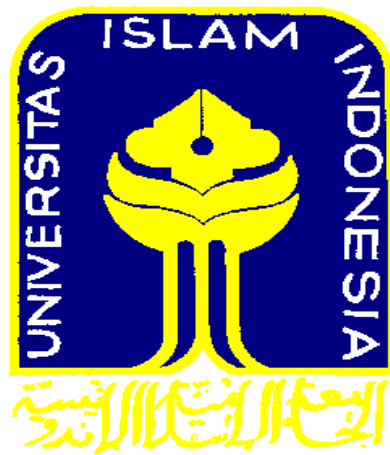


***Analisis Overreaction, Firm Size dan Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price
Reversal Pada Saham Syariah dan Non Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)***

SKRIPSI



Ditulis oleh:

Nama : Agus Riyanto
Nomor Mahasiswa : 09311422
Jurusan : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2013

Analisis Overreaction, Firm Size dan Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price Reversal pada Saham Syariah dan Non Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)

SKRIPSI

ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh gelar sarjana strata-1 di Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia

Oleh:

Nama	: Agus Riyanto
Nomor Mahasiswa	: 09311422
Jurusan	: Manajemen
Bidang Konsentrasi	: Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2013

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta 19 Agustus 2013

Penulis,



Agus Riyanto

***Analisis Overreaction, Firm Size dan Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price
Reversal Pada Saham Syariah dan Non Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)***



Yogyakarta, 20 Agustus 2013
Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,

Dr. Zaenal Arifin M.Si.

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**ANALISIS OVERREACTION, FIRM SIZE, LIKUIDITAS SAHAM
DALAM FENOMENA PRICE REVERSAL PADA SAHAM SYARIAH
DAN NON SYARIAH DI BEI**

Disusun Oleh : Agus Riyanto
Nomor Mahasiswa : 09311422

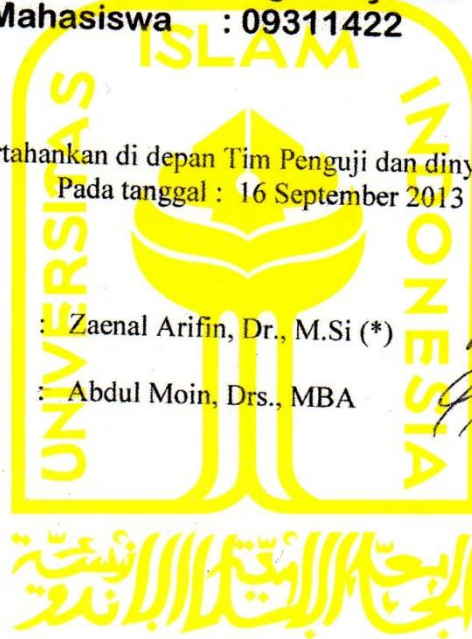
Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 16 September 2013

Penguji/Pemb. Skripsi

: Zaenal Arifin, Dr., M.Si (*)

Penguji

: Abdul Moin, Drs., MBA



Mengetahui

Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA

Halaman Persembahan

SAYA PERSEMBAHKAN SKRIPSI INI KEPADA

AYAH, IBU DAN KAKAK-KAKAKU TERCINTA

TIDAK ADA YANG LEBIH BERTERHARGA DARI SEGALA DO'A, PERHATIAN DAN

PENGERTIAN YANG TELAH DIBERIKAN SELAMA INI, TERIMA KASIH BUAT

SEMUA YANG TELAH DIBERIKAN PADAKU

Halaman Motto

“....mintalah pertolongan (kepada Allah) dengan sabar dan Shalat, sesungguhnya Allah beserta orang-orang yang sabar”

(QS, 2 : 153)

“Ketergesaan dalam setiap usaha membawa kegagalan”

(Herodotus)

“Aja Ketungkul Marang Kalungguhan, Kadonyan lan Kemareman” (Folosefi Jawa)

“Tidak ada hal yang susah, jika mau belajar dan bersungguh-sungguh”

(The Word)

“Ketergesaan dalam setiap usaha membawa kegagalan”

(Herodotus)

ABSTRACT

Extreme price changes in the previous study was followed by the reversal of the price (price reversal). This phenomenon has the same pattern with the winner-loser anomaly (reversal effect). There are several factors in previous studies relating to or affected by the occurrence of this phenomenon, among others: overreaction of investors (overreaction), firm size and stock liquidity. The sample used in this study is a stock that includes syariah and non syariah stocks. This study examines the stock returns follow a day and two days of extreme price changes in Indonesia Stock Exchange (BEI) from 2010 until 2012. Price reversal phenomenon in Islamic and non-Islamic stocks can be detected through a significant t test results with zero and change in the opposite direction on average abnormal return. Taking the correlation with the daily stock price data, this study tried to find evidence that there was an overreaction in price reversal phenomenon in Islamic and non-Islamic stocks. To find evidence that firm size and liquidity affects the price reversal phenomenon in Islamic and non-Islamic stocks using the t test.

Consistent with results of previous studies, which found a reversal in the price of each share winner-loser syariah and non syariah one day change. The price reversal happens to share syariah and non syariah winner two days to prove that the reversal price changes can also occur after the price change in two trading days. Negative correlation test results on stock loser syariah and winner non syariah changes one day prove the existence of investor overreaction. Firm size and stock liquidity proven effect on stock price reversal on syariah stocks. In the non syariah stocks did not find evidence that firm size effect on stock price reversal on non syariah. While the liquidity of the stock shown a significant effect on the stock price reversal on non syariah.

Keyword : overreaction, firm size, stock liquidity and price reversal syariah and non syariah

ABSTRAK

Perubahan harga secara ekstrim pada penelitian terdahulu diikuti dengan terjadinya pembalikan harga (*price reversal*). Fenomena ini memiliki pola yang sama dengan anomaly *winner-loser (reversal effect)*. Terdapat beberapa faktor dalam penelitian sebelumnya yang berhubungan atau berpengaruh dengan terjadinya fenomena ini, antara lain: reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*), *firm size* dan *likuiditas* saham. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham yang termasuk saham *syariah* dan *non syariah*. Penelitian ini menguji *return* saham yang mengikuti satu hari dan dua hari perubahan harga secara ekstrim di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai tahun 2010 sampai tahun 2012. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah* dapat diketahui melalui hasil uji t yang signifikan dengan nol dan mengalami perubahan arah yang berlawanan pada *average abnormal return*. Menggunakan uji korelasi dengan data harga saham harian, penelitian ini berusaha menemukan bukti bahwa terdapat reaksi berlebihan dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*. Untuk mengetahui bukti bahwa *firm size* dan *likuiditas* berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah* menggunakan uji t.

Konsisten dengan hasil penelitian terdahulu, yang menemukan pembalikan harga pada masing-masing saham *winner-loser syariah* dan *non syariah* satu hari perubahan. Terjadinya *price reversal* yang terjadi pada saham *winner syariah* dan *non syariah* dua hari perubahan membuktikan bahwa pembalikan harga juga dapat terjadi setelah perubahan harga dalam dua hari perdagangan. Hasil uji korelasi negatif pada saham *loser syariah* dan saham *winner non syariah* satu hari perubahan membuktikan adanya reaksi berlebihan dari investor. *Firm size* dan *likuiditas* saham terbukti berpengaruh pada *price reversal* pada saham *syariah*. Pada saham *non syariah* tidak menemukan bukti bahwa *firm size* berpengaruh dalam *price reversal* pada saham *non syariah*. Sedangkan *likuiditas* saham terbukti signifikan dalam *price reversal* pada saham *non syariah*.

Kata kunci : *overreaction*, *firm size*, *likuiditas* saham dan *price reversal syariah* dan *non syariah*

Kata Pengantar

Puji syukur *alhamdulillahirobbil alamin* penulis panjatkan kehadiran ALLAH SWT, atas segala rahmat dan karunia-Nya dan tidak lupa shalawat dan salam semoga senantiasa tercurah kepada Nabi Muhammad SAW, sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi dengan judul “Analisis *Overreaction, Firm Size* dan *Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price Reversal* pada Saham *Syariah* dan Saham *Non Syariah* di *Bursa Efek Indonesia*“, yang disusun sebagai syarat akedimis dalam menyelesaikan studi program sarjana (strata-1)

Penulis menyadari bahwa skripsi ini tidak mungkin terselesaikan dengan baik tanpa dukungan, bantuan, bimbingan serta do’a dari berbagai pihak selama penyusunan Skripsi ini. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

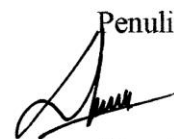
1. Ayah Ibu tercinta, Bapak Masturi dan Ibu Taminah motivator terbesar dalam hidup saya yang tak pernah lelah untuk mendo’akan dan bersabar merawat serta membimbingku, atas semua pengorbanan dan kesabaran yang mengantarkan saya sampai sejauh ini. Tidak pernah cukup untuk saya membalas segala cinta dan kasih sayang Ayah Ibu terhadap saya.
2. Dr. Zaenal Arifin M.Si, selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu untuk dengan sabar dan bijaksana dalam membimbing, serta memberikan saran, nasehat dan arahan sampai terselesaikannya skripsi ini.
3. Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

4. Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si, selaku Kepala Prodi Manajemen Universitas Islam Indonesia.
5. Para dosen dan seluruh staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan bekal ilmu yang bermanfaat bagi penulis.
6. Para staf administrasi dan tata usaha Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah banyak membantu penulis dalam menyelesaikan studi di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
7. Kakakku tercinta Hadi Mustamar, Endang Setyowaati, Oni Apriyanto dan Fitri Hapsari yang senantiasa memberikan semangat, dukungan dan arahan.
8. Gina Jean Alessy, yang selalu menemani saat senang dan sedih, memberikan semangat, dukungan, motivasi, perhatian. *Thanks for everything my little girl.*
9. Andik, Sugandi dan semua pihak yang telah membantu penulis yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Dengan rendah hati penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Mengingat keterbatasan pengetahuan yang penulis peroleh selama ini, oleh karena itu penulis mengharapkan saran dan kritikan yang bersifat membangun untuk memperbaiki segala kekurangan dalam Skripsi ini.

Akhir kata, penulis berharap semoga Skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak. *Wasalamualaikum warohmatullahi wabarokatu*

Yogyakarta, 19 Agustus 2013

Penulis,

Agus Riyanto

Daftar Isi

Halaman Judul	i
Halaman Sampul Depan Skripsi.....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme	iii
Halaman Pengesahan Skripsi.....	iv
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....	v
Halaman Persembahan.....	vi
Halaman Motto	vii
Abstract.....	viii
Abstraksi	ix
Kata Pengantar.....	x
Daftar Isi	xii
Daftar Tabel.....	xv
Daftar Gambar	xviii
Daftar Lampiran.....	xviii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	4
1.3 Batasan Masalah	5
1.4 Tujuan Penelitian	5
1.5 Manfaat Penelitian	6
1.6 Sistematika Laporan Penelitian	6
BAB II KAJIAN PUSTAKA	8
2.1. Efisiensi Pasar.....	8
2.2. Saham <i>Syariah</i> dan Saham <i>Non Syariah</i>	10
2.3. <i>Anomaly</i> Pasar Modal	12

2.4.	Fenomena <i>Price Reversal</i>	13
2.5.	<i>Overreaction</i> Dalam Fenomena <i>Price Reversal</i>	16
2.6.	<i>Firm Size</i> Dalam Fenomena <i>Price Reversal</i>	18
2.7.	<i>Likuiditas</i> Saham Dalam Fenomena <i>Price Reversal</i>	20
2.8.	Penelitian Terdahulu	21
2.9.	Hipotesis	28
2.10.	Kerangka Pemikiran Penelitian	30
BAB III METODE PENELITIAN		32
3.1	Populasi dan Sampel	32
3.2	Defenisi Operasional Variabel.....	33
3.3	Jenis dan Teknik Pengumpulan Data.....	34
3.3.1	Jenis Data.....	34
3.3.2	Teknik Pengumpulan Data	35
3.4	Analisis Data.....	35
3.4.1	Menentukan Perubahan Harga Secara Ekstrim ($t = 0$)	35
3.4.2	<i>Firm Size</i> Saham <i>Winner-Loser Syariah</i> dan <i>Non Syariah</i>	36
3.4.3	<i>Likuiditas</i> Saham <i>Winner-Loser Syariah Non Syariah</i>	36
3.4.4	Mengidentifikasi terjadinya <i>Price reversal</i> pada saham <i>Winner-Loser</i> (Saham <i>Syariah</i> dan Saham <i>Non syariah</i>)	37
3.5	Pengujian Hipotesis	40
BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN		48
4.1	Deskripsi Data.....	48
4.1.1	Perubahan Harga secara Ekstrim	48
4.1.2	Gambaran Sampel <i>Winner-Loser Syariah</i>	51
4.1.3	Gambaran Sampel <i>Winner-Loser Non Syariah</i>	53
4.1.4	<i>Firm Size</i> Terbesar dan Terkecil.....	55
4.1.5	<i>Likuiditas</i> Saham	57
4.2	Analisis Data.....	59
4.2.1	Fenomena <i>Price Reversal</i> pada Saham <i>Syariah</i>	59
4.2.2	Fenomena <i>Price Reversal</i> pada Saham <i>Non Syariah</i>	65
4.3	Pengujian Hipotesis	72

4.3.1 Uji Hipotesis 1	72
4.3.2 Uji Hipotesis 2	76
4.3.3 Uji Hipotesis 3	80
4.3.4 Uji Hipotesis 4	84
4.3.5 Uji Hipotesis 5	89
4.3.6 Uji Hipotesis 6	93
BAB V KESIMPULAN	99
5.1 Kesimpulan	99
5.2 Saran	102

Daftar Tabel

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu.....	25
Tabel 4.1 Hasil Analisa Kenaikkan Satu Hari.....	49
Tabel 4.2 Hasil Analisa Penurunan Satu Hari	49
Tabel 4.3 Hasil Analisa Kenaikkan Dua Hari	50
Tabel 4.4 Hasil Analisa Penurunan Dua Hari.....	51
Tabel 4.5 Saham <i>Winner Syariah</i> Satu Hari Perubahan.....	52
Tabel 4.6 Saham <i>Loser Syariah</i> Satu Hari Perubahan.....	52
Tabel 4.7 Saham <i>Winner Syariah</i> Dua Hari Perubahan	53
Tabel 4.8 Saham <i>Loser Syariah</i> Dua Hari Perubahan	53
Tabel 4.9 Saham <i>Winner Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	54
Tabel 4.10 Saham <i>Loser Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan.....	54
Tabel 4.11 Saham <i>Winner Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan.....	55
Tabel 4.12 Saham <i>Loser Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan	55
Tabel 4.13 <i>Firm Size Syariah</i> (Satu Hari Perubahan)	56
Tabel 4.14 <i>Firm Size Syariah</i> (Dua Hari Perubahan).....	56
Tabel 4.15 <i>Firm Size Non Syariah</i> (Satu Hari Perubahan).....	56
Tabel 4.16 <i>Firm Size Non Syariah</i> (Dua Hari Perubahan)	57
Tabel 4.17 <i>Likuiditas Saham Syariah</i> (Satu Hari Perubahan).....	57
Tabel 4.18 <i>Likuiditas Saham Syariah</i> (Dua Hari Perubahan).....	58
Tabel 4.19 <i>Likuiditas Saham Non Syariah</i> (Satu Hari Perubahan)	58
Tabel 4.20 <i>Likuiditas Saham Non Syariah</i> (Dua Hari Perubahan).....	58
Tabel 4.21 Uji t <i>Abnormal Return Saham Winner Syariah</i> Satu Hari Perubahan.	59
Tabel 4.22 Uji t <i>Abnormal Return Saham Loser Syariah</i> Satu Hari Perubahan ...	61

Tabel 4.23 Uji t <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Winner Syariah</i> Dua Hari Perubahan .	63
Tabel 4.24 Uji t <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Loser Syariah</i> Dua Hari Perubahan....	64
Tabel 4.25 Uji t <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Winner Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	66
Tabel 4.26 Uji t <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Loser Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	67
Tabel 4.27 Uji t <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Winner Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan	69
Tabel 4.28 Uji t <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Loser Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan	70
Tabel 4.29 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Winner Syariah</i> Satu hari Perubahan.....	73
Tabel 4.30 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Loser Syariah</i> Satu hari Perubahan	73
Tabel 4.31 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Winner Syariah</i> Dua Hari Perubahan	74
Tabel 4.32 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Winner Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	77
Tabel 4.33 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Loser Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan...	77
Tabel 4.34 Hasil Uji Korelasi Saham <i>Winner Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan.	78
Tabel 4.35 Hasil Uji t <i>Firm Size</i> Terbesar Saham <i>Winner Syariah</i> Satu Hari Perubahan	81
Tabel 4.36 Hasil Uji t <i>Firm Size</i> Terkecil Saham <i>Loser Syariah</i> Satu Hari Perubahan	82
Tabel 4.37 Hasil Uji t <i>Firm Size</i> Terbesar Saham <i>Winner Syariah</i> Dua Hari Perubahan	82
Tabel 4.38 Hasil Uji t <i>Firm Size</i> Terbesar Saham <i>Winner Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	85
Tabel 4.39 Hasil Uji t <i>Firm Size</i> Terbesar Saham <i>Loser Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	86

Tabel 4.40_Hasil Uji t <i>Firm Size</i> Terbesar Saham <i>Winner Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan	87
Tabel 4.41_Hasil Uji t <i>Likuiditas</i> Saham <i>Winner Syariah</i> Satu Hari Perubahan ...	90
Tabel 4.42_Hasil Uji t <i>Likuiditas</i> Saham <i>Loser Syariah</i> Satu Hari Perubahan.....	91
Tabel 4.43_Hasil Uji t <i>Likuiditas</i> Saham <i>Winner Syariah</i> Dua Hari Perubahan....	91
Tabel 4.44_Hasil Uji t <i>Likuiditas</i> Saham <i>Winner Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	94
Tabel 4.45_Hasil Uji t <i>Likuiditas</i> Saham <i>Loser Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	95
Tabel 4.46_Hasil Uji t <i>Likuiditas</i> Saham <i>Winner Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan	96

Daftar Gambar

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian	30
Gambar 4.1 Grafik AAR <i>Winner Syariah</i> Satu Hari Perubahan	60
Gambar 4.2 Grafik AAR <i>Loser Syariah</i> Satu Hari Perubahan.....	62
Gambar 4.3 Grafik AAR <i>Winner Syariah</i> Dua Hari Perubahan.....	63
Gambar 4.4 Grafik AAR <i>Loser Syariah</i> Dua Hari Perubahan	65
Gambar 4.5 Grafik AAR <i>Winner Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	67
Gambar 4.6 Grafik AAR <i>Loser Non Syariah</i> Satu Hari Perubahan	68
Gambar 4.7 Grafik AAR <i>Winner Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan.....	70
Gambar 4.8 Grafik AAR <i>Loser Non Syariah</i> Dua Hari Perubahan.....	71

Daftar Lampiran

Lampiran A. Analisa Sampel Saham <i>Winner-Loser Syariah</i>	105
Lampiran B. Analisa Sampel Saham <i>Winner-Loser Non Syariah</i>	109

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar yang *efisien* adalah sebuah pasar yang dapat mengelola informasi dengan tepat dan cepat, dimana harga-harga sekuritas yang diamati pada waktu tertentu didasarkan pada evaluasi yang benar dari seluruh informasi yang tersedia pada saat itu. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa informasi merupakan hal terpenting bagi investor dalam menilai suatu saham. Informasi tersebut dapat berupa informasi yang dipublikasikan atau informasi yang tidak dipublikasikan.

Beredarnya informasi baru di pasar modal dapat menyebabkan perubahan harga. Tetapi terjadinya perubahan harga secara ekstrim (besar-besaran) dapat menimbulkan suatu fenomena. Penelitian yang dilakukan Iswandari (2000) menunjukkan bahwa setelah terjadi perubahan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan terdapat fenomena *price reversal*. Fenomena *price reversal* adalah pembalikan arah harga saham, dimana saham yang sebelumnya mempunyai *return* negatif saat penurunan harga secara ekstrim pada periode berikutnya menjadi saham dengan *return* positif. Sebaliknya saham yang mempunyai *return* positif saat kenaikan harga secara ekstrim pada periode berikutnya menjadi saham dengan *return* negatif.

Banyak penelitian mengenai terjadinya fenomena *price reversal* merujuk pada hipotesis *overreaction*. *Overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi baru. Dalam kondisi tersebut,

investor cenderung menetapkan harga terlalu tinggi pada informasi yang dinilai baik, dan sebaliknya investor cenderung menetapkan harga terlalu rendah karena adanya informasi yang dinilai buruk. Dampak adanya reaksi berlebihan dari investor dapat membuat perubahan harga secara ekstrim karena adanya informasi baru yang beredar di pasar modal.

Penelitian yang dilakukan Bayuadjie (1998) menyebutkan bahwa, fenomena *price reversal* mempunyai pola yang sama dengan *reversal effect (anomaly winner-loser)*. *Reversal effect* pertama kali ditemukan oleh Debondt dan Thaler (1985), yang menyatakan bahwa saham yang biasanya mempunyai *return* negatif (*loser*) pada periode berikutnya mempunyai *return* positif yang lebih besar dan sebaliknya. Menurut Atkins dan Dyl (1990) *price reversal* yang terjadi merupakan akibat dari reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*), dimana pembalikan tersebut sebagai koreksi atas reaksi berlebihan yang dilakukan investor. Penelitian yang dilakukan Nurhidayah (2009) menunjukkan bahwa *overreaction* dapat terjadi pada saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index (JII)* atau saham-saham *syariah*.

Terjadinya fenomena *price reversal* tidak hanya dalam waktu tertentu, dalam penelitian Debondt dan Thaler (1985) menemukan adanya pembalikan harga jangka panjang yaitu selama tiga tahun. Penelitian yang dilakukan Susiyanto (2002) menemukan jangka waktu terjadinya pembalikan harga selama tiga bulan (jangka menengah). Sedangkan dalam penelitian Iswandari (2000) menemukan pembalikan harga terjadi setelah empat hari perubahan harga secara ekstrim (jangka pendek). Menurut Yull dan Kirmizi (2012), fenomena *price reversal* jangka pendek dapat terjadi dalam jangka waktu satu hari, dua hari, satu minggu atau satu bulan. Zarowin (1990)

menyebutkan bahwa *price reversal* harus dibedakan berdasarkan jangka waktunya, karena *price reversal* jangka panjang, menengah atau jangka pendek tidak merefleksikan fenomena yang sama.

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

Bodie *et al* (2008) menyebutkan bahwa saham-saham kecil dan kurang dianalisa termasuk dalam saham yang kurang *likuid*. Saham yang kurang *likuid* cenderung menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi, karena memiliki tingkat risiko investasi yang lebih tinggi dan sebaliknya. Semakin besar tingkat risiko maka semakin besar pula tingkat *abnormal return* yang dihasilkan. Berdasarkan penjelasan tersebut fenomena *price reversal* dapat juga disebabkan tingkat *likuiditas* saham karena derajat pembalikan harga dipengaruhi oleh besarnya *abnormal return*, seperti hasil penelitian Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan derajat *likuiditas* menjelaskan terjadinya *price reversal*.

Penelitian selanjutnya tentang terjadinya fenomena *price reversal* dan yang dapat mempengaruhi dilakukan oleh Yull dan Kirmizi (2012). Dalam penelitian

tersebut menunjukkan bahwa reaksi berlebihan dari investor berhubungan signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal*. Reaksi berlebihan dari investor ditunjukkan dengan adanya perubahan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan. Sedangkan dalam penelitian tersebut tidak menemukan pengaruh *firm size* dan *likuiditas* saham dalam terjadinya *price reversal*.

