bulan	0,676 (0,514)	-3,897 (0,003)***
Formasi vs Pengujian 1 tahun	1,379 (0,198)	-2,752 (0,020)**
Formasi vs Pengujian 1,5 tahun	1,098 (0,298)	-2,888 (0,018)**
Formasi vs Pengujian 2 tahun	0,671 (0,518)	-2,198 (0,055)*
Formasi vs Pengujian 2,5 tahun	0,784 (0,451)	-2,401 (0,037)**

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian

Tabel 2 ini menyajikan hasil pengujian anomali *market overreaction* pada portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Pengujian dilakukan dengan alat uji *independent sample* t-test atas *return* abnormal masing-masing portofolio *winner* dan portofolio *loser* yang diamati selama periode jangka pendek (6 bulan dan 1 tahun), serta periode jangka panjang (1,5 tahun; 2 tahun; dan 2,5 tahun). \*\*\* berarti tingkat signifikansi sebesar 1%, \*\* pada tingkat 5%, dan \* pada tingkat 10%.

**Tabel 3. Hasil Uji Regresi Berganda Market Overreaction**

Variabel	Portofolio winner		Portofolio loser	
	Koefisien	t-statistic	Koefisien	t-statistic
Likuiditas	0,043	1,072	0,022	1,588
Ukuran perusahaan	0,010	0,658	0,293	4,714***
R-squared	0,10		0,43	
F-statistic	1,84		14,589***	

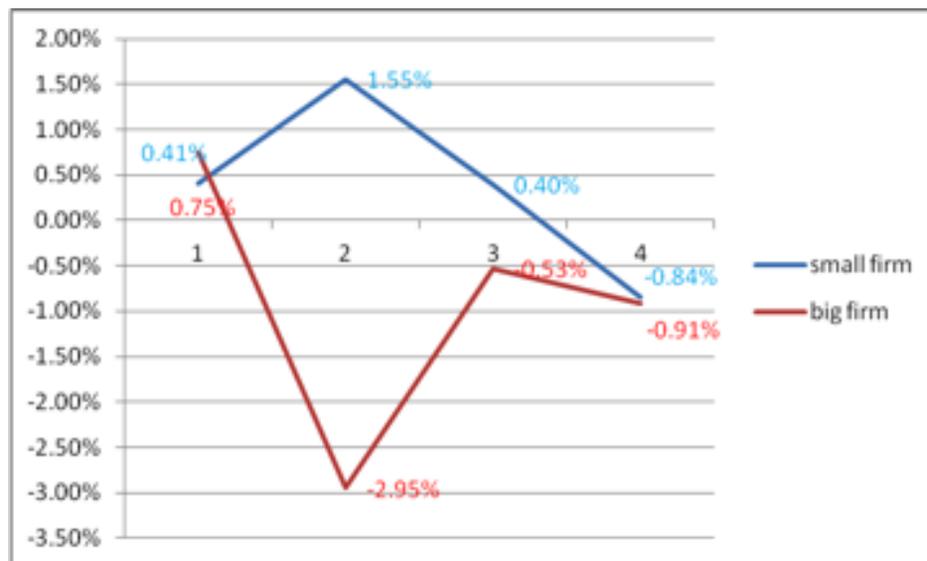
Sumber: Hasil pengolahan data penelitian

Tabel 3 menyajikan hasil pengujian regresi berganda untuk menguji pengaruh faktor likuiditas dan ukuran perusahaan (*size*) terhadap terjadinya anomali *market overreaction* pada portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Variabel dependen adalah tingkat *return* abnormal portofolio saham, variabel independen adalah tingkat likuiditas likuiditas dan ukuran perusahaan. Pengujian dilakukan dengan alat uji regresi berganda OLS. \*\*\* berarti tingkat signifikansi sebesar 1%.

Sebagaimana terlihat dalam Tabel 3, terbukti bahwa variabel yang berpengaruh pada terjadinya anomali *market overreaction* pada portofolio *loser* adalah variabel ukuran perusahaan (*size*), yang ditunjukkan oleh tingkat signifikansi sebesar 1%. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap terjadinya anomali *market overreaction* pada portofolio *loser*. Hasil penelitian ini sejalan dengan Zarowin (1990) menyimpulkan bahwa *market overreaction* adalah bentuk lain dari *size effect* dan hanya berlaku pada perusahaan-perusahaan berskala kecil.

