

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Fenomena keuangan (Fama, 1970) mengenai pasar efisien yang telah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu dalam teori *Efficient Market Hypothesis*, dimulai dari penelitian yang dilakukan pada tahun 1970. Merupakan bukti bahwa masa depan dapat diprediksi didasarkan dari penelitian di masa lalu. Hal ini ditambahkan dengan adanya perilaku yang bersifat heuristik dari investor, yang menantang asumsi dari penetapan harga yang rasional dengan *overreaction* dan *underreaction*.

Penelitian mengenai *overreaction effect* (R. Thaler & de Bondt, 1985) menarik untuk para peneliti, ini digambarkan dengan banyak penelitian mengenai pasar saham telah dilakukan selama lebih dari dekade. Penelitian ini didasarkan dari adanya teori *behavioral finance*, tahun 1985 Richard Thaler seorang ekonom memperkenalkan konsep *behavioral finance* secara resmi dalam sebuah makalah berjudul *Towards a Positive Theory of Consumer Choice*.

Penelitian mengenai *Behavioral finance* (Pompian.M.Michael., n.d.) yang merupakan induk dari *overreaction* telah dilakukan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Thaler, yang menunjukkan bahwa investor seringkali tidak sepenuhnya rasional dan dapat mempengaruhi faktor psikologis dan *prospect* teori. Konsep ini dikembangkan lagi oleh Richard Thaler dan De Bondt, yang melihat bahwa investor cenderung untuk melakukan *overreaction effect* terhadap informasi yang baru (R. Thaler & de Bondt, 1985).

*Overreaction* merupakan penelitian yang bersumber dari *behavioral finance*, dimana fenomena pasar yang memiliki sifat terlalu bereaksi terhadap informasi baru atau perubahan dalam pasar, sehingga harga pasar menjadi sangat mudah untuk turun maupun naik, ini dapat terjadi terlalu jauh diluar dari nilai intrinsik yang sebenarnya. (R. Thaler & de Bondt, 1985). Dalam penelitian *overreaction* yang dilakukan di China pada 1999, digambarkan bahwa harga saham

secara sistematis mampu untuk melampaui batas dan akibat dari hal tersebut maha terjadi prediksi yang sebaliknya, dari kinerja masa lalu. Hal ini didasarkan dari adanya volatilitas pasar yang tinggi karena banyak investor individu mengambil keputusan dengan tidak rasional (Baytas & Cakici, 1999).

Investasi yang dilakukan investor (Lucey & Dowling, n.d.) pada pasar saham, untuk mendapatkan keuntungan yang besar, *overreaction effect* hadir dalam perannya dengan memberikan peluang investasi yang lebih menguntungkan, sehingga mampu untuk memprediksi dan mengidentifikasi tren pasar yang terlalu berlebihan, jika pasar memiliki reaksi yang terlalu negatif terhadap suatu berita, maka saham dapat dibeli oleh investor tersebut dengan harga yang rendah, dan investor akan mendapatkan keuntungan ketika pasar kembali normal (R. Thaler & de Bondt, 1985). *overreaction* Temuan dari peneliti lainnya DeBondt dan Thaler mendapatkan hasil penelitian bahwa di Jepang terdapat bukti yang mendukung adanya *overreaction* dan momentum (Daniel et al., 1998b).

*Overreaction effect* juga dapat memberikan bukti, mengenai adanya penurunan saham yang berada di bawah harga rata-rata dimana penurunan harga saham yang terjadi didukung dengan banyak bukti empiris yang konsisten (ada 15 bukti) yang menggambarkan bahwa *overreaction* terjadi (Howe, 1986). *Overreaction effect* dapat pula terjadi pada penelitian dalam jangka pendek, yang digambarkan bahwa adanya *overreaction*, didasarkan dari abnormal *return* pada strategi pembelian dimana dilakukan membeli saham yang kalah dan menjualnya ketika sudah menjadi saham pemenang, walau dengan adanya risiko loser dan *winner* yang kadangkala tidak konstan (K. C. Chan, 1988), yang bisa saja hanya terpaut 5%-10% dari ketika membeli saham tersebut (Chopra et al., 1992).

