

## Fenomena *Overreaction* dan *Price Reversal* di Indonesia

Iwan Kusmayadi\*, Djoko Suprayetno, Laila Wardani, Muhammad Ahyar  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Nusa Tenggara Barat, Indonesia

### Kata Kunci

**Kata kunci** *Price reversal*, *Overreaction*

### Abstrak

Tujuan penelitian ini untuk menginvestigasi fenomena *overreaction* dan *price reversal* saham serta membuktikan apakah *price reversal* yang terjadi adalah sebagai akibat *overreaction* investor di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2020. Penelitian ini menggunakan data closing price seluruh saham yang terdaftar secara aktif dalam perdagangan serta berturut-turut dalam transaksi harian sejak 10 Januari sampai dengan 20 April 2020. Semua data yang digunakan merupakan data sekunder yang dipublikasikan melalui Bursa Efek Indonesia. Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan Uji statistik parametrik, yaitu uji beda menggunakan one sample t- test. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *price reversal* yang diindikasikan melalui pertumbuhan harga ekstrim IHSG, dimana pertumbuhan tertinggi (winner) dalam 1 hari sebesar 10,19%, terjadi pada hari ke-55 (Tanggal 26 Maret 2020), dan terendah pada hari ke-43 (Tanggal 10 Maret 2020). Pertumbuhan IHSG untuk 2 hari, dimana pertumbuhan IHSG tertinggi untuk 2 hari perdagangan adalah sebesar 1,591% pada hari ke-20 atau Tanggal 6 Februari 2020 dan terendah sebesar -4,401% pada hari ke-36 atau Tanggal 28 Februari 2020. Penelitian ini tidak menemukan bukti adanya *overreaction* investor terhadap informasi baru diseperti periode *reversal* baik pada saat pertumbuhan tertinggi (winner) maupun pertumbuhan terendah (loser) pada saham-saham yang terdaftar di BEI dalam jangka waktu Januari sampai April 2020. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan/ penurunan harga yang ekstrim bukan disebabkan karena investor bereaksi berlebihan terhadap informasi baru baik itu dalam merespon *good news* maupun *bad news*.

### Keywords

**Keywords** *Price Reversal*, winner-loser stocks, *overreaction*

### Abstract

This research aims to investigate the phenomenon of investor *overreaction* and stock price reversal and prove whether the observed price reversal is a result of investor *overreaction* on the Indonesia Stock Exchange during the year 2020. The study utilizes closing price data for all actively traded stocks in consecutive daily transactions from January 10 to April 20, 2020. All data used are secondary data published through the Indonesia Stock Exchange. Hypothesis testing in this research employs parametric statistical tests, specifically a one-sample t-test for mean differences. The test results indicate that the price reversal, indicated through extreme IHSG (Indonesia Stock Exchange Composite Index) price growth, does not provide evidence of investor *overreaction* to new information. The highest growth (winner) in a single day is 10.19%, occurring on the 55th day (March 26, 2020), and the lowest growth occurs on the 43rd day (March 10, 2020). Two-day IHSG growth shows the highest growth of 1.591% on the 20th day (February 6, 2020), and the lowest growth of -4.401% on the 36th day (February 28, 2020). This research does not find evidence of investor *overreaction* to new information during both the highest growth (winner) and the lowest growth (loser) periods in stocks listed on the Indonesia Stock Exchange from January to April 2020. This suggests that extreme price increases or decreases are not caused by investor *overreactions* to new information, whether it be good or bad news.

\*Corresponding Author: Iwan Kusmayadi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Nusa Tenggara Barat Indonesia  
Email: iwankusmayadi99@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.29303/jseh.v9i4.419>

History Artikel:

Received: 27 Oktober 2023 | Accepted: 16 Desember 2023

## PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai lembaga jasa keuangan yang menyediakan instrumen keuangan jangka panjang untuk diperjualbelikan, dimana bisa diterbitkan oleh korporasi maupun oleh pemerintah (Fabozzi & Drake, 2009). Peran pasar modal adalah sebagai lembaga intermediasi keuangan, yaitu sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan dan sekaligus sebagai sarana untuk melakukan investasi dalam bentuk instrumen keuangan bagi masyarakat pemodal atau para investor. Efisiensi daripada pasar modal diukur dari harga dari surat-surat berharga telah mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat (Jogiyanto, 2010).

Namun dalam kenyataan di pasar modal seringkali menunjukkan kondisi yang berbeda, bahwa investor cenderung memiliki perilaku irrasional, dimana investor berusaha untuk mendapatkan keuntungan (abnormal return) dengan berbagai strategi yang tidak lazim. Hal ini tentu bertentangan dengan konsep pasar modal efisien, yang menyatakan bahwa dalam kondisi pasar yang efisien, investor tidak akan mampu untuk mendapatkan abnormal return. Hal yang bertentangan dengan pasar modal efisien dikenal dengan istilah anomali pasar.

Salah satu bentuk anomali pasar adalah *market overreaction*, yang menggambarkan bahwa investor dalam menanggapi suatu informasi memberikan reaksi yang berlebihan (*overreaction*), tanpa memperhatikan nilai fundamental. Tindakan *overreaction* investor ini menjadi salah satu penyebab terjadinya fenomena pembalikan harga (*price reversal*). *Price reversal* merupakan kondisi yang menggambarkan perubahan arah harga yang ekstrim secara berlawanan, dimana harga akan menurun pada trend harga naik, dan jika trend harga saham turun, maka arah harga akan naik. *Price reversal* terjadi karena adanya *misspricing*, yaitu kesalahan investor dalam menetapkan harga.

