

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Investasi Di Pasar Modal

Pasar modal berfungsi sebagai sarana memobilisasi dana yang bersumber dari masyarakat ke berbagai sektor usaha. Pasar modal diharapkan berperan aktif dalam menunjang keberhasilan pengaliran dana dalam memenuhi kebutuhan dunia usaha. Investasi yang ditanamkan para investor ke perusahaan tertentu merupakan bentuk yang hampir dapat dipastikan mengandung risiko tertentu. Bentuk investasi memiliki bermacam-macam bentuk, yaitu investasi pasar uang, obligasi, saham, emas dan lain-lain. Namun terkait dengan investasi pasar modal tentunya hal ini hanya terkait dengan investasi dalam bentuk saham. Dibandingkan dengan investasi lainnya, saham memiliki risiko yang lebih besar namun dapat sangat menguntungkan.

#### 2.2 Hipotesis Pasar Modal Efisien

*Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) merupakan salah satu hipotesis pasar modal yang menjadi acuan para investor dalam melakukan pengambilan keputusan. Hipotesis tersebut menjelaskan bahwa harga saham akan selalu tercermin sepenuhnya dari informasi yang tersedia, pelaku investasi yang bersifat rasional, tidak adanya *abnormal return* yang didapatkan investor, informasi yang tersedia tersebar secara menyeluruh kepada seluruh investor serta informasi dapat didapatkan dengan mudah. Menurut teori EMH terdapat tiga bentuk pasar, pertama *weak form market* yaitu pasar dengan harga sahamnya merefleksikan semua informasi yang dapat diperoleh dengan menganalisis data perdagangan seperti data historis, volume perdagangan dan suku bunga. Dalam keadaan seperti

ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi di waktu yang lalu (Husnan, 2005). Penelitian tentang *random walk* menunjukkan bahwa sebagian besar pasar modal paling tidak efisien dalam bentuk ini.

Kedua *semi-strong market* yaitu seluruh informasi yang tersedia untuk publik terkait dengan prospek ke depan perusahaan harus tercermin dalam harga saham. Informasi yang dimaksud termasuk harga historis, data fundamental tentang produk perusahaan, kualitas manajemen, komposisi neraca, hak paten, dugaan pendapatan dan praktek akuntansi. Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan memanfaatkan *public information* (Husnan, 2005). Penelitian mengenai penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktik-praktik akuntansi, *merger*, dan pemecahan saham, umumnya menunjukkan bahwa informasi dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham.

Ketiga *strong market* yaitu bahwa harga saham merefleksikan informasi yang relevan dengan perusahaan termasuk informasi yang hanya tersedia untuk kalangan terbatas dalam perusahaan. Menurut Husnan (2005) dalam keadaan seperti ini pasar modal terlihat seperti pasar modal yang ideal karena harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham. Pengujian bentuk ini dilakukan dengan prosedur yang sama dengan pengujian bentuk pasar yang kedua, yaitu dengan *event study* yang pada dasarnya digunakan untuk menguji signifikansi reaksi pasar terhadap sebuah peristiwa yang tercermin pada hasil *abnormal return* yang mampu dihasilkan.

### 2.3 *Behavioral Finance*

Pada kenyataannya pengambilan keputusan investor sering sekali dipengaruhi oleh emosi. Menurut Asri (2013) emosi adalah “sesuatu” yang kompleks karena mengandung aspek yang bervariasi, yaitu pertama aspek kognitif karena ada bagian yang dapat dijelaskan mengapa reaksi muncul, kedua aspek psikis karena emosi lebih berkaitan dengan jiwa daripada dengan fisik seseorang, contohnya rasa takut tidak hanya dapat dirasakan 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 ini lebih matang, berpengalaman serta berpengetahuan luas, mereka cenderung berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi, mereka yang ada dikelompok ini umumnya 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*.

### **2.3.1 Bias-Bias Kognitif**

Investor seringkali menggunakan aspek kognitif ini sebagai salah satu cara untuk pengambilan keputusan investasi, namun aspek kognitif ini sering kali membuat investor bertindak tidak rasional sehingga menghasilkan keputusan yang menyimpang dari yang seharusnya, penyimpangan yang terjadi ini disebut dengan bias kognitif. Pada umumnya bias kognitif (Asri, 2013) adalah sebuah proses berfikir yang tidak didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan rasional dan tidak dilengkapi oleh alasan-alasan yang kuat.