*Overreaction* yang tercatat diuji kembali di Spanyol pada 1990, hal ini dilakukan dengan adanya konsisten dengan prediksi reaksi yang berlebihan, didapatkan hasil masih sesuai dengan penelitian yang dilakukan DeBondt dan Thaler, bahwa portofolio loser ditemukan lebih unggul dibandingkan dengan portofolio *winner* selama bertahun-tahun setelah periode pembentukan, rentang keuntungan yang terjadi antara portofolio loser dan *winner* selama bertahun-tahun adalah 24.5% (Alonso & Rubio, 1990). *Overreaction effect* dapat terjadi ketika

investor terlalu memperhatikan berita dan menanggapi berita tersebut dengan terlalu berlebihan, sehingga adanya inefisiensi yang substansial dalam pasar saham, dan kinerja saham dapat diprediksi menjadi pengembalian yang bersifat *overreaction* sekitar 20 %.(Page & Way, 1992). *Overreaction effect* yang terjadi karena adanya berita buruk juga ditemukan oleh Brown dan Harlow yang menemukan bahwa reaksi investor seringkali terjadi ketika datangnya berita buruk (Brown et al., 1988).

Penelitian *overreaction effect* di negara Brazil, mendapatkan hasil yang sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler, terjadi volatilitas ekstrim pada tahun 1980-an di negara Brazil dan kemungkinannya tidak terbatas (Da Costa, 1994). *Overreaction* juga dapat terjadi dalam penelitian jangka panjang, terdeteksi adanya pola deret dalam *return* saham, yang dapat menggambarkan bahwa bias terjadi pada penelitian yang terjadi di New York (Loughran & Ritter, 1996).

De Bondt dan Thaler setelah meneliti mengenai pembelian saham yang rugi, memiliki anggapan bahwa membeli saham yang merugi atau memiliki kinerja yang buruk, dan menjual saham yang berkinerja baik selama tiga sampai lima tahun, dapat menghasilkan profit yang memuaskan selama periode tiga sampai lima tahun kedepan tersebut. Ini disebut dengan teori abnormal *return* dalam strategi kontrarian (R. Thaler & de Bondt, 1985). De Bondt dan Thaler juga mendapatkan hasil mengenai saham-saham yang mengalami keuntungan modal ekstrem atau kerugian modal ekstrem selama periode penelitian lima tahun. Yang secara lebih dikenal dengan *winner* dan *losers* dibentuk tergantung pada kelebihan pengembalian yang terjadi pada masa lalu, dibandingkan dengan beberapa variabel informasi yang dihasilkan perusahaan seperti pendapatan. Dimana hal ini mengikuti pendapat Fama bahwa argument sebelumnya dapat disebut dengan menuliskan kondisi pasar yang efisien (Fama, 1970).

*Overreaction* dapat didasarkan dari beberapa kejadian yang melanggar teori dari efisiensi pasar. Modal biasa maupun dialami oleh pasar modal syariah yang mungkin juga akan mengalami inefisiensi pasar (Mujadiddah et al., 2020). Penelitian Mujadiddah didasarkan dari penelitian De Bondt yang menunjukkan

bahwa portofolio *winner* dan losers dibentuk atas dasar pengembalian yang berlebih yang disesuaikan dengan pasar, tidak secara sistematis berbeda sehubungan dengan nilai pasar ekuitas, De Bondt dan Thaler menjelaskan mengenai desain penelitian dasar yang digunakan untuk membantuk pemenang portofolio losers.

Penelitian lainnya mengenai fenomena *overreaction* dilakukan di China menunjukkan ketika informasi baru masuk, para investor sering melakukan *overreaction* pada periode awal, yang akan menyebabkan harga yang menyimpang dari nilai fundamentalnya, yang kemudian akan dikoreksi dengan cara mengembalikan harga ke nilai fundamental, ketika pedagang saham bersifat secara rasional dan membeli dengan sifat yang optimis, ditambah mendengar adanya informasi yang baik, kemudian terjadi dalam momentum jangka pendek, maka hal ini akan berakibat pada adanya reaksi yang berlebihan terhadap berita asimetris, dimana portofolio yang kalah akan lebih bereaksi dibandingkan dengan portofolio yang menang (Reddy et al., 2020).

*Overreaction* memiliki sifat anomaly, yang di dalamnya terdapat satu hal yang menjadi parameternya, yaitu portofolio *winner* losers, selama beberapa tahun penelitian mengenai *winner* dan losers ini merupakan salah satu anomaly yang tidak sejalan dengan efisiensi pasar modal yang dikemukakan oleh De Bondt dan Thaler (R. Thaler & de Bondt, 1985) Anomaly *winner*-loser ini terjadi akibat adanya reaksi yang berlebihan dari masyarakat investor dalam menilai suatu saham yang diakibatkan oleh suatu informasi yang dianggap baik atau buruk. Hal ini dapat berakibat pada terjadinya pembalikan atau reversal pada saham-saham di pasar modal di Indonesia.