Pada penelitian kali ini indikasi terjadinya fenomena *price reversal* berdasarkan satu hari dan dua hari perubahan harga secara ekstrim, karena penelitian sebelumnya terbukti menemukan terjadinya fenomena *price reversal* setelah satu hari perubahan harga secara ekstrim. Selain hal tersebut, penelitian ini juga membedakan sampel penelitian berdasarkan saham *syariah* dan *non syariah*, karena hal tersebut belum pernah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan hasil penelitian-penelitian terdahulu, selanjutnya dilakukan penelitian untuk mengetahui adanya reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*), dan pengaruh *firm size* dan *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas dapat diambil rumusan masalah sebagai berikut:

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

3. Apakah *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*?
4. Apakah *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*?
5. Apakah *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*?
6. Apakah *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*?

1.3 Batasan Masalah

1. Penelitian terjadinya fenomena *price reversal* yang dilakukan dalam jangka waktu pendek.
2. Periode penelitian hanya mencakup tahun 2010 sampai tahun 2012.

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang diatas, tujuan penelitian adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*?
2. Untuk mengetahui apakah terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*?
3. Untuk mengetahui apakah *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*?

4. Untuk mengetahui apakah *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*?
5. Untuk mengetahui apakah *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*?
6. Untuk mengetahui apakah *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*?

1.5 Manfaat Penelitian

1. Secara ilmiah penelitian ini diharapkan mampu memberikan sumbangan pada bidang ilmu ekonomi umumnya dan pada bidang manajemen keuangan (pasar modal dan investasi) pada khususnya, serta memberikan informasi-informasi yang berhubungan atau berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal*.
2. Secara praktis penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi mengenai *overreaction*, *firm size* dan *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal*. Sehingga bisa menjadi informasi tambahan/referensi bagi investor.

1.6 Sistematika Laporan Penelitian

BAB I : PENDAHULUAN

Pada bab ini diuraikan latar belakang masalah, rumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika laporan penelitian.

BAB II : KAJIAN PUSTAKA

Pada bab ini dijelaskan mengenai teori-teori yang menjadi dasar penelitian, tinjauan penelitian terdahulu dan hipotesis penelitian.

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini dijelaskan tentang pemilihan sampel, data yang diperlukan, jenis dan teknik pengumpulan data, definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian, metode analisis data dan metode pengujian hipotesis.

BAB IV : ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini dijelaskan mengenai deskripsi data penelitian yang telah dikumpulkan, hasil analisis data serta pengujian dan pembahasan hipotesis.

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini diuraikan tentang kesimpulan dari seluruh hasil penelitian dan saran yang bisa digunakan untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Efisiensi Pasar

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

Jogiyanto (2008) menjelaskan bahwa untuk menciptakan pasar yang efisien ada beberapa persyaratan atau kondisi yang harus terpenuhi, yaitu:

- Semua investor adalah penerima harga (*price taker*), yang berarti sebagai pelaku pasar investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga suatu indeks sekuritas.
- Semua informasi yang tersedia secara luas kepada pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
- Informasi yang dihasilkan secara acak dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan yang lainnya. Artinya bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.

Bentuk efisiensi pasar tidak hanya dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi disebut dengan efisiensi pasar secara informasi. Sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan disebut efisiensi pasar secara keputusan.

Jogiyanto (2008), terdapat tiga bentuk pasar yang efisien berdasarkan informasi, yaitu:

- a. *Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (weak form)*. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga di masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga sekarang. Hal ini berarti bahwa pada pasar yang efisien dalam bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.
- b. *Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (semi strong form)*. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga surat berharga betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Jadi tidak ada investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi yang dipublikasikan. Termasuk jenis informasi ini adalah laporan tahunan perusahaan atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi

perusahaan pesaing, maupun harga saham historis. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

- c. *Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (strong form)*. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang privat. Jika pasar modal efisien dalam bentuk kuat, maka tidak ada individual atau group dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return* karena mempunyai informasi privat.

2.2. Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Jakarta Islamic Index (JII) adalah salah satu indeks saham yang ada di Indonesia yang menghitung index harga rata-rata saham untuk jenis saham-saham yang memenuhi kriteria *syariah*. Tujuan pembentukan JII adalah untuk membedakan perusahaan yang sesuai *syariah* Islam dan yang belum sesuai. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi, akuntabilitas saham berbasis *syariah* di Indonesia. Alasan utama seorang investor berinvestasi dalam saham *syariah* karena ingin menanamkan modal secara *syariah* tanpa takut tercampur dengan dana konvensional. Beberapa kegiatan perusahaan yang bertentangan dengan *syariah* Islam, antara lain:

- Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang termasuk lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.

- Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram, produsen, distributor, atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- Melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.

Penentuan saham-saham yang termasuk dalam saham *syariah* dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada awal bulan Januari dan bulan Juli setiap tahunnya. Nurhidayah (2009) perusahaan yang mengubah lini bisnisnya menjadi tidak konsisten dengan prinsip syariah akan dikeluarkan dari indeks. Saham emiten yang dikeluarkan tersebut akan diganti oleh saham emiten lain. Sehingga saham yang sebelumnya termasuk saham *syariah* pada periode berikutnya bisa menjadi saham *non syariah* dan sebaliknya saham yang sebelumnya adalah saham *non syariah* pada periode berikutnya bisa menjadi saham *syariah* apabila sudah memenuhi kriteria *syariah* Islam. Berdasarkan penjelasan tersebut saham *non syariah* adalah saham yang tidak memiliki prinsip *syariah* pada perusahaan.

Kriteria pemilihan saham *syariah* didasarkan kepada Peraturan Bapepam & Pengumuman perubahan komposisi saham dalam perhitungan Indeks Saham *Syariah* (ISSI) Januari tahun 2013. Saham *non syariah* adalah saham-saham yang tidak terdapat dalam ISSI. Suatu saham yang pada tahun sebelumnya merupakan saham *non syariah* pada tahun berikutnya bisa menjadi saham *syariah* apabila telah memenuhi kriteria saham *syariah* berdasarkan peraturan Bapepam dan tercatat dalam ISSI.

2.3. *Anomaly* Pasar Modal

Menurut Jones, (2000) *anomaly* pasar (*market anomaly*) merupakan teknik atau strategi yang bertentangan dengan pasar efisien. Penjelasan penyebab terjadinya *anomaly* pasar tidak dapat dengan mudah dijelaskan karena bersangkutan dengan psikologis seorang investor. Beberapa penjelasan *anomaly* yang pernah terjadi di pasar modal, sebagai berikut:

- a. *Earnings announcement* menurut Jones (2000), hal tersebut terjadi karena laba yang diumumkan berbeda dengan hasil evaluasi laba dari investor. Akibat dari laba tidak terduga yang bernilai positif dapat menaikkan harga saham. Menurut Bodie *et al* (2008) bahwa investor dapat memperoleh *abnormal return* hanya dengan menunggu waktu pengumuman laba dan membeli saham perusahaan yang mengalami laba tidak terduga yang bernilai positif.
- b. *Low P/E ratio effect* atau *Price Earning Effect* menurut Jones (2000), adalah *anomaly* saham dengan *price earning ratio* lebih rendah mempunyai *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki *price earning ratio* tinggi mempunyai *risk adjusted return* yang lebih rendah.
- c. *The size effect* menurut Jones (2000), dimana perusahaan yang berukuran lebih kecil mempunyai *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang ukurannya lebih besar mempunyai *risk adjusted return* lebih rendah.
- d. *Januari effect* menurut Jones (2000), adalah salah satu *anomaly* pasar yang menyatakan bahwa *return* saham-saham pada bulan Januari cenderung lebih

tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan yang lain. Hal tersebut bisa terjadi akibat penjualan yang merugi dan pajak pada akhir tahunnya.

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

2.4. Fenomena Price Reversal

Penelitian yang dilakukan Bayuadjie (1998) menyebutkan bahwa fenomena *price reversal* mempunyai pola yang sama dengan *anomaly winner-loser (reversal effect)*. *Reversal effect* menurut Debondt dan Thaler (1985), merupakan kecenderungan pada saham yang biasanya memiliki *return* positif yang masuk kategori *winner* pada periode berikutnya menghasilkan *return* negatif. Sedangkan saham yang biasanya memiliki *return* negatif yang masuk kategori *loser* pada periode berikutnya menghasilkan *return* positif.

Dalam penelitian Bremer dan Sweeney (1991) *price reversal* terjadi setelah *return* harian negatif yang sangat besar (penurunan harga secara ekstrim) cenderung diikuti *return* positif selama dua hari kemudian. Menurut Iswandari (2000) fenomena *price reversal* dapat diketahui setelah terjadi perubahan harga (kenaikkan atau penurunan) secara ekstrim dalam satu hari perdagangan. Wicaksono (2005) menyebutkan bahwa fenomena *price reversal* terjadi setelah ada perubahan harga secara ekstrim yang kemudian diikuti perubahan kearah yang sebaliknya. Yull dan Kirmizi (2012) menyatakan *price reversal* adalah perubahan arah yang tiba-tiba dari harga pada suatu harga, indeks, komoditas atau *derivative sekuritas*. Berdasarkan penjelasan-penjelasan tersebut *price reversal* dapat didefinisikan sebagai pembalikan harga saham ke arah yang berlawanan setelah terjadi perubahan harga secara ekstrim.

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

Yull dan Kirmizi (2012), menyebutkan terjadinya fenomena *price reversal* karena adanya permintaan atau penawaran yang berlebihan pada suatu saham. Sehingga

membuat kecenderungan yang ada pada saham tersebut berbalik. Wicaksono (2005) berpendapat bahwa fenomena pembalikan harga dapat dilihat dari tingkat *abnormal return* yang dihasilkan setelah terjadi perubahan harga secara ekstrim. Semakin besar *abnormal return* setelah perubahan ekstrim semakin besar juga derajat pembalikan harga yang terjadi.

Untuk menjelaskan terjadinya fenomena *price reversal*, penelitian-penelitian sebelumnya merujuk pada hipotesis reaksi berlebihan. *Overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi baru. Pada kondisi tersebut, investor cenderung menetapkan harga yang terlalu tinggi pada informasi yang dinilai baik. Sebaliknya, investor menetapkan harga sangat rendah karena adanya informasi yang dinilai buruk. Dalam *overreaction hypothesis* memperkenalkan strategi investasi *contrain*, yaitu strategi yang menyarankan untuk membeli saham-saham yang memiliki *return* negatif (*loser*) dan menjual saham-saham yang memiliki *return* positif (*winner*). Hal tersebut dikarenakan saham-saham *loser* dalam jangka panjang dapat memberikan tingkat keuntungan lebih besar dari pada saham-saham *winner*. Atkins dan Dyl (1990) menyatakan *price reversal* yang terjadi disebabkan karena investor telah bereaksi berlebihan terhadap informasi baru (*overreaction*). Berdasarkan penjelasan tersebut terjadinya fenomena *price reversal* ditunjukkan melalui perubahan harga secara ekstrim dan perubahan harga secara ekstrim karena reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) pada suatu informasi baru.

Dalam pasar modal ditemukan *anomaly size effect*, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* yang lebih tinggi menghasilkan *return* yang lebih rendah, sebaliknya perusahaan dengan *size* yang lebih kecil menghasilkan *return* yang lebih

besar. Bodie *et al* (2008) menjelaskan bahwa saham dengan *size* kecil cenderung diabaikan dan kurang dianalisis, sehingga informasi tentang perusahaan tersebut cenderung lebih sedikit dan mempunyai risiko yang lebih besar sehingga memberikan *abnormal return* lebih besar. Zarowin (1990), menyimpulkan bahwa fenomena *price reversal* muncul karena pengaruh *firm size* dan bukan karena reaksi berlebihan dari investor.

Bodie *et al* (2008) menyebutkan bahwa saham-saham kecil dan kurang dianalisa termasuk dalam saham yang kurang *likuid*. Saham yang kurang *likuid* cenderung menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi, karena memiliki tingkat risiko investasi yang lebih tinggi. Semakin besar tingkat risiko maka semakin besar pula tingkat *abnormal return* yang dihasilkan. Berdasarkan penjelasan tersebut fenomena *price reversal* dapat juga disebabkan tingkat *likuiditas* saham karena derajat pembalikan harga dipengaruhi oleh besarnya *abnormal return*, seperti hasil penelitian Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan derajat *likuiditas* menjelaskan terjadinya *price reversal*.

2.5. Overreaction Dalam Fenomena Price Reversal

Debondt dan Thaler (1985) menyatakan, *overreaction* merupakan bukti bahwa pasar telah bereaksi berlebihan terhadap informasi yang relevan. Dalam hal ini investor cenderung menetapkan harga yang terlalu tinggi pada informasi yang dinilai baik. Sebaliknya investor cenderung menetapkan harga terlalu rendah karena adanya

informasi yang dinilai buruk. Iswandari (2000) menyebutkan bahwa terdapat dua fenomena saat terjadi *overreaction*, antara lain:

- Perubahan pada harga sekuritas secara ekstrem akan diikuti dengan perubahan harga yang berlawanan (*price reversal*) pada periode berikutnya.
- Semakin besar pergerakan harga, maka semakin besar juga penyesuaian yang dilakukan.

Peristiwa seperti itu mendorong para investor untuk menerapkan *strategi investasi contrarian*, yaitu strategi yang menyarankan investor untuk membeli saham yang mempunyai kinerja buruk (*loser*) dan menjual saat saham tersebut ketika menjadi saham yang mempunyai kinerja yang baik (*winner*). Adanya strategi tersebut memungkinkan investor untuk mendapatkan *abnormal return*. Selain hal tersebut, Debondt dan Thaler (1985) menyatakan, adanya *overreaction* di pasar modal menimbulkan beberapa keterkaitan bagi para investor, antara lain:

1. Memungkinkan investor mendapatkan *abnormal return*, karena saat pasar *overreaction* investor dapat menggunakan strategi membeli saham yang berada dikondisi *loser* dan kemudian menjualnya pada saat saham tersebut sudah menjadi *winner*.
2. Membuktikan bahwa pasar modal terdiri dari investor yang rasional dan irasional.
3. Apabila pasar *overreaction* terhadap informasi baru, maka harga suatu saham dapat diprediksi berdasarkan harga masa lalu.
4. Investor yang melakukan *strategi investasi contrarian* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan.

Pada saat investor menyadari telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi, harga saham akan kembali normal pada periode berikutnya sebagai bentuk koreksi. Menurut Iswandari (2000) terjadinya fenomena *price reversal* membuktikan pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi, dan pada penelitian Wicaksono (2005) menunjukkan *price reversal* yang terjadi dipengaruhi oleh *overreaction*. Secara khusus *overreaction* dapat terjadi pada saham *syariah*, hal tersebut dibuktikan dari hasil penelitian Nurhidayah (2009), yang menunjukkan hasil adanya *overreaction* di *Jakarta Islamic Indeks (JII)*.

Semakin rendah pengetahuan investor terhadap dampak dari informasi baru, maka semakin besar perubahan harga karena reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*). Semakin besar kenaikan atau penurunan harga saham, maka semakin besar pula pembalikan harga (*price reversal*) yang terjadi. Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis 1 yaitu, terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*. Hipotesis 2 yaitu, terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

2.6. Firm Size Dalam Fenomena Price Reversal

Penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990), menyebutkan bahwa ukuran suatu perusahaan (*firm size*) dapat digambarkan dari *market capitalization*. *Market capitalization* atau kapital pasar merupakan hasil perkalian antara harga saham per lembar dengan jumlah saham yang beredar pada periode tertentu. Alasan digunakannya

kapitalisasi pasar karena merupakan nilai dari saham perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan berbeda dengan nilai aset perusahaan, sehingga kapitalisasi pasar sebuah perusahaan tidak menggambarkan nilai aset perusahaan. Kapitalisasi pasar sangat mungkin nilainya lebih tinggi atau lebih rendah dari nilai aset perusahaan, karena kapitalisasi pasar dapat berubah-ubah mengikuti perubahan harga saham.

Dalam pasar modal ditemukan *anomaly size effect*, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* yang lebih besar menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih rendah, sebaliknya perusahaan dengan *size* yang lebih kecil menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih besar. Zarowin (1990), menyimpulkan bahwa fenomena *price reversal* muncul karena pengaruh *firm size* dan *size* saham *loser* cenderung lebih kecil dari saham *winner*. Sehingga saham *loser* yang memiliki *size* lebih kecil cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih besar yang membuat pembalikan pada saham *loser*. Sebaliknya pada saham *winner* yang memiliki *size* lebih besar akan menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih kecil yang membuat pembalikan harga pada saham *winner*.

Berdasarkan penjelasan tersebut pengaruh *firm size* dengan fenomena *price reversal* ditunjukkan dengan semakin besar ukuran perusahaan pada saham *winner*, sehingga *return* yang dihasilkan perusahaan tersebut semakin kecil saat terjadi fenomena *price reversal*. Ukuran perusahaan yang lebih kecil pada saham *loser* menghasilkan *return* yang lebih besar (saat terjadinya fenomena *price reversal*). Sehingga hal tersebut dapat menyebabkan pembalikan harga pada saham *winner-loser*. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat dirumuskan hipotesis 3 yaitu, *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham syariah. Hipotesis

4 yaitu, *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

2.7. Likuiditas Saham Dalam Fenomena Price Reversal

Mulyono (2011) menyebutkan derajat *likuiditas* suatu saham dapat ditunjukkan melalui volume perdagangan. Saham yang likuid adalah saham yang memiliki volume penjualan tinggi dan sebaliknya saham yang kurang likuid adalah saham yang mempunyai tingkat volume penjualan sedikit. Saham yang kurang *likuid* cenderung menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi, karena memiliki tingkat risiko investasi yang lebih tinggi. Sebaliknya saham yang *likuid* cenderung menghasilkan *abnormal return* yang lebih rendah. Semakin besar tingkat risiko maka semakin besar tingkat *abnormal return* yang dihasilkan.

Bodie *et al* (2008) menyebutkan bahwa saham-saham kecil dan kurang dianalisa termasuk dalam saham yang kurang *likuid*. Saham-saham dengan *size* kecil cenderung masuk pada saham *loser* sehingga saham yang kurang *likuid* juga cenderung masuk pada saham *loser*. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa pembalikan harga pada saham *winner* karena pengaruh dari saham *likuid* dan sebaliknya pembalikan harga pada saham *loser* karena pengaruh dari saham yang kurang *likuid*.

Cox dan Peterson (1994) menjelaskan bahwa peningkatan *likuiditas* dapat menurunkan derajat pembalikan harga. Berkaitan dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*. Saham yang *likuid* pada saham *winner* menghasilkan *return* yang lebih besar dan saham yang kurang *likuid* pada saham *loser*

menghasilkan *return* yang lebih kecil saat terjadi fenomena *price reversal*. Sehingga hal tersebut dapat menyebabkan pembalikan harga pada saham *winner-loser*. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dirumuskan hipotesis 5 yaitu, *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*. Hipotesis 6, yaitu, *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*

2.8. Penelitian Terdahulu

Penelitian *anomali winner-loser (Reversal Effect)* pertama kali dilakukan oleh DeBont dan Thaler (1985), dalam penelitian tersebut menguji pengaruh reaksi berlebihan (*overreaction*) yang terjadi di pasar modal dengan menggunakan data pasar modal Amerika (NYSE) periode Januari 1926 sampai Desember 1982. Model analisa yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* menggunakan *Market adjusted return*. Dalam penelitian ini menemukan adanya pembalikan *return (reversal)* dapat terjadi selama tiga tahun yang disebabkan karena adanya reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*). Saham yang memiliki kecenderungan menghasilkan *return* negatif (*loser*) periode berikutnya menghasilkan *abnormal return* positif, sebaliknya saham yang memiliki *return* positif (*winner*) periode berikutnya berikutnya menghasilkan *abnormal return* negatif.

Zarowin (1990) menguji hubungan antara *firm size* dengan fenomena *price reversal*. Pada penelitian tersebut menemukan bahwa *size* saham *loser* umumnya lebih

kecil dari *winner*. Zarowin menyimpulkan bahwa fenomena *winner-loser* muncul karena pengaruh dari *firm size* dan bukan karena reaksi berlebihan (*overreaction*).

Atkins dan Dyl (1990) melakukan pengujian mengenai fenomena *price reversal* dalam waktu jangka pendek. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat reaksi berlebihan dalam pembalikan harga (*price reversal*) saham *loser*, sedangkan saham *winner* tidak menunjukkan adanya reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena *price reversal*.

Cox dan Peterson (1994), menguji perilaku *return* sekuritas yang mengikuti penurunan besar dalam satu hari. Penelitian ini menggunakan data *return* harian seluruh perusahaan yang ada dalam CRSP mulai dari Januari 1963 sampai Juni 1991. *Return* saham yang lebih dari 10% dipilih sebagai sampel untuk di uji. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa derajat *likuiditas* menjelaskan pembalikan harga dalam jangka pendek, selain itu penelitian ini tidak menemukan bukti adanya pengaruh reaksi berlebihan.

Bayuadjie (1998) menguji adanya *price reversal* pada top *winner* dan *loser*. Pengujian dilakukan selama 6 bulan terakhir pada tahun 1996 untuk mencari perusahaan yang menjadi top *gainers* dan top *losers*. Selanjutnya diambil 10 perusahaan untuk saham *winner* atau *loser* dengan periode pengamatan $t - 2$ dan $t + 4$ saat terjadinya perubahan harga secara besar-besaran dalam satu hari perdagangan. Terjadinya *price reversal* pada saham *winner* ditunjukkan pada hari ke 1 dan pada saham *loser* ditunjukkan selama hari ke 1 dan ke 2.

Penelitian terjadinya *price reversal* selanjutnya dilakukan oleh Iswandari (2000). Penelitian dilakukan untuk mengetahui adanya pembalikan harga jangka pendek pada tahun 1997-1999. Perhitungan *return* perusahaan digunakan tiga metode yang berbeda, yaitu *mean abnormal return*, *market adjusted model*, *mean adjusted model*. Pengujian untuk mengetahui adanya pembalikan harga dilakukan dengan cara uji beda dengan nol pada periode t-5 sampai t+20. Dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa, apabila terbukti terjadi pembalikan harga setelah perubahan besar maka dinyatakan pasar telah bereaksi secara berlebihan. Pembalikan harga yang signifikan ditunjukkan pada saham *loser* (metode *mean abnormal return*) pada hari ke 5, 6, 7 setelah peristiwa penurunan besar harga. Pada saham *winner* tidak menunjukkan adanya pembalikan harga pada ketiga metode perhitungan *return*. Hal itu membuktikan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi-informasi buruk dari pada informasi baik. Temuan lain dalam penelitian ini, investor dapat memanfaatkan *abnormal return positif* setelah hari peristiwa penurunan besar harga. Sehingga dapat dikatakan bahwa pasar modal tidak efisien dalam bentuk lemah.

Wicaksono (2005) melakukan penelitian untuk menguji adanya fenomena *price reversal* yang dipengaruhi oleh *overreaction*. Periode penelitian dari Januari 2000 sampai dengan Desember 2000 dengan periode pengamatan t-4 sampai t+5. Pengujian untuk mengetahui pengaruh *overreaction* terhadap *price reversal* dilakukan dengan uji regresi antara variabel *abnormal return* (AR) $t = 0$ dengan *cumulative abnormal return* (CAR) pada periode *price reversal*. Terjadinya *price reversal* ditunjukkan pada saham *winner* pada hari ke 5 dan saham *loser* pada hari ke 1, 2, 3, 4, walaupun pembalikan tersebut masih lebih rendah dari pada kenaikan atau penurunan besar yang terjadi.