Studi empiris tentang *overreaction* pertama kali dilakukan oleh De Bondt dan Thaler tahun 1985, dalam penelitiannya De Bondt dan Thaler (1985), *market overreaction* disebabkan karena investor *overreaction* terhadap informasi terbaru sehingga dapat merubah penilaian terhadap suatu perusahaan, dan kurang memperhatikan informasi fundamental. *Market overreaction* ini dapat diindikasikan dengan harga yang mengalami kenaikan secara ekstrem pada suatu periode maka pada periode berikutnya akan mengalami perubahan harga dengan arah yang menurun, dan begitupun akan terjadi sebaliknya (Bondt & Thaler, 1985).

Rahmawati & Suryani, (2005) *market overreaction* dapat ditunjukkan dengan adanya gejala pembalikan harga (*price reversal*), sebagai respon dari investor terhadap informasi baru yang diterima. Saham-

saham dengan return tinggi dan umumnya diminati akan berubah tidak diminati pasar, hal sebaliknya bahwa saham-saham yang semula kurang diminati karena memberikan return rendah akan berubah menjadi saham yang diminati oleh pasar. Dalam penelitiannya, Rahmawati & Suryani (2005) telah berhasil menemukan bahwa portofolio loser mengungguli portofolio winner, yang artinya terdapat indikasi *overreaction* di pasar modal Indonesia.

Beberapa peneliti lainnya yang juga dapat membuktikan adanya gejala *overreaction* investor di Bursa Efek Indonesia, adanya reaksi berlebihan (*overreactin*) investor saham syariah dan non syariah dalam periode 2010-2012 (Riyanto & Arifin, 2014), sedangkan beberapa peneliti lainnya tidak menemukan bukti adanya *overreaction* di Bursa Efek Indonesia, seperti dalam penelitian (Apriyono et al., 2013) Berdasarkan uraian fenomena dan penelitian terdahulu yang ada di atas, maka peneliti memiliki ketertarikan untuk menyusun penelitian dengan judul "Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Harga Saham dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Tambang Batu Bara di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020".

## TINJAUAN PUSTAKA

### Kajian Teoritis

#### *Pasar Modal*

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam perekonomian terutama dalam pengalokasian dana masyarakat. Menurut Jogiyanto (2008), pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dan jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Pasar modal berfungsi sebagai sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam. Alokasi dana yang produktif terjadi jika individu yang mempunyai kelebihan dana dapat meminjamkannya ke individu lain yang lebih produktif yang membutuhkan dana.

Menurut Tandelilin (2007:13): Pasar modal berfungsi sebagai lembaga perantara, yang memiliki peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan return relatif besar adalah sektor-sektor yang paling produktif yang ada di pasar). 11 Instrumen pasar modal berupa surat berharga (efek). Jenis efek antara lain saham (stock), obligasi (bonds), right, warrant, dan produk turunan (derivative).

### *Pasar Modal Efisien*

Dalam konsep pasar modal yang efisien menurut Jogiyanto (2005:1), disebutkan ada tiga macam pasar efisien, yaitu pasar efisien secara informasi yang dikembangkan oleh Fama (1970), pasar efisien secara operasional dan pasar efisien secara keputusan yang dikembangkan oleh Jogiyanto (2003). Pasar efisien secara informasi didasarkan pada ketersediaan informasi dimana pasar dikatakan efisien jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia.

Ross (2020) Hipotesis pasar efisien (EMH), juga dikenal sebagai teori pasar efisien, menunjukkan bahwa pasar efisien secara informasi. Hipotesis ini tidak sesuai dengan analisis teknis karena asumsi EMH tentang ketersediaan informasi dan rasionalitas pasar. Dengan mengasumsikan pasar itu efisien secara informasi, dan bahwa harga dan harapan historis sudah dinilai dalam investasi, efisienhipotesis pasar beroperasi dengan asumsi bahwa tidak mungkin melampaui pengembalian rata-rata pasar dengan melihat pada data harga sebelumnya. Menurut EMH, saham selalu diperdagangkan pada nilai wajarnya di bursa.

Efisiensi pasar secara informasi disebut juga efisiensi secara eksternal. Pasar efisien secara operasional lebih ditekankan pada operasi pasar. Pasar dikatakan efisien secara operasional jika operasi pasar dapat dilakukan dengan cepat dan biaya murah. Efisiensi pasar secara operasional menunjukkan kemampuan pasar modal yang menyediakan likuiditas, eksekusi transaksi dengan cepat dan biaya perdagangan yang rendah. Kondisi pasar seperti ini disebut pasar yang likuid, sehingga efisiensi pasar yang operasional disebut juga efisiensi secara internal.

Jogiyanto (2005) menjelaskan bahwa efisiensi pasar juga perlu dilihat berdasarkan kecanggihan pasar dalam mengelola informasi untuk pengambilan keputusan dengan benar. Pasar efisien seperti ini hanya dapat terjadi jika informasi sudah menyebar secara penuh, cepat, serta pasarnya pintar mengambil keputusan dengan benar. Pasar ini disebut pasar efisien secara keputusan.

Terdapat 3 bentuk utama dari efisiensi pasar modal: 1) Efisiensi pasar bentuk lemah (weak form efficiency) dimana pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga sekuritas tercermin secara penuh (fully reflect) dari informasi masa lalu; 2) Efisiensi pasar bentuk pasar setengah kuat (semistrong form efficiency) terjadi jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (fully reflect) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten; 3) Efisiensi pasar bentuk kuat (strong form) terjadi ketika semua informasi baik yang dipublikasikan

maupun yang tidak dipublikasikan mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham (Tandelilin, 2001). Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungansatu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuksetengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat (Fama, 1970 dalam Jogiyanto, 2008).