*Overreaction* dapat diakibatkan oleh beberapa hal yang dapat menyebabkan terjadinya *overreaction* tersebut, salah satu faktor tersebut merupakan sentiment investor, sentiment investor menggambarkan mengenai krisis orang yang cenderung tidak dapat mengontrol dirinya dengan baik (Guo et al., 2017). Hasil penelitian *overreaction effect* terkadang dapat bersifat stationer atau dengan kata lain tidak konsisten selama periode waktu yang dilakukan dalam penelitian (Chen & Sauer, 1997). Pada penelitian tersebut menunjukkan adanya fenomena yang signifikan yang terjadi dalam pasar saham. Namun meskipun banyak penelitian

yang telah dilakukan sebelumnya, masih ada GAP teoritis yang perlu dipahami dengan lebih baik. Dalam penelitian *overreaction* di Amerika Serikat (Bordalo et al., 2020), Amerika memiliki pengaruh yang kuat dalam bentuk opini dan persepsi public. Media seringkali mengekspos masalah dan peristiwa yang ada dengan cara yang berlebihan untuk menarik perhatian dari pembaca, sehingga hal ini dapat memicu reaksi yang berlebihan dari masyarakat, selain dari segi opini, Amerika seringkali diserang kekhawatiran akan keamanan yang akan memicu reaksi yang berlebihan dari investor.

Reaksi yang berlebihan dari investor atau disebut juga *overreaction* dilakukan di benua Asia (Ma et al., 2018), hasil Me et al didapatkan bahwa terdapat berbagai kebudayaan di Asia yang dapat menimbulkan konflik, dimana orang – orang akan merespons dengan emosi, yang dapat memicu *overreaction*, selain budaya informasi yang didapat secara berlebihan dari media dapat membuat investor langsung percaya berita tanpa mencari tahu kebenarannya terlebih dahulu, sehingga hal ini menimbulkan reaksi yang berlebihan. *overreaction effect* merupakan penelitian yang dilakukan agar dapat mengetahui gambaran mengenai pasar serta mengidentifikasinya. Dengan *overreaction*, investor dapat memahami apa yang akan dilakukan, serta apa yang akan terjadi pada tahapan selanjutnya, yang dilakukan dengan metode yang mendalam untuk mengenali seperti apa trend – trend yang akan terjadi pada pasar saham yang diteliti.

Penelitian diantaranya dilakukan di Indonesia, dalam beberapa tahun ini sudah banyak dilakukan penelitian *overreaction* secara mendalam, yang menggambarkan bahwa volatilitas *return* saham yang terjadi dari dasar *overreaction* memberikan dampak terhadap Bursa Efek Indonesia, dalam penelitian terdahulu lainnya di Indonesia menggambarkan bahwa banyak kejadian-kejadian *overreaction effect* telah terjadi di Indonesia pada saham Bursa Efek Indonesia (Sumiyana, 2009). Sumiyana melakukan penelitian *overreaction effect* yang akan dilakukan dengan objek sebelas sektor yang ada di Bursa Efek Indonesia, dikarenakan pada tahun 2021 Bursa Efek Indonesia, sejak 25 Januari 2021 Bursa Efek Indonesia dengan resmi menerapkan sebelas sektor baru dalam pengelompokannya, ini dilakukan dengan sistem klasifikasi yang nantinya

diharapkan perhitungan valuasi menjadi lebih fair, sebelum sebelas sektor ini bursa Indonesia telah mengelompokkan dan 9 sektor dengan 56 sub sektornya, sekarang diberlakukan menjadi sebelas sektor.

Penelitian mengenai *overreaction* di Indonesia dapat dianggap sebagai hal yang relatif masih baru, dan menarik untuk diteliti dalam bidang keuangan ekonomi. *overreaction effect* ini sebuah konsep yang merujuk pada kecenderungan investor untuk bereaksi terlalu berlebihan pada suatu informasi baru. Pada pasar saham Indonesia yang dilakukan untuk mengamati bahwa harga saham yang terjadi di dalam Bursa Efek Indonesia dapat mengalami pergerakan harga saham yang tidak wajar atau tidak proporsional dengan kondisi yang terjadi pada biasanya. Secara teori *overreaction* di Indonesia dapat memberikan wawasan secara teoritis mengenai hal yang dapat mempengaruhi *overreaction*.

