

## FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TERJADINYA *PRICE REVERSAL*

Studi pada saham-saham yang Terdaftar pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2018-2020

Ananda Anisya Salsabila<sup>(1)</sup>

[ananda.anisya@gmail.com](mailto:ananda.anisya@gmail.com)

Dwi Irawati<sup>(2)</sup> dan Mahendra Galih Prasaja<sup>(3)</sup>

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi  
Universitas Muhammdiyah Purworejo

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya *price reversal*. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, menggunakan data sekunder dengan jumlah sampel 70 saham perusahaan yang terdiri dari masing-masing 35 saham dengan *abnormal return* tertinggi dan terendah pada setiap pengamatan. Penelitian ini menggunakan data triwulan dengan periode observasi selama 3 tahun terhitung pada Januari 2018 sampai dengan Desember 2020. Metode yang digunakan adalah uji beda *wilcoxon signed ranks test* dan analisis regresi linier berganda. Data yang diperoleh kemudian diolah menggunakan SPSS 21. Hasil pengujian menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *winner* dan *loser* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *winner* dan *loser* pada periode pengujian mengindikasikan terjadinya *price reversal* yaitu adanya *overreaction* dari investor. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *firm size*, *bid-ask spread* dan likuiditas berpengaruh (signifikan) terhadap *price reversal*.

**Kata kunci:** *Price reversal*, *hipotesis overreaction*, *firm size*, *bid-ask spread*, likuiditas

### A. PENDAHULUAN

Kesadaran akan investasi di Indonesia terus meningkat. Pasar modal memungkinkan investor untuk melakukan diversifikasi investasi serta membentuk portofolio yang sesuai dengan risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Investor membutuhkan informasi dalam pengambilan keputusan baik membeli maupun menjual saham. Hal tersebut berkaitan dengan konsep *Efficient Market Hypothesis*. Dimana pasar saham yang efisien ditandai dengan semua informasi yang tidak terduga dengan cepat disesuaikan kedalam harga saham. Hipotesis pasar efisien didasarkan pada teori *random walk* yang menyatakan bahwa harga saham berubah secara acak dengan cara yang tidak terduga. Dengan demikian, tidak ada investor yang dapat mencapai *abnormal return* menggunakan informasi masa lalu, publik atau privat.

Beberapa penelitian menyebutkan adanya anomali di pasar modal. Anomali merupakan sebuah fenomena dimana ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada apabila pasar yang efisien benar-benar ada. Salah satu anomali yang terjadi di pasar

adalah anomali *winner-loser*. *Reversal effect* atau *price reversal* merupakan sebutan lain untuk anomali *winner-loser* yang pertama kali dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985). *Price reversal* disebabkan adanya *overreaction* dari investor dan dipengaruhi oleh *firm size*, *bid asks spread* dan likuiditas.

Hasil penelitian mengenai *price reversal* berdasarkan sudut pandang *overreaction* serta adanya faktor *firm size*, *bid-ask spread* dan likuiditas yang dilakukan khususnya di Indonesia dan dalam objek dan periode tertentu menunjukkan perbedaan yang signifikan. Studi-studi ini menunjukkan bahwa pembalikan tidak khas untuk cakrawala waktu tertentu. Perbedaan ini menjadi acuan yang memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian dengan mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *price reversal* pada saham syariah di Indonesia. Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, penulis tertarik untuk mengkaji lebih lanjut mengenai terjadinya *price reversal* pada pasar modal syariah di Indonesia dengan penelitian yang berjudul **“Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Terjadinya *Price Reversal* pada Saham-Saham yang Terdaftar pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2018-2020”**.

## B. RUMUSAN MASALAH

1. Apakah *overreaction* dari investor menyebabkan terjadinya *price reversal* pada kelompok saham *winner-loser*?
2. Apakah terjadinya *price reversal* dipengaruhi oleh *firm size*?
3. Apakah terjadinya *price reversal* dipengaruhi oleh *bid ask spread*?
4. Apakah terjadinya *price reversal* dipengaruhi oleh likuiditas?