### *Behavioral Finance*

Pada kenyataannya pengambilan keputusan investor sering sekali dipengaruhi oleh emosi. Menurut Asri (2013) emosi adalah “sesuatu” yang komplek karena mengandung aspek yang bervariasi, yaitu pertama aspek kognitif karena ada bagian yang dapat dijelaskan mengapa reaksi muncul, kedua aspek psikis karena emosi lebih erkaitan dengan jiwa daripada dengan fisik seseorang, contohnya rasa takut tidak hanya dapt di rasakan oleh orang yang sakit melainkan juga dapat dirasakan oleh orang yang sehat, ketiga aspek sosial karena hanya dimiliki manusia yang merupakan anggota sistem sosial, keempat aspek behavioral karena ia akan mempengaruhi perilaku seseorang dalam bersikap terhadap informasi yang diperolehnya.

Selain itu, menurut Bailard, Biehl dan Kaiser (sebuah lembaga investasi di California, Amerika Serikat) mengatakan pada dasarnya ada lima macam model investor di pasar modal, yaitu pertama kelompok petualang. Pada umumnya kelompok ini tidak memperdulikan risiko, bahkan cenderung untuk menyukai risiko (risk taker). Akibatnya, sebagai investor, mereka cenderung untuk tidak memperdulikan nasehat para financial advisors karena memiliki pandangan yang berbeda terhadap risiko.

Kedua kelompok selebriti, kelompok ini terdiri dari orang-orang yang selalu ingin tampil, menonjol dan menjadi pusat perhatian. Mereka sering sekali tidak memperdulikan untung atau rugi dari suatu investasi, asalkan keputusan mereka untuk membeli atau menjual surat berharga dilihat dan didengar oleh orang banyak. Sama dengan kelompok petualang, kelompok ini juga cenderung bersifat risk takers. Kelompok ketiga yaitu individualisme, kelompok ini terdiri dari orang-orang yang bekerja untuk diri sendiri dan tidak peduli dengan keputusan investasi orang lain, kelompok ini cenderung menghindari risiko yang tinggi dan tidak keberatan untuk menghadapi risiko yang moderat. Mereka tidak memerlukan financial advisor dan biasa melakukan pengamatan, penelitian dan pengkajian sendiri untuk kepentingan investasinya, pada umumnya kelompok ini memenuhi asumsi rasionalitas.

Kelompok keempat, yaitu wali (guardians) dimana kelompok inilebih matang, berpengalaman serta berpengetahuan luas, mereka cenderung berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi, mereka yang ada dikelompok ini umunya bersifat risk averse. Kelompok

kelima, yaitu straight arrows dimana kelompok ini terkadang menunjukkan sifat sebagai risk taker dan terkadang menjadi risk averse, pada saat mengambil keputusan mereka cenderung mengambil keputusan atas dasar pada kepercayaan dan kemampuan diri sendiri seperti kelompok individualis, namun pada waktu yang berlainan mereka bisa menampakkan sifat seperti pengikut atau follow the crowd.

#### *Fenomena Overreaction*

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

Pasar pada umumnya menunjukkan reaksi yang berlebihan terhadap informasi baru, terutama informasi buruk. Hal ini dapat berarti para investor seharusnya membeli saham-saham yang mempunyai informasi pesimis dan yang mengalami penurunan harga. Namun, tentunya investor harus berhati-hati dalam memperkirakan reaksinya.

Menurut Harjito (2009) ada sejumlah alasan terjadinya kesalahan perkiraan dapat menjadi terlalu banyak, salah satunya adalah bahwa perkiraan kita tidak hanya terlalu tinggi tinggi tetapi terlalu optimistic, sehingga kita bertindak overreaction. Adapun pengukuran yang digunakan untuk menentukan terjadinya overreaction adalah dengan melihat abnormal return pada periode observasi, jika mengalami pembalikanarah pada abnormal return pada portofolio winner – loser maka terjadi overreaction.

Di awali pada penelitian oleh Bondt dan Thaler (1985) yang mengangkat tentang hasil-hasil penelitian psikologi yang telah dilakukan oleh para akademisi di bidang psikologi yang mengatakan bahwa pada umumnya orang cenderung bereaksi berlebihan terhadap peristiwa atau berita baik berita positif terlebih terhadap berita negatif. Maka dari hasil-hasil tersebut mereka memutuskan untuk menguji apakah perilaku yang sama terjadi di pasarmodal. Penelitian oleh Bondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa saham-saham dengan hasil yang luar biasa rendah (losers) akan berbalik arah menghasilkan hasil yang luar biasa tinggi, sedangkan saham-saham yang sebelumnya mendatangkan hasil yang luar biasa tinggi (winners) akan berbalik menjadi saham yang menghasilkan hasil yang rendah yang disebut dengan fenomena pembalikan (reversal).

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

#### **Penelitian Terdahulu**

Setelah penemuan oleh Bondt dan Thaler (1985) maka penelitian tentang overreaction semakin banyak di teliti oleh peneliti selanjutnya. Zarowin (1990) dalam penelitiannya menemukan saham loser memiliki kinerja yang luar biasa tinggi dibandingkan saham winner selama periode observasi, namun bukan karena overreaction investor melainkan ukuran perbedaan antara winner dan loser sejak loser cenderung lebih kecil dibandingkan winner.

Ali, Ahmad dan Anusakumar (2011) menemukan adanya bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis overreaction di bursa saham Malaysia dalam periode waktu 1 – 52 minggu dan overreaction yang kuat terdapat pada 1 hingga 4 minggu setelah periode formasi. Bukti lain juga menunjukkan bahwa saham loser memiliki pembalikan yang tinggi dibandingkan saham winner. Menurut Chaouachi dan Douagi (2014) menemukan hasil yang signifikan selama periode Januari 1999 hingga Desember 2013. Selama periode observasi 30, 33 dan 36 bulan setelahformasi ditemukan adanya loser mengungguli winner.