Melalui hasil regresi pada saham *winner* ditemukan bahwa variabel *overreaction* tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*. Sedangkan pada saham *loser* variabel *overreaction* menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal*.

Nurhidayah (2009) menguji adanya *overreaction* di *Jakarta Islamic Index* (JII) saat terjadinya krisis ekonomi global periode Juli 2007 - Mei 2009. Metode yang digunakan untuk mencari *abnormal return* dalam penelitian ini sama dengan metode yang digunakan oleh DeBont dan Thaler, yaitu menggunakan *market adjusted model*. Dalam penelitian ini menemukan *overreaction* saat terjadinya krisis global 2008 yang ditandai dengan portofolio *winner* berubah menjadi portofolio *loser* dan pergerakan pola *winner-loser* saat krisis berbeda dengan saat tidak krisis, saat krisis pola *winner-loser* terjadi sangat ekstrim dengan keadaan tidak normal.

Yull dan Kirmizi (2012) menguji pengaruh *overreaction*, *firm size*, dan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal*. Penelitian ini menguji *return* saham yang mengikuti satu hari perubahan besar harga saham di *Bursa Efek Indonesia* (BEI) periode 2007 - 2010. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 20 perusahaan yang menjadi sampel *winner* dan 20 perusahaan yang menjadi sampel *loser*. Perhitungan *abnormal return* pada penelitian ini menggunakan *Market Adjusted Model*. Berdasarkan hasil dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan antara reaksi berlebihan dari investor dengan fenomena *price reversal*. Hasil korelasi negatif antara *abnormal return* pada hari $t=0$ dengan *cumulative abnormal return* pada hari $t+2$, yang menunjukkan adanya *overreaction* dalam fenomena *price*

reversal. Ukuran perusahaan (*firm size*), dan *likuiditas* tidak berpengaruh signifikan terhadap fenomena *price reversal*.

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Model Analisis	Variabel	Hasil Penelitian
1	DeBondt dan Thaler (1985)	Does the Stock Market Overreact?	Market Adjusted Return	Cumulative Abnormal Return (CAR)	Terdapat reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena pembalikan harga saham
2	Zarowin (1990)	Size, Seasonality and Stock Market Overreaction	Market Adjusted Return dan Regresi	Abnormal Return dan Size	Fenomena <i>price reversal</i> muncul karena pengaruh <i>firm size</i> dan bukan karena fenomena reaksi berlebihan
3	Atkins dan Dyl (1990)	Price Reversals, <i>Bid-Ask Spread</i> , and Market Efficiency	Mean Adjusted Return dan Market Adjusted Return	Abnormal Return dan Bid Ask Spread	Perubahan harga yang terjadi merupakan reaksi berlebihan

Tabel 2.1 (Lanjutan)

4	Cox dan Peterson (1994)	Stock Return Following Large One-Day Declines: Evidence on Short Term Reversals and Longer Term Performance	Mean Adjusted Return, Market Adjusted Return, Selisih harga bid dan selisih harga ask, TVA	Cumulative Abnormal Return (CAR), Abnormal Return, Size, dan variabel dummy	Bid ask spread dan likuiditas saham berpengaruh terhadap derajat pembalikan. Tidak ditemukan adanya korelasi antara reaksi berlebihan dengan pembalikan harga saham.
5	Bayuadjie (1998)	Pengujian <i>Price reversal</i> pada <i>top winners</i> dan <i>losers</i> di BEJ menggunakan Spread bid-ask	Market Adjusted Return, Korelasi dan Regresi	Abnormal Return , Cumulative Abnormal Return (CAR) dan bid-ask spread	<i>Price reversal</i> yang terjadi berhubungan signifikan dengan reaksi berlebihan dari investor.
6	Iswandari (2000)	Analisis Pembalikan Harga Jangka Pendek di Bursa Efek Jakarta	Mean abnormal return, Korelasi	Abnormal Return , Cumulative Abnormal Return	Pembalikan harga terjadi pada saham <i>loser</i> yang berhubungan signifikan dengan overreaction

Tabel 2.1 (Lanjutan)

7	Wicaksono (2005)	Pengujian Price Reversals Terhadap Saham-Saham di BEJ	Market adjusted model, Regresi	Abnormal Return , Cumulative Abnormal Return (CAR)	<i>Overreaction</i> menunjukkan pengaruh yang signifikan <i>Price reversal</i> dengan pada saham <i>loser</i>
8	Nurhidayah (2009)	Analisis Eksistensi <i>Winner-loser Anomaly (overreaction)</i> di JII Saat Krisis Ekonomi Global 2008	Market adjusted model	Abnormal return	Menemukan <i>overreaction</i> saat terjadinya krisis global 2008 yang ditandai dengan portofolio <i>winner</i> berubah menjadi portofolio <i>loser</i>
9	Yull dan Kirmizi (2012)	Analisis Overreaction Hypothesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread dan <i>Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Price reversal</i>	Market adjusted model, korelasi, uji t dan regresi	Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return ,bid-ask spread, firm size dan likuiditas	Adanya bukti hubungan Overreaction Hypothesis dalam fenomena price dan ukuran perusahaan, bid-ask spread dan likuiditas saham tidak berpengaruh signifikan dengan terjadinya fenomena <i>price reversal</i>

Sumber: Kumpulan penelitian terdahulu

Perbedaan dari penelitian sebelumnya adalah perubahan harga secara ekstrim berdasarkan satu hari perubahan dan dua hari perubahan. Selain hal itu dalam penelitian ini sampel penelitian dibedakan berdasarkan saham-saham *syariah* dan *non syariah*. Periode pengamatan terjadinya fenomena *price reversal* mengikuti penelitian dari Iswandari (2000) dan Yull dan Kirmizi (2012) yaitu 5 hari sebelum dan 20 hari sesudah perubahan harga secara ekstrim.

2.9. Hipotesis

Berdasarkan teori-teori yang mengemukakan tentang konsep pasar modal efisien, penelitian tentang *price reversal* serta yang mempengaruhi. Sesuai dengan rumusan masalah dan tujuan penelitian. Penelitian ini membagi sampel saham berdasarkan saham *syariah* dan *non syariah*, karena belum pernah dilakukan sebelumnya. Perubahan harga secara ekstrim untuk mengetahui terjadinya fenomena *price reversal* berdasarkan perubahan harga dalam satu hari perdagangan dan dua hari perdagangan.

Semakin rendah pengetahuan investor terhadap dampak dari informasi baru, maka semakin besar perubahan harga karena reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*). Semakin besar kenaikan atau penurunan harga saham, maka semakin besar pula pembalikan harga (*price reversal*) yang terjadi. Berdasarkan penjelasan tersebut terdapat reaksi berlebihan dari investor saat terjadinya fenomena *price reversal*. Hipotesis yang dibuat adalah:

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

Saham *loser* yang memiliki *size* lebih kecil cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih besar yang membuat pembalikan pada saham *loser*. Sebaliknya pada saham *winner* yang memiliki *size* lebih besar cenderung menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih kecil yang membuat pembalikan harga pada saham *winner*.

Hipotesis yang dibuat adalah:

3. H_A : *Firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.
4. H_A : *Firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Cox dan Peterson (1994) menjelaskan bahwa peningkatan likuiditas dapat menurunkan derajat pembalikan harga. Berkaitan dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*. Saham yang *likuid* pada saham *winner* menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih besar sehingga mendorong pemnbalikan harga pada saham *winner*. Saham yang kurang *likuid* pada saham *loser* menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih kecil sehingga mendorong pemnbalikan harga pada saham *loser*. Hipotesis yang dibuat adalah:

5. H_A : *Likuiditas* saham *syariah* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal*.

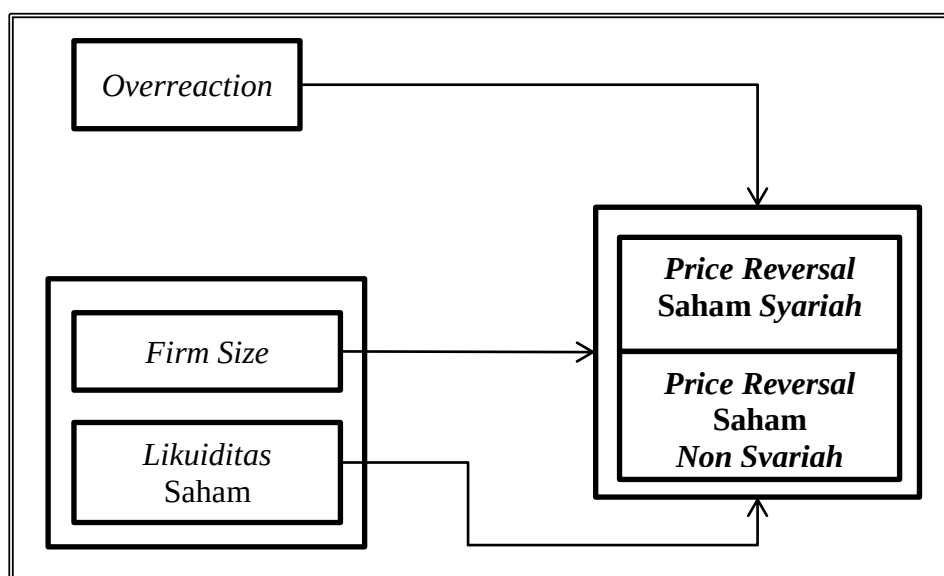
6. H_A : *Likuiditas* saham *non syariah* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal*.

2.10. Kerangka Pemikiran Penelitian

Pada penelitian ini identifikasi terjadinya fenomena *price reversal* berdasarkan satu hari dan dua hari perubahan harga secara ekstrim. Selanjutnya pada saham *syariah* dan *non syariah* ditentukan sampel *winner-loser* berdasarkan perubahan harga yang terjadi. Dari masing-masing sampel *winner-loser syariah* dan *non syariah* diuji untuk mengetahui terjadinya *price reversal*. Sementara itu terdapat faktor yang diduga berhubungan dan berpengaruh dengan terjadinya *price reversal* yaitu *overreaction*, *firm size* dan *likuiditas* saham yang kemudian diuji pada masing-masing saham yang terjadi fenomena *price reversal*.

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Penelitian



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian

Gambar 2.1 merupakan kerangka pemikiran dalam penelitian ini yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Fenomena *price reversal* dapat terjadi pada masing-masing saham *winner-loser syariah* dan *non syariah* satu hari atau dua hari perubahan.
- *Overreaction* adalah faktor yang diduga berhubungan dengan terjadi fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser syariah* dan *non syariah* tersebut.
- *Firm size* dan *likuiditas* saham adalah faktor dari masing-masing saham *winner-loser* yang diduga berpengaruh terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser syariah* dan *non syariah* tersebut.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang tergabung dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu selama periode penelitian dari tahun 2010 sampai tahun 2012. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah saham-saham *syariah* dan *non syariah*.

Pengambilan sampel saham *syariah* berdasarkan pada pengumuman No.: peng-00011/BEI.PSH/01-2013, tentang perubahan komposisi saham dalam perhitungan Indeks Saham *Syariah* Indonesia (ISSI). Berdasarkan pengumuman tersebut diketahui saham *syariah* sebanyak 301 perusahaan. Dari 301 perusahaan tersebut, kemudian dipilih saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi yaitu sebanyak 116 perusahaan. Saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi tersebut dianalisis untuk dijadikan sampel saham *winner* (satu hari dan dua hari perubahan) dan saham *loser* (satu hari dan dua hari perubahan).

Sampel saham *non syariah* adalah saham-saham yang tidak termasuk dalam Indeks Saham *Syariah* Indonesia (ISSI) yaitu terdiri dari 149 perusahaan. Dari keseluruhan saham *non syariah* dipilih saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi, yaitu terdiri dari 58 saham perusahaan. Saham yang masih aktif berdasarkan frekuensi kemudian dianalisa untuk dijadikan saham *winner* (satu hari dan dua hari perubahan) dan saham *loser* (satu hari dan dua hari perubahan).

3.2 Defenisi Operasional Variabel

- *Price reversal* : Adalah variabel dependen yang merupakan fenomena pembalikan harga dari saham *winner* atau *loser*. *Price reversal* dapat diketahui melalui *abnormal return* (AR) yang signifikan dengan nol dan mengalami perubahan kearah yang berlawanan. Dalam metode penelitian untuk menentukan faktor yang berhubungan (*overreaction*) dengan terjadinya *price reversal* maka variabel dependen ini diwakili oleh *cumulative abnormal return* (CAR), karena pengujian dilakukan satu persatu untuk masing-masing saham *winner-loser syaria*h dan *non syaria*h.
- *Overreaction* : Adalah variabel independen, diartikan sebagai reaksi berlebihan dari investor pada harga saham dalam menanggapi suatu informasi. *Overreaction* dapat diketahui melalui besarnya arah *price reversal* terhadap perubahan harga yang terjadi sebelumnya dan ada tidaknya informasi yang menyebabkan terjadinya kenaikan/penurunan harga saham secara ekstrim. Korelasi negatif antara *cumulative abnormal return* pada hari terjadinya *price reversal* dengan *abnormal return* pada hari kenaikan/penurunan harga secara ekstrim menunjukkan keberadaan reaksi berlebihan dari investor dalam peristiwa *price reversal*.
- *Firm Size* : Adalah variabel independen, merupakan nilai pasar dari suatu sekuritas perusahaan yang dapat di hitung dengan cara; harga saham dikali jumlah saham yang beredar. *Firm size* dibedakan menjadi dua yaitu *firm size* terbesar (saham *winner*) dan *firm size* terkecil (saham *loser*). Dalam metode

penelitian *return* masing-masing *firm size* terbesar/terkecil diuji beda rata-rata dengan rata-rata *return* keseluruhan saham *winner/loser* dari 5 hari sebelum dan 20 hari sesudah terjadinya perubahan harga secara ekstrim. Hasil uji t yang menunjukkan *t hitung* negatif dan signifikan pada hari terjadinya *price reversal*. Menunjukkan bahwa *price reversal* saham *winner-loser* yang terjadi pada hari tersebut karena pengaruh dari *firm size* terbesar/terkecil.

- *Likuiditas Saham*: Adalah variabel independen yang didefinisikan sebagai volume perdagangan saham. *Likuiditas* dibedakan menjadi dua yaitu saham yang *likuid* (saham *winner*) dan yang kurang *likuid* (saham *loser*). Dalam metode penelitian *return* masing-masing saham *likuid* dan kurang *likuid* diuji beda rata-rata dengan rata-rata *return* keseluruhan saham *winner/loser* dari 5 hari sebelum dan 20 hari sesudah terjadinya perubahan harga secara ekstrim. Hasil uji t yang menunjukkan *t hitung* negatif dan signifikan pada hari terjadinya *price reversal*. Menunjukkan bahwa *price reversal* saham *winner-loser* yang terjadi pada hari tersebut karena pengaruh dari tingkat *likuiditas* saham.

3.3 Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

3.3.1 Jenis Data

- Data saham yang digunakan adalah saham yang terdaftar dalam BEI selama Januari 2010 sampai Desember 2012.
- Saham *syariah* adalah saham yang terdaftar dalam ISSI periode 2012.
- Saham *non-syariah* adalah saham yang tidak termasuk dalam saham *syariah*.

- Data saham harian untuk saham *syariah* dan saham *non syariah*, berupa harga saham, volume penjualan saham dan jumlah saham yang beredar.
- Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian tahun 2010 sampai tahun 2012.

3.3.2 Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan cara mengumpulkan data-data yang berhubungan dengan variabel-variabel dari pojok bursa efek Indonesia di FE UII atau layanan perusahaan sekuritas, yang akan digunakan dalam analisis penelitian secara *purposive sampling*.

3.4 Analisis Data

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

Proses identifikasi terjadinya perubahan harga secara ekstrim pada penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yull dan Kirmizi (2012). Pada penelitian ini perubahan harga secara ekstrim dibagi dalam dua jenis, yaitu perubahan dalam satu hari dan dalam dua hari perubahan. Penentuan awal hari terjadinya perubahan harga secara ekstrim dilakukan dengan mengacu pada perubahan IHSG harian yang digunakan sebagai indikator awal terjadinya fenomena *price reversal*. Langkah-langkah yang dilakukan dalam menentukan awal perubahan harga secara ekstrim ($t=0$) adalah sebagai berikut:

- Menghitung selisih harga IHSG harian periode 2010 sampai dengan 2012.

- Hasil terbesar dari selisih harga ($>5\%$) dalam sehari digunakan sebagai kenaikan satu hari perubahan.
- Hasil terendah dari selisih harga ($>-5\%$) dalam sehari digunakan sebagai penurunan satu hari perubahan.
- Hasil terbesar dari jumlah kenaikan harga ($>5\%$) dalam dua hari (kenaikan selama dua hari berturut-turut) dan tidak termasuk dalam periode kenaikan satu hari perubahan, digunakan sebagai kenaikan dua hari perubahan.
- Hasil terbesar dari jumlah penurunan harga ($>-5\%$) dalam dua hari (penurunan selama dua hari berturut-turut) dan tidak termasuk dalam periode penurunan satu hari digunakan sebagai penurunan dua hari.

3.4.2 *Firm Size Saham Winner-Loser Syariah dan Non Syariah*

Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat diketahui dari hasil perkalian harga saham dengan jumlah saham yang beredar (kapital pasar). Dalam penelitian ini ukuran perusahaan yang digunakan adalah rata-rata kapital pasar terbesar dan terkecil dari $t = 0$ sampai $t = 20$. Alasan digunakannya rata-rata kapital pasar, karena ukuran perusahaan dapat berubah berdasarkan harga saham. Tiga perusahaan dengan rata-rata kapital pasar terbesar (*firm size* terbesar) diambil dari saham *winner* dan tiga perusahaan dengan rata-rata kapital pasar terkecil (*firm size* terkecil) diambil dari saham *loser*.

3.4.3 *Likuiditas Saham Winner-Loser Syariah Non Syariah*

Saham yang *likuid* dan kurang *likuid* dapat diketahui berdasarkan rata-rata volume penjualan tertinggi dan terendah dari $t = 0$ sampai $t = 20$. Alasan digunakannya rata-rata volume penjualan karena volume penjualan dapat berubah-ubah tergantung

dari besarnya transaksi penjualan, sehingga saham yang *likuid* bisa menjadi saham yang kurang *likuid* dan sebaliknya. Saham *likuid* adalah tiga saham dengan rata-rata volume penjualan tertinggi dari saham *winner*. Saham kurang *likuid* adalah tiga saham dengan rata-rata volume penjualan terendah dari saham *loser*.

3.4.4 Mengidentifikasi terjadinya *Price reversal* pada saham *Winner-Loser* (Saham *Syariah* dan Saham *Non syariah*)

Tahapan-tahapan dalam mengidentifikasikan terjadinya fenomena *price reversal* saham *winner-loser syariah* dan *non syariah*, adalah sebagai berikut:

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

dari grafik pergerakan AAR dapat diketahui terjadi fenomena *price reversal* atau tidak.

3. Langkah-langkah untuk menghitung *average abnormal return* masing-masing saham *winer* dan *losser syariah* dan *non-syariah* selama periode pengamatan dengan menggunakan *market adjusted model* seperti yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) pada penelitian sebelumnya. Proses teknik analisis yang akan dilakukan dapat dijelaskan sebagai berikut :

- Perhitungan *Return* saham harian :

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

Dimana:

$R_{i,t}$: *Return* saham i pada periode t

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

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

- Perhitungan *Daily Return Market* (diwakili IHSG) :

$$RM_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

RM_t : *Return* pasar pada periode t

$IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

- Perhitungan *Abnormal Return* dengan *market adjusted model*:

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

Dimana:

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

$R_{i,t}$: *return* saham i pada periode t

$R_{M,t}$: *return* pasar pada periode t

- Perhitungan *Cumulative Abnormal Return* :

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^n AR_{i,t}$$

Dimana:

$CAR_{i,t}$: *Cumulative Abnormal Return* saham i pada periode t

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

- Perhitungan *Average Abnormal Return* (rata-rata abnormal return)

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

Dimana:

AAR_{nt} : *Average Abnormal Return* saham i pada hari t

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

n : Jumlah saham yang diteliti

3.5 Pengujian Hipotesis

- **Hipotesis 1**

Pengujian hipotesis 1 hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser syariah*. Terlebih dahulu dihitung *abnormal return* $t=0$ dan *cumulative abnormal return* saat terjadinya *price reversal* pada saham-saham *syariah*. Pengujian untuk mengetahui adanya reaksi berlebihan dari investor dilakukan dengan uji korelasi antara *abnormal return* ($t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* saat terjadinya *price reversal* saham *winner-loser syariah*. Hasil korelasi negatif diantara keduanya menunjukkan bahwa *return* positif yang semakin besar pada hari tertentu diikuti *return* negatif yang semakin besar, dan sebaliknya *return* negatif yang semakin besar pada hari tertentu akan diikuti *return* positif yang semakin besar. Hasil tersebut membuktikan bahwa perubahan harga pada $t = 0$ merupakan reaksi berlebihan dari investor. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikansi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$.

Syarat pengujian:

- H_0 diterima bila $-t(\alpha/2; n-2) < t \text{ hitung} < t(\alpha/2; n-2)$
- H_0 ditolak bila $t \text{ hitung} > t(\alpha/2; n-2)$ atau $t \text{ hitung} < -t(\alpha/2; n-2)$

Kriteria operasional pengukurannya adalah:

- Pengukuran signifikan secara statistik dan memiliki koefisien korelasi yang besar menunjukkan bahwa aktifitas pasar dan *return* pada hari t dan $t = 0$ berhubungan erat dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.

- Keberadaan informasi penting pada hari $t=0$, menunjukkan bahwa perubahan harga secara ekstrim adalah bentuk reaksi berlebihan dari investor yang diikuti pembalikan harga.

- **Hipotesis 2**

Pengujian hipotesis 2 hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser non syariah*. Terlebih dahulu dihitung *abnormal return* $t=0$ dan *cumulative abnormal return* saat terjadinya *price reversal* pada saham-saham *non syariah*. Pengujian untuk mengetahui adanya reaksi berlebihan dari investor dilakukan dengan uji korelasi antara antara *abnormal return* ($t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* saat terjadinya *price reversal* saham *winner-loser non syariah*. Hasil korelasi negatif diantara keduanya menunjukkan bahwa *return* positif yang semakin besar pada hari tertentu diikuti *return* negatif yang semakin besar, dan sebaliknya *return* negatif yang semakin besar pada hari tertentu diikuti *return* positif yang semakin besar. Hasil tersebut membuktikan bahwa perubahan harga pada $t = 0$ merupakan reaksi berlebihan dari investor. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikansi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$.

Syarat pengujian:

- H_0 diterima bila $-t(\alpha/2; n-2) < t \text{ hitung} < t(\alpha/2; n-2)$
- H_0 ditolak bila $t \text{ hitung} > t(\alpha/2; n-2)$ atau $t \text{ hitung} < -t(\alpha/2; n-2)$

Kriteria operasional pengukurannya adalah:

- Pengukuran signifikan secara statistik dan memiliki koefisien korelasi yang besar menunjukkan bahwa aktifitas pasar dan *return* pada hari t dan $t = 0$ berhubungan erat dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.
- Keberadaan informasi penting pada hari $t=0$, menunjukkan bahwa perubahan harga secara ekstrim adalah bentuk reaksi berlebihan dari investor yang diikuti pembalikan harga.