Menurut Asri (2013) bias kognitif dapat disebabkan oleh banyak variabel perilaku yang dikelompokkan menjadi tiga kelompok utama, yaitu pertama

kelompok perilaku penyederhanaan proses pembuatan keputusan (*heuristic*) yang terdiri dari *availability*, *hindsight*, dan *representativeness*. Kelompok kedua berisi bias reaksi terhadap informasi yang terdiri dari *overreaction*, *conservatism*, *anchoring and adjustment*, dan *confirmation bias*. Kelompok ketiga berisi bias pemahaman informasi dan penyesuaian diri yang terdiri dari *excessive optimism*, *overconfident*, *framing effect*, *disposition effect*, dan *mental accounting*.

### **2.3.1.1 Bias Heuristik**

Menurut Harjito (2009) heuristik merupakan metode untuk meneliti atau menyelidiki suatu masalah menggunakan pemahaman pribadi peneliti sendiri. Contohnya ketika investor membuat keputusan dengan pertimbangan dan asumsi logis dan pendekatan yang kuantitatif menggunakan rumus-rumus yang tersedia. Namun pada kenyataannya investor sering menggunakan data, upaya dan metode analisis yang mungkin masih terbatas agar dapat mengasilkkan keputusan investasi dengan cepat, terlebih apabila investor sudah menghadapi kejadian serupa berkali-kali. Keberadaan perilaku ini sering diikuti dengan menggunakan informasi yang tersedia saja (*availability bias*).

*Availability heuristic* mula-mula didiskusikan oleh Tversky dan Kahneman (1973) yang menggambarkan bahwa di mata seseorang peluang terjadinya sesuatu ditentukan oleh seberapa melekatnya kejadian serupa yang pernah diingat seseorang. Bias ini juga mungkin bisa dihadapi oleh seseorang dalam mengambil keputusan di dalam perusahaan. Proses pengambilan keputusan yang rutin menyebabkan data, informasi dan semua yang dibutuhkan seolah-olah sudah tersedia cukup dalam ingatannya, sehingga muncul *availability bias* yang memungkinkan nantinya terjadi kesalahan yang fatal karena tidak

memperhatikan variabel-variabel lain. Selain *availability bias*, perilaku lain seperti *hindsight bias*.

*Hindsight bias* adalah perilaku yang menunjukkan kecenderungan orang untuk merasa bahwa suatu kejadian dapat diperkirakan sebelumnya hanya dengan melihat kejadian terakhir yang dialaminya (Asri, 2013). Contohnya, seseorang sudah menduga bahwa akan terjadi kejadian ini kepada A karena A kemarin melakukan hal yang sama. Selanjutnya salah satu perilaku *heuristic* yang banyak ditemukan adalah *representativeness*. Konsep ini juga diawali dengan penelitian Tversky dan Kahneman (1974) yang mendefinisikan *representativeness* adalah kecenderungan manusia untuk mengambil jalan pintas dalam membuat kesimpulan dengan menganggap bahwa sesuatu yang dihadapinya mewakili kelompok tertentu yang telah terstruktur dalam benaknya meskipun kelompok itu belum tentu terwakili. Akibatnya, *representativeness* dapat membawa orang ke arah kesimpulan yang salah.

### **2.3.1.2 Bias Reaksi Terhadap Informasi**

Pasar bisa saja memberikan informasi secara cepat lengkap dan akurat kepada investor, namun tidak menutup kemungkinan dalam menanggapi suatu informasi investor memiliki tanggapan yang sama, ada faktor lain seperti subjektifitas, emosi dan faktor psikologis lainnya yang bisa mempengaruhi reaksi tersebut. Kecepatan seseorang dalam menanggapi suatu informasi bisa saja di pengaruhi rasa kekhawatiran yang berlebihan sehingga investor seringkali menanggapi suatu informasi secara berlebihan (*overreact*). Hal ini menyebabkan harga saham mengalami pergerakan yang berlebihan sehingga tidak bisa dijelaskan dengan logika.