Penelitian tentang overreaction ini juga telah dilakukan di Indonesia, Manurung (2005) melakukan penelitian pada Bursa Efek Indonesia pada kelompok saham LQ 45. Hasil peneitian tersebut menunjukkan bahwa hasil tidak signifikan overreaction pada saham LQ 45, sehingga menunjukkan bahwa Bursa Saham Indonesia memang efisien. Selanjutnya Phangwijaya (2009) yang menggunakan data 1999-2007 di Bursa Efek Indonesia dan hasilnya tidak menemukan gejala overreaction. Pasaribu (2011) menyimpulkan bahwa gejala anomali overreaction tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia pada periode triwulan, semester dan tahunan.

Hasil ini juga didukung oleh penelitian Apriyono dan Taman (2013) menguji fenomena overreaction pada saham manufactur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dilakukan pada tahun 2005 – 2009. Penelitian mereka berhasil menyimpulkan bahwa hasil

penelitian menunjukkan tidak terjadi overreaction signifikan. Berdasarkan hal tersebut bahwa tidak terjadi adanya overreaction pada pasar saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) khususnya pada saham manufaktur yang tergabung dalam Indeks LQ45 pada periode 2005-2009.

Penelitian yang dilakukan oleh Pratama, Purbawangsa, dan Atini (2016), penelitian mereka menguji overreaction pasar pada saham winner dan loser pada 137 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2014. Hasil menunjukkan bahwa tidak terdapat overreaction yang signifikan secara statistik pada perusahaan manufaktur di tahun 2014, yang ditandai Abnormal return saham winner lebih besar dibandingkan dengan abnormal return saham loser secara signifikan.

## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian

Berdasarkan data yang digunakan dan metode analisisnya, pendekatan penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, yang menjelaskan fenomena pembalikan harga (reversal), dengan menentukan periode pertumbuhan harga ekstrim dalam 1 hari dan 2 hari pertumbuhan, dan untuk membuktikan adanya respon berlebihan (overreaction) investor terhadap informasi yang diterima.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham terdaftar di BEI Sejak Januari – April 2022, dengan jumlah populasi sebanyak 685 perusahaan. Teknik penentuan sampel dengan *purposive sampling* dengan penentuan kriteria sampel sebagai berikut:

- 1) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode Januari - April 2020.
- 2) Perusahaan yang selalu aktif diperdagangkan dalam harian di BEI secara berturut-turut (tidak pernah delisting maupun terjena tindakan suspensi) selama periode penelitian.
- 3) Perusahaan tidak melakukan corporate action, seperti stock split dalam periode penelitian.

Dengan pertimbangan tersebut, sampel penelitian ini sebanyak 659 perusahaan.

### Data penelitian

Data dalam penelitian ini berupa harga penutupan saham harian selama 70 hari perdagangan, dan merupakan data sekunder yang dipublikasikan dan dapat diakses langsung melalui website resmi Bursa Efek Indonesia. Dari data tersebut, selanjutnya menghitung pertumbuhan IHSG, yaitu dalam 1 hari dan 2 hari perdagangan, untuk diidentifikasi periode pertumbuhan IHSG ekstrim, sebagai dasar penentuan periode reversal.

## Definisi Operasional Variabel

1. *Price reversal* menunjukkan pembalikan harga saham, yang ditentukan dengan menemukan periode pertumbuhan harga paling ekstrim pada IHSG, baik pertumbuhan tertinggi (winner) maupun pertumbuhan terendah (loser) dalam 1 hari perdagangan dan 2 hari (tidak termasuk periode pertumbuhan dalam 1 hari), dan selanjutnya menandai periode tersebut sebagai  $t_0$  (periode awal pertumbuhan ekstrim). Selanjutnya menghitung nilai rata-rata abnormal return (average abnormal return, AAR) seputar periode pertumbuhan ekstrim, dalam penelitian ini periode yang ditentukan adalah berkisar antara 5 hari sebelum periode pertumbuhan ekstrim ( $t-5$ ) sampai dengan 15 hari setelah periode pertumbuhan harga ekstrim ( $t+15$ ), sehingga jumlah hari total observasi penelitian ini untuk masing-masing kelompok dengan pertumbuhan tertinggi (winner) dan kelompok dengan pertumbuhan terendah (loser) adalah 21 hari, untuk masing-masing pertumbuhan 1 hari dan pertumbuhan 2 hari.

2. *Overreaction* adalah menunjukkan reaksi investor yang berlebihan dalam memberikan respon terhadap informasi yang beredar. Adanya fenomena overreaction dapat ditentukan dari hasil pengujian statistik terhadap nilai AAR selama periode observasi pada pertumbuhan tertinggi maupun terendah dalam 1 hari pertumbuhan dan 2 hari pertumbuhan. Dalam penelitian ini menggunakan uji one sample t-test, dimana sebelum pengujian hipotesis untuk membuktikan adanya overreaction tersebut, data-data observasi dipastikan telah berdistribusi normal.

### Analisis Data

Langkah-langkah dalam analisis data untuk menjawab masalah penelitian ini adalah:

- 1) Menentukan periode pertumbuhan harga (IHSG) ekstrim (tertinggi/terendah) masing-masing dikelompokkan untuk 1 hari pertumbuhan dan 2 hari pertumbuhan.
- 2) Mengidentifikasi fenomena price reversal, dengan periode observasi adalah 21 hari (yaitu dimulai dari 5 hari sebelum periode awal pertumbuhan ekstrim, sampai 15 hari setelahnya). Observasi dilakukan pada IHSG dengan pertumbuhan tertinggi (winner) dan pertumbuhan terendah (loser) untuk pertumbuhan 1 hari dan 2 hari pertumbuhan.