## C. KAJIAN TEORI DAN KERANGKA PEMIKIRAN

### 1. Kajian Teori

#### a) Pasar Efisien

Efisiensi pasar modal merupakan salah satu indikator untuk menentukan kualitas suatu pasar modal (Reilly, 1989, pp 75-76). Dimana semakin tinggi derajat efisiensinya, maka kualitas pasar modal tersebut akan semakin baik (Handaru Yulianti, 1996:125). Adapun secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Suad Husnan, 2015:232). Beberapa penelitian menyebutkan tentang adanya anomali pada pasar modal. Anomali merupakan sebuah fenomena dimana ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada apabila pasar yang efisien benar-benar ada. Anomali pasar merupakan pengecualian terhadap efisiensi pasar. Menurut Jones, 1996 (dalam Jogiyanto 2016:664) anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah. Salah satu anomali yang ditemukan adalah *price reversal*.

b) *Price reversal*

*Price reversal* (pembalikan harga) didefinisikan sebagai perubahan arah yang tiba-tiba dari harga suatu saham, indeks, komoditas, atau *derivative security*. *Price reversal* terjadi karena adanya permintaan/penawaran yang berlebih sehingga terjadi perubahan terhadap kecenderungan yang selama ini telah terbentuk (Yull & Kirmizi, 2012). DeBondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan positif (*winner*) maupun negatif (*loser*) mengalami pembalikan (*reversal*) harga pada periode-periode berikutnya.

c) *Overreaction*

DeBondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* adalah hipotesis *overreaction*. DeBondt dan Thaler (1985) mendefinisikan *overreaction* (reaksi berlebihan) sebagai tanggapan berlebihan terhadap informasi baru. Hipotesis *overreaction* ini menunjukkan bahwa pergerakan ekstrim dalam harga saham diikuti oleh pergerakan berlawanan arah untuk "mengoreksi" reaksi awal dan bahwa semakin besar perubahan harga awal, semakin ekstrim reaksi penyeimbangannya.

d) *Firm Size*

*Firm size* (ukuran perusahaan) didefinisikan oleh Zarowin (1990) sebagai ukuran perusahaan atau nilai pasar dari ekuitas perusahaan. Zarowin menguji kembali hipotesis *overreaction* meskipun DeBondt dan Thaler (1987) menyatakan bahwa "*The winner-loser effect is not primarily a size effect*". Dengan mengendalikan perbedaan ukuran perusahaan antara kelompok *winner* dan *loser*, Zarowin (1990) menyimpulkan bahwa kecenderungan *loser* untuk mengungguli *winner* disebabkan oleh fakta bahwa perusahaan *loser* biasanya perusahaan yang berukuran lebih kecil daripada *winner*. Didukung penelitian Cox dan Peterson (1994), perusahaan kecil melakukan pembalikan harga lebih banyak daripada perusahaan besar.

e) *Bid Ask Spread*

Menurut Jogiyanto (2003:417) *bid-ask spread* adalah selisih harga *bid* yang diajukan oleh pembeli dan harga *ask* yang diminta oleh penjual (rentang antara permintaan-penawaran). Atkins dan Dyl (1990) telah meneliti hubungan antara *price reversal* jangka pendek dan *bid-ask spread*. Adanya *spread* antara harga *bid* (penawaran) dan *ask* (permintaan) dapat menjelaskan pembalikan harga saham jangka pendek karena pembalikan tersebut mungkin hanya berupa pergeseran dari transaksi pada harga *bid* ke transaksi dengan harga *ask*.