Perilaku *conservatism* juga ada dalam seorang investor. Orang-orang yang memiliki perilaku ini cenderung lambat untuk menyesuaikan diri dengan perubahan. Perilaku ini cenderung sulit untuk dikaji penyebabnya karena cenderung menjadi ciri pribadi seseorang. Namun pengalaman panjang yang didapat seseorang jika terus menghadapi perilaku ini akan menjadi masalah di kemudian hari karena orang tersebut menjadi jenuh dan tidak mau untuk segera bereaksi.

Selanjutnya, adalah *anchoring and adjustment* yang diperkenalkan oleh Tversky dan Kahneman (1974) dimana perilaku ini adalah suatu cara untuk melakukan penilaian dalam ketidakpastian dengan berpegang erat pada informasi tertentu yang dimiliki dan melakukan penyesuaian-penyesuaian yang dipandang perlu. Bahkan kadang-kadang orang terlalu terpaku pada sesuatu dan tidak mau melakukan penyesuaian. Akibatnya, perilaku ini berpotensi menjadi bias karena seseorang terlalu cenderung percaya berlebihan dengan informasi yang dimilikinya tanpa mau mendengar informasi yang lain. Terakhir adalah *confirmation bias*, yaitu keyakinan yang berlebihan pada diri seseorang terhadap suatu informasi yang hanya ingin didengarnya. *Confirmation bias* bisa disebabkan karena keterlibatannya yang demikian besar pada suatu kegiatan, pengetahuan yang sangat dalam atau mungkin hanya kekagumannya terhadap sesuatu.

### **2.3.1.3 Bias Pemahaman Informasi Dan Penyesuaian Diri**

Dalam bias ini, terdapat beberapa perilaku yang ditunjukkan oleh investor, yaitu *excessive optimism dan overconfidence*. *Excessive optimism* yang berlebihan menggambarkan perilaku seseorang yang cenderung *overestimate*

terhadap frekuensi keberhasilan dan cenderung *underestimate* terhadap frekuensi kegagalan. *Overconfidence* menunjukkan penilaian terhadap kemampuan seseorang dibandingkan kemampuan dirinya. Kufepaksi (2007) melakukan penelitian mengenai dampak kepercayaan diri yang berlebihan terhadap proses pembentukan dan koreksi harga saham dengan metode eksperimental. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa perilaku *overconfidence* mempunyai dampak yang signifikan dalam proses pembentukan harga.

Harjito (2009) konsep *mental accounting* mengacu pada tendensi seseorang untuk memisahkan uang mereka ke dalam kriteria-kriteria subjektif yang terpisah seperti sumber uang dan maksud penggunaannya dipisahkan sendiri-sendiri sesuai dengan tujuan dan fungsinya. *Mental accounting* mengasumsikan bahwa manusia membagi uangnya ke dalam kelompok-kelompok (*account*) tertentu berdasarkan tujuan pemanfaatan yang tersebut. Dalam perilaku ini mungkin saja setiap orang memiliki perilaku yang berbeda untuk setiap kelompok, contohnya seseorang membagi uangnya untuk berbagai macam keperluan seperti asuransi, untuk berlibur dan lain sebagainya. Dalam setiap keperluan tersebut seseorang mungkin saja bersikap berbeda pada setiap keperluan tersebut. Selanjutnya *framing effect* dimana reaksi ditentukan oleh cara penyampaian informasi tersebut. Fenomena *framing effect* ini berkaitan dengan perilaku orang yang berbeda terhadap informasi positif dan informasi negatif. Menurut Tversky dan Kahneman (1981) fenomena ini juga memperkuat ketidakkonsistenan perilaku manusia terhadap resiko. Ketika ada informasi positif ia cenderung *risk averse* dan berperilaku *risk seeking* ketika mendapat informasi (yang sama) negatif.



Terakhir adalah *disposition effect* yang terjadi karena perilaku manusia yang terlalu cepat atau terlalu lama memutuskan keputusan untuk melakukan investasi. Contohnya terlalu terburu-buru mengambil keputusan untuk menjual saham yang bekirnerja baik atau terlalu lama menahan saham yang berkinerja rendah. Hal ini terjadi karena seseorang takut akan penyesalan dan terlalu lama berharap akan sesuatu yang tidak pasti seperti risiko yang akan dihadapinya dalam berinvestasi.