- 3) Menghitung nilai return realisasi setiap saham

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

Keterangan:

$R_{i,t}$  : Return realisasi saham  $i$  pada periode ke- $t$

$P_{i,t}$  : Harga penutupan saham  $i$  pada periode ke- $t$

$P_{i,t-1}$  : Harga penutupan saham  $i$  pada periode ke- $t-1$

- 4) Menghitung nilai abnormal return setiap saham dengan market adjusted model yaitu:

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

Keterangan:

$AR_{i,t}$ : Abnormal Return saham  $i$  pada periode ke- $t$   
 $R_{i,t}$  : Return realisasi saham  $i$  pada periode ke- $t$   
 $RM_t$  : Return pasar pada periode ke- $t$ , (Return IHSG)

5) Menghitung nilai Average Abnormal Return (AAR) setiap saham.

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

Keterangan:

$AAR_{i,t}$  : Average Abnormal Return saham  $i$  pada periode ke- $t$

$AR_{i,t}$  : Abnormal Return saham  $i$  pada periode ke- $t$

$K$  : total jumlah saham yang di obeservasi

6) Uji Normalitas Data

Pengujian secara statistik yang digunakan untuk melihat sebaran data apakah telah berdistribusi normal atau tidak pada variabel yang diteliti. Ketentuan pengambilan keputusan dalam uji normalitas adalah: jika nilai sig. < 0,05 maka data variabel tersebut berdistribusi tidak normal, dan jika nilai sig.  $\geq$  0,05 maka data dari variabel berdistribusi normal.

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{S/\sqrt{n}}$$

Keterangan:

$x$  = rata-rata sampel

$\mu$  = rata-rata populasi/penelitian terdahulu

$S$  = Standar Deviasi

$n$  = jumlah (banyaknya) sampel

7) Uji Hipotesis dengan one sample t test

Pengujian hipotesis dengan one sample t-test ini untuk membuktikan adanya fenomena *overreaction* saat terjadi reversal IHSG tertinggi-terendah (*winner-loser*) untuk pertumbuhan 1 hari maupun 2 hari. Dasar pengambilan keputusan dalam uji ini adalah: jika nilai signifikansi (*Sig -2tailed*) *winer-loser* > 0,05) maka  $H_0$  diterima ( $H_a$  di tolak), atau sebaliknya.

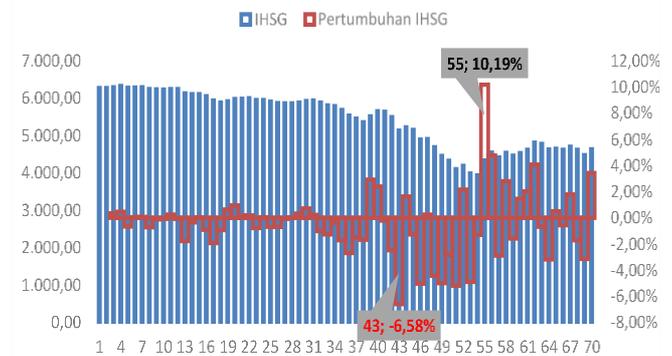
## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Fenomena Price Reversal

Penelitian ini menggunakan data harian harga penutupan dari seluruh saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan data Index Harga Saham Gabungan (IHSG) yaitu perdagangan pada bulan Januari sampai dengan bulan April tahun 2020. Selama periode penelitan jumlah saham- saham yang tercatat secara aktif dan berturut-turut selama 70 hari perdagangan adalah sebanyak 659 saham. Pergerakan

IHSG dan persentase pertumbuhannya selama 70 hari perdagangan ditampilkan dalam Gambar 1.

**Gambar 1.**  
**Pergerakan IHSG dan Pertumbuhan 1 hari perdagangan. Januari – April Tahun 2021**

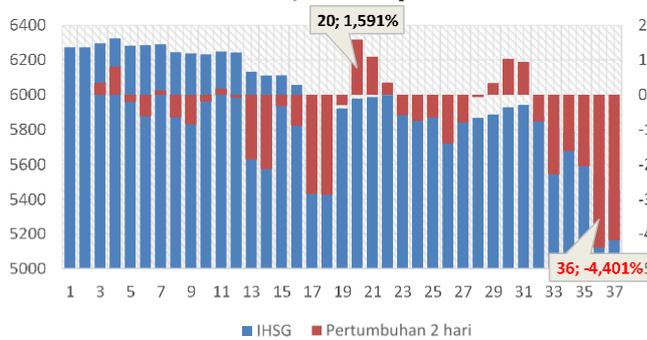


Pada gambar 1 ditunjukkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan perkembangannya selama 70 hari perdagangan. Menurut data bahwa harga IHSG tertinggi terjadi pada hari ke-4 perdagangan, yaitu Tanggal 15 Januari 2020 sebesar Rp 6.325, dan harga terendah pada hari ke-54 yaitu Tanggal 1 April 2020 sebesar Rp 3.937. Gejolak IHSG tertinggi untuk 1 hari perdagangan terjadi pada hari ke-55 (Tanggal 26 Maret 2020), dimana pertumbuhan harga tertinggi yang terjadi adalah sebesar 10,19%, selanjutnya dijadikan sebagai  $t_0$  untuk kenaikan terbesar pada pertumbuhan 1 hari perdagangan. Sedangkan gejolak IHSG terendah untuk pertumbuhan 1 hari perdagangan terjadi pada hari ke-43 (Tanggal 10 Maret 2020).