- **Hipotesis 3**

Untuk hipotesis 3, hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser syariah*. Terlebih dahulu dihitung *return* masing-masing saham dengan *size* terbesar dan terkecil. Kemudian dilakukan uji beda rata-rata antara *return firm size* terbesar dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan *firm size* terkecil dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). Saham *loser* yang memiliki *size* lebih kecil cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih besar yang membuat pembalikan harga pada saham *loser syariah*. Sebaliknya pada saham *winner* yang memiliki *size* lebih besar cenderung menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih kecil yang membuat pembalikan harga pada saham *winner syariah*. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p\text{ value} \leq 0.10$).

Syarat pengujian:

H_0 diterima apabila t *hitung* positif dan p *value* > 0.10 .

H_0 ditolak apabila t *hitung* negatif dan p *value* ≤ 0.10 .

Kriteria operasional pengukurannya adalah:

- Hasil Uji t yang menunjukkan t *hitung* bernilai negatif dan p *value* ≤ 0.10 artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* yang dihasilkan dan semakin kecil ukuran perusahaan, maka semakin besar *return* yang dihasilkan saat terjadi *price reversal* pada saham *syariah*.
 - Hasil t *hitung* bernilai negatif dan p *value* ≤ 0.10 menunjukkan bahwa saham dengan *firm size* terbesar pada saham *winner* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *winner syariah* dan *firm size* terkecil pada saham *loser* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *loser syariah*.
-
- **Hipotesis 4**
- Untuk hipotesis 4, hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser non syariah*. Terlebih dahulu dihitung *return* masing-masing saham dengan *size* terbesar dan terkecil. Kemudian dilakukan uji beda rata-rata antara *return firm size* terbesar dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan *firm size* terkecil dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). Saham *loser* yang memiliki *size* lebih kecil cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih besar yang membuat pembalikan harga pada

saham *loser non syariah*. Sebaliknya pada saham *winner* yang memiliki *size* lebih besar akan menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih kecil yang membuat pembalikan harga pada saham *winner non syariah*. *Degree of freedom* dalam menentukan *siginifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p\ value \leq 0.10$).

Syarat pengujian:

H_0 diterima apabila $t\ hitung$ positif dan $p\ value > 0.10$.

H_0 ditolak apabila $t\ hitung$ negatif dan $p\ value \leq 0.10$.

Kriteria operasional pengukurannya adalah:

- Hasil Uji t yang menunjukkan $t\ hitung$ bernilai negatif dan $p\ value \leq 0.10$ artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* yang dihasilkan dan semakin kecil ukuran perusahaan, maka semakin besar *return* yang dihasilkan saat terjadi *price reversal* pada saham *non syariah*.
- Hasil $t\ hitung$ bernilai negatif dan $p\ value \leq 0.10$ menunjukkan bahwa saham dengan *firm size* terbesar pada saham *winner* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *winner non syariah* dan *firm size* terkecil pada saham *loser* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *loser non syariah*.

- **Hipotesis 5**

Untuk hipotesis 5, hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser syariah*. Terlebih dahulu dihitung *return* masing-masing saham yang *likuid* dan yang kurang *likuid* pada masing-masing saham *winner-*

loser syariah. Selanjutnya dilakukan uji beda rata-rata antara *return* saham *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan saham kurang *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). Saham kurang *likuid* yang cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih besar terdapat pada saham *loser* sehingga membuat pembalikan harga pada saham *loser syariah*. Sebaliknya saham *likuid* cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih terdapat pada saham *winner* sehingga membuat pembalikan harga pada saham *winner syariah*. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p\text{ value} \leq 0.10$).

Syarat pengujian:

H_0 diterima apabila $t\text{ hitung}$ positif dan $p\text{ value} > 0.10$.

H_0 ditolak apabila $t\text{ hitung}$ negatif dan $p\text{ value} \leq 0.10$.

Kriteria operasional pengukurannya adalah:

- Hasil Uji t yang menunjukkan $t\text{ hitung}$ bernilai negatif dan $p\text{ value} \leq 0.10$ artinya, semakin *likuid* saham maka semakin besar *return* yang dihasilkan dan semakin kurang *likuid* saham, maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadi *price reversal* pada saham *syariah*.
- Hasil $t\text{ hitung}$ bernilai negatif dan $p\text{ value} \leq 0.10$ menunjukkan bahwa saham yang *likuid* pada saham *winner* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *winner syariah* dan saham yang kurang *likuid* pada saham *loser* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *loser syariah*.

- **Hipotesis 6**

Untuk hipotesis 6, hanya dilakukan pada saham yang terdapat fenomena *price reversal* pada saham *winner-loser non syariah*. Terlebih dahulu dihitung *return* masing-masing saham yang *likuid* dan yang kurang *likuid* pada masing-masing saham *winner-loser non syariah*. Selanjutnya dilakukan uji beda rata-rata antara *return* saham *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan saham kurang *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). Saham kurang *likuid* yang cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih besar terdapat pada saham *loser* sehingga membuat pembalikan harga pada saham *loser non syariah*. Sebaliknya saham yang *likuid* cenderung menghasilkan *risk adjusted return* lebih kecil terdapat pada saham *winner* sehingga membuat pembalikan harga pada saham *winner non syariah*. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p \text{ value} \leq 0.10$).

Syarat pengujian:

H_0 diterima apabila $t \text{ hitung}$ positif dan $p \text{ value} > 0.10$.

H_0 ditolak apabila $t \text{ hitung}$ negatif dan $p \text{ value} \leq 0.10$.

Kriteria operasional pengukurannya adalah:

- Hasil Uji t yang menunjukkan $t \text{ hitung}$ bernilai negatif dan $p \text{ value} \leq 0.10$ artinya, semakin *likuid* saham maka semakin besar *return* yang dihasilkan dan semakin kurang *likuid* saham, maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadi *price reversal* pada saham *non syariah*.

- Hasil *t hitung* bernilai negatif dan *p value* ≤ 0.10 menunjukkan bahwa saham yang *likuid* pada saham *winner* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *winner non syariah* dan saham yang kurang *likuid* pada saham *loser* berpengaruh signifikan dengan pembalikan harga yang terjadi pada saham *loser non syariah*.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data

4.1.1 Perubahan Harga secara Ekstrim

Identifikasi terjadinya perubahan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan yang digunakan sebagai $t = 0$ berdasarkan pada perubahan nilai IHSG harian di BEI tahun 2010-2012. Kenaikkan harga terbesar dalam satu hari perdagangan ($> 5\%$) digunakan sebagai kenaikan satu hari, sedangkan penurunan harga terbesar dalam satu hari perdagangan ($> -5\%$) digunakan sebagai penurunan satu hari.

Identifikasi terjadinya perubahan harga secara ekstrim dalam dua hari perdagangan adalah perubahan ekstrim yang tidak termasuk dalam periode perubahan satu hari perdagangan. Jumlah kenaikan harga terbesar dalam dua hari perdagangan ($> 5\%$) digunakan sebagai kenaikan dua hari, sedangkan jumlah penurunan harga secara terbesar dalam dua hari perdagangan ($> -5\%$) digunakan digunakan sebagai penurunan dua hari. Hasil dari penentuan perubahan harga ekstrim dalam satu hari dan dua hari perdagangan, sebagai berikut:

a. Kenaikkan Satu Hari

Hasil analisa kenaikan harga dalam satu hari perdagangan dapat dilihat pada tabel 4.1, berikut:

Tabel 4.1

Hasil Analisa Kenaikkan Satu Hari

Date	Nilai IHSG (Rp)	Perubahan Harga (%)	t
31/05/2010	2,796.957	3.060%	2
27/05/2010	2,713.923	0.636%	1
26/05/2010	2,696.780	7.265%	0
25/05/2010	2,514.119	-3.659%	-1
24/05/2010	2,609.610	-0.519%	-2

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil pada tabel 4.1, kenaikan terbesar satu hari perdagangan ditunjukkan pada tanggal 26 Mei 2010 dengan kenaikan harga sebesar 7,265 % yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$. Informasi yang dianggap baik oleh investor, sehingga membuat IHSG naikk adalah Kusnandar (2010) isu kenaikan BBM yang membuat harga saham perusahaan pertambangan menjadi naikk dan saham Bumi Resources Tbk yang memenangkan kasus pajak Kaltim Prima Coal.

b. Penurunan Satu Hari

Hasil analisa penurunan dalam satu hari perdagangan dapat dilihat pada tabel 4.2, berikut:

Tabel 4.2

Hasil Analisa Penurunan Satu Hari

Date	Nilai IHSG (Rp)	Perubahan Harga (%)	t
23/09/2011	3,316.137	-3.216%	2
22/09/2011	3,426.346	1.697%	1
21/09/2011	3,369.143	-8.880%	0
20/09/2011	3,697.494	-1.455%	-1
19/09/2011	3,752.110	-0.078%	-2

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil pada tabel 4.2, penurunan terbesar harga dalam satu hari perdagangan ditunjukkan pada tanggal 21 September 2011 dengan penurunan harga sebesar -8,880%, yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$. Informasi yang dianggap buruk oleh investor, sehingga membuat IHSG turun pada tanggal 21 September 2011 Prihtiyani (2011) penurunan harga minyak di level 81 dolar AS per barell sehingga banyak investor yang menarik dana di pasar modal sehingga menyebabkan terjadinya penurunan pada IHSG. Selain hal tersebut ketidak pastian penyelesaian krisis ekonomi Eropa dan Amerika Serikat membuat investor berpikir negatif pada pasar modal Indonesia.

c. Kenaikkan Dua Hari

Hasil analisa kenaikan dalam dua hari perdagangan dapat dilihat pada pada tabel 4.3, berikut:

Tabel 4.3

Hasil Analisa Kenaikkan Dua Hari

Date	Nilai IHSG (Rp)	Perubahan Harga (%)	Perubahan 2 hari (%)	t
08/06/2012	3,825.328	-0.398%	-0.417%	2
07/06/2012	3,840.596	-0.019%	3.301%	1
06/06/2012	3,841.331	3.321%	5.052%	0
05/06/2012	3,717.876	1.732%	-2.089%	-1
04/06/2012	3,654.582	-3.821%	-4.683%	-2

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil pada tabel 4.3 kenaikan harga terbesar dalam dua hari perdagangan ($> 5\%$), ditunjukkan pada tanggal 6 Juni 2012 dengan jumlah kenaikan harga selama dua hari perdagangan sebesar 5,052 % yang kemudian dijadikan sebagai $t=0$. Informasi yang dianggap baik oleh investor, sehingga membuat IHSG naikk,

Greatness (2012) menaikkan harga minyak dunia dan kondisi krisis uni Eropa yang mulai membaik membawa dampak positif bagi pasar modal Indonesia.

d. Penurunan Dua Hari

Hasil analisa penurunan dalam dua hari perdagangan dapat dilihat pada pada tabel 4.4, berikut:

Tabel 4.4

Hasil Analisa Penurunan Dua Hari

Date	Nilai IHSG (Rp)	Perubahan Harga (%)	Perubahan 2 hari (%)	t
12/01/2011	3,554.766	2.884%	2.210%	2
11/01/2011	3,455.127	-0.673%	-4.884%	1
10/01/2011	3,478.549	-4.211 %	-7.016 %	0
07/01/2011	3,631.453	-2.805 %	-4.059%	-1
06/01/2011	3,736.257	-1.254%	-0.625%	-2

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil pada tabel 4.4 jumlah penurunan harga terbesar dalam dua hari perdagangan pada tanggal 10 Januari 2011, dengan jumlah penurunan harga selama dua hari perdagangan -7.016%, yang kemudian dijadikan sebagai t=0. Informasi yang dianggap buruk oleh investor, sehingga membuat IHSG turun pada tanggal 10 Januari 2011, Prayogi (2011) tingginya inflasi pada Desember 2010 yang tidak diimbangi dengan kenaikan BI rate sehingga membuat para investo menjadi sentimen negatif.

4.1.2 Gambaran Sampel *Winner-Loser Syariah*

Dalam penelitian ini saham-saham *syariah* dikelompokkan berdasarkan perubahan harga secara ekstrim yang terjadi. Saham *winner* merupakan sepuluh saham

yang mengalami kenaikan harga tertinggi (%) saat terjadinya kenaikan satu hari dan dua hari perubahan. Saham *loser* adalah sepuluh saham yang mengalami penurunan harga tertinggi (%) saat terjadinya penurunan satu hari dan dua hari perubahan. Data saham *winner-loser syariah* satu hari dan dua hari perubahan sebagai berikut:

Tabel 4.5

Saham Winner Syariah Satu Hari Perubahan

Kode	Kenaikkan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
BIPI	23.846%	49,672,557.692	4,842,194,784,000
BKSL	28.000%	177,754,096.154	3,205,442,751,360
BNBR	23.077%	332,256,884.615	5,998,189,916,160
BTON	20.000%	145,480.769	54,000,000,000
CNKO	21.667%	52,211.538	3,147,191,000,332
DEWA	38.333%	115,322,019.231	2,752,592,067,384
ELTY	19.328%	262,006,596.154	2,782,615,768,690
ENRG	52.000%	479,834,173.077	4,626,588,586,968
GZCO	18.866%	16,933,115.385	138,600,000,000,000
UNSP	29.630%	79,725,000.000	4,635,799,497,350

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.6

Saham Loser Syariah Satu Hari Perubahan

Kode	Penurunan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
ABBA	-14.286%	19,955,961.538	470,400,000,000
AKPI	-9.836%	1,664,884.615	1,617,867,000,000
BKSL	-5.085%	3,522,403.846	169,926,070,500
CLPI	-4.571%	20,009,307.692	3,783,536,567,650
CPIN	-4.545%	326,234,269.231	5,884,696,262,765
DEWA	-4.301%	4,134,923.077	44,353,711,220
GTBO	-9.677%	2,813,057.692	2,777,000,000,500
INDF	-4.762%	131,153.846	678,600,000,000
KIJA	-8.721%	8,688,211.538	420,360,000,000
MFMI	-5.172%	10,534,692.308	197,617,112,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.7**Saham Winner Syariah Dua Hari Perubahan**

Kode	Kenaikkan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
ARTI	13.208%	2,072,576.923	269,175,000,000
ASGR	14.286%	35,942.308	748,000,000,000
COWL	9.756%	162,270,615.385	8,791,133,402,800
DILD	19.672%	3,133,923.077	511,585,295,000
ENRG	19.835%	29,527,884.615	43,109,868,480,000
INCI	13.953%	172,619,346.154	2,951,574,630,388
KAEF	14.943%	1,166,903.846	420,000,000,000
LTLS	11.538%	21,445,846.154	43,902,132,500,000
MAIN	11.712%	220,325,153.846	2,116,080,848,662
MITI	10.000%	32,576.923	208,334,775,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.8**Saham Loser Syariah Dua Hari Perubahan**

Kode	Penurunan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
ADMG	-9.091%	3,999,923.077	777,835,911,800
ASRI	-8.475%	63,979,980.769	4,823,037,509,760
IGAR	-20.500%	1,904,403.846	166,950,000,000
JSMR	-8.209%	8,330,980.769	20,910,000,000,000
MAPI	-9.709%	7,393,903.846	75,677,092,013,250
MFMI	-12.195%	3,306,115.385	3,859,500,000,000
MLPL	-10.769%	6,467,000.000	272,729,160,000
MPPA	-11.976%	41,081,788.462	2,240,987,420,700
SMGR	-8.021%	5,581,480.769	8,197,523,796,000
UNTR	-7.520%	11,383,596.154	51,011,072,000,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

4.1.3 Gambaran Sampel Winner-Loser Non Syariah

Dalam penelitian ini saham-saham *non syariah* dikelompokkan berdasarkan perubahan harga secara ekstrim yang terjadi. Saham *winner* merupakan sepuluh saham

yang mengalami kenaikan harga tertinggi (%) saat terjadinya kenaikan satu hari dan dua hari perubahan. Saham *loser* adalah sepuluh saham yang mengalami penurunan harga tertinggi (%) saat terjadinya penurunan satu hari dan dua hari perubahan. Data saham *winner-loser non syariah* satu hari dan dua hari perubahan sebagai berikut:

Tabel 4.9

Saham Winner Non Syariah Satu Hari Perubahan

Kode	Kenaikkan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
BBLD	15.217%	39,769.231	309,022,412,680
BHIT	34.959%	341,683,846.154	11,704,268,599,058
BTPN	19.672%	793,653.846	1,364,365,368,880
BUMI	19.883%	242,181,615.385	39,778,200,000,000
DAVO	13.115%	9,162,634.615	855,856,081,080
GGRM	13.208%	2,123,000.000	69,267,168,000,000
MEDC	11.000%	6,159,230.769	9,247,552,773,750
PNBN	15.000%	8,111,230.769	18,148,225,413,550
POLY	13.433%	4,662,403.846	180,645,003,212
TMPI	34.711%	22,578,750.000	896,839,579,367

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.10

Saham Loser Non Syariah Satu Hari Perubahan

Kode	Penurunan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
BBKP	-3.175%	58,400,230.769	4,803,960,561,630
BBRI	-5.102%	56,015,230.769	160,677,279,604,000
BBTN	-3.731%	14,708,307.692	11,201,482,896,750
BHIT	-4.762%	55,134,423.077	14,123,682,632,600
BORN	-3.478%	64,389,826.923	19,639,230,000,000
JPFA	-4.061%	8,170,192.308	1,947,428,700,400
KBLV	-7.407%	77,192.308	1,045,138,186,800
PNIN	-3.774%	8,309,826.923	2,074,845,199,200
POLY	-7.143%	13,794,500.000	1,235,992,127,240
RUIS	-3.333%	865,019.231	223,300,000,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.11**Saham Winner Non Syariah Dua Hari Perubahan**

Kode	Kenaikkan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
AGRO	16.667%	165,192.308	501,747,893,360
APIC	13.669%	242,403.846	862,829,112,500
BBKP	6.452%	9,842,634.615	5,208,533,340,780
BBRI	11.215%	38,097,557.692	156,726,198,958,000
BDMN	8.257%	7,656,192.308	64,986,019,822,900
IMAS	6.667%	3,687,153.846	11,061,113,648,000
MEDC	6.667%	3,392,038.462	5,865,114,552,000
MFIN	6.452%	125,519.231	874,500,000,000
PNBN	6.329%	2,318,211.538	13,256,095,084,680
PNLF	6.780%	41,721,750.000	3,532,549,468,266

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.12**Saham Loser Non Syariah Dua Hari Perubahan**

Kode	Penurunan (%)	Rata-Rata Volume Penjualan	Rata-Rata Kapital Pasar
BBCA	-7.813%	20,238,615.385	144,104,940,108,000
BBTN	-10.625%	34,990,442.308	12,331,298,372,250
BNGA	-7.738%	13,652,884.615	42,783,987,956,250
BNII	-12.698%	7,116,076.923	34,574,540,679,250
DOID	-6.410%	28,950,346.154	9,564,756,175,600
GGRM	-8.323%	1,594,211.538	68,882,350,400,000
INAIK	-8.696%	88,019.231	49,896,000,000
ISAT	-7.009%	2,629,846.154	26,540,087,725,000
POLY	-6.667%	1,761,211.538	499,150,666,770
SDRA	-14.286%	5,510,115.385	550,529,520,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

4.1.4 Firm Size Terbesar dan Terkecil

Data ukuran perusahaan yang digunakan adalah tiga perusahaan yang memiliki kapital pasar terbesar (*firm size* terbesar) dari saham *winner* dan tiga perusahaan dengan

kapital pasar terkecil (*firm size* terkecil) dari saham *loser*. Data saham *winner-loser syariah* dan *non syariah* yang memiliki ukuran terbesar dan terkecil adalah sebagai berikut:

Tabel 4.13

Firm Size Syariah (Satu Hari Perubahan)

<i>Firm Size</i> Terbesar (<i>Winner</i> Satu hari perubahan)		<i>Firm Size</i> Terkecil (<i>Loser</i> Satu Hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Kapital Pasar	Kode	Rata-Rata Kapital Pasar
GZCO	138,600,000,000,000	MFMI	208,334,775,000
BNBR	5,998,189,916,160	ABBA	269,175,000,000
BIPI	4,842,194,784,000	GTBO	420,000,000,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.14

Firm Size Syariah (Dua Hari Perubahan)

<i>Firm Size</i> Terbesar (<i>Winner</i> Dua hari perubahan)		<i>Firm Size</i> Terkecil (<i>Loser</i> Dua hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Kapital Pasar	Kode	Rata-Rata Kapital Pasar
ENRG	5,884,696,262,765	IGAR	166,950,000,000
DILD	3,783,536,567,650	MLPL	272,729,160,000
KAEF	2,777,000,000,500	ADMG	777,835,911,800

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.15

Firm Size Non Syariah (Satu Hari Perubahan)

<i>Firm Size</i> Terbesar (<i>Winner</i> Satu hari perubahan)		<i>Firm Size</i> Terkecil (<i>Loser</i> Satu Hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Kapital Pasar	Kode	Rata-Rata Kapital Pasar
GGRM	69,267,168,000,000	RUIS	223,300,000,000
BUMI	39,778,200,000,000	KBLV	1,045,138,186,800
PNBN	18,148,225,413,550	POLY	1,235,992,127,240

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.16***Firm Size Non Syariah (Dua Hari Perubahan)***

<i>Firm Size</i> Terbesar (Winner Dua hari perubahan)		<i>Firm Size</i> Terkecil (Loser Dua hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Kapital Pasar	Kode	Rata-Rata Kapital Pasar
BBRI	156,726,198,958,000	INAIK	49,896,000,000
BDMN	64,986,019,822,900	POLY	499,150,666,770
PNBN	13,256,095,084,680	SDRA	550,529,520,000

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

4.1.5 *Likuiditas Saham*

Data *likuiditas* saham yang digunakan adalah tiga saham dengan rata-rata volume penjualan tertinggi (saham *likuid*) dari *winner* dan tiga perusahaan dengan rata-rata volume penjualan terendah (saham kurang *likuid*) dari saham *loser*. Data saham *winner-loser syariah* dan *non syariah* yang memiliki tingkat *likuiditas* tertinggi dan terendah adalah sebagai berikut:

Tabel 4.17***Likuiditas Saham Syariah (Satu Hari Perubahan)***

Saham <i>Likuid</i> (Winner Satu hari perubahan)		Saham Kurang <i>Likuid</i> (Loser Satu Hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Volume Penjualan	Kode	Rata-Rata Volume Penjualan
ENRG	479,834,173.077	MFMI	32,576.923
BNBR	332,256,884.615	AKPI	35,942.308
ELTY	262,006,596.154	GTBO	1,166,903.846

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.18

Likuiditas Saham Syariah (Dua Hari Perubahan)

Saham <i>Likuid</i> (Winner Dua hari perubahan)		Saham Kurang <i>Likuid</i> (Loser Dua Hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Volume Penjualan	Kode	Rata-Rata Volume Penjualan
ENRG	326,234,269.231	IGAR	1,904,403.846
DILD	20,009,307.692	MAPI	3,306,115.385
ARTI	19,955,961.538	ADMG	3,999,923.077

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.19

Likuiditas Saham Non Syariah (Satu Hari Perubahan)

Saham <i>Likuid</i> (Winner Satu hari perubahan)		Saham Kurang <i>Likuid</i> (Loser Satu Hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Volume Penjualan	Kode	Rata-Rata Volume Penjualan
BHIT	341,683,846.154	KBLV	77,192.308
BUMI	242,181,615.385	RUIS	865,019.231
TMPI	22,578,750.000	JPFA	8,170,192.308