### 2.3.2 Anomali Pasar

Dalam penerapan teori-teori investasi, teori-teori tersebut tidak selalu mampu menjelaskan semua fenomena yang terjadi pada lapangan. Hasil-hasil dari pengujian dengan menggunakan teori-teori investasi tersebut terkadang tidak mampu menyimpulkan pengujian yang dilakukan. Fenomena-fenomena yang terjadi tersebut dikatakan sebagai keganjilan pada pasar atau disebut dengan anomali pasar. Bila dikaitkan dengan efisiensi pasar, anomali pasar ditunjukkan pada pergerakan harga pasar yang cenderung memberikan hasil yang tidak normal (*abnormal return*) secara tidak langsung akibat dari anomali tersebut.

Penelitian tentang anomali pasar ini pun telah banyak di teliti oleh para akademisi, seperti penelitian tentang *earnings announcement effects* yang sering disebut juga *Post-Earnings Announcement Drift* (PEAD) oleh Latane et al. (1969), Joy & Jones (1979). Fenomena ini merupakan salah satu fenomena yang sering terjadi, ditemukan bahwa kecenderungan hasil *abnormal* secara kumulatif bergerak ke arah tertentu sesuai dengan pengumuman laba (naik atau turun) untuk beberapa waktu tertentu. Sebagai contoh, jika *abnormal return* perusahaan positif maka *abnormal return* akan terus meningkat hingga kurang dari dua bulan setelah

pengumuman. Sebaliknya jika *abnormal return* perusahaan negatif maka arahnya akan berbalik.

*January Effect* juga merupakan anomali yang sering di temukan pada bulan Januari. Anomali yang terjadi adalah berupa kenaikan mencolok pada bulan Januari dibandingkan bulan-bulan lain. Penelitian terkait anomali ini telah dilakukan oleh Keim (1983), Roll (1983), Bhardaj & Brooks (1992) dan sebagainya. Menurut Asri (2013) *January effect* ini juga menunjukkan ketidakefisienan pasar karena adanya pola yang berulang secara konsisten sehingga harga dapat diprediksi dengan mudah dan tidak sesuai dengan *random walk hypothesis*. Selain itu, *size effect* juga merupakan bentuk lain dari anomali pasar dimana saham-saham perusahaan kecil pada saat tertentu akan mengungguli saham-saham yang terbitkan oleh perusahaan besar.

#### **2.4 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 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 pembalikan arah pada *abnormal return* pada portofolio *winner – loser* maka terjadi *overreaction*.

Diawali 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 pasar modal. 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 jika pasar *overreact* terhadap informasi baru, maka harga dapat diprediksi berdasarkan harga masa lalu, sehingga pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat dan kuat (Sartono, 2000), (c) Pasar yang terbukti *overreact* atau investor yang melakukan strategi kontrarian, akan berdampak kepada investor yang akan memperoleh *abnormal return* melalui perdagangan dalam posisi yang tepat baik maupun sesudah *event*.

Setelah penemuan oleh Bondt dan Thaler (1985) maka penelitian-penelitian tentang *overreaction* semakin banyak diteliti 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 setelah formasi 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 penelitian 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.

Latjuba dan Pasaribu (2013) mengatakan bahwa fenomena *overreaction* hanya terjadi pada portofolio *loser*. Rahmawati dan Suryani (2005) menyimpulkan bahwa terdapat indikasi *overreaction* yang ditandai portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, namun tidak terjadi pada kurun waktu yang konstan akan tetapi terjadi secara terpisah-pisah. Maharani dan Witiastuti (2015) mengatakan bahwa terjadi *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia baik dalam periode triwulan, semester dan tahunan akan tetapi tidak terjadi secara konstan melainkan terjadi secara separatis. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis yang dibuat adalah:

**(H<sub>1</sub>) : Ada gejala *overreaction* di Bursa Efek Indonesia**

## **2.5 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Overreaction***

*Overreaction* memiliki beberapa hal yang dapat mempengaruhinya, yaitu *trading volume*, *size effect*, likuiditas, *bid-ask spread* dan *January effect*.

### **1. *Trading Volume***

Conrad, Hameed dan Niden (1994) mendapatkan beberapa bukti berdasarkan *return reversal* dan *trading volume*. sampel yang digunakan terdaftar pada NASDAQ dari 1983 sampai 1990. Sampel dibedakan menjadi dua yaitu volume tinggi dan volume rendah berdasarkan jumlah transaksi selama, pada penelitian ini peneliti mengatakan bahwa ketika

*return* meningkat bersamaan saat itu volume saham menurun dan penulis juga mengatakan bahwa *return reversal* hanya terjadi pada saat volume tinggi. Hameed dan Ting (2000) meneliti *return* kontrarian jangka pendek dan *trading volume*, mengatakan bahwa untuk memunculkan gejala *overreaction* dibutuhkan *trading volume* yang tinggi.