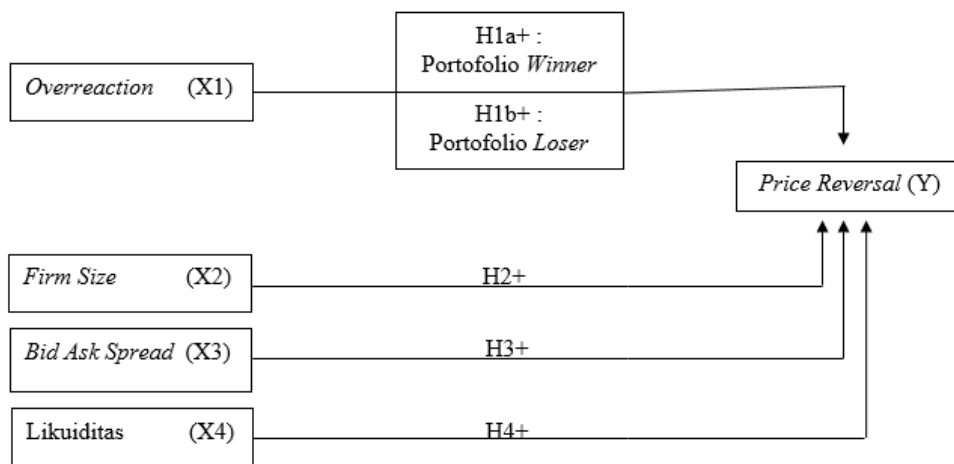
f) Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk mengubah suatu aset menjadi kas atau kemampuan untuk memperoleh kas dengan mudah dan cepat (Ross et al., 2009:32). Sama halnya pada saham, likuiditas saham suatu perusahaan dipandang oleh masyarakat dan investor sebagai petunjuk yang baik untuk mengukur tingkat efektivitas kinerja perusahaan, di pasar modal, likuiditas saham

menggambarkan mobilitas atau perpindahan saham itu sendiri. Saham yang likuid akan lebih mudah ditransaksikan, baik dijual maupun dibeli, serta lebih mudah dikonversikan menjadi kas. Besarnya return pembalikan tergantung pada elastisitas harga jangka pendek. Semakin likuid suatu saham, maka besarnya *price reversal* yang terjadi akan semakin cepat (Cox dan Peterson, 1994). Bremer dan Sweeney (1991) berpendapat sebagian besar pembalikan terjadi karena *bid-ask spread* dan likuiditas pasar. Cox dan Peterson (1994) menemukan *abnormal return* yang signifikan pada pasar, dimana likuiditas yang lebih besar dari waktu ke waktu mengurangi tingkat pembalikan.

## 2. Kerangka pikir

Kerangka pikir dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



Keterangan :

→ : Arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat

## D. HIPOTESIS

### a) Hipotesis *Overreaction* dan *Price Reversal*

Hipotesis *overreaction* yang secara formal dinyatakan oleh DeBondt dan Thaler (1985) menunjukkan bahwa pergerakan harga saham yang ekstrim diikuti oleh pergerakan harga yang berlawanan arah karena investor menyadari bahwa mereka telah bereaksi berlebihan. Atkins dan Dyl (1990) menemukan bukti bahwa pasar saham bereaksi berlebihan terhadap berita buruk, bahkan dalam jangka pendek dimana dapat dilihat dari adanya *abnormal return negatif*. Semakin tajam penurunan/kenaikan harga saham tersebut, maka akan semakin besar pula pembalikannya (DeBondt dan Thaler, 1985).

DeBondt dan Thaler (1985) menguji hipotesis *overreaction* di pasar saham dengan membentuk dua portofolio, yaitu *winner* dan *loser*. Lehman (1990) mendokumentasikan bahwa portofolio yang mengalami kinerja buruk/baik selama cakrawala waktu satu minggu menunjukkan pola yang berlawanan di minggu

berikutnya. Dengan demikian, baik portofolio *winner* maupun *loser* menunjukkan pembalikan harga yang signifikan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1a</sub>: **Terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* saham kategori *winner* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* saham kategori *winner* pada periode pengujian.**

H<sub>1b</sub>: **Terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* saham kategori *loser* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* saham kategori *loser* pada periode pengujian.**