Pertumbuhan IHSG tertinggi ( $t_0$ ) pada pertumbuhan 1 hari digunakan sebagai dasar price reversal saham winner pada pertumbuhan 1 hari perdagangan. Sedangkan nilai pertumbuhan IHSG terendah sebagai  $t_0$  untuk penurunan 1 hari perubahan. Pertumbuhan IHSG tertinggi ( $t_0$ ) pada pertumbuhan 1 hari digunakan sebagai dasar price reversal saham loser pada pertumbuhan 1 hari perdagangan.

Selanjutnya obeservasi pada untuk menentukan perubahan IHSG untuk pertumbuhan 2 hari perdagangan, dimana periode observasi yang digunakan adalah di luar periode 1 hari perubahan, sehingga jumlah hari perdagangan yang diamati adalah selama 37 hari (diluar periode perubahan 1 hari). Pertumbuhan IHSG tertinggi untuk 2 hari perdagangan adalah sebesar 1,591% pada hari ke-20 atau Tanggal 6 Februari 2020 ( $t_0$  tertinggi pertumbuhan 2 hari), sedangkan terendah sebesar -4,401% pada hari ke-36 atau Tanggal 28 Februari 2020 ( $t_0$  terendah 2 hari perubahan). Penjelasan ini dapat dilihat dalam gambar 2.

**Gambar 2.**  
**Pergerakan IHSK dan Pertumbuhan 1 hari perdagangan. Januari – April Tahun 2021**



### Uji Normalitas

Setelah menentukan periode terjadinya perubahan harga (IHSK) yang ekstrem, selanjutnya mengidentifikasi fenomena price reversal dengan menentukan nilai rata-rata abnormal return (average abnormal return) saham winner dan loser pada pertumbuhan 1 hari dan 2 hari perdagangan sejak 5 hari sebelum (t-5) pertumbuhan tertinggi/terendah, sampai dengan 15 hari setelah (t+15) dari pertumbuhan harga ekstrem (tertinggi/ terendah).

Penentuan jumlah hari (t-5), dengan pertimbangan untuk menghindari bias akibat dramatic event lain, sedangkan jumlah hari (t+15), yaitu karena untuk mengetahui adanya pembalikan yang terjadi, karena jika periode terlalu pendek akan sulit mengidentifikasi pembalikan arah harga saham.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis untuk membuktikan adanya overreaction investor terhadap fenomena price reversal, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data, karena uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji one sampel t-test yang merupakan bagian dari pengujian statistik parametrik, yang mensyaratkan bahwa data harus berdistribusi normal. Tabel 1 menyajikan hasil pengujian uji normalitas terhadap data penelitian ini.

Dalam uji normalitas, dasar pengambilan keputusan yang digunakan adalah: jika nilai sig < 0,05, maka data dinyatakan berdistribusi tidak normal. Sebaliknya jika nilai nilai sig > 0,05, maka data dinyatakan berdistribusi normal. Sesuai dengan ketentuan tersebut, maka data dalam penelitian ini, nilai AAR berdasarkan

IHSK tertinggi-terendah (*winner-loser*) pada pertumbuhan 1 & 2 hari, dinyatakan berdistribusi normal. Dengan demikian, pengujian hipotesis dengan menggunakan uji statistik parametrik dengan one sample t-test dapat dilakukan.

**Tabel 4.1**  
**Uji Normalitas pada AAR berdasarkan IHSK *winner-loser* pada pertumbuhan 1 & 2 hari**

	Tests of Normality		
	Statistic	Df	Sig.
AAR Berdasarkan IHSK tertinggi ( <i>winner</i> ) pada pertumbuhan 1 hari	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>		
	.146	21	.200*
AAR Berdasarkan IHSK terendah ( <i>loser</i> ) pada pertumbuhan 1 hari	Shapiro-Wilk		
	.915	20	.078
AAR Berdasarkan IHSK tertinggi ( <i>winner</i> ) pada pertumbuhan 2 hari	.950	21	.343
AAR Berdasarkan IHSK terendah ( <i>loser</i> ) pada pertumbuhan 2 hari	.970	21	.727

a. Lilliefors Significance Correction

### Pengujian adanya Overreaction

Pengujian untuk membuktikan apakah terdapat overreaction dari investor disaat terjadinya *price reversal* saham pada pertumbuhan tertinggi/terendah (*winner-loser*) untuk pertumbuhan 1 hari dan 2 hari perdagangan berdasarkan nilai rata-rata abnormal return (*average abnormal return*). Uji dengan *one sample t-test* pada nilai rata-rata abnormal return (*average abnormal return, AAR*) berdasarkan IHSK winner pada pertumbuhan 1 hari dapat dilihat dalam tabel 4.4 di bawah ini.

Nilai AAR berdasarkan IHSK tertinggi (*winner*) pada pertumbuhan 1 hari adalah dengan nilai rata-rata (*mean*) yang bernilai positif yaitu sebesar 0,00171 dengan nilai *standard deviasi* sebesar .022830, sedangkan *Average abnormal return (AAR)* berdasarkan IHSK terendah (*loser*) adalah dengan nilai rata-rata (*mean*) yang bernilai positif yaitu sebesar 0,00220 dengan nilai *standard deviasi* sebesar 0,023312 selama 21 hari pengamatan. Meskipun rata-rata abnormal return bernilai positif namun memiliki tingkat risiko yang tinggi, karena nilai standar deviasi lebih tinggi dari nilai *mean AAR*.