Teori yang didapatkan dalam penelitian ini berhubungan pada teori perilaku pasar yang mendasari terjadinya *overreaction effect*, ada beberapa teori yang biasanya digunakan. Dan telah dilakukan pada penelitian-penelitian terdahulu pada berbagai negara. Teori *Efficient Market Hypothesis* berisi mengenai fenomena *overreaction* memiliki sumber teori dari *InEfficient Market Hypothesis*, dalam hipotesis pasar efisien (Fama, 1970) merupakan teori yang mengatakan bahwa harga saham merupakan cerminan dari semua informasi pasar yang ada, dan oleh karena itu mungkin menghasilkan pendapatan *abnormal return* yang signifikan. Dengan adanya efek dari *return reversal effect* investor dapat memperoleh *return abnormal* yang signifikan, dimana hal ini mendekati bentuk lemah dari hipotesis teori pasar efisien (Fama, 1970; Malkiel, 1989; C. Zhang et al., 2018).

Studi *overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia merupakan hal yang penting karena dapat memberikan pemahaman dengan lebih mendalam mengenai perilaku pasar yang terjadi di Indonesia, serta dapat memberikan masukan untuk investor mengenai pengambilan keputusan investasi. Penelitian yang dilakukan untuk menguji hipotesis *overreaction effect* di pasar saham Indonesia dapat memperluas literatur akademis dan memberikan kontribusi praktis bagi investor dan pengambil keputusan investasi. Untuk mengukur fluktuasi (Schadner, 2021a) yang terjadi dalam pasar saham dapat dilihat dari volatilitas yang

terjadi pada pasar saham. Volatilitas merupakan ukuran dari variabelitas atau fluktuasi harga saham dari waktu ke waktu. Volatilitas *return* saham dihitung sebagai standar deviasi dari *return* harian atau bulanan selama periode tertentu. Semakin besar volatilitas dari *return* saham maka semakin besar adanya pergerakan harga saham yang tajam dan tidak stabil. Bahkan dalam berbagai kasus volatilitas *return* saham dapat dianggap sebagai risiko dari investasi karena dapat mengakibatkan kerugian besar bagi investor (Irma, 2016).

Volatilitas *return* saham di Amerika Serikat menggambarkan bahwa volatilitas *return* saham cenderung terkonsentrasi pada periode tertentu dan tidak stabil dari waktu ke waktu (Eagle, 1982). Di Amerika untuk volatilitas yang stabil diperlukan sifat rasional dari investor, dengan adanya sentimen investor yang tinggi akan mempengaruhi tradeoff. Intuisi dari investor diharapkan mampu diatas rata-rata untuk mendapatkan *return* yang lebih dari umumnya (Yu & Yuan, 2011).

Volatilitas *return* saham di Asia dipengaruhi oleh likuiditas pasar, kebijakan moneter, dan perkembangan ekonomi global, dan faktor politik dan kebijakan pemerintah yang akan sangat berdampak dalam pergerakan volatilitas (Chang et al, 2010). Faktor politik menghasilkan volatilitas yang tinggi, untuk memperbaiki kepercayaan investor perusahaan diharapkan untuk memperbaiki kinerja dan mengelola perusahaan (Huang et al., 2011). Periode penelitian dilakukan saat covid – 19. Dilihat dari volatilitas *overreaction effect*, terlihat dari berbagai fase covid 19. Dapat dilihat bahwa indikator ketidakpastian dapat dipengaruhi dari segi pertumbuhan infeksi, ketidakpastian kebijakan ekonomi, dan mengenai penyakit yang menular (Shaikh, 2021).

Kejadian lain mengenai *overreaction* pada penelitian terdahulu adalah pada krisis keuangan yang terjadi mulai dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2008, yang memiliki dampak signifikan terhadap kawasan Asia Tenggara. Banyak hal yang terjadi pada krisis tersebut. Adanya *overreaction* terhadap kondisi ekonomi pada saat itu. Krisis itu memberikan dampak yang besar terhadap pasar keuangan, ini ditandai dengan adanya dampak yang signifikan terhadap pasar negara berkembang, termasuk dalam kawasan Asia Tenggara, penelitian (Harjoto et al., 2017).

Penelitian *overreaction* yang terjadi di Indonesia saat covid-19. Diantaranya dilakukan oleh Siti Komariah dan Windi Andriyani (2022) dengan hasil penelitiannya dari 69 perusahaan manufaktur terdapat 26 saham yang terindikasi *winner*, ini menggambarkan bahwa dari keseluruhan pengujian tidak terjadi *overreaction* yang signifikan (Komariah & Andriyani, 2022). Penelitian ini dilakukan agar dapat mengetahui apakah terdapat *overreaction* pada sebelas sektor perusahaan saat covid-19, yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia, dimana penelitian ini belum pernah dilakukan sebelumnya.