#### **b) *Firm Size* dan *Price Reversal***

Kaitannya dengan terjadinya *price reversal*, Zarowin (1990) menemukan bukti perbedaan pengembalian setelah mengontrol ukuran perusahaan. Zarowin menyimpulkan bahwa kecenderungan *loser* untuk mengungguli *winner* disebabkan oleh fakta bahwa perusahaan *loser* biasanya perusahaan yang berukuran lebih kecil daripada *winner*. Didukung dengan penelitian Cox dan Peterson (1994) menyatakan bahwa fenomena *price reversal* lebih banyak terjadi pada perusahaan dengan ukuran kecil dimana perusahaan kecil melakukan pembalikan lebih banyak daripada perusahaan besar. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dinawan (2007) menunjukkan bahwa untuk saham *winner* dan *loser*, *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap *price reversal*. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Hendrayati (2014) menemukan *firm size* berpengaruh terhadap *price reversal*. Berdasarkan hal tersebut, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>2</sub> : ***Firm size* berpengaruh terhadap terjadinya *price reversal*.**

#### **c) *Bid Ask Spread* dan *Price Reversal***

Atkins dan Dyl (1990) telah memeriksa hubungan antara *price reversal* dan *bid ask spread*. Adanya spread antara harga *bid* dan *ask* dapat menjelaskan *price reversal* jangka pendek dimana pembalikan tersebut berupa pergeseran dari transaksi pada harga *bid* ke transaksi dengan harga *ask*. Stoll (1989) menyebutkan bahwa harga saham hanya bergerak di antara *bid* dan *ask*, dan pembalikan harga sama dengan *spread*. Begitu juga dengan Keim (1989) yang menunjukkan bahwa pergeseran sistematis dari perdagangan dengan harga *ask* (penawaran) ke perdagangan pada harga *bid* (permintaan) sebagian menjelaskan berbagai pola temporal dalam pengembalian saham dan juga *price reversal*.

Dalam kondisi pasar modal yang efisien, harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru, sehingga rentang tawar-menawar harga saham akan mengalami penurunan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dinawan (2007) menunjukkan bahwa untuk saham *winner* dan *loser*, *bid ask spread* berpengaruh

secara signifikan terhadap *price reversal*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>3</sub> :***Bid ask spread* berpengaruh terhadap terjadinya *price reversal*.**

#### **d) Likuiditas dan *Price Reversal***

Besarnya *return* pembalikan tergantung pada elastisitas harga jangka pendek. Semakin likuid suatu saham, maka besarnya *price reversal* yang terjadi akan semakin cepat (Cox dan Peterson, 1994). Cox dan Peterson (1994) menemukan *abnormal return* yang signifikan pada pasar, dimana likuiditas yang lebih besar dari waktu ke waktu mengurangi tingkat pembalikan.

Bremer dan Sweeney (1991) meneliti pengembalian saham setelah penurunan harga satu hari sebesar 10 persen atau lebih dan menemukan ada penyesuaian harga berikutnya yang berlangsung kira-kira dua hari. Pemulihan yang lambat seperti itu tidak konsisten dengan anggapan bahwa harga pasar secara penuh dan cepat mencerminkan informasi yang relevan. Tingkat pembalikan menurun dari waktu ke waktu — temuan yang konsisten dengan meningkatnya likuiditas di pasar. Peran likuiditas dalam menjelaskan *price reversal* didukung oleh Lehmann (1990) yang menyimpulkan bahwa pembalikan pengembalian mencerminkan ketidakseimbangan di pasar untuk likuiditas jangka pendek. Cox dan Peterson (1994) menyebutkan besarnya pengembalian pembalikan ini bergantung pada elastisitas harga jangka pendek dari penawaran likuiditas. Jegadeesh dan Titman (1995) menemukan bahwa harga saham rata-rata menunda bereaksi terhadap faktor umum perusahaan tetapi *overreaction* (reaksi berlebihan) terhadap informasi spesifik perusahaan, dengan kata lain tekanan harga saham yang dihasilkan oleh pedagang dimotivasi oleh likuiditas suatu perusahaan. Semakin likuid suatu saham berarti frekuensi transaksi dalam pasar semakin tinggi sehingga likuiditas saham semakin tinggi dan kemudian mempengaruhi harga saham yang bersangkutan (Yull dan Kirmizi, 2012). Berdasarkan uraian tersebut, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>4</sub>:**Likuiditas berpengaruh terhadap terjadinya *price reversal*.**

### **E. METODE PENELITIAN**

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan jenis data sekunder yang dikumpulkan menggunakan teknik dokumentasi. Sumber data pada penelitian ini diperoleh dari situs resmi (BEI) yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan Yahoo Finance melalui [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) pada periode 2018-2020. Data yang diperoleh berupa data harga saham *closing*, jumlah saham yang beredar, *ask price*, *bid price* dan volume perdagangan saham.

