

Reaksi Pasar Yang Berlebihan

Oleh: A An Arief Jusuf

(Staf Pengajar Program Studi Manajemen, Universitas Widya Kartika Surabaya)

Abstrak

Pasar efisien pertama kali digunakan dalam konteks pasar sekuritas oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969). Setiap hari terdapat aliran informasi yang dipublikasikan untuk para investor di pasar modal. Jika informasi-informasi tersebut relevan, maka harga saham akan terpengaruh. Penelitian yang dilakukan oleh Keith C. Brown dan W. V. Harlow (1988) menggunakan dua segi dari *Efficient Market Hypothesis*, yaitu (1) kecepatan informasi mempengaruhi harga saham, dan (2) koreksi yang terjadi. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa berita positif mengakibatkan reaksi “lembut” yang kurang mencerminkan efisiensi pasar. Reaksi terjadi dengan segera, dan berlangsung dalam waktu yang lama. Even negatif mengakibatkan reaksi yang kuat. Investor publik memberikan penilaian lebih terhadap saham-saham yang sedang mengalami pertumbuhan, dan memberikan penilaian yang kurang terhadap saham-saham yang memiliki nilai intrinsik yang tinggi.

Kata kunci: *Efficient Market Hypothesis*

Pendahuluan

Kejadian-kejadian yang cenderung mempengaruhi perusahaan saat ini adalah masalah hukum yang tidak terduga, restrukturisasi korporasi, pengumuman laba dan merger, dan perubahan dalam manajemen. Reaksi yang berlebihan terjadi ketika pengumuman yang tidak terduga (yang diharapkan atau yang tidak diharapkan) mempengaruhi harga (kenaikan atau penurunan) melebihi nilai aktual. Implikasi yang paling menarik berhubungan dengan reaksi pasar yang berlebihan adalah potensi perolehan *abnormal profit* dari menjual atau membeli saham.

Investor seringkali mengamati pergerakan harga saham, dan melakukan transaksi dengan harapan untuk memperoleh keuntungan. Durasi investasi para investor tidak sama, begitu pula dengan reaksi mereka terhadap informasi yang diserap. Informasi tersebut dapat berupa berita yang dipublikasikan, ataupun rekomendasi dari lembaga investasi.

Reaksi Harga Saham

Pasar efisien pertama kali digunakan dalam konteks pasar sekuritas oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969). Mereka mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar yang dapat melakukan penyesuaian dengan cepat terhadap informasi baru. Setiap hari terdapat aliran informasi yang dipublikasikan untuk para investor di pasar modal. Jika informasi-informasi tersebut relevan, maka harga saham akan terpengaruh.

Penelitian yang dilakukan oleh Keith C. Brown dan W. V. Harlow (1988) mengenai reaksi para investor yang berlebihan di New York Stock Exchange lebih dari 40 dekade lalu. Mereka menggunakan dua segi dari *Efficient Market Hypothesis*, yaitu (1) kecepatan informasi mempengaruhi harga saham, dan (2) koreksi yang

terjadi. Beberapa even tertentu dapat mempengaruhi telah mempengaruhi suatu perekonomian secara keseluruhan, seperti tulip bulb mania pada abad ke 17 di Belanda.

Berita positif mengakibatkan reaksi “lembut” yang kurang mencerminkan efisiensi pasar. Reaksi terjadi dengan segera, dan berlangsung dalam waktu yang lama. Even negatif mengakibatkan reaksi yang kuat. Pergerakan ekstrim di harga saham akan diikuti dengan pergerakan arah sebaliknya, dan semakin pendek durasi pergerakan harga saham maka durasi reaksi yang terjadi juga semakin singkat. Hal ini dapat diamati pada pasar modal di Indonesia. Setelah ada berita krisis sub-prime mortgage di Amerika Serikat mengakibatkan turunnya IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) ke level 1.863,36 pada 16 Agustus 2007 dari dua hari sebelumnya 2.200,93, namun IHSG segera *rebound* relatif cepat pada hari-hari berikutnya.

Anomali *winner-loser* pertama kali dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1986). Menggunakan data pasar modal Amerika Serikat, DeBondt dan Thaler menemukan bahwa saham-saham pada mulanya memberikan keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Hal ini mengakibatkan investor yang membeli saham-saham loser, dan menjual saham-saham tersebut saat menjadi *winner* akan memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan.

DeBondt dan Thaler menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* adalah hipotesis *overreaction*. Hipotesis ini menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi yang diterima. Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga pasar yang terlalu tinggi jika ada berita positif. Sebaliknya, pasar akan menetapkan harga yang terlalu rendah jika ada berita negatif.