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Tabel 4.20

Likuiditas Saham Non Syariah (Dua Hari Perubahan)

Saham <i>Likuid</i> (Winner Dua hari perubahan)		Saham Kurang <i>Likuid</i> (Loser Dua Hari perubahan)	
Kode	Rata-Rata Volume Penjualan	Kode	Rata-Rata Volume Penjualan
PNLF	41,721,750.000	INAIK	88,019.231
BBRI	38,097,557.692	GGRM	1,594,211.538
BBKP	9,842,634.615	POLY	1,761,211.538

Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

4.2 Analisis Data

4.2.1 Fenomena *Price Reversal* pada Saham Syariah

Identifikasi terjadinya fenomena *price reversal* pada saham syariah dilakukan dengan uji t untuk mengetahui *abnormal return* (AR) signifikansi berbeda dengan nol pada masing-masing saham *winner-loser syariah* selama periode pengamatan. Dari berbagai hasil penelitian terdahulu, fenomena *price reversal* dapat diketahui apabila hasil uji t setelah $t = 0$ signifikan berbeda dengan nol dan mengalami perubahan kearah yang berlawanan. Selain itu gambar grafik pergerakan *average abnormal return* dapat memperlihatkan pola pembalikan harga terjadi atau tidak. Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser syariah* satu hari dan dua hari perubahan adalah sebagai berikut:

a. Saham *Winner* Satu Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.21 dan gambar 4.1 berikut:

Tabel 4.21

Uji t *Abnormal Return* Saham *Winner Syariah* Satu Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	-0.0238202	0.002***	7	-0.0684399	0.000***
19	0.0258269	0.194	6	-0.0013082	0.902
18	0.0040833	0.364	5	0.0004590	0.948
17	0.0115691	0.142	4	0.0093632	0.443
16	-0.0020418	0.492	3	-0.0530773	0.003***
15	-0.0047554	0.641	2	-0.0165217	0.552
14	-0.0088240	0.014**	1	0.0322835	0.229
13	0.0017929	0.846	0	0.2020943	0.000
12	-0.0111277	0.000***	-1	-0.1650386	0.000
11	-0.0172861	0.033**	-2	-0.1131696	0.001

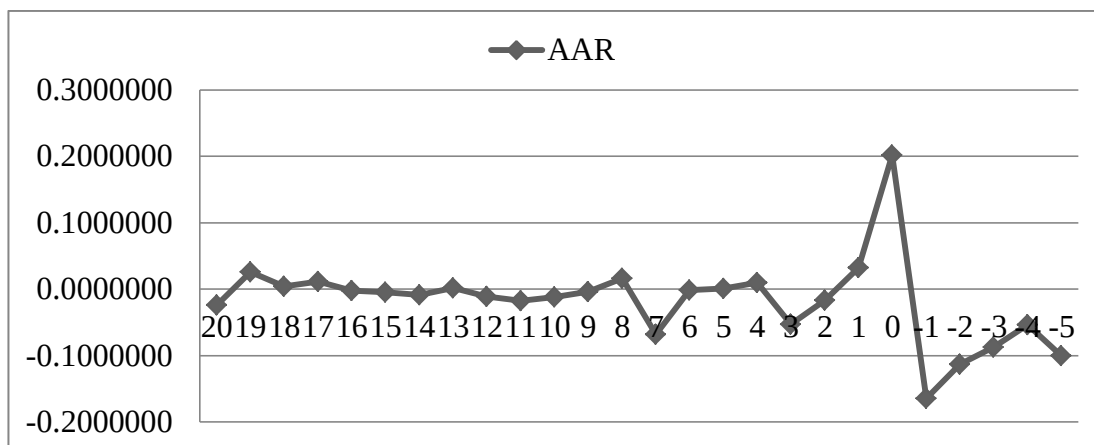
Tabel 4.21 (Lanjutan)

10	-0.0119942	0.037**	-3	-0.0875085	0.000
9	-0.0043149	0.425	-4	-0.0538692	0.000
8	0.0160026	0.053	-5	-0.1007712	0.000
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$ ** : signifikan pada $\alpha = 0.05$ ***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.1

Grafik AAR Winner Syariah Satu Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.21, hasil uji t yang menunjukkan signifikan berbeda dengan nol dan mengalami perubahan arah yang berlawanan pada *average abnormal return* ditunjukkan pada hari ke 3, 7, 10, 11, 12, 14, 20. Berdasarkan gambar 4.1, pembalikan arah harga saham setelah kenaikan harga secara ekstrin ditunjukkan pada hari ke 3. Sehingga berdasarkan hasil dari uji t dan gambar grafik,

fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 3.

b. Saham *Loser* Satu Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.22 dan gambar 4.2 berikut:

Tabel 4.22

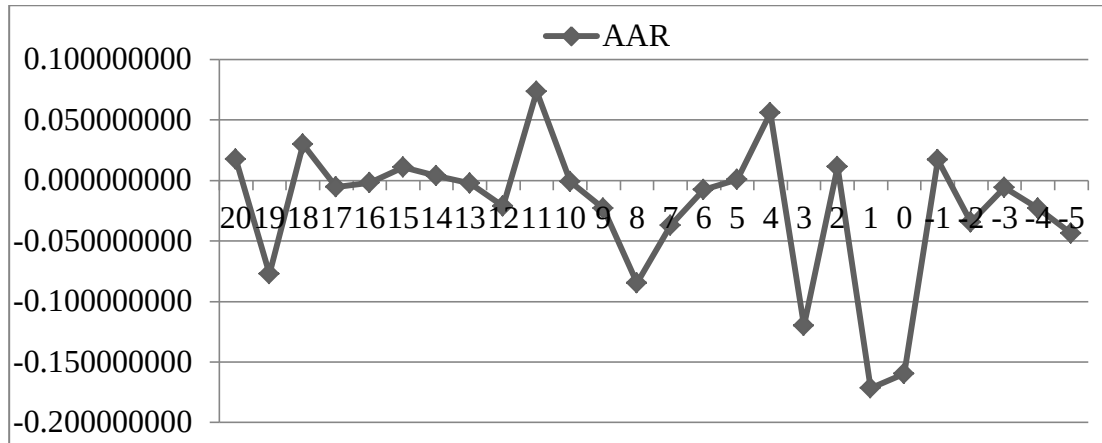
Uji t *Abnormal Return* Saham *Loser Syariah* Satu Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	0.017749353	0.051*	7	-0.037272196	0.118
19	-0.077275287	0.002	6	-0.007569814	0.583
18	0.029696720	0.192	5	0.000574204	0.976
17	-0.005557452	0.773	4	0.055701214	0.007***
16	-0.001870036	0.868	3	-0.119974785	0.000
15	0.011046213	0.483	2	0.011295228	0.564
14	0.004059301	0.723	1	-0.171806374	0.000
13	-0.002109343	0.933	0	-0.159760812	0.000
12	-0.021293095	0.034	-1	0.017232056	0.499
11	0.073365164	0.001***	-2	-0.034446541	0.000
10	-0.000764268	0.977	-3	-0.006018346	0.385
9	-0.022844408	0.178	-4	-0.023008790	0.004
8	-0.084871503	0.000	-5	-0.043725187	0.000
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$ ** : signifikan pada $\alpha = 0.05$ ***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.2

Grafik AAR *Loser Syariah* Satu Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.22, hasil uji t yang menunjukkan signifikan berbeda dengan nol dan perubahan arah yang berlawanan pada *average abnormal return* ditunjukkan pada hari ke 4, 11 dan 20. Berdasarkan gambar 4.2, pembalikan arah harga saham setelah penurunan harga secara ekstrim ditunjukkan pada hari ke 11. Sehingga terjadinya *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 11.

c. Saham *Winner* Dua Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.23 dan gambar 4.3 berikut:

Tabel 4.23

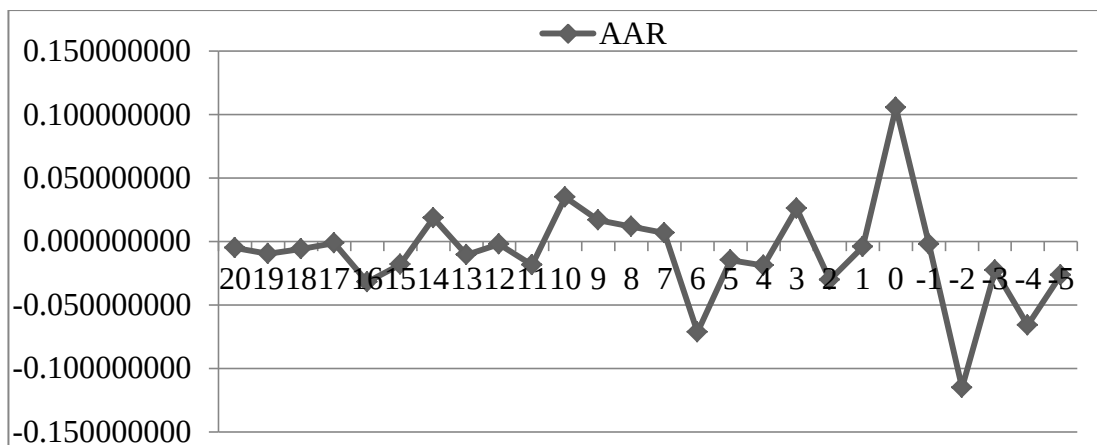
Uji t Abnormal Return Saham Winner Syariah Dua Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	-0.005142240	0.366	7	0.006722460	0.370
19	-0.009643794	0.107	6	-0.071311665	0.000***
18	-0.006036191	0.329	5	-0.014532769	0.072
17	-0.001433057	0.875	4	-0.018799820	0.018**
16	-0.031756657	0.001***	3	0.026218081	0.033
15	-0.018160292	0.289	2	-0.030229623	0.175
14	0.018651785	0.179	1	-0.004406937	0.764
13	-0.010563856	0.421	0	0.105696604	0.000
12	-0.002088357	0.600	-1	-0.002217933	0.839
11	-0.018709732	0.024**	-2	-0.115116241	0.000
10	0.035011750	0.032	-3	-0.022567405	0.246
9	0.016875318	0.325	-4	-0.065904590	0.000
8	0.011621679	0.127	-5	-0.026422375	0.010
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$ ** : signifikan pada $\alpha = 0.05$ ***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.3

Grafik AAR Winner Syariah Dua Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.23, hasil uji t yang menunjukkan signifikan berbeda dengan nol dan perubahan arah yang berlawanan pada *average abnormal return* ditunjukkan pada hari ke 4, 6, 11 dan 16. Berdasarkan gambar 4.3, pembalikan arah harga saham setelah kenaikan harga secara ekstrim dalam dua hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 6. Sehingga terjadinya *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 6.

d. Saham *Loser* Dua Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* dua hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.24 dan gambar 4.4, berikut:

Tabel 4.24

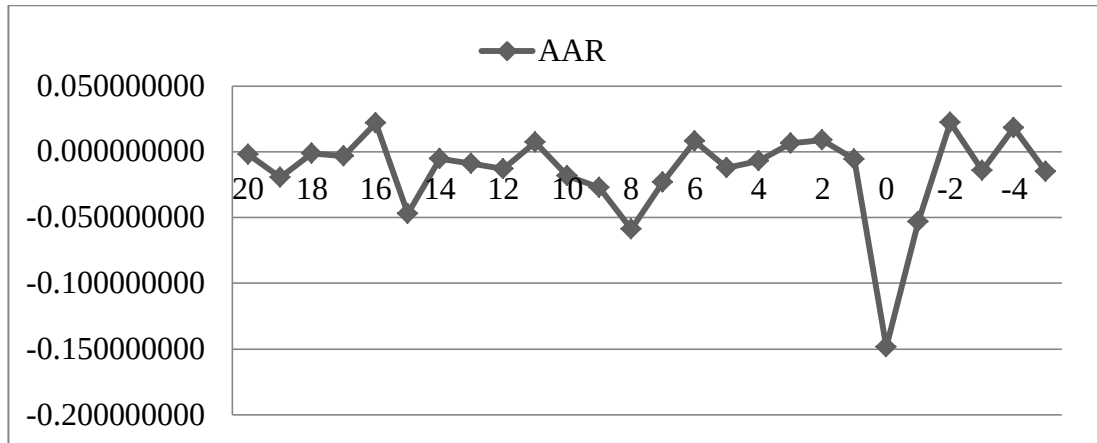
Uji t *Abnormal Return* Saham *Loser Syariah* Dua Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	-0.002255884	0.845	7	-0.023142910	0.008
19	-0.019367225	0.070	6	0.007966642	0.492
18	-0.001403392	0.677	5	-0.012284213	0.158
17	-0.003499953	0.679	4	-0.006906225	0.214
16	0.021671557	0.219	3	0.006257471	0.440
15	-0.047199279	0.000	2	0.008971145	0.418
14	-0.005196009	0.574	1	-0.005866216	0.672
13	-0.009053175	0.208	0	-0.148570755	0.000
12	-0.013070287	0.072	-1	-0.053247020	0.000
11	0.007074746	0.573	-2	0.022315921	0.390
10	-0.018509082	0.016	-3	-0.014150239	0.192
9	-0.027407577	0.018	-4	0.018067350	0.440
8	-0.058942203	0.000	-5	-0.015127037	0.595
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$					
** : signifikan pada $\alpha = 0.05$					
***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.4

Grafik AAR Loser Syariah Dua Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.24, tidak ada hasil uji t yang menunjukkan signifikan berbeda dengan nol yang mengalami perubahan arah berlawanan pada *average abnormal return*. Berdasarkan gambar 4.4, tidak menunjukkan terjadinya pembalikan arah harga saham dari setelah penurunan harga secara ekstrim dua hari perubahan. Sehingga pada saham *loser syariah* dua hari perubahan tidak menunjukkan terjadinya *price reversal*.

4.2.2 Fenomena *Price Reversal* pada Saham *Non Syariah*

Identifikasi terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* dilakukan dengan uji t untuk mengetahui *abnormal return* (AR) signifikansi berbeda dengan nol pada masing-masing saham *winner-loser syariah* selama periode pengamatan. Dari berbagai hasil penelitian terdahulu, fenomena *price reversal* dapat diketahui apabila hasil uji t setelah $t = 0$ signifikan berbeda dengan nol dan mengalami

perubahan kearah yang berlawanan. Selain itu gambar grafik pergerakan *average abnormal return* dapat memperlihatkan pola pembalikan harga terjadi atau tidak. Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser non syariah* satu hari dan dua hari perubahan adalah sebagai berikut:

a. Saham *Winner* Satu Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.25 dan gambar 4.5, berikut:

Tabel 4.25

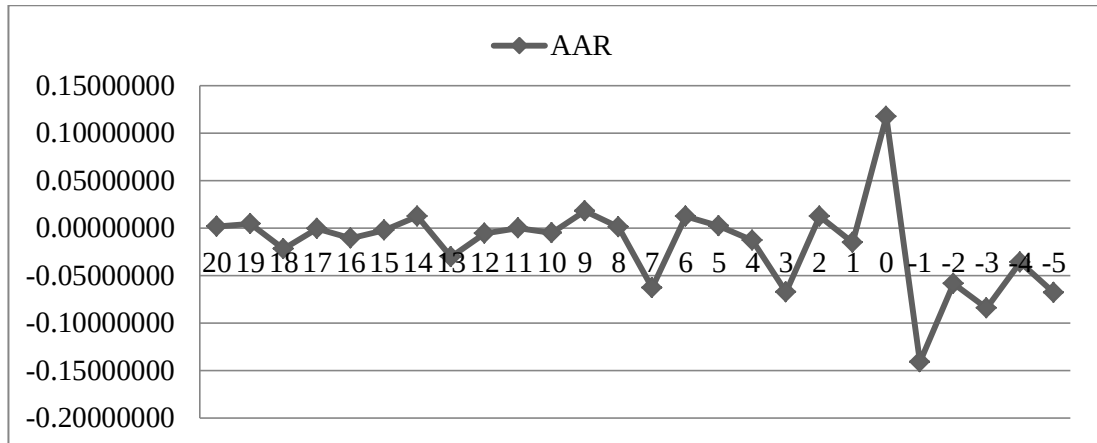
Uji t Abnormal Return Saham Winner Non Syariah Satu Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	0.00175342	0.879	7	-0.06274829	0.000***
19	0.00476897	0.554	6	0.01264429	0.426
18	-0.02178792	0.026**	5	0.00219732	0.708
17	-0.00048020	0.946	4	-0.01271948	0.353
16	-0.01042413	0.301	3	-0.06719451	0.001***
15	-0.00196237	0.751	2	0.01258559	0.425
14	0.01259049	0.223	1	-0.01518542	0.322
13	-0.03039049	0.052*	0	0.11754372	0.002
12	-0.00572428	0.629	-1	-0.14093485	0.001
11	0.00012957	0.987	-2	-0.05825679	0.033
10	-0.00495895	0.603	-3	-0.08394824	0.000
9	0.01781979	0.044	-4	-0.03582951	0.001
8	0.00123925	0.939	-5	-0.06793795	0.000
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$ ** : signifikan pada $\alpha = 0.05$ ***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.5

Grafik AAR Winner Non Syariah Satu Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.25, hasil uji t yang menunjukkan signifikan berbeda dengan nol dan mengalami perubahan arah berlawanan pada *average abnormal return* ditunjukkan pada hari ke 3, 7, 13 dan 18. Berdasarkan gambar 4.5, pembalikan arah harga saham setelah kenaikan harga secara ekstrim ditunjukkan pada hari ke 7. Sehingga terjadinya *price reversal* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 7.

b. Saham *Loser* Satu Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.26 dan gambar 4.6, berikut:

Tabel 4.26

Uji t *Abnormal Return* Saham *Loser Non Syariah* Satu Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	0.02467012	0.109	7	-0.06272709	0.000
19	-0.08364978	0.000	6	-0.01543072	0.298

Tabel 4.26 (Lanjutan)

18	-0.01864832	0.034	5	-0.00924713	0.469
17	0.01470647	0.580	4	0.07512451	0.000***
16	0.05019577	0.049**	3	-0.11147002	0.000
15	0.03656568	0.014**	2	-0.02576063	0.135
14	0.01538633	0.130	1	-0.14367344	0.000
13	-0.00829241	0.276	0	-0.12219917	0.000
12	-0.02481005	0.053	-1	-0.02570093	0.138
11	0.07331287	0.000*	-2	-0.04330150	0.000
10	-0.05035355	0.004	-3	-0.02194146	0.088
9	-0.03749412	0.004	-4	-0.01175252	0.139
8	-0.10933795	0.000	-5	-0.02592104	0.000

* : signifikan pada $\alpha = 0.10$

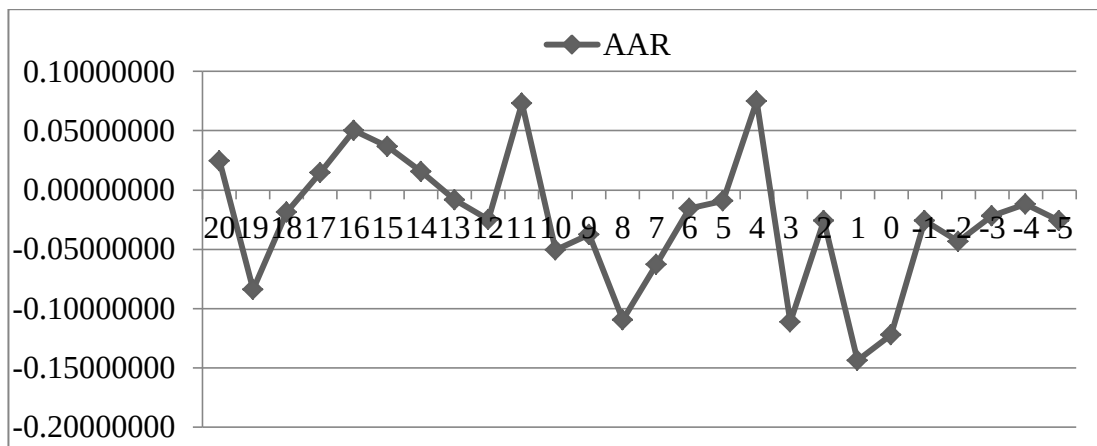
** : signifikan pada $\alpha = 0.05$

***: signifikan pada $\alpha = 0.01$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.6

Grafik AAR Loser Non Syariah Satu Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.26, hasil uji t yang menunjukkan signifikan berdeda dengan nol dan mengalami mengalami perubahan arah berlawanan pada *average abnormal return* ditunjukkan pada hari ke 4, 11, 15 dan 16. Berdasarkan

gambar 4.6, pembalikan arah harga saham setelah penurunan harga secara ekstrim, ditunjukkan pada hari ke 4. Sehingga terjadinya *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 4.

c. Saham *Winner* Dua Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* dua hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.27 dan gambar 4.7, berikut:

Tabel 4.27

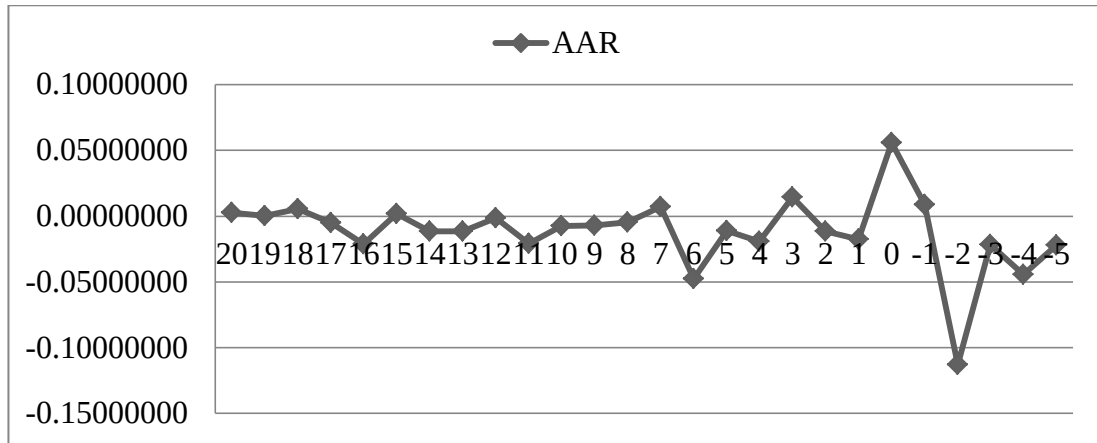
Uji t *Abnormal Return* Saham *Winner Non Syariah* Dua Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	0.00282432	0.651	7	0.00712853	0.311
19	0.00031239	0.971	6	-0.04767783	0.000***
18	0.00556973	0.507	5	-0.01107299	0.374
17	-0.00488793	0.361	4	-0.01930351	0.032**
16	-0.02132010	0.001***	3	0.01453545	0.064*
15	0.00175485	0.695	2	-0.01151172	0.318
14	-0.01168548	0.071*	1	-0.01767307	0.004**
13	-0.01139066	0.024**	0	0.05594711	0.001
12	-0.00141248	0.831	-1	0.00882906	0.456
11	-0.02099095	0.038**	-2	-0.11304657	0.000
10	-0.00727186	0.304	-3	-0.02173591	0.028
9	-0.00691409	0.306	-4	-0.04433345	0.004
8	-0.00455632	0.369	-5	-0.02213003	0.019
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$ ** : signifikan pada $\alpha = 0.05$ ***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.7