Penelitian ini menggunakan data triwulan dengan periode observasi selama 3 tahun terhitung pada Januari 2018 sampai dengan Desember 2020. Dengan menggunakan data periode tersebut, untuk variabel *overreaction* diperoleh 11 periode

pengamatan yang *non-overlapping* dalam periode formasi dan periode pengujian. Periode formasi yang digunakan adalah 3 bulan dan periode pengujiannya adalah 3 bulan berikutnya. Penetapan ini didasarkan atas penelitian DeBondt dan Thaler (1985). Berikut periode observasi untuk hipotesis 1a dan 1b pada penelitian ini:

Tabel 1  
Periode Formasi dan Periode Pengujian Hipotesis 1a dan 1b

Tahun	Pengamatan	Periode Formasi	Periode Pengujian
I (2018)	1	Januari-Maret 2018	April-Juni 2018
	2	April-Juni 2018	Juli-September 2018
	3	Juli-September 2018	Oktober-Desember 2018
	4	Oktober-Desember 2018	Januari-Maret 2019
II (2019)	5	Januari-Maret 2019	April-Juni 2019
	6	April-Juni 2019	Juli-September 2019
	7	Juli-September 2019	Oktober-Desember 2019
	8	Oktober-Desember 2019	Januari-Maret 2020
III (2020)	9	Januari-Maret 2020	April-Juni 2020
	10	April-Juni 2020	Juli-September 2020
	11	Juli-September 2020	Oktober-Desember 2020

Sedangkan pada variabel firm size, bid ask spread dan likuiditas dengan menggunakan data triwulan selama 3 tahun diperoleh 12 pengamatan. Saham winner dan loser ditetapkan dengan menggunakan abnormal return berdasarkan hasil tertinggi sampai terendah pada setiap periode pengamatan. Berikut periode observasi hipotesis 2, 3 dan 4 pada penelitian ini:

Tabel 2  
Periode Pengamatan Hipotesis 2, 3 dan 4

Tahun	Pengamatan	Periode
I (2018)	1	Januari-Maret 2018
	2	April-Juni 2018
	3	Juli-September 2018
	4	Oktober-Desember 2018
II (2019)	5	Januari-Maret 2019
	6	April-Juni 2019
	7	Juli-September 2019
	8	Oktober-Desember 2019
III (2020)	9	Januari-Maret 2020
	10	April-Juni 2020
	11	Juli-September 2020
	12	Oktober-Desember 2020

Pemilihan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling* dari populasi pada perusahaan yang terdapat di Indeks Saham Syariah

Indonesia (ISSI) selama periode Januari 2018 sampai dengan Desember 2020 dengan beberapa kriteria sehingga diperoleh hasil berikut:

**Tabel 3**  
**Kriteria Sampel**

No	Kriteria	Tahun			Jumlah
		2018	2019	2020	
1	Saham yang terdaftar dalam Indeks ISSI di Bursa Efek Indonesia	457			
2	Perusahaan-perusahaan yang konsisten masuk dalam Indeks ISSI	322	355	373	261
3	Data perusahaan yang tidak tersedia	1			1
Total					260

Sumber: Data diolah, 2022

Setelah diperoleh perusahaan-perusahaan yang konsisten masuk dalam ISSI selama periode 2018-2020 kemudian dilakukan pembentukan portofolio *winner* dan *loser* pada masing-masing periode pengamatan. Dalam penelitian ini sampel saham yang dikategorikan *winner* adalah 35 saham yang memiliki *abnormal return* tertinggi pada periode formasi. Sedangkan portofolio *loser* merupakan saham-saham yang memiliki kinerja terburuk pada periode pembentukan. Sehingga diperoleh total keseluruhan sampel pada penelitian ini sebanyak 864 saham perusahaan yang mana terdiri dari masing-masing 70 saham pada masing-masing 12 pengamatan.