Iihara et al. (2004) mengatakan bahwa *return reversal* diikuti oleh *return* dari saham *loser* bervolume rendah. McInish, Ding, Pyun dan Wongchoti (2008) mengatakan bahwa ada hubungan positif antara *trading volume* dan *return* kontrarian, *return reversal* tinggi ketika volume saham tinggi daripada saham bervolume rendah. Berdasarkan hasil-hasil penelitian terdahulu, bahwa saham volume tinggi cenderung memberikan pengaruh positif terhadap gejala *overreaction*.

## 2. *Size Effect*

*Size effect* merupakan salah satu variabel yang sering dikaitkan dengan *overreaction*. Dalam penelitian Yull dan Kirmizi (2012) mengatakan bahwa *size effect* tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *overreaction* pada perusahaan yang *go public*. Latjuba dan Pasaribu (2013) dalam penelitiannya mengatakan bahwa *size effect* tidak berpengaruh pada saham *winner* maupun saham *loser*. Namun, dalam penelitian Ali, Talib, Nassir dan Abidin (2013) mengatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap saham *winner* maupun saham *loser* pada saham Syariah Malaysia. Octavio dan Lantara (2014) mengatakan bahwa anomali *market overreaction* terasosiasi positif dengan ukuran perusahaan (*firm size*).

### 3. **Likuiditas**

Likuiditas merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi *Overreaction* karena likuiditas memungkinkan mendorong investor untuk semakin *overreact* terhadap informasi yang ada di dalam bursa efek. Dalam penelitian Yull dan Kirmizi (2012) bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *overreaction* di perusahaan *go public*. Latjuba dan Pasaribu (2013) mengatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap fenomena *overreaction*.

### 4. ***Bid-Ask Spread***

*Bid-Ask Spread* merupakan selisih antara harga beli tertinggi saham dengan harga jual terendah yang diperdagangkan. Dalam penelitian Yull dan Kirmizi (2012) mengatakan bahwa *bid-ask spread* tidak berpengaruh signifikan terhadap *overreaction*. Latjuba dan Pasaribu (2013) mengatakan bahwa *bid-ask spread* tidak berpengaruh signifikan terhadap saham *winner* dan saham *loser*.

### 5. ***January Effect***

*January effect* merupakan fenomena yang berkaitan dengan adanya perubahan tahun, yaitu pada bulan Desember sebagai akhir tahun pajak dan Januari sebagai awal tahun pajak. Meskipun laporan keuangan akan diterbitkan tidak pada akhir bulan Desember atau awal bulan Januari namun pada akhir tahun biasanya perusahaan melakukan perhitungan pembayaran pajak, sehingga para investor lebih suka melepas sahamnya yang nilainya akan kembali membeli saham yang akan mempengaruhi kenaikan kembali harga saham.

Adapun penyebab yang memungkinkan terjadinya anomali perilaku saham pada bulan Januari seperti yang dikatakan oleh Sharpe (1995), yaitu *tax loss selling* yaitu suatu fenomena dengan menjual saham-saham yang hasilnya buruk dengan tujuan untuk memperbaiki laporan keuangannya yang nanti akan berdampak kepada pengurangan pajak pada akhir tahun, *window dressing* yaitu pada dasarnya hal yang dilakukan sama namun hal ini dilakukan bukan untuk tujuan pengurangan pajak melainkan memperbaiki portofolio akhir tahun yang dimiliki perusahaan agar terlihat baik, dan *small stock's beta* yaitu kecenderungan yang terjadi ketika pada bulan Januari, perusahaan kecil lebih memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar. Pengukuran untuk melihat terjadinya *january effect* dapat dilihat dengan melihat perbandingan *abnormal return* bulan Januari dengan bulan – bulan lainnya, jika terjadi perbandingan yang sangat mencolok maka dimungkinkan terjadinya *january effect*.