Grafik AAR Winner Non Syariah Dua Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.27, hasil uji beda yang menunjukkan signifikan berdeda dengan nol dan mengalami perubahan arah yang berlawanan pada *average abnormal return* ditunjukkan pada hari ke 1, 4, 6, 11, 14, 13 dan 16. Berdasarkan gambar 4.7, pembalikan arah harga saham setelah kenaikan harga secara ekstim dua hari perdagangan ditunjukkan pada hari ke 6. Sehingga terjadinya *price reversal* pada saham *winner non syariah* dua hari perubahan ditunjukkan pada hari ke 6.

d. Saham *Loser* Dua Hari Perubahan

Hasil analisa terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* dua hari perubahan dapat dilihat pada tabel 4.28 dan gambar 4.8, berikut:

Tabel 4.28

Uji t *Abnormal Return* Saham *Loser Non Syariah* Dua Hari Perubahan

t	AAR	Signifikan	t	AAR	Signifikan
20	-0.01935680	0.006	7	-0.00477643	0.401
19	-0.00946751	0.177	6	-0.00698841	0.377

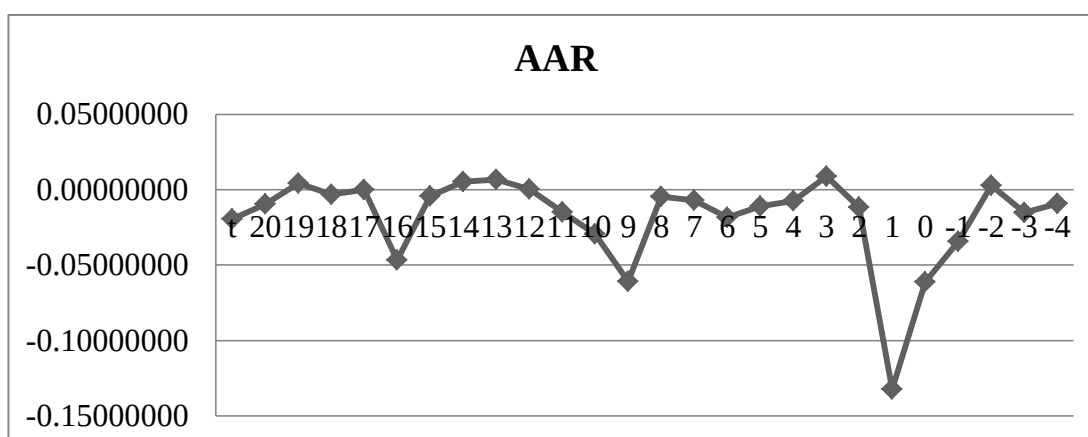
Tabel 4.28 (Lanjutan)

18	0.00408724	0.583	5	-0.01827383	0.128
17	-0.00312091	0.574	4	-0.01081033	0.109
16	-0.00007233	0.990	3	-0.00754906	0.338
15	-0.04653218	0.000	2	0.00876659	0.184
14	-0.00433313	0.717	1	-0.01182400	0.470
13	0.00516944	0.731	0	-0.13236977	0.000
12	0.00662683	0.384	-1	-0.06116660	0.000
11	0.00020610	0.962	-2	-0.03421022	0.000
10	-0.01494606	0.111	-3	0.00294577	0.759
9	-0.02919972	0.013	-4	-0.01504848	0.053
8	-0.06099513	0.000	-5	-0.00936557	0.447
* : signifikan pada $\alpha = 0.10$					
** : signifikan pada $\alpha = 0.05$					
***: signifikan pada $\alpha = 0.01$					

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Gambar 4.7

Grafik AAR *Loser Non Syariah* Dua Hari Perubahan



Sumber: Data Sekunder, diolah (2012)

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 4.28, tidak ada hasil uji beda yang menunjukkan signifikan berdeda dengan nol yang mengalami perubahan arah pada *average abnormal return*. Berdasarkan gambar 4.8, tidak menunjukkan terjadinya

pembalikan arah harga saham setelah penurunan harga secara ekstrim dua hari perdagangan Sehingga pada saham *loser non syariah* dua hari perubahan tidak menunjukkan terjadinya *price reversal*.

4.3 Pengujian Hipotesis

4.3.1 Uji Hipotesis 1

Analisis untuk mengetahui adanya reaksi berlebihan dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dengan cara melakukan uji korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return* (CAR) saat terjadinya *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser* yang menunjukkan fenomena *price reversal*. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$. *Null hipotesis* ditentukan sebagai berikut:

H_0 : Tidak ada hubungan (korelasi) antara dua variabel

H_A : Ada hubungan (korelasi negatif) antara dua variabel.

Hasil korelasi negatif yang signifikan menunjukan bahwa ada hubungan antara dua variabel, yaitu suatu hari penurunan harga secara ekstrim diakibatkan reaksi berlebihan dari investor akan diikuti oleh pembalikan harga pada hari berikutnya dan sebaliknya. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* ditunjukkan oleh saham *winner-loser* satu hari perubahan dan saham *winner* dua hari perubahan. Sehingga pengujian hipotesis 1 hanya dilakukan pada saham-saham yang mengalami

pembalikan harga (*price reversal*). Hasil uji korelasi untuk masing-masing saham *winner-loser syariah* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.29

Hasil Uji Korelasi Saham *Winner Syariah* Satu hari Perubahan

Correlations			
		AR_0	CAR_3
AR_0	Pearson Correlation	1	.160
	Sig. (2-tailed)		.660
	N	10	10
CAR_3	Pearson Correlation	.160	1
	Sig. (2-tailed)	.660	
	N	10	10

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.30

Hasil Uji Korelasi Saham *Loser Syariah* Satu hari Perubahan

Correlations			
		AR_0	CAR_11
AR_0	Pearson Correlation	1	-.737*
	Sig. (2-tailed)		.015
	N	10	10
CAR_11	Pearson Correlation	-.737*	1
	Sig. (2-tailed)	.015	
	N	10	10

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

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.31

Hasil Uji Korelasi Saham *Winner Syariah* Dua Hari Perubahan

Correlations			
		AR_0	CAR_6
AR_0	Pearson Correlation	1	.019
	Sig. (2-tailed)		.958
	N	10	10
CAR_6	Pearson Correlation	.019	1
	Sig. (2-tailed)	.958	
	N	10	10

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Pada tabel 4.29, uji korelasi saham *winner syariah* satu hari perubahan menunjukkan hasil penghitungan koefisien korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return* 3 ($CAR\ 3$) menunjukkan nilai *t hitung* 0.160 dan tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan. Pada tabel 4.30, uji korelasi saham *loser syariah* satu hari perubahan menunjukkan hasil penghitungan koefisien korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return* 11 ($CAR\ 11$) menunjukkan nilai *t hitung* -0.737 dan menunjukkan ada hubungan yang signifikan pada $\alpha = 0.05$. Pada tabel 4.31, uji korelasi saham *winner syariah* dua hari perubahan menunjukkan hasil penghitungan koefisien korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return* 6 ($CAR\ 6$) menunjukkan nilai *t hitung* 0.019 dan tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan.

Berdasarkan keseluruhan hasil analisa pada saham *winner-loser syariah*. Pada saham *loser* satu hari perubahan yaitu pada hari ke 11 dengan nilai *t hitung* -0.737 signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat korelasi negatif antara *abnormal return* ($AR\ t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* hari ke 11 (CAR

$t = 11$). Hal ini berarti semakin turun harga pada $t = 0$, maka semakin tinggi *price reversal* yang terjadi. Kondisi ini sesuai dengan pendapat terdahulu yang mengemukakan bahwa apabila investor bereaksi berlebihan dalam menilai saham, maka semakin besar perubahan harga pada $t = 0$ yang diikuti oleh perubahan harga menuju arah yang berlawanan yang semakin besar. Hasil tersebut menunjukkan bahwa adanya penurunan harga secara ekstrim yang karena investor bereaksi berlebihan, sehingga terjadi pembalikan harga sebagai bentuk koreksi atas reaksi berlebihan dari investor. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan, terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* pada saham syariah, dan menolak H_0 .

Reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham dipengaruhi adanya informasi di pasar modal. Sehingga identifikasi adanya berita buruk yang ada memperkuat bukti bahwa pada hari penurunan harga secara ekstrim ($t = 0$) tersebut investor telah menilai saham secara berlebihan. Dari penelusuran adanya informasi yang dianggap buruk pada tanggal 21 September 2011 ($t = 0$ penurunan satu hari) adalah Prihtiyani (2011) penurunan harga minyak di level 81 dolar AS per barell yang menyebabkan banyak investor menarik investasinya di pasar modal Indonesia. Selain hal tersebut, ketidak pastian penyelesaian krisis ekonomi Uni Eropa dan Amerika Serikat juga membuat investor berpikir negatif karena dikawatirkan krisis tersebut berdampak negatif pada pasar modal Indonesia.

Hasil tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayuadjie (1998), Iswandari (2000), Wicaksono (2005) dan Yull dan Kirmizi (2012) yang menemukan bukti adanya reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena *price*

reversal pada saham *loser*. Penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Nurhidayah (2009) menemukan adanya *overreaction* pada saham *syariah* saat krisis global, pada penelitian ini juga menemukan adanya *overreaction* pada saham *syariah* saat tidak terjadi krisis global 2008.

Berdasarkan penjelasan tersebut investor dapat memperoleh *abnormal return* berdasarkan informasi yang lampau. Selain itu, strategi investasi kontrain yang ada dalam hipotesis *overreaction* dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return*. Penjelasan tersebut membuktikan bahwa pasar modal Indonesia pada saham-saham *syariah* tidak efisien dalam bentuk lemah.

4.3.2 Uji Hipotesis 2

Analisis untuk mengetahui adanya reaksi berlebihan dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* dilakukan dengan melakukan uji korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return* (CAR) saat terjadinya *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser* yang menunjukkan fenomena *price reversal*. *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$. *Null hipotesis* ditentukan sebagai berikut:

H_0 : Tidak ada hubungan (korelasi) antara dua variabel

H_A : Ada hubungan (korelasi negatif) antara dua variabel.

Hasil korelasi negatif yang signifikan menunjukan bahwa ada hubungan antara dua variabel, yaitu suatu hari penurunan harga secara ekstrim yang diakibatkan reaksi

berlebihan dari investor akan diikuti oleh pembalikan harga pada hari berikutnya dan sebaliknya. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* ditunjukkan oleh saham *winner-loser* satu hari perubahan dan saham *winner* dua hari perubahan. Sehingga pengujian hipotesis 2 hanya dilakukan pada saham-saham yang mengalami pembalikan harga (*price reversal*). Hasil uji korelasi untuk masing-masing saham *winner-loser non syariah* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.32

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

Correlations			
		AR_0	CAR_7
AR_0	Pearson Correlation	1	-.636*
	Sig. (2-tailed)		.048
	N	10	10
CAR_3	Pearson Correlation	-.636*	1
	Sig. (2-tailed)	.048	
	N	10	10

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

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.33

Hasil Uji Korelasi Saham *Loser Non Syariah* Satu Hari Perubahan

Correlations			
		AR_0	CAR_4
AR_0	Pearson Correlation	1	.026
	Sig. (2-tailed)		.943
	N	10	10
CAR_4	Pearson Correlation	.026	1
	Sig. (2-tailed)	.943	
	N	10	10

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.34

Hasil Uji Korelasi Saham *Winner Non Syariah* Dua Hari Perubahan

Correlations		AR	CAR_6
AR	Pearson Correlation	1	.139
	Sig. (2-tailed)		.701
	N	10	10
CAR	Pearson Correlation	.139	1
	Sig. (2-tailed)	.701	
	N	10	10

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Pada tabel 4.32, uji korelasi saham *winner non syariah* satu hari perubahan menunjukkan hasil penghitungan koefisien antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return 7* ($CAR\ 7$) menunjukkan nilai *t hitung* -0.636 dan menunjukkan ada hubungan yang signifikan pada $\alpha = 0.05$. Pada tabel 4.33, uji korelasi saham *loser non syariah* satu hari perubahan menunjukkan hasil penghitungan koefisien korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return 4* ($CAR\ 4$) menunjukkan nilai *t hitung* 0.026 dan tidak menunjukkan ada hubungan yang signifikan. Pada tabel 4.34, uji korelasi saham *winner non syariah* satu hari perubahan menunjukkan hasil penghitungan koefisien korelasi antara *abnormal return* ($AR = 0$) dengan *cumulative abnormal return 6* ($CAR\ 6$) menunjukkan nilai *t hitung* 0.139 dan tidak menunjukkan ada hubungan yang signifikan.

Berdasarkan keseluruhan hasil analisa pada saham *winner-loser non syariah*. Pada saham *winner* satu hari perubahan yaitu pada hari ke 7 dengan nilai *t hitung* -0.636 signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat korelasi negatif antara *abnormal return* ($AR\ t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* hari ke 7 ($CAR\ t$

= 7). Hal ini berarti semakin naik harga pada $t = 0$, maka semakin tinggi *price reversal* yang terjadi. Kondisi ini sesuai dengan pendapat terdahulu yang mengemukakan bahwa apabila investor bereaksi berlebihan dalam menilai saham, maka semakin besar perubahan harga pada $t = 0$ yang diikuti oleh perubahan harga menuju arah yang berlawanan yang semakin besar. Hasil tersebut menunjukkan bahwa adanya kenaikan harga secara ekstrim yang karena investor bereaksi berlebihan, sehingga terjadi pembalikan harga sebagai bentuk koreksi atas reaksi berlebihan dari investor. Berdasarkan penjelasan tersebut, sehingga H_A dapat diterima, yang menyatakan terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* saham *non syariah* dan menolak H_0 .

Reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham dipengaruhi adanya informasi di pasar modal. Sehingga identifikasi adanya berita baik yang ada memperkuat bukti bahwa pada hari kenaikan harga secara ekstrim ($t = 0$) tersebut investor telah menilai saham secara berlebihan. Dari penelusuran adanya informasi yang dianggap baik pada tanggal 26 Mei 2010 ($t=0$ kenaikan satu hari) adalah Kusnandar (2010) isu kenaikan BBM yang membuat harga saham perusahaan pertambangan menjadi naik. Selain itu saham Bumi Resources Tbk melonjak naikk 19,9% karena memenangkan kasus pajak Kaltim Prima Coal, perusahaan kelompok Bakrie lainnya yang dimenangkan Mahkamah Agung. Sehingga hal tersebut memicu reaksi berlebihan dari investor yang menyebabkan terjadinya pembalikan harga pada periode berikutnya.

Hasil tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayuadjie (1998), Wicaksono (2005) yang menemukan bukti adanya reaksi berlebihan dari

investor dalam fenomena *price reversal* pada saham *winner*. Selain itu dari hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Yull dan Kirmizi (2012) yang hanya menemukan reaksi berlebihan pada saham *loser*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel penelitian.

Berdasarkan penjelasan tersebut investor dapat memperoleh *abnormal return* berdasarkan informasi yang lampau. Selain itu, strategi investasi kontrain yang ada dalam hipotesis *overreaction* dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return*. Penjelasan tersebut membuktikan bahwa pasar modal Indonesia pada saham-saham *non syariah* tidak efisien dalam bentuk lemah.

4.3.3 Uji Hipotesis 3

Untuk menguji pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*, menggunakan uji beda rata-rata antara *return firm size* terbesar dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan *firm size* terkecil dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). *Degree of freedom* dalam menentukan *siginifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p \text{ value} \leq 0.10$).

Ho diterima, apabila, t_{hitung} bernilai positif $p \text{ value} > 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *firm size* tidak berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.

Ho ditolak, apabila, t_{hitung} bernilai negatif $p \text{ value} \leq 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *firm size* berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.

Hasil uji t bernilai negatif yang signifikan menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* saat terjadinya *price reversal* dan semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin besar *return* saat terjadinya *price reversal*. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham syariah ditunjukkan oleh saham *winner-loser* satu hari perubahan dan saham *winner* dua hari perubahan. Sehingga pengujian hipotesis 3 hanya dilakukan pada saham-saham yang mengalami pembalikan harga (*price reversal*). Hasil uji t pengaruh *firm size* dalam *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser* syariah adalah sebagai berikut:

Tabel 4.35

Hasil Uji t *Firm Size* Terbesar Saham *Winner* Syariah Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.001426177					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	-6.642	2	0.022	-0.0227416	-0.0327401	-0.0127431
t19	-.666	2	0.574	-0.0028473	-0.0153259	0.0096312
t17	1.143	2	0.371	0.0113764	-0.0176782	0.0404310
t16	2.082	2	0.173	0.0161505	-0.0064985	0.0387994
t15	-1.715	2	0.229	-0.0093237	-0.0251998	0.0065523
t14	2.234	2	0.155	0.0123537	-0.0037907	0.0284980
t13	2.286	2	0.150	0.0109211	-0.0030259	0.0248681
t11	.009	2	0.993	0.0000827	-0.0261698	0.0263352
t9	.123	2	0.913	0.0010173	-0.0231181	0.0251526
t8	1.949	2	0.191	0.0158664	-0.0079008	0.0396335
t7	-4.900	2	0.039	-0.0462958	-0.0738826	-0.0187091
t6	.250	2	0.826	0.0019991	-0.0213589	0.0253572
t5	4.616	2	0.044	0.0269861	0.0099141	0.0440581
t4	.021	2	0.985	0.0001836	-0.0258040	0.0261711
t3	-1.866	2	0.203	-0.0279543	-0.0717059	0.0157974
t2	1.515	2	0.269	0.0247415	-0.0229594	0.0724424
t1	.519	2	0.655	0.0159599	-0.0737862	0.1057060

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.36

Hasil Uji t *Firm Size* Terkecil Saham *Loser Syariah* Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.001572722					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	3.248	2	0.083	0.0441532	0.0044589	0.0838475
t19	-1.609	2	0.249	-0.0916046	-0.2578572	0.0746480
t18	9.901	2	0.010	0.0502811	0.0354526	0.0651096
t17	0.963	2	0.437	0.0522390	-0.1061731	0.2106510
t16	-0.421	2	0.715	-0.0072421	-0.0575197	0.0430355
t15	-0.409	2	0.722	-0.0065993	-0.0536883	0.0404896
t14	0.374	2	0.744	0.0102307	-0.0696856	0.0901471
t13	-0.254	2	0.823	-0.0104592	-0.1305548	0.1096364
t12	0.327	2	0.775	0.0074196	-0.0588388	0.0736780
t11	0.902	2	0.462	0.0408668	-0.0914035	0.1731370
t10	1.019	2	0.416	0.0863680	-0.1612331	0.3339692
t9	0.496	2	0.669	0.0179787	-0.0877840	0.1237414
t8	-3.443	2	0.075	-0.0481688	-0.0890190	-0.0073186
t7	0.879	2	0.472	0.0636401	-0.1477458	0.2750260
t6	-0.818	2	0.499	-0.0223488	-0.1021309	0.0574332
t5	1.108	2	0.383	0.0370122	-0.0605696	0.1345941
t4	2.096	2	0.171	0.0341482	-0.0134221	0.0817185
t3	-1.345	2	0.311	-0.0966299	-0.3064057	0.1131459
t2	2.054	2	0.176	0.0788710	-0.0332335	0.1909755
t1	-7.818	2	0.016	-0.1875326	-0.2575723	-0.1174929

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.37

Hasil Uji t *Firm Size* Terbesar Saham *Winner Syariah* Dua Hari Perubahan

	Test Value = 0.001716034					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	1.482	2	0.277	0.0125924	-0.0122267	0.0374115
t19	8.487	2	0.014	0.0142356	0.0093376	0.0191335
t18	0.036	2	0.974	0.0003750	-0.0298593	0.0306093
t17	3.159	2	0.087	0.0237353	0.0017984	0.0456722
t16	-10.306	2	0.009	-0.0378970	-0.0486345	-0.0271596
t15	3.439	2	0.075	0.0215422	0.0032534	0.0398310

Tabel 4.37 (Lanjutan)

t14	1.638	2	0.243	0.0284351	-0.0222678	0.0791380
t13	-1.585	2	0.254	-0.0171267	-0.0486726	0.0144193
t12	0.295	2	0.796	0.0007171	-0.0063875	0.0078216
t11	-1.661	2	0.239	-0.0205967	-0.0568122	0.0156188
t10	4.554	2	0.045	0.0468992	0.0168289	0.0769694
t9	-0.013	2	0.991	-0.0000966	-0.0220652	0.0218720
t8	1.349	2	0.310	0.0117803	-0.0137253	0.0372860
t7	0.303	2	0.791	0.0032124	-0.0277835	0.0342082
t6	-9.007	2	0.012*	-0.0498545	-0.0660162	-0.0336928
t5	-1.104	2	0.385	-0.0182645	-0.0665858	0.0300568
t4	-32.801	2	0.001	-0.0299204	-0.0325840	-0.0272569
t3	6.268	2	0.025	0.0557922	0.0298002	0.0817841
t2	-5.819	2	0.028	-0.0315819	-0.0474311	-0.0157327
t1	-2.125	2	0.168	-0.0223427	-0.0530440	0.0083586

*: signifikat pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Terjadinya *price reversal* saham *winner syariah* satu hari perubahan pada hari ke 3. Tabel 4.35 hasil uji t *firm size* terbesar saham *winner* satu hari perubahan pada t 3 menunjukkan hasil t *hitung* -1.866 dengan p *value* 0.203, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan pada hari ke 11. Tabel 4.36 hasil uji t *firm size* terkecil saham *loser* satu hari perubahan pada t 11 menunjukkan hasil t *hitung* 0.902 dengan p *value* 0.462, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terkecil dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan. Fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan terjadi pada hari ke 6. Tabel 4.37 hasil uji t *firm size* terbesar saham *winner* dua hari perubahan pada t 6 menunjukkan hasil t *hitung* -9.007 dengan p *value* 0.012,

artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan.

Hasil uji t *firm size* terbesar pada saham *winner syariah* dua hari perubahan pada t 6, menunjukkan t *hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.05$, artinya semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadinya fenomena *price reversal*. Hasil tersebut membuktikan bahwa *firm size* terbesar yang menghasilkan *risk adjusted return* lebih kecil, berpengaruh signifikan dengan terjadinya *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Hasil tersebut sesuai dengan teori dan pendapat terdahulu yang menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* yang dihasilkan. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan *firm size* berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan menolak H_0 .

Hasil pengujian hipotesis 3 konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Zarowin (1990) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari ukuran perusahaan (*firm size*). Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

4.3.4 Uji Hipotesis 4

Untuk menguji pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*, menggunakan uji beda rata-rata antara *return firm size* terbesar dengan

keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan *firm size* terkecil dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p \text{ value} \leq 0.10$).