## 1. Definisi operasional

### a) *Price Reversal*

*Price Reversal* merupakan fenomena perubahan arah harga saham setelah terjadinya suatu perubahan besar dalam harga saham dalam satu hari perdagangan tertentu baik berupa kenaikan maupun penurunan harga saham. *Price reversal* dapat diidentifikasi melalui adanya *abnormal return* baik melalui perubahan *average abnormal return* (AAR) maupun *cumulative average abnormal return* (CAAR). Dalam model penelitian ini, pengujian akan dilakukan pada masing-masing kelompok saham *winner* maupun *loser* sehingga variabel dependen ini diwakili oleh *cumulative average abnormal return* (CAAR). Indikator dalam penelitian ini, yaitu *cumulative average abnormal return* (CAAR) dengan rumus:

$$CAAR_t = \frac{\sum CAR_{i,t}}{k}$$

### b) *Hipotesis Overreaction*

*Overreaction* didefinisikan sebagai reaksi yang berlebihan dari investor terhadap harga saham karena adanya informasi (baik atau buruk). Kondisi ini berlawanan dengan kondisi normal. *Overreaction* menyebabkan adanya kelompok saham *winner* dan saham *loser*. Investor akan melakukan koreksi



atas reaksi yang berlebihan dalam mematok harga sehingga terjadi pembalikan harga saham (*price reversal*). Korelasi antara *abnormal return* pada hari terjadinya *price reversal* dengan *abnormal return* pada hari kenaikan atau penurunan harga secara besar-besaran pada satu hari perdagangan akan menunjukkan hubungan keberadaan reaksi investor yang berlebihan dengan peristiwa *price reversal* (Dinawan, 2007). Indikator dalam penelitian ini yaitu: *Abnormal Return* dengan rumus:

$$AR = R_i - R_m$$

c) *Firm Size*

*Firm size* didefinisikan sebagai ukuran perusahaan atau nilai pasar dari ekuitas perusahaan (Zarowin, 1990). *Firm size* dalam penelitian ini diukur berdasarkan perhitungan kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Kapitalisasi pasar merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang beredar. Sehingga jika ada suatu informasi mengenai perusahaan tersebut, harga saham akan berubah dengan cepat naik atau turun (Robert Ang, 1997 dalam Dinawan, 2007). Dengan mempertimbangkan jumlah saham yang beredar, jika harga saham berubah satu poin saja, maka akan memiliki efek yang luar biasa terhadap nilai pasar perusahaan tersebut (Banz, 1981). Indikator dalam penelitian ini yaitu Harga saham x jumlah saham yang beredar. Dasar pengukurannya adalah sebagai berikut (Ang (1997) dalam Rahmawati, Mutmainah, dan Haryanto, 2009:91):

- 1) Kapitalisasi besar (*big cap*), yaitu saham-saham memiliki nilai kapitalisasi pasar  $\geq$  Rp5 trilyun.
- 2) Kapitalisasi sedang (*medium cap*), yaitu saham-saham memiliki nilai kapitalisasi pasar Rp1-5 trilyun.
- 3) Kapitalisasi kecil (*small cap*), yaitu saham-saham yang memiliki nilai kapitalisasi pasar  $\leq$  Rp1 trilyun.