Penelitian oleh Tomy (2004) membagi penelitian menjadi tiga kelompok dan pada kelompok pertama terbukti bahwa *January effect* terjadi karena ada perbedaan *return* pada tahun tersebut. Imam (2006) menyatakan bahwa pasar modal Indonesia mempunyai kecenderungan untuk bereaksi secara berlebihan pada lima hari pertama di bulan Januari, hasilnya nilai *abnormal return* pada bulan januari lebih tinggi di awal bulan januari dan rendah di bulan desember. Andreas dan Daswan (2011) mengatakan bahwa *january effect* tidak terjadi di Indonesia tetapi *Desember effect*. Artinya kemungkinan terjadinya *Desember effect*



terhadap investor (Kompas, 2004). Kebijakan Bank Indonesia menaikkan tingkat suku bunga tidak berdasarkan inflasi dari bulan kebulan, tetapi berdasarkan ekspektasi inflasi yang lebih panjang memberi harapan pada pertumbuhan ekonomi.

Klock dan Bacon (2014) menemukan bahwa terjadi *January effect* dimana pada akhir tahun menunjukkan *return* negatif 60 hari sebelum akhir tahun dan diikuti *return* positif di bulan Januari selama 20 hari. Luhan, Novotna dan Obrova (2011) menemukan bahwa dalam Pasar Modal Czech tidak ditemukan adanya *January effect* di semua periode tes. Hanya pada tahun 2007 ditemukan *January effect*, sedangkan selama 2008-2010 tidak ditemukan adanya *January effect*. Ahsan dan Sarkar (2013) menemukan bahwa dalam bursa efek Banglades tidak ditemukannya fenomena *January effect* pada tahun 1987-2012, rata-rata *return* positif terletak pada bulan Juni, yang menunjukkan ada ketidakefisienan pada bursa efek Banglades.

Fitriyani dan Sari (2013) mengatakan bahwa *January Effect* terjadi di kelompok saham LQ 45 dilihat pada *abnormal return* dan *return* saham yang didapatkan pada tahun 2009-2011. Lalu Wulandari (2014) mengatakan bahwa terjadi fenomena *january effect* pada perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Indonesia 2009 – 2013. Berdasarkan hasil yang diperoleh dari analisis varian satu arah (*one way ANOVA*) didapatkan nilai signifikan hubungan antara *abnormal return* bulan Januari dengan bulan-bulan lainnya. Sedangkan menurut Sari dan Sisdyani (2014) mengatakan bahwa tidak terjadi *january effect* di Bursa Efek Indonesia karena tidak

terdapat perbedaan *return* saham pada bulan Januari dengan bulan lainnya di pasar modal Indonesia. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis yang dibuat adalah:

**(H<sub>2</sub>) : Ada *january effect* di Bursa Efek Indonesia**

Bondt Thaler (1987) dalam penelitiannya mengatakan selama periode pengujian, *losers* hampir mendapatkan semua *excess return* pada bulan Januari. *Winner* juga mendapatkan *excess return*, meskipun lebih kecil daripada *losers*. Pada periode pembentukan, *excess return* Januari untuk *winner* meningkat dua kali lipat dari kinerja normal dalam bulan lainnya. Untuk *losers*, dua tahun terakhir dari periode pembentukan, polanya mulai menyerupai periode pengujian: pengembalian Januari positif dan besar daripada *return* negatif biasanya menjelang akhir tahun. Zarowin (1990) mengatakan bahwa berdasarkan penelitian yang dilakukan, ia menemukan *January effect* yang kuat ditandai dengan *return* positif yang dihasilkan pada bulan Januari dibandingkan bulan-lainnya. Chaouachi dan Douagi (2014) menemukan bahwa *overreaction* bukanlah manifestasi adanya *January effect*, *abnormal return* tertinggi dari portofolio *loser* tidak terlihat dibulan Januari.

Sukmawati dan Hermawan (2003) menemukan bahwa terjadi indikasi *overreaction* dengan portofolio *loser* menungguli portofolio *winner*, juga menemukan adanya fenomena *overreaction*. Rahmawati dan Suryani (2005) menguji hipotesis keberadaan reaksi berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian menyimpulkan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai

dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* yang dimana frekuensi berlebihan ini tidak terjadi dalam kurun waktu yang lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis yang dibuat adalah:

**(H<sub>3</sub>) : *January effect* berpengaruh positif terhadap *Overreaction*.**