Ho diterima apabila, t_{hitung} bernilai positif $p \text{ value} > 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *firm size* tidak berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Ho ditolak apabila, t_{hitung} bernilai negatif $p \text{ value} \leq 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *firm size* berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Hasil uji t bernilai negatif yang signifikan menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* saat terjadinya *price reversal* dan semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin besar *return* saat terjadinya *price reversal*. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* ditunjukkan oleh saham *winner-loser* satu hari perubahan dan saham *winner* dua hari perubahan. Sehingga pengujian hipotesis 3 hanya dilakukan pada saham-saham yang mengalami pembalikan harga (*price reversal*). Hasil uji t pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser non syariah* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.38

Hasil Uji t Firm Size Terbesar Saham Winner Non Syariah Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.001303764					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	-1.473	2	0.279	-0.0100413	-0.0299451	0.0098624

Tabel 4.38 (Lanjutan)

t19	-0.624	2	0.596	-0.0052379	-0.0297445	0.0192687
t18	-1.352	2	0.309	-0.0090626	-0.0286385	0.0105132
t17	0.486	2	0.675	0.0085813	-0.0429543	0.0601169
t16	1.332	2	0.314	0.0231456	-0.0276027	0.0738939
t15	1.178	2	0.360	0.0086244	-0.0127518	0.0300006
t14	0.580	2	0.621	0.0047502	-0.0191810	0.0286814
t13	-0.329	2	0.774	-0.0029540	-0.0291934	0.0232854
t12	-0.510	2	0.661	-0.0088920	-0.0598498	0.0420657
t11	1.159	2	0.366	0.0182049	-0.0276424	0.0640521
t10	-0.178	2	0.875	-0.0020163	-0.0350516	0.0310191
t9	4.211	2	0.052	0.0204524	0.0062694	0.0346353
t8	4.005	2	0.057	0.0207381	0.0056198	0.0358564
t7	-2.129	2	0.167	-0.0298378	-0.0707525	0.0110770
t6	-1.543	2	0.263	-0.0116618	-0.0337309	0.0104073
t5	8.972	2	0.012	0.0352639	0.0237869	0.0467410
t4	-1.346	2	0.311	-0.0314754	-0.0997641	0.0368133
t3	-3.001	2	0.095	-0.0508659	-0.1003657	-0.0013661
t2	1.655	2	0.240	0.0032938	-0.0025171	0.0091047
t1	-1.463	2	0.281	-0.0288080	-0.0863092	0.0286932

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.39

Hasil Uji t *Firm Size* Terbesar Saham *Loser Non Syariah* Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.003968925					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	1.420	2	0.291	0.0822915	-0.0869471	0.2515301
t19	-6.782	2	0.021	-0.1114787	-0.1594784	-0.0634789
t18	0.499	2	0.667	0.0113882	-0.0551969	0.0779733
t17	1.385	2	0.300	0.1054038	-0.1168410	0.3276485
t16	1.662	2	0.238	0.0891725	-0.0674598	0.2458047
t15	1.205	2	0.351	0.0232926	-0.0331322	0.0797174
t14	3.747	2	0.064	0.0815303	0.0180031	0.1450574
t13	1.774	2	0.218	0.0090971	-0.0058772	0.0240714
t12	-10.640	2	0.009	-0.0439563	-0.0560199	-0.0318927
t11	3.688	2	0.066	0.1135616	0.0236432	0.2034801
t10	-1.108	2	0.383	-0.0370815	-0.1347988	0.0606358
t9	-1.829	2	0.209	-0.0501705	-0.1302670	0.0299260
t8	-3.632	2	0.068	-0.1036957	-0.1870519	-0.0203395

Tabel 4.39 (Lanjutan)

t7	-1.337	2	0.313	-0.0182533	-0.0581037	0.0215971
t6	-0.887	2	0.469	-0.0311188	-0.1335744	0.0713368
t5	-0.309	2	0.787	-0.0076068	-0.0795165	0.0643029
t4	4.510	2	0.046	0.0803274	0.0283240	0.1323308
t3	-1.016	2	0.417	-0.0500006	-0.1937641	0.0937630
t2	-0.737	2	0.538	-0.0257665	-0.1277986	0.0762656
t1	-17.416	2	0.003	-0.1080558	-0.1261724	-0.0899392

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.40

Hasil Uji t *Firm Size* Terbesar Saham *Winner Non Syariah* Dua Hari Perubahan

	Test Value = -0.000121185					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	1.915	2	0.196	0.0070201	-0.0036855	0.0177257
t19	1.778	2	0.217	0.0161754	-0.0103885	0.0427394
t18	1.029	2	0.412	0.0043406	-0.0079800	0.0166612
t17	1.021	2	0.415	0.0097044	-0.0180606	0.0374694
t16	1.044	2	0.406	0.0028990	-0.0052121	0.0110100
t15	5.294	2	0.034	0.0183644	0.0082347	0.0284940
t14	-0.957	2	0.440	-0.0026799	-0.0108592	0.0054993
t13	1.762	2	0.220	0.0085483	-0.0056187	0.0227153
t12	-1.930	2	0.193	-0.0096620	-0.0242833	0.0049594
t11	-0.617	2	0.600	-0.0039815	-0.0228289	0.0148660
t10	5.141	2	0.036	0.0185952	0.0080327	0.0291576
t9	-0.956	2	0.440	-0.0026566	-0.0107677	0.0054545
t8	-0.370	2	0.747	-0.0027757	-0.0246803	0.0191289
t7	1.519	2	0.268	0.0117667	-0.0108509	0.0343843
t6	-1.726	2	0.226	-0.0082375	-0.0221729	0.0056979
t5	-0.993	2	0.425	-0.0165455	-0.0652119	0.0321209
t4	-1.118	2	0.380	-0.0144735	-0.0522856	0.0233386
t3	2.821	2	0.106	0.0296440	-0.0010397	0.0603277
t2	-0.971	2	0.434	-0.0039940	-0.0160104	0.0080224
t1	-2.896	2	0.101	-0.0230593	-0.0463122	0.0001937

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Terjadinya *price reversal* saham *winner non syariah* satu hari perubahan pada hari ke 7. Hasil uji t pada tabel 4.38 pada t 7 menunjukkan t *hitung* -2.129 dengan p *value* 0.167, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan pada hari ke 4. Tabel 4.36 hasil uji t *firm size* terkecil saham *loser* satu hari perubahan pada t 4 menunjukkan hasil t *hitung* 4.510 dengan p *value* 0.046, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *firm size* terkecil dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan. Fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* dua hari perubahan terjadi pada hari ke 6. Tabel 4.37 hasil uji t *firm size* terbesar saham *winner* dua hari perubahan pada hari ke 6 menunjukkan hasil t *hitung* -1.726 dengan p *value* 0.226, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *firm size* terbesar dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* dua hari perubahan.

Berdasarkan hasil keseluruhan uji t diatas menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal* saham *non syariah*. Hasil uji beda pada saham *winner-loser* satu hari perubahan dan *winner* dua hari perubahan tidak menunjukkan t *hitung* negatif dengan p *value* ≤ 0.10 pada hari terjadinya *price reversal*. Sehingga H_0 diterima yang menyatakan *firm size* tidak berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* dan menolak H_A .

Hasil yang berbeda dari saham *syariah* dimungkinkan karena penyebab ukuran perusahaan saham-saham *syariah* yang lebih besar. Selain itu, hasil tersebut membuktikan bahwa saham *syariah* dan *non syariah* memberikan gambaran yang

berbeda pengaruh *firm size* dalam fenomena *price reversal*. Hasil pengujian hipotesis 4 konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh ukuran perusahaan pada fenomena *price reversal*.

4.3.5 Uji Hipotesis 5

Untuk menguji pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*, menggunakan uji beda rata-rata antara *return* saham *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan saham kurang *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). *Degree of freedom* dalam menentukan *signifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p\ value \leq 0.10$).

Ho diterima apabila, t_{hitung} bernilai positif $p\ value > 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *likuiditas* saham tidak berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.

Ho ditolak apabila, t_{hitung} bernilai negatif $p\ value \leq 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), *likuiditas* saham berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah*.

Hasil uji t bernilai negatif yang signifikan menunjukkan bahwa semakin *likuid* suatu saham maka semakin kecil *return* saat terjadinya *price reversal* dan semakin tidak *likuid* suatu saham maka semakin besar *return* saat terjadinya *price reversal*. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *syariah* ditunjukkan oleh saham *winner-loser* satu hari perubahan dan saham *winner* dua hari perubahan. Sehingga pengujian hipotesis 5 hanya dilakukan pada saham-saham yang mengalami pembalikan harga (*price*

reversal). Hasil uji t pengaruh *likuiditas* dalam fenomena *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser syariah* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.41

Hasil Uji t *Likuiditas Saham Winner Syariah* Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.001426177					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	-1.363	2	0.306	-0.0069281	-0.0217665	0.0079104
t19	0.614	2	0.602	0.0103768	-0.0389938	0.0597475
t18	2.068	2	0.175	0.0136968	-0.0056429	0.0330364
t17	1.644	2	0.242	0.0212602	-0.0164908	0.0590113
t16	1.240	2	0.341	0.0073785	-0.0100023	0.0247594
t15	0.723	2	0.545	0.0203716	-0.0619027	0.1026459
t14	0.662	2	0.576	0.0049454	-0.0168732	0.0267641
t13	-0.800	2	0.507	-0.0057167	-0.0265738	0.0151404
t12	-0.397	2	0.730	-0.0009379	-0.0078409	0.0059652
t11	-3.725	2	0.065	-0.0140985	-0.0251506	-0.0030463
t10	-0.735	2	0.539	-0.0039502	-0.0196490	0.0117487
t9	-0.553	2	0.636	-0.0070495	-0.0443038	0.0302049
t8	1.472	2	0.279	0.0283644	-0.0279146	0.0846433
t7	-42.745	2	0.001	-0.0320342	-0.0342225	-0.0298459
t6	0.459	2	0.691	0.0131491	-0.0705391	0.0968372
t5	2.843	2	0.105	0.0290321	-0.0007859	0.0588501
t4	0.118	2	0.917	0.0011435	-0.0272112	0.0294982
t3	-8.927	2	0.012*	-0.0496645	-0.0659089	-0.0334200
t2	0.624	2	0.596	0.0100975	-0.0371370	0.0573320
t1	0.486	2	0.675	0.0203123	-0.1017658	0.1423905

*: signifikat pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.42

Hasil Uji t *Likuiditas Saham Loser Syariah* Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.001572722					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	1.004	2	0.421	0.0269273	-0.0513865	0.1052410
t19	-1.440	2	0.286	-0.0868764	-0.2629873	0.0892344
t18	10.938	2	0.008	0.0514663	0.0377267	0.0652058
t17	0.536	2	0.645	0.0345622	-0.1535731	0.2226975
t16	1.154	2	0.368	0.0233293	-0.0357044	0.0823630
t15	-0.549	2	0.638	-0.0101606	-0.0642051	0.0438839
t14	0.749	2	0.532	0.0284847	-0.0825421	0.1395115
t13	0.562	2	0.631	0.0117137	-0.0491371	0.0725645
t12	0.509	2	0.661	0.0105251	-0.0498674	0.0709176
t11	0.928	2	0.451	0.0445922	-0.0957556	0.1849400
t10	1.039	2	0.408	0.0415727	-0.0752267	0.1583721
t9	-0.871	2	0.476	-0.0105927	-0.0461157	0.0249302
t8	-1.536	2	0.264	-0.0245700	-0.0712669	0.0221269
t7	-0.202	2	0.859	-0.0037358	-0.0578571	0.0503855
t6	1.708	2	0.230	0.0037950	-0.0026939	0.0102838
t5	1.360	2	0.307	0.0442345	-0.0507192	0.1391881
t4	25.524	2	0.002	0.0524632	0.0464613	0.0584651
t3	-1.856	2	0.205	-0.1170300	-0.3011051	0.0670451
t2	5.806	2	0.028	0.1089040	0.0541362	0.1636718
t1	-9.821	2	0.010	-0.1953609	-0.2534483	-0.1372735

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.43

Hasil Uji t *Likuiditas Saham Winner Syariah* Dua Hari Perubahan

	Test Value = 0.001716034					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	-1.885	2	0.200	-0.0160245	-0.0408436	0.0087947
t19	-0.593	2	0.614	-0.0059664	-0.0353645	0.0234317
t18	-0.822	2	0.498	-0.0091834	-0.0418133	0.0234465
t17	-0.206	2	0.856	-0.0034174	-0.0518374	0.0450026
t16	3.605	2	0.069	0.0267726	0.0050877	0.0484575
t15	0.524	2	0.653	0.0298073	-0.1364069	0.1960215

Tabel 4.43 (Lanjutan)

t14	-1.795	2	0.214	-0.0609819	-0.1601582	0.0381945
t13	0.355	2	0.757	0.0053861	-0.0389649	0.0497372
t12	0.116	2	0.918	0.0007528	-0.0181429	0.0196486
t11	2.373	2	0.141	0.0219956	-0.0050756	0.0490667
t10	-2.137	2	0.166	-0.0790546	-0.1870585	0.0289493
t9	-0.150	2	0.894	-0.0013798	-0.0281708	0.0254113
t8	-1.928	2	0.194	-0.0289076	-0.0726798	0.0148645
t7	-0.775	2	0.519	-0.0113028	-0.0538877	0.0312821
t6	4.364	2	0.049	0.0565627	0.0187134	0.0944120
t5	1.891	2	0.199	0.0304574	-0.0165736	0.0774885
t4	5.435	2	0.032	0.0216166	0.0100030	0.0332302
t3	-2.957	2	0.098	-0.0505437	-0.1004490	-0.0006384
t2	-0.242	2	0.831	-0.0074057	-0.0966128	0.0818014
t1	1.799	2	0.214	0.0189107	-0.0117907	0.0496120

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Terjadinya *price reversal* saham *winner syariah* satu hari perubahan pada hari ke 3. Tabel 4.41 hasil uji t *likuiditas* saham *winner* satu hari perubahan pada t 3 menunjukkan hasil t *hitung* -8.927 dengan p *value* 0.012, artinya *likuiditas* saham berpengaruh signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan pada hari ke 11. Tabel 4.42 hasil uji *likuiditas* saham *loser* satu hari perubahan pada t 11 menunjukkan hasil t *hitung* 0.928 dengan p *value* 0.451, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser syariah* satu hari perubahan. Fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan terjadi pada hari ke 6. Tabel 4.43 hasil uji t *likuiditas* saham *winner* dua hari perubahan pada t 6 menunjukkan hasil t *hitung* 4.364 dengan p *value* 0.049, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan.

Hasil uji *t likuiditas* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan, menunjukkan *t hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.05$, artinya semakin *likuid* saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadinya fenomena *price reversal*. Hasil tersebut membuktikan bahwa saham yang *likuid* menghasilkan *risk adjusted return* lebih kecil, sehingga mempengaruhi terjadinya *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Hasil tersebut sesuai dengan teori dan pendapat terdahulu yang menyatakan bahwa semakin *likuid* suatu saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang menyatakan *likuiditas* saham berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan menolak H_o .

Hasil pengujian hipotesis 5 konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari tingkat *likuiditas* suatu saham. Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

4.3.6 Uji Hipotesis 6

Untuk menguji pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*, menggunakan uji beda rata-rata antara *return* saham *likuid* dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *winner* ($t = -5$ sampai $t = 20$) dan saham kurang

likuid dengan keseluruhan rata-rata *return* saham *loser* ($t = -5$ sampai $t = 20$). *Degree of freedom* dalam menentukan *siginifikasi* adalah 90%, maka $\alpha = 0.10$ ($p \text{ value} \leq 0.10$).

Ho diterima apabila, t_{hitung} bernilai positif $p \text{ value} > 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *likuiditas* saham tidak berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Ho ditolak apabila, t_{hitung} bernilai negatif $p \text{ value} \leq 0.10$ (saat terjadinya fenomena *price reversal*), artinya *likuiditas* saham berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah*.

Hasil uji t bernilai negatif yang signifikan menunjukkan bahwa semakin *likuid* suatu saham maka semakin kecil *return* saat terjadinya *price reversal* dan semakin tidak *likuid* suatu saham maka semakin besar *return* saat terjadinya *price reversal*. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* ditunjukkan oleh saham *winner-loser* satu hari perubahan dan saham *winner* dua hari perubahan. Sehingga pengujian hipotesis 6 hanya dilakukan pada saham-saham yang mengalami pembalikan harga (*price reversal*). Analisa pengaruh *likuiditas* dalam fenomena *price reversal* pada masing-masing saham *winner-loser non syariah* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.44

Hasil Uji t *Likuiditas* Saham *Winner Non Syariah* Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.001303764					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	-4.692	2	0.043	-0.0090838	-0.0147375	-0.0034302
t19	0.030	2	0.979	0.0001484	-0.0144974	0.0147941

Tabel 4.44 (Lanjutan)

t18	-2.995	2	0.096	-0.0083962	-0.0165815	-0.0002109
t17	0.650	2	0.582	0.0109837	-0.0383443	0.0603117
t16	1.130	2	0.376	0.0226781	-0.0359166	0.0812728
t15	1.143	2	0.371	0.0104362	-0.0162304	0.0371027
t14	1.334	2	0.314	0.0184174	-0.0219065	0.0587414
t13	-0.917	2	0.456	-0.0203924	-0.0852967	0.0445119
t12	-1.568	2	0.257	-0.0257333	-0.0736489	0.0221824
t11	-1.430	2	0.289	-0.0045667	-0.0138945	0.0047610
t10	-2.397	2	0.139	-0.0277992	-0.0616606	0.0060622
t9	1.843	2	0.207	0.0283925	-0.0165805	0.0733655
t8	-0.416	2	0.718	-0.0116870	-0.0936407	0.0702667
t7	-15.156	2	0.004*	-0.0525935	-0.0627264	-0.0424606
t6	-7.164	2	0.019	-0.0230249	-0.0324101	-0.0136397
t5	1.670	2	0.237	0.0238937	-0.0178761	0.0656634
t4	-6.004	2	0.027	-0.0411999	-0.0612357	-0.0211642
t3	-1.440	2	0.287	-0.0232980	-0.0705501	0.0239541
t2	1.365	2	0.306	0.0658446	-0.0750445	0.2067337
t1	-0.284	2	0.803	-0.0124319	-0.1403331	0.1154694

*: signifikan pada $\alpha = 0.01$

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.45

Hasil Uji t *Likuiditas Saham Loser Non Syariah* Satu Hari Perubahan

	Test Value = -0.003968925					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	2.242	2	0.154	0.0292144	-0.0088379	0.0672667
t19	-2.643	2	0.118	-0.0898440	-0.1891102	0.0094221
t18	3.340	2	0.079	0.0272426	0.0034273	0.0510580
t17	0.405	2	0.725	0.0147399	-0.0915492	0.1210290
t16	2.261	2	0.152	0.0631243	-0.0184144	0.1446630
t15	1.337	2	0.313	0.0157336	-0.0186191	0.0500864
t14	3.271	2	0.082	0.0785739	0.0084345	0.1487132
t13	1.964	2	0.188	0.0080842	-0.0039323	0.0201006
t12	-1.720	2	0.228	-0.0292504	-0.0789182	0.0204173
t11	2.831	2	0.105	0.1055488	-0.0033096	0.2144071
t10	-2.203	2	0.159	-0.0507059	-0.1179280	0.0165162
t9	-1.274	2	0.331	-0.0337908	-0.1112184	0.0436369

Tabel 4.45 (Lanjutan)

t8	-4.145	2	0.054	-0.0657016	-0.1119879	-0.0194153
t7	-0.393	2	0.732	-0.0025670	-0.0216518	0.0165178
t6	-1.048	2	0.404	-0.0349502	-0.1322954	0.0623949
t5	-0.539	2	0.644	-0.0117629	-0.0754353	0.0519095
t4	4.352	2	0.049	0.0702018	0.0230950	0.1173086
t3	-0.758	2	0.528	-0.0272348	-0.1322133	0.0777437
t2	0.308	2	0.787	0.0129256	-0.1097750	0.1356262
t1	-10.453	2	0.009	-0.1156936	-0.1480108	-0.0833765

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Tabel 4.46

Hasil Uji t *Likuiditas Saham Winner Non Syariah* Dua Hari Perubahan

	Test Value = -0.000121185					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t20	1.048	2	0.405	0.0026465	-0.0047273	0.0100202
t19	-1.705	2	0.230	-0.0155057	-0.0420570	0.0110456
t18	-0.996	2	0.424	-0.0276566	-0.1087673	0.0534541
t17	-3.536	2	0.071	-0.0161208	-0.0294317	-0.0028099
t16	1.731	2	0.226	0.0162523	-0.0111626	0.0436671
t15	-1.491	2	0.274	-0.0108755	-0.0321706	0.0104196
t14	-0.978	2	0.431	-0.0054344	-0.0216566	0.0107878
t13	-0.002	2	0.999	-0.0000166	-0.0280026	0.0279694
t12	2.022	2	0.181	0.0110072	-0.0048899	0.0269042
t11	4.275	2	0.051	0.0107284	0.0034006	0.0180562
t10	-1.330	2	0.315	-0.0220301	-0.0703821	0.0263219
t9	-0.345	2	0.763	-0.0024774	-0.0234434	0.0184887
t8	-0.002	2	0.999	-0.0000136	-0.0237598	0.0237325
t7	-0.991	2	0.426	-0.0140031	-0.0552459	0.0272396
t6	5.206	2	0.035	0.0269765	0.0118445	0.0421084
t5	2.021	2	0.181	0.0106257	-0.0047237	0.0259751
t4	2.022	2	0.181	0.0108323	-0.0048092	0.0264737
t3	-2.784	2	0.108	-0.0245878	-0.0503805	0.0012049
t2	1.023	2	0.414	0.0054122	-0.0100375	0.0208618
t1	1.442	2	0.286	0.0130233	-0.0133508	0.0393975

Sumber: Data Olahan Output SPSS

Terjadinya *price reversal* saham *winner non syariah* satu hari perubahan pada hari ke 7. Hasil uji t *likuiditas* saham pada tabel 4.44 pada t 7 menunjukkan t *hitung* -15.156 dengan p *value* 0.004, artinya *likuiditas* saham berpengaruh dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan. Terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan pada hari ke 4. Tabel 4.45 hasil uji t *likuiditas* saham *loser* satu hari perubahan pada t 4 menunjukkan hasil t *hitung* 4.352 dengan p *value* 0.049, artinya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *loser non syariah* satu hari perubahan. Fenomena *price reversal* pada saham *winner non syariah* dua hari perubahan terjadi pada hari ke 6. Tabel 4.46 hasil uji t *likuiditas* saham *winner* dua hari perubahan pada hari ke 6 menunjukkan hasil t *hitung* 5.206 dengan p *value* 0.035, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan *likuiditas* saham dengan terjadinya fenomena *price reversal* pada saham *winner syariah* dua hari perubahan.

Hasil uji t *likuiditas* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan, menunjukkan t *hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.01$, artinya semakin *likuid* saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan saat terjadinya fenomena *price reversal*. Hasil tersebut membuktikan bahwa saham yang *likuid* menghasilkan *risk adjusted return* lebih kecil, sehingga mempengaruhi terjadinya *price reversal* pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan. Hasil tersebut sesuai dengan teori dan pendapat terdahulu yang menyatakan bahwa semakin *likuid* suatu saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan. Berdasarkan penjelasan tersebut H_A dapat diterima yang

menyatakan *likuiditas* berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *non syariah* dan menolak H_0 .

Hasil pengujian hipotesis 6 konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari tingkat *likuiditas* suatu saham. Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

BAB V

KESIMPULAN

5.1 Kesimpulan

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

Hasil pengujian pada hipotesis 1 pada saham *loser* satu hari perubahan menunjukkan bahwa terdapat korelasi negatif antara *abnormal return* ($AR_t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* hari ke 11 ($CAR_t = 11$). Hal ini berarti semakin turun harga pada $t = 0$, maka semakin tinggi *price reversal* yang terjadi. Hasil pengujian hipotesis 1 membuktikan bahwa penurunan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan akibat dari reaksi berlebihan dari investor. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* saham *syariah*. Reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham dipengaruhi berita buruk yang ada pada hari penurunan harga secara ekstrim satu hari perubahan.