Nilai AAR berdasarkan IHSK tertinggi (*winner*) pada pertumbuhan 2 hari adalah dengan nilai rata-rata (*mean*) yang bernilai positif yaitu sebesar 0,00171 dengan nilai *standard deviasi*

sebesar .00038, sedangkan *Average abnormal return (AAR)* berdasarkan IHSG terendah (*loser*) adalah dengan nilai rata-rata (*mean*) yang bernilai negatif yaitu sebesar -.00014 dengan nilai *standard deviasi* sebesar .004304 selama 21 hari pengamatan. rata-rata abnormal return memiliki tingkat risiko yang tinggi, karena nilai standar deviasi lebih tinggi dari nilai *mean AAR*.

**Tabel 4.2**

**Uji one sample t-test pada AAR berdasarkan IHSG winner-loser pada pertumbuhan 1 hari & 2 hari**

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
AAR Berdasarkan IHSG tertinggi ( <i>winner</i> ) pada pertumbuhan 1 hari	21	.00171	.022830	.004982
AAR Berdasarkan IHSG terendah ( <i>loser</i> ) pada pertumbuhan 1 hari	20	.00220	.023312	.005213
AAR berdasarkan IHSG tertinggi ( <i>winner</i> ) pada pertumbuhan 2 hari	21	.00038	.004272	.000932
AAR berdasarkan IHSG terendah ( <i>loser</i> ) pada pertumbuhan 2 hari	21	-.00014	.004304	.000939

Test Value = 0				
	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper
AAR Berdasarkan IHSG tertinggi ( <i>winner</i> ) pada pertumbuhan 1 hari	.344	.734	.001714	-.00868 .01211
AAR Berdasarkan IHSG terendah ( <i>loser</i> ) pada pertumbuhan 1 hari	.422	.678	.002200	-.00871 .01311
AAR berdasarkan IHSG Tertinggi ( <i>winner</i> ) pada pertumbuhan 2 hari	.409	.687	.000381	-.00156 .00233
AAR Berdasarkan IHSG terendah ( <i>loser</i> ) pada pertumbuhan 2 hari	-.152	.881	-.000143	-.00210 .00182

Selanjutnya hasil pembuktian adanya fenomena overreaction saat terjadi reversal IHSG tertinggi-terendah (*winner-loser*) untuk pertumbuhan 1 hari adalah tidak dapat dibuktikan. Hasil tersebut ditunjukkan dengan nilai signifikansi (Sig -2tailed) winner sebesar 0,734 sedangkan loser sebesar 0,678 (dimana nilai Sig -2tailed pada winner-loser > 0,05) dimana berdasarkan kriteria keputusan pengujian hipotesis bahwa jika nilai Sig -2tailed > 0, maka H0 diterima (Ha di tolak). Kesimpulan dari hasil ini adalah tidak terdapat overreaction saat price reversal khususnya untuk IHSG tertinggi-terendah (*winner-loser*) di Bursa Efek Indonesia.

## PEMBAHASAN

### Fenomena Price Reversal dan Overreaction

Pembuktian fenomena pricer reversal dalam penelitian ini ditentukan dengan mengamati data pertumbuhan IHSG, yaitu periode pertumbuhan IHSG

yang ekstrim. Periode pertumbuhan harga (IHSG) dikelompokkan menjadi dua, yaitu pertumbuhan IHSG dalam 1 hari perdagangan, dan pertumbuhan IHSG dalam 2 hari perdagangan (di luar periode pertumbuhan 1 hari). Gejolak IHSG tertinggi untuk 1 hari perdagangan sebesar 10,19%, terjadi pada hari ke-55 (Tanggal 26 Maret 2020). Periode ini dijadikan sebagai t0 untuk kenaikan tertinggi (*winner*) pada pertumbuhan 1 hari perdagangan. Sedangkan gejolak IHSG terendah untuk pertumbuhan 1 hari perdagangan terjadi pada hari ke-43 (Tanggal 10 Maret 2020), sekaligus menjadi t0 untuk terendah (*loser*) pada pertumbuhan 1 hari perdagangan

Pertumbuhan IHSG untuk 2 hari perdagangan, dimana periode observasi yang digunakan adalah di luar periode 1 hari perubahan, sehingga jumlah hari perdagangan yang diamati adalah selama 37 hari (diluar periode perubahan 1 hari). Pertumbuhan IHSG tertinggi untuk 2 hari perdagangan adalah sebesar 1,591% pada hari ke-20 atau Tanggal 6 Februari 2020 (t0 tertinggi pertumbuhan 2 hari), sedangkan terendah sebesar -4,401% pada hari ke-36 atau Tanggal 28 Februari 2020 (t0 terendah 2 hari perubahan). Namun penelitian ini tidak dapat menunjukkan bahwa price reversal yang terjadi adalah karena overreaction investor.

Hasil temuan ini selaras dengan temuan dari Zarowin (1990) (1990) dan Cox & Peterson (1994) Fenomena price reversal tidak dipengaruhi oleh overreaction dari investor, tetapi karena firm size (Zarowin, 1990), dan juga karena derajat likuiditas (Cox & Peterson, 1994) sekaligus membantah pendapat dari Bond & Thaler (1985) dan Atkins dan Dyl (1990). Beberapa peneliti lain yang juga menemukan efek diluar overreaction investor terhadap fenomena price reversal, misalnya Chan (2001) yang berpandangan bahwa investor kurang bereaksi terhadap informasi, Hameed & Mian (2015) dan Da et al (2014) menyatakan bahwa pembalikan lebih kuat relevansinya dengan guncangan likuiditas refleksi dari reaksi berlebihan terhadap informasi spesifik perusahaan. Kaul, G., & Nimalendran, M. (1990) menunjukkan bahwa kesalahan bid-ask dalam harga transaksi adalah sumber utama dari harga semu pembalikan dalam jangka pendek untuk perusahaan NASDAQ.