Penelitian di Indonesia

Penelitian mengenai topik yang sama juga dilakukan oleh Susiyanto dalam Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan (2002). Dengan menggunakan data mingguan selama periode tahun 1994-1996 Susiyanto dalam Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan (2002) menyimpulkan bahwa portofolio kalah tidak menunjukkan kinerja yang positif, dan hanya portofolio menang yang menunjukkan adanya efek reaksi berlebihan.

Gelembung Pasar Modal

Beberapa gelembung besar pasar modal (kenaikan harga saham yang terjadi secara drastis dalam periode yang singkat) sering kali diciptakan oleh spekulasi besar. Kenaikan harga saham yang terjadi secara terus-menerus dalam periode tertentu seringkali menarik minat investor ritel untuk turut berpartisipasi dengan melakukan pembelian saham. Gelembung-gelembung ini mengakibatkan ketidaktepatan penilaian aset dan kewajiban (Doffou, 2007).

Penilaian aset dengan menggunakan metode *present value* yang standar mungkin dapat gagal ketika secara infinitif banyak aset dapat diperdagangkan. Ketika terjadi gelembung dalam pasar modal terjadi proses pengorganisasian sendiri di antara para *traders*. Hal ini menyebabkan terciptanya harga keseimbangan yang berbeda dari nilai intrinsiknya (Doffou, 2007).

Insider Trading

Informasi publik yang diterima pihak luar perusahaan dapat mengakibatkan penyimpangan harga pasar saham dari nilai perusahaan sebenarnya yang diketahui oleh pihak dalaman (pihak yang memiliki informasi lebih dari publik). Penyimpangan-penyimpangan tersebut dapat timbul jika biaya arbitrase dan resiko mengakibatkan pihak dalaman merasa tidak diuntungkan, sehingga pihak dalaman dengan segera melaksanakan beberapa hal yang dianggap perlu untuk mengembalikan keadaan tersebut ke kondisi yang wajar.

Seyhun (1986) dalam Rozeff dan Zaman (1998) menunjukkan bahwa pihak dalaman cenderung melakukan transaksi beli setelah harga saham mengalami penurunan dan cenderung menjual ketika harga saham mengalami kenaikan. Haugen (1995) dalam Rozeff dan Zaman (1998) mengemukakan bahwa terdapat tendensi sistematis pihak luar (investor publik) memproyeksikan pertumbuhan perusahaan terlalu jauh di masa depan dan meremehkan potensi pemulihan perusahaan-perusahaan yang berada dalam tekanan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rozeff dan Zaman (1998) proporsi dari transaksi beli oleh pihak dalaman secara positif terhubung dengan rasio arus kas terhadap harga saham dan secara negatif terhubung dengan pengembalian saham. Hal ini membuktikan bahwa investor publik memberikan penilaian lebih terhadap saham-saham yang sedang mengalami pertumbuhan, dan memberikan penilaian yang kurang terhadap saham-saham yang memiliki nilai intrinsik yang tinggi. Penjualan saham-saham yang mengalami pertumbuhan (harga) oleh pihak dalaman dapat disebabkan mereka memiliki porsi kepemilikan yang lebih besar daripada investor publik.

Kesimpulan

1. Ada kecenderungan investor yang membeli saham-saham loser, dan menjual saham-saham tersebut saat menjadi *winner* akan memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan.
2. Ada kecenderungan investor publik memberikan penilaian lebih terhadap saham-saham yang sedang mengalami pertumbuhan, dan memberikan penilaian yang kurang terhadap saham-saham yang memiliki nilai intrinsik yang tinggi.

Daftar Pustaka

- Brown, K.C., dan W. Harlow. 1988. Market Overreaction: Magnitude and Intensity. *Journal of Portfolio Management*, Winter, pp. 6-13
- Doffou, A. 2007. Empirical Tests for Bubbles in the Asian Emerging Stock Markets. *Cambridge Business Review*, 8 (1), pp. 75-79
- De Bondt, W. F. M., dan Thaler, R. H. 1986. Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40 (3), pp. 793-807
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., dan Roll, R. 1969. The Adjustment Of Stock Prices To New Information. *International Economic Review*, 10, pp. 1-27

Rozeff, M. S., dan Zaman, M. A. 1998. Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios. *The Journal of Finance*, 53 (2), pp. 701-716

Susianto, M. F. 2002. Market Overreaction in Indonesian Stock Market. Dalam Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan (pp.349-362). Yogyakarta: BPF.