Hasil pengujian pada hipotesis 2 pada saham *winner* satu hari perubahan menunjukkan bahwa terdapat korelasi negatif antara *abnormal return* ($AR_t = 0$) dengan *cumulative abnormal return* hari ke 7 ($CAR_t = 7$). Hal ini berarti semakin naik harga pada $t = 0$, maka semakin tinggi *price reversal* yang terjadi. Hasil pengujian hipotesis 2 membuktikan bahwa kenaikan harga secara ekstrim dalam satu hari perdagangan akibat dari reaksi berlebihan dari investor. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat reaksi berlebihan dari investor (*overreaction*) dalam fenomena *price reversal* saham *non syariah*. Reaksi investor yang berlebihan dalam menilai saham dipengaruhi berita baik yang ada pada hari perubahan harga secara ekstrim satu hari perubahan.

Hasil pengujian hipotesis 1 dan 2 konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayuadjie (1998), Iswandari (2000), Wicaksono (2005) dan Yull dan Kirmizi (2012) yang menemukan bukti adanya reaksi berlebihan dari investor dalam fenomena *price reversal* pada saham *winner* atau *loser*. Berdasarkan penjelasan tersebut investor dapat memperoleh *abnormal return* berdasarkan informasi yang lampau. Selain itu, strategi investasi kontrain yang ada dalam hipotesis *overreaction* dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return*. Penjelasan tersebut membuktikan bahwa pasar modal Indonesia saham *syariah* dan *non syariah* tidak efisien dalam bentuk lemah.

Hasil uji t *firm size* terbesar pada saham *winner syariah* satu hari perubahan, menunjukkan t *hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hasil tersebut membuktikan bahwa *firm size* terbesar yang menghasilkan *risk adjusted return* lebih kecil, berpengaruh signifikan dengan terjadinya *price reversal* pada saham *winner syariah* satu hari perubahan. Hasil pengujian hipotesis 3 konsisten dengan hasil

penelitian yang dilakukan Zarowin (1990) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari ukuran perusahaan (*firm size*).

Berdasarkan hasil keseluruhan uji *t firm size* pada saham *non syariah* menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh signifikan dengan terjadinya fenomena *price reversal* saham *non syariah*. Hasil yang berbeda dari saham *syariah* dimungkinkan karena penyebab ukuran perusahaan saham- saham *syariah* yang lebih besar dan faktor lainnya.

Hasil uji *t likuiditas* saham *winner syariah* menunjukkan *t hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.05$. Pada saham *winner non syariah* satu hari perubahan, menunjukkan *t hitung* bernilai negatif yang signifikan pada $\alpha = 0.01$. Hasil tersebut membuktikan bahwa saham yang *likuid* menghasilkan *risk adjusted return* lebih kecil, sehingga mempengaruhi terjadinya *price reversal* pada saham *winner syariah* dan *non syariah* satu hari perubahan. Hasil tersebut sesuai dengan teori dan pendapat terdahulu yang menyatakan bahwa semakin *likuid* suatu saham maka semakin kecil *return* yang dihasilkan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *likuiditas* saham berpengaruh dalam fenomena *price reversal* pada saham *syariah* dan *non syariah*.

Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Cox dan Peterson (1994) yang menyatakan bahwa *price reversal* yang terjadi merupakan pengaruh dari tingkat *likuiditas* suatu saham. Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Yull dan Kirmizi (2012) yang tidak menemukan pengaruh *likuiditas* saham dalam fenomena *price reversal*. Hal tersebut dikarenakan perbedaan waktu dan pembagian sampel dalam penelitian.

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

5.2 Saran

Penelitian yang dilakukan oleh penulis hanya mencakup periode selama tiga tahun, sehingga diharapkan pada penelitian selanjutnya menggunakan waktu penelitian yang lebih panjang. Waktu penelitian yang lebih panjang dapat menggambarkan keadaan yang sesungguhnya di pasar modal. Dalam penelitian ini sampel yang digunakan hanya pada sepuluh saham, diharapkan pada penelitian selanjutnya menggunakan sampel yang lebih banyak untuk mendukung atau sebagai pembanding dalam hasil penelitian. Metode untuk menghitung *expected return* dalam penelitian ini adalah *market adjusted model* (model disesuaikan pasar), sehingga penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan metode yang lain sebagai pendukung atau pembanding hasil penelitian. Mengingat pengujian hipotesis yang digunakan dalam penelitian adalah uji korelasi dan uji t, sehingga pada penelitian selanjutnya diharapkan untuk menggunakan metode uji hipotesis yang lain untuk mendukung atau membandingkan hasil penelitian.

Daftar Pustaka

- Atkins, A.B. dan Dyl, E.A. (1990), Price reversal, Bid Ask Spreads and Market Efficiency, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Desember, 25 (4): 535-547
- Bayuadjie, P. (1998), *Pengujian Price Reversals Pada Top Winners Dan Losers di BEJ Menggunakan Spread bid-ask*, Tesis Magister Manajemen (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Program Pascasarjana UGM
- Bodie, Kane dan Marcus (2008), *Investasi* (terj), Buku 1, Edisi Keenam, Jakarta: Salemba Empat
- Bremer, M. dan Sweeney, R. J. (1991), The reversal of large Stock-price decreases, *The Journal of Finance*. June: 747-751
- Cox, D.R. dan Peterson, D.R. (1994), Stock Return Following Large One-Day Decline: Evidence on Short-Term Reversals and Long-Term Performance, *The Journal of Finance*, March, 49 (1): 255 – 267
- DeBondt, W. dan Thaler, R. (1985), Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, 40 (3): 793-805
- Greatness, S. (2012), *Kenaikkan IHSG Diikuti Harga Minyak*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://www.tribunnews.com/bisnis/2012/06/06/kenaikkan-ihsg-diikuti-harga-minyak>
- Iswandari, L. (2000), *Analisis Pembalikan Harga dalam Jangka Pendek di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Magister Ilmu Manajemen (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Program Pascasarjana UGM
- Jogiyanto, H.M. (2008), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ketiga, Yogyakarta: BPFE
- Jones, C.P. 2000, *Investment Analysis and Management*, Edisi Ketujuh. New Hampshire: John Wiley & Sons Inc
- Kusnandar, V. (2010), *Indeks Saham Naikk Gila-gilaan*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://www.tempo.co/read/news/2010/05/26/088250701/Indeks-Saham-Naikk-Gila-gilaan>
- Mulyono, D. (2011), Analisis Likuiditas Saham Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Berada Pada Indeks Lq45 Di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Magister Manajemen*, Maret, Vol.4, 77-96
- Nurhidayah, K. (2009), *Analisis Eksistensi Winner-loser Anomaly (Overreaction) di JII Saat Krisis Ekonomi Global*, Skripsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII
- Prayogi, E.W. (2011), *BEI: Terpuruknya IHSG Hanya Sementara*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://finance.detik.com/read/2011/01/10/170306/1543337/6/bei-terpuruknya-ihsg-hanya-sementara?f9911013>
- Prihtiyani, E. (2011), *Penurunan IHSG Masih Berlanjut?*, diperoleh pada 25 Mei 2013 di: <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2011/09/23/11463268/Penurunan.IHSG.Masih.Berlanjut>
- Ong, E. (2012), *Technikal Analysis for Mega Profit*, Edisi kedelapan, Jakarta: PT Gramedia

- Wicaksono, B.W. (2005), *Pengujian Price Reversals Terhadap Saham-Saham di BEJ*, Tesis Magister Ilmu Manajemen (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Program Pascasarjana UGM
- Yull, E. & Kirmizi (2012), Analisis Overreaction Hypothesis Dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Price reversal, *Pekbis Jurnal*, Maret, 4 (1): 1-16
- Zarowin, P. (1990), Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, 25 (1): 113 – 125

Lampiran A

Analisa Sampel Saham *Winner-Loser Syariah*

No	Kode	Kenaikkan Satu Hari (%)	Rank	Penurunan Satu Hari (%)	Rank	Kenaikkan Dua Hari (%)	Rank	Penurunan Dua Hari (%)	Rank
1	AALI	11.988%	24	0.000%	72	7.750%	21	-2.000%	45
2	ABBA	6.061%	60	-14.286%	1	-0.990%	111	14.035%	116
3	ACES	-0.581%	110	0.000%	72	0.980%	91	-3.571%	56
4	ADES	10.000%	38	-0.820%	67	1.626%	81	1.863%	115
5	ADHI	10.000%	38	-2.857%	23	4.348%	47	-2.353%	75
6	ADMG	7.563%	52	-2.857%	23	5.128%	40	-9.091%	6
7	ADRO	9.884%	40	-1.042%	59	4.098%	50	-7.407%	11
8	AISA	4.396%	69	0.000%	72	9.259%	14	-3.947%	47
9	AKPI	1.600%	86	-9.836%	2	0.000%	96	0.000%	101
10	AKRA	3.226%	79	0.000%	72	6.618%	27	-4.969%	30
11	AMFG	6.122%	59	0.000%	72	0.000%	96	-4.717%	33
12	ANTM	9.091%	43	-1.111%	58	5.217%	39	-4.211%	43
13	APLI	5.479%	63	-1.754%	43	1.176%	87	-1.075%	96
14	ARNA	9.524%	41	-2.632%	29	1.471%	82	-1.818%	86
15	ARTI	0.000%	93	-4.167%	11	13.208%	6	0.000%	101
16	ASGR	11.268%	28	-0.909%	65	14.286%	4	-4.412%	40
17	ASIA	8.333%	45	-1.923%	34	2.000%	75	-2.532%	73
18	ASII	10.027%	37	-2.064%	33	5.303%	37	-2.959%	68
19	ASRI	7.194%	54	0.000%	72	3.774%	52	-8.475%	7
20	AUTO	12.676%	20	-1.439%	50	4.724%	45	-2.239%	78
21	BAYU	11.921%	25	0.000%	72	-3.333%	114	-3.704%	53
22	BIPI	23.846%	5	0.000%	72	0.518%	95	-3.846%	48
23	BKSL	28.000%	4	-5.085%	6	6.522%	28	-3.774%	51
24	BNBR	23.077%	6	0.000%	72	0.000%	96	-5.714%	24
25	BRPT	9.412%	42	5.319%	115	5.556%	36	-2.609%	71
26	BSDE	10.526%	34	-2.222%	30	6.250%	30	-6.818%	12
27	BTON	20.000%	8	-2.899%	21	9.211%	15	-1.471%	88
28	BYAN	0.000%	93	0.000%	72	0.000%	96	0.000%	101
29	CLPI	0.000%	93	-4.571%	8	7.647%	22	-3.030%	66
30	CMNP	2.439%	82	0.000%	72	4.878%	41	-4.444%	39
31	CNKO	21.667%	7	-1.770%	42	9.286%	13	-3.125%	62
32	COWL	-0.952%	112	-2.128%	32	9.756%	10	-6.667%	13

33	CPIN	12.632%	21	-4.545%	9	9.375%	12	-3.352%	58
34	CTRS	5.660%	62	0.000%	72	6.452%	29	-4.688%	35
35	DART	11.570%	27	0.000%	72	4.167%	49	-2.778%	70
36	DEWA	38.333%	2	-4.301%	10	3.636%	55	-4.225%	42
37	DGIK	13.158%	18	-0.980%	63	1.316%	84	-6.369%	15
38	DILD	1.980%	85	-1.887%	36	19.672%	2	-1.266%	91
39	ELSA	16.667%	14	0.000%	72	4.787%	43	-5.970%	21
40	ELTY	19.328%	9	-2.941%	20	6.173%	32	-5.769%	23
41	EMTK	-4.688%	114	0.000%	72	0.000%	96	-0.775%	100
42	ENRG	52.000%	1	-4.000%	13	19.835%	1	-4.839%	32
43	ETWA	5.291%	65	1.205%	107	0.000%	96	-2.222%	79
44	EXCL	0.735%	89	-0.990%	62	2.609%	65	-6.034%	19
45	GJTL	18.182%	11	-0.909%	65	3.191%	59	-3.371%	57
46	GREN	0.000%	93	0.000%	72	-1.429%	112	-0.855%	97
47	GTBO	-10.769%	116	-9.677%	3	7.143%	25	-3.333%	59
48	GZCO	18.866%	10	-1.405%	51	2.004%	74	-4.651%	37
49	HEXA	0.637%	91	-1.840%	39	0.585%	93	-1.429%	89
50	HRUM	0.000%	93	-0.621%	69	2.542%	67	-3.684%	55
51	ICBP	5.224%	66	-2.778%	25	3.636%	55	-3.077%	65
52	IGAR	1.408%	87	0.000%	72	1.111%	89	-20.500%	1
53	IKAI	4.286%	71	3.008%	113	9.091%	17	-4.698%	34
54	INAF	6.410%	56	0.000%	72	8.287%	19	-1.250%	92
55	INCI	5.405%	64	0.000%	72	13.953%	5	-1.961%	82
56	INCO	11.719%	26	-2.759%	26	3.158%	61	-3.209%	60
57	INDF	5.224%	66	-4.762%	7	2.222%	71	-3.175%	61
58	INDS	7.692%	50	-4.118%	12	3.571%	57	0.000%	101
59	INDY	6.250%	58	-1.724%	44	4.762%	44	-5.051%	28
60	INTA	3.226%	79	-1.333%	53	5.882%	34	-6.186%	18
61	INTP	10.638%	33	-0.377%	70	2.053%	73	-6.542%	14
62	INVS	0.000%	93	10.204%	116	0.000%	96	-0.840%	98
63	IPOL	0.000%	93	-1.198%	55	1.835%	80	-1.961%	82
64	ITMG	10.099%	36	-1.786%	40	6.230%	31	-2.804%	69
65	JECC	3.922%	76	-3.509%	18	3.333%	58	-4.918%	31
66	JSMR	7.910%	48	0.000%	72	1.961%	77	-8.209%	8
67	JTPE	0.000%	93	-2.174%	31	1.282%	85	-0.826%	99
68	KAEF	4.545%	68	0.000%	72	14.943%	3	-3.086%	64
69	KBLI	10.769%	31	1.923%	112	0.741%	92	-1.235%	93
70	KIAS	0.877%	88	4.286%	114	0.000%	96	-6.000%	20
71	KIJA	17.333%	13	-8.721%	4	3.646%	54	-4.132%	44
72	KKGI	0.000%	93	-2.703%	27	3.947%	51	-4.027%	46

73	KLBF	3.571%	77	-1.449%	49	1.948%	78	-6.349%	16
74	LAMI	-0.529%	109	0.000%	72	0.000%	96	0.000%	101
75	LCGP	0.000%	93	0.000%	72	8.081%	20	0.000%	101
76	LMPI	0.526%	92	-1.923%	34	-7.843%	116	-1.923%	84
77	LPCK	4.167%	73	-3.627%	17	9.167%	16	-6.250%	17
78	LPKR	-6.522%	115	0.000%	72	0.000%	96	-4.286%	41
79	LTLS	4.225%	72	1.099%	106	11.538%	8	0.000%	101
80	MAIN	4.012%	75	-2.679%	28	11.712%	7	0.741%	114
81	MAPI	3.175%	81	-1.010%	60	3.704%	53	-9.709%	5
82	MDLN	16.000%	15	0.000%	72	2.353%	68	0.000%	101
83	MFMI	0.000%	93	-5.172%	5	4.712%	46	-12.195%	2
84	MITI	2.000%	84	-1.887%	36	10.000%	9	-3.704%	53
85	MLPL	12.346%	22	-3.704%	14	2.564%	66	-10.769%	4
86	MNCN	18.182%	11	-0.943%	64	5.233%	38	-2.273%	76
87	MPPA	8.140%	46	-3.704%	14	1.075%	90	-11.976%	3
88	MYOR	5.714%	61	-0.342%	71	3.015%	62	-5.116%	27
89	NIKL	12.766%	19	-1.613%	45	7.317%	24	-1.149%	94
90	PBRX	3.333%	78	-1.250%	54	0.000%	96	0.000%	101
91	PDES	0.000%	93	0.000%	72	0.000%	96	0.000%	101
92	PGAS	6.923%	55	-2.885%	22	1.379%	83	-4.070%	45
93	PTBA	7.643%	51	-1.156%	56	4.183%	48	-1.096%	95
94	PWON	10.714%	32	0.000%	72	2.247%	70	-2.273%	77
95	PYFA	10.465%	35	-1.117%	57	6.000%	33	-3.008%	67
96	RICY	0.667%	90	-1.000%	61	1.156%	88	-1.667%	87
97	RIGS	0.000%	93	0.000%	72	0.000%	96	-5.405%	26
98	ROTI	0.000%	93	-0.735%	68	0.000%	96	-5.000%	29
99	SCMA	-0.909%	111	1.818%	111	2.273%	69	-1.408%	90
100	SGRO	10.825%	30	-1.493%	48	2.913%	63	-4.651%	36
101	SMGR	15.584%	16	-1.786%	40	4.808%	42	-8.021%	9
102	SMSM	-1.099%	113	0.000%	72	0.524%	94	-3.846%	48
103	TINS	7.735%	49	0.000%	72	7.143%	25	-5.505%	25
104	TIRT	12.308%	23	-1.613%	45	9.722%	11	-2.597%	72
105	TLKM	4.167%	73	1.342%	108	-1.948%	113	-2.041%	80
106	TMPO	10.909%	29	-3.333%	19	2.899%	64	-2.410%	74
107	TPIA	6.383%	57	0.000%	72	3.175%	60	0.649%	113
108	TRIL	14.063%	17	0.000%	72	-4.673%	115	-3.125%	62
109	TRST	7.317%	53	-1.887%	36	8.475%	18	0.000%	101
110	TSPC	0.000%	93	0.000%	72	-0.917%	110	-3.727%	52
111	TURI	2.381%	83	1.493%	109	1.282%	85	0.000%	101
112	ULTJ	0.000%	93	1.724%	110	1.852%	79	-5.882%	22

113	UNSP	29.630%	3	-1.389%	52	5.670%	35	-3.797%	50
114	UNTR	4.375%	70	-3.696%	16	7.551%	23	-7.520%	10
115	UNVR	8.966%	44	-1.558%	47	1.975%	76	-1.881%	85
116	WIKA	7.937%	47	0.000%	72	2.151%	72	-4.615%	38

Lampiran B

Analisa Sampel Saham Winner-Loser Non Syariah

No	Kode	Kenaikkan Satu Hari (%)	Rank	Penurunan Satu Hari (%)	Rank	Kenaikkan Dua Hari (%)	Rank	Penurunan Dua Hari (%)	Rank
1	ABDA	-6.494%	58	-2.941%	15	0.000%	41	0.000%	45
2	ADMF	2.809%	32	-1.818%	25	0.508%	40	-2.991%	31
3	AGRO	6.557%	21	1.342%	53	16.667%	1	-4.167%	21
4	AHAP	0.000%	39	0.000%	38	0.000%	41	0.000%	45
5	AMAG	4.808%	28	0.000%	38	2.649%	31	-2.778%	34
6	AMRT	0.000%	39	0.000%	38	0.000%	41	-0.862%	44
7	APIC	0.000%	39	0.000%	38	13.669%	2	-1.852%	38
8	BBCA	5.000%	27	-2.516%	18	2.128%	34	-7.813%	6
9	BBKP	9.474%	16	-3.175%	10	6.452%	8	-1.538%	40
10	BBLD	15.217%	5	3.773%	57	-4.688%	57	-6.249%	12
11	BBNI	4.348%	30	-1.274%	30	0.676%	38	-4.930%	16
12	BBRI	5.195%	26	-5.102%	3	11.215%	3	-5.102%	15
13	BBTN	9.821%	15	-3.731%	7	4.202%	19	-10.625%	3
14	BDMN	7.527%	18	1.031%	51	8.257%	4	-2.857%	33
15	BEKS	0.000%	39	0.000%	38	2.564%	33	0.625%	55
16	BFIN	0.000%	39	-3.077%	13	0.581%	39	2.778%	57
17	BHIT	34.959%	1	-4.762%	4	5.333%	12	-3.977%	24
18	BKSW	2.632%	33	0.000%	38	0.000%	41	10.000%	58
19	BMRI	-0.980%	55	-1.587%	27	3.759%	22	-6.250%	11
20	BNGA	1.010%	38	-3.101%	12	3.738%	23	-7.738%	7
21	BNII	5.882%	25	-2.353%	21	-1.163%	55	-12.698%	2
22	BORN	0.000%	39	-3.478%	8	3.509%	25	-3.488%	27
23	BTEL	9.924%	14	-1.429%	28	0.000%	41	0.000%	45
24	BTPN	19.672%	4	0.000%	38	1.351%	36	-1.439%	41
25	BUMI	19.883%	3	-2.830%	16	5.042%	14	-3.200%	29
26	DAVO	13.115%	9	-1.923%	24	0.000%	41	-4.054%	23
27	DOID	6.329%	24	0.000%	38	4.225%	18	-6.410%	10
28	FREN	0.000%	39	0.000%	38	4.494%	16	0.000%	45
29	FASW	0.000%	39	-0.847%	35	0.000%	41	-4.464%	20
30	GGRM	13.208%	8	-0.847%	35	2.574%	32	-8.323%	5
31	IMAS	0.000%	39	-0.901%	33	6.667%	6	-3.922%	25
32	INAIK	7.527%	18	-1.724%	26	4.918%	15	-8.696%	4

33	INPC	-1.613%	56	-2.105%	23	0.000%	41	-1.980%	36
34	ISAT	2.538%	34	-0.885%	34	2.667%	30	-7.009%	8
35	ITMA	0.000%	39	0.000%	38	0.000%	41	-4.688%	17
36	JPFA	6.452%	22	-4.061%	5	0.000%	41	-4.688%	17
37	KBLV	0.000%	39	-7.407%	1	0.000%	41	0.000%	45
38	LPLI	6.429%	23	7.182%	58	4.255%	17	-4.082%	22
39	MDRN	0.000%	39	2.020%	54	-1.724%	56	0.000%	45
40	MEDC	11.000%	10	2.020%	54	6.667%	6	-3.053%	30
41	MFIN	-4.412%	57	-2.727%	17	6.452%	8	-5.556%	13
42	MYTX	7.843%	17	0.000%	38	5.085%	13	0.000%	45
43	PKPK	2.500%	35	-2.439%	19	2.857%	28	-4.571%	19
44	PLAS	10.345%	13	-0.781%	37	0.735%	37	0.000%	45
45	PNBN	15.000%	6	-1.299%	29	6.329%	10	-5.405%	14
46	PNIN	3.750%	31	-3.774%	6	3.191%	27	-1.923%	37
47	PNLF	7.317%	20	-2.290%	22	6.780%	5	-2.927%	32
48	POLY	13.433%	7	-7.143%	2	6.000%	11	-6.667%	9
49	PUDP	0.000%	39	-3.125%	11	3.280%	26	0.000%	45
50	RUIS	-0.541%	54	-3.333%	9	4.167%	20	-2.439%	35
51	SDRA	10.638%	12	-1.000%	32	4.000%	21	-14.286%	1
52	SMAR	10.714%	11	0.000%	38	0.000%	41	-0.990%	43
53	TBIG	0.000%	39	0.000%	38	1.626%	35	-3.846%	26
54	TKIM	1.242%	37	-1.042%	31	3.704%	24	0.862%	56
55	TMPI	34.711%	2	-2.381%	20	2.721%	29	-1.408%	42
56	TRAM	2.151%	36	1.136%	52	0.000%	41	-1.639%	39
57	TRIO	4.545%	29	2.500%	56	0.000%	41	0.000%	45
58	WOMF	0.000%	39	-2.985%	14	-11.111%	58	-3.448%	28