Efek dari pandemic Covid-19 yang sangat besar peneliti ingin mengetahui mengenai *overreaction effect* yang terjadi pada pasar keuangan di Indonesia. Hal ini dikarenakan ketika dilihat dari beberapa fenomena yang terjadi di Indonesia dari dimulainya pandemic Covid-19 telah ditemukan di Indonesia ada banyak hal yang menarik perhatian peneliti untuk diteliti. Beberapa diantaranya adalah orang banyak berburu bahan keseharian lebih dari sewajarnya, hal tersebut termasuk obat dan hal lainnya.

Novelty penelitiannya dalam penelitian ini dari cakupan sampel penelitiannya lebih banyak sebelas sektor saham yang ada di Bursa Efek Indonesia. Sementara pada penelitian-penelitian sebelumnya belum ada yang meneliti pada Bursa Efek Indonesia langsung untuk sebelas sektor saham. Novelty lainnya adalah dalam penelitian ini terjadi momentum pada sektor transportasi dan logistik, *financials*, dan *basic material* selama tiga periode waktu penelitian di awal pada *short term analysis* ini menggambarkan bahwa ketika peristiwa sudah terjadi, tidak ada *overreaction* yang langsung terjadi seperti pada penelitian yang telah dilakukan terdahulu.

Dikarenakan ingin mendapatkan hasil yang lebih mendalam mengenai *overreaction* (reaksi yang berlebihan dari pasar saham), dalam disertasi ini memperdalam mengenai anomaly *overreaction effect* pada pandemic covid -19 yang terjadi (sampai dengan saat ini) pada sebelas sektor yang ada di Bursa Efek Indonesia. Dengan Judul : **Studi *Overreaction Effect* pada Bursa Efek Indonesia.**

## 1.2 Rumusan Masalah.

Rini Larasati Irawan, 2023  
*STUDI OVERREACTION EFFECT PADA BURSA EFEK INDONESIA*

Didasarkan dari paparan yang ada dalam latar belakang mengenai *overreaction*, penulis menulis sejumlah masalah dalam penelitian. Mengenai analisis fenomena bahwa pasar saham mungkin terjadi reaksi yang berlebihan, maka didasarkan dari kesulitan-kesulitan yang ada. Hal – hal tersebut dapat meliputi:

1. Apakah terjadi *overreaction* pada sebelas sektor selama covid terjadi pada Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah terdapat volatilitas *overreaction effect* pada sebelas sektor saham di Bursa Efek Indonesia?

### **1.3 Tujuan Penelitian.**

Didasarkan dari rumusan masalah yang telah dibuat, tujuan penelitian adalah sebagai berikut:

Untuk mengetahui apakah terdapat *overreaction* sepanjang periode penelitian yang dilakukan, mulai dari bulan Maret tahun 2020 sampai dengan bulan Agustus tahun 2022.

Apakah *overreaction effect* terjadi pada sebelas sektor di Bursa Efek Indonesia, atau hanya pada beberapa sektor saham saja.

Apakah volatilitas *return* saham terjadi selama periode penelitian berlangsung.

### **1.4 Manfaat Penelitian.**

#### **a. Bagi Akademisi.**

Membantu akademisi dalam memahami dinamika pasar keuangan yang kompleks dan fluktuatif. Dengan mempelajari fenomena *overreaction effect*, akademisi dapat memperoleh wawasan yang lebih dalam tentang bagaimana pasar keuangan beroperasi dan bagaimana perilaku investor memengaruhi fluktuasi pasar.

Dalam pengembangan teori keuangan penelitian mengenai *overreaction* dapat membantu akademisi dalam mengembangkan teori keuangan yang lebih baik dan akurat.

#### **b. Bagi Pemerintah.**

Penelitian ini memiliki manfaat terhadap pemerintah dan pembuat kebijakan mengenai investasi yang terjadi di Indonesia. Dalam hal regulasi pasar keuangan yang akan membantu pemerintah dalam merancang regulasi keuangan yang lebih baik. Hal ini dapat diterapkan dengan pemerintah memberikan aturan yang lebih ketat terhadap praktik-praktik spekulatif yang dapat memicu *overreaction*. Pemerintah juga dapat memanfaatkan hasil penelitian ini untuk merancang kebijakan fiskal dan moneter yang lebih efektif.

c. Bagi Investor.

Penelitian ini dapat bermanfaat untuk memahami kapan harus membeli atau kapan harus menjual saham, melihat trend apa yang sedang terjadi dan akan terjadi sehingga investor mengetahui kapan harga saham bergerak berlebihan atau tidak.