### Ukuran Perusahaan Dan Return Portofolio Loser

Bagian ini mendiskusikan pola pergerakan portofolio saham *loser* yang dikaitkan dengan ukuran perusahaan. Kelompok portofolio *loser* pada awalnya dipecah menjadi dua sub-kelompok portofolio *loser* berdasarkan ukuran perusahaan (ukuran kecil dan ukuran besar). Setelah itu, pergerakan *return* abnormal dari masing-masing sub-kelompok portofolio tersebut diamati selama periode pengamatan jangka pendek (6 bulan dan 1 tahun), serta periode pengamatan jangka panjang (1,5 tahun; 2 tahun, dan 2,5 tahun). Hasil pengamatan pola pergerakan *return* disajikan pada Gambar 2 berikut.



**Gambar 2. Pergerakan Pola Portofolio Saham Small Firm dan Big Firm Portofolio Loser**

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian

Gambar 2 menampilkan pola pergerakan *return* abnormal portofolio saham *loser* yang dibagi menjadi dua sub-kelompok: portofolio *loser* yang memiliki ukuran perusahaan kecil (*small firm*) dan portofolio *loser* yang memiliki ukuran perusahaan besar (*big firm*).

Dari gambar tersebut, dapat dilihat portofolio saham *loser* yang termasuk dalam saham-saham berukuran kecil (*small firm*) terlihat sering mengalahkan abnormal *return* saham yang tergolong dalam kelompok saham berukuran besar (*big firm*). Pada portofolio pengontrolan *firm size*, pola seperti ini tidak terjadi, yang juga konsisten dengan hasil regresi seperti ditampilkan pada Tabel 3 sebelumnya.

### SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan dari hasil-hasil tersebut adalah *market overreaction* hanya ditemukan pada portofolio *loser*. Hasil pengujian regresi juga menunjukkan bahwa anomali *market overreaction* terasosiasi secara positif dengan ukuran perusahaan (*firm size*).

Penulis berhipotesis bahwa investor cenderung membeli saham-saham perusahaan berukuran besar

dan dalam perilaku pembeliannya, ketika investor menanggung kerugian akibat saham yang dia beli, investor akan cenderung membeli saham yang sama lagi. Dikarenakan sikap ini dilakukan oleh banyak investor, maka pembelian tersebut mendorong harga saham itu sendiri naik secara temporer.

Dalam penelitian ini, penulis menyadari masih banyak terjadi kekurangan. Agar penelitian-penelitian selanjutnya dapat memberikan kesimpulan yang lebih baik, kekurangan yang terjadi tentu harus diminimalisasi. Berikut adalah beberapa saran untuk penelitian selanjutnya: (1) Periode penelitian diperpanjang sehingga hasil penelitian lebih kuat; (2) Menggunakan kriteria berbeda dalam melakukan pemilihan dan penyeleksian sampel. Seperti penggunaan indeks lain, antara lain Jakarta Islamic Index (JII), Indeks Sektoral, dan Indeks LQ 45.

## REFERENSI

- De Bondt, W. F. M and R,Thaler. (1985). Does the Stock Market Overreact ?. *Journal of Finance*,Vol 40, pp. 793-808.
- Fama, F. Eugene. (1970). *Efficient Capital Markets :A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*,Vol. 25, No.2,pp.383-417.
- Fama, F. Eugene. (1997). *Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance*.*Journal Of Financial Economics*. Vol. 49, pp. 283-306.
- Howe, J. (1986). *Evidence on Stock Market overreaction*. *Financial Analysts Journal*,Vol. 42, No.4, pp. 74-44.
- Jones. (1998). *Investment Analysis and Management*, Sixth Edition. New York: John Willey and Son.
- Jogiyanto, H. (2007), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kelima. Yogyakarta: BPF.
- Kahneman, D dan A. Tversky. (1974). *Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases*. *Science, New Series*. Vol 185, No. 4157,pp.1124-1131.
- Kato,K. (1990). *Weekly Patterns in Japanese Stock Returns*.*Management Science*, Vol 36, No. 9, pp. 1031-1043.
- Kunarti, Umo. (2008). *Pengujian Market overreaction dan Size Effect: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa efek Jakarta Periode 2003-2005*. Skripsi Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada(tidak dipublikasikan).
- Prakoso, Indra. (2009). *Analisis Market overreaction yang Ditandai dengan Pembalikan Harga Jangka Pendek pada Saham-Saham yang Diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dengan Periode Penelitian Januari Hingga Desember 2007*. Skripsi Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia (tidak dipublikasikan).
- Sartono, Agus. (2000). *Overreaction Of The Indonesian Capital Market*. *Gajah Mada International Jurnal Of Business*.Vol. 2, No.2, pp. 163-184.
- Zarowin, Paul. (1989). *Short-Run Market overreaction: Size and seasonality Effects*. *Journal of Porfolio Management*. Vol. 15, No.3,pp. 26-29.
- Zarowin, Paul. (1990). *Size, Seasonality, and Stock Market overreaction*. *Journal of Financial Quantitative Analysis*. Vol. 25, No. 1, pp. 113-125.