Penelitian terkait yang telah memberikan bukti bahwa price reversal di pasar modal di Indonesia, adalah penelitian Riyanto & ARifin (2014) yang melakukan kajian pada saham syariah dan non-syariah. Pada saham syariah, terjadinya fenomena price reversal saham winner untuk satu hari perubahan terjadi pada hari ke 3, sedangkan saham loser pada hari ke 11. Fenomena price reversal saham winner dua hari perubahan terjadi pada hari ke 6, tetapi saham loser dua hari perubahan menunjukkan fenomena price reversal. Sedangkan saham non syariah, terjadinya fenomena price reversal saham winner satu hari perubahan terjadi pada hari ke 7, untuk saham loser satu hari perubahan terjadi pada hari ke 4. Price reversal saham winner dua hari perubahan

terjadi pada hari ke 6, sedangkan pada saham loser dua hari perubahan tidak menunjukkan terjadinya fenomena price reversal. Penelitian ini juga telah membuktikan peran overreaction terhadap fenomena price reversal.

Fenomena price reversal ini pertama kali diperkenalkan oleh DeBond & Thaler (1985), yang menyimpulkan bahwa saham-saham yang berkinerja buruk (loser) cenderung akan berbalik menjadi saham yang berkinerja baik (winner) pada periode berikutnya, sementara saham yang berkinerja baik (winner) cenderung berbalik menjadi saham yang buruk (loser), yang disebut sebagai reversal effect.

Overreaction mengindikasikan bahwa pasar memberikan reaksi yang berlebihan menilai informasi, dimana hal ini ditandai dengan investor menilai dengan harga yang tinggi terhadap informasi baik, dan menilai dengan harga yang rendah untuk informasi yang buruk (Bondt & Thaler, 1985). Overreaction ini memberikan pengaruh terhadap fenomena perubahan harga yang ekstrim dan berlawanan (price reversal) di periode berikutnya, dan akan memicu para investor berperilaku kontrarian yang melawan pasar. yaitu st membeli saham-saham loser dan menjual saat saham tersebut berubah menjadi winner, untuk memperoleh abnormal return.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Fenomena pricer reversal diawali dengan menentukan pertumbuhan harga ekstrim IHSG, dimana pertumbuhan tertinggi (winner) dalam 1 hari sebesar 10,19%, terjadi pada hari ke-55 (Tanggal 26 Maret 2020), dan terendah pada hari ke-43 (Tanggal 10 Maret 2020). Pertumbuhan IHSG untuk 2 hari, dimana pertumbuhan IHSG tertinggi untuk 2 hari perdagangan adalah sebesar 1,591% pada hari ke-20 atau Tanggal 6 Februari 2020 dan terendah sebesar -4,401% pada hari ke-36 atau Tanggal 28 Februari 2020.

Penelitian ini tidak menemukan bukti adanya overreaction investor terhadap informasi baru diseperti periode reversal baik pada saat pertumbuhan tertinggi (winner) maupun pertumbuhan terendah (loser) pada saham-saham yang terdaftar di BEI dalam jangka waktu Januari sampai April 2020. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan/ penurunan harga yang ekstrim bukan disebabkan karena investor bereaksi berlebihan terhadap informasi baru baik itu dalam merespon good news maupun bad news.

### Saran

Penelitian ini hanya memfokuskan pada penilaian terhadap reaksi investor (pengujian over

reaction) terhadap adanya pricer reversal, maka peneliti selanjutnya dapat menggunakan dan menambahkan variabel lain seperti seasonality anomaly dan variabel-variabel relevan lainnya.

Kontribusi penelitian ini untuk memberikan bukti-bukti dalam mengungkap fenomena price reversal serta pemicunya, dalam penelitian ini adalah overreaction, yang menunjukkan bahwa dalam pasar modal di Indonesia fenomena price reversal yang terjadi bukan disebabkan karena overreaction investor. Hal ini sebagai informasi penting bagi investor dalam menyusun strategi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Apriyono, A., Taman, A., Ekonomi, F., Negeri, U., & Indonesia, B. E. (2013).
- Atkins, A. B., & Dyl, E. A. (1990). (1990). Price reversals, bid-ask spreads, and market efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(4), 535-547.
- Bondt, W. F. M. De, & Thaler, R. (1985). *Does the Stock Market Overreact? XL*(3).
- Chan, W. S. (2001). *Price Drift and Reversal After News*.
- Cox, D. R., & Peterson, D. R. (1994). Stock Returns following Large One-Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance. *The Journal of Finance*, 49(1), 255–267. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04428.x>
- Da, Z., Liu, Q., & Schaumburg, E. (2014). A closer look at the short-term return reversal. *Management Science*, 60(3), 658–674. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1766>
- Fabozzi, F. J., & Drake, P. P. 2009. (2009). *Finance: capital markets, financial management, and investment management*. John Wiley & Sons.
- Hameed, A., & Mian, G. M. (2015). Industries and stock return reversals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1–2), 89–117. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000404>
- Jogiyanto, H. M. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Ketujuh). BPFE. Yogyakarta.
- Kaul, G., & Nimalendran, M. (1990). Price reversals. Bid-ask errors or market overreaction? *Journal of Financial Economics*, 28(1–2), 67–93. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90048-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90048-5)

- Rahmawati & Suryani, T. (2005). Over Reaksi Pasar terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Akuntansi Nasional VII Solo, September: 15-16.*
- Riyanto, A., & Arifin, Z. (2014). *ANALISIS OVERREACTION, FIRM SIZE DAN LIKUIDITAS SAHAM PADA SAHAM SYARIAH DAN NONSYARIAH DI BURSA EFEK INDONESIA. 1990, 1–15.*
- Zarowin, P. (1990). Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 113. <https://doi.org/10.2307/2330891>