d) *Bid-ask spread*

*Bid-ask spread* merupakan selisih harga beli tertinggi yang trader (pedagang saham) bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah yang *trader* bersedia menjual saham tersebut (Stoll, 1989). Indikator yang akan digunakan untuk menguji pengaruh efek *bid-ask* terhadap fenomena *price reversal* yaitu *relative bid-ask spread*. *Relative bid-ask spread* adalah nilai selisih harga tawar jual dengan harga tawar beli. Konsep perhitungan *spread* adalah dengan membuat rata-rata *bid-ask spread* untuk tiap jenis saham yang diteliti selama periode observasi. Pengukuran *bid-ask spread* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$Spread = \left[ \frac{Ask - Bid}{(Ask + Bid) / 2} \right]$$

e) *Likuiditas*

Menurut Conroy (1990) dalam Fatima (2016) parameter yang sering digunakan untuk menguji perubahan likuiditas adalah volume perdagangan saham. Perhitungan volume perdagangan saham (*trading volume activity*) dilakukan

dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham perusahaan yang beredar pada kurun waktu yang sama. Perubahan yang terjadi terhadap volume perdagangan saham, menggambarkan bagaimana aktivitas perdagangan saham serta mencerminkan keputusan investor. Ketika volume perdagangan suatu saham tinggi, maka dapat disimpulkan bahwa saham tersebut diminati oleh para investor. Likuiditas dapat dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Likuiditas} = \frac{\text{Volume Perdagangan Saham}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

## 2. Alat analisis

### a. Pengujian Terhadap Hipotesis 1a dan 1b

Pengujian hipotesis 1a dan 1b dilakukan untuk mengetahui adanya perbedaan *cumulative average abnormal return* (CAAR) portofolio *winner* dan *loser* pada periode formasi dan periode pengujian pada ISSI periode 2018-2020. Terdapatnya perbedaan CAAR portofolio *winner* dan *loser* pada periode formasi dan periode pengujian mengindikasikan adanya anomali *winner loser* yaitu *overreaction*. Analisis dilakukan secara terpisah antara saham kategori *winner* dengan saham kategori *loser*. Untuk mengetahui signifikansi *overreaction* dilakukan menggunakan uji beda, namun dilakukan uji normalitas terlebih dahulu untuk menentukan metode uji beda mana yang akan digunakan pada pengujian hipotesis tersebut. Untuk data yang berdistribusi normal akan menggunakan uji parametrik yaitu *Paired Sample t Test*, apabila data berdistribusi tidak normal maka menggunakan uji non-parametrik yaitu *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hasil uji normalitas untuk hipotesis 1a dan 1b secara keseluruhan menunjukkan data terdistribusi tidak normal, sehingga uji beda dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

### b. Pengujian Terhadap Hipotesis 2, 3 dan 4

Penelitian ini tidak menggunakan uji asumsi klasik karena masing-masing variabel dihitung sehingga diperoleh nilai dari masing-masing variabel *overreaction*, *firm size*, *bid ask spread* dan likuiditas. Perhitungan nilai dari variabel tertentu, misal *return* dapat dilakukan dengan persamaan regresi, tetapi tidak perlu diuji asumsi klasik (Duli, 2019:114). Asumsi ini jarang atau bahkan tidak pernah benar-benar diuji terhadap data sampel melainkan langsung dianggap benar (Hays &

Winkler, 1971). Persamaan regresi linier berganda yang digunakan pada penelitian ini sebagai berikut:

$$Y = a + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

Keterangan:

- Y = *Price Reversal*
- a = Konstanta
- $b_2, b_3, b_4$  = Koefisien Regresi Variabel
- $X_2$  = *Firm size*
- $X_3$  = *Bid-ask spread*
- $X_4$  = Likuiditas
- e = Nilai Residu

c. Uji Signifikansi

Hipotesis 2, 3 dan 4 dalam penelitian ini akan dijawab dengan uji signifikansi. Menurut Ghazali (2018:98), uji signifikansi pada dasarnya menunjukkan besarnya pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Uji signifikansi digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh *firm size*, *bid ask spread*, dan likuiditas terhadap *price reversal* pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara persial. Tingkat keyakinan yang digunakan adalah 95%.

Kesimpulan pengujian:

- a. Jika  $p\text{-value} < 0,05$  artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen ( $X_2, X_3$ , dan  $X_4$ ) terhadap variabel dependen.
- b. Jika  $p\text{-value} > 0,05$  artinya tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen ( $X_2, X_3$ , dan  $X_4$ ) terhadap variabel dependen (Y).

**F. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

**1. Hasil Penelitian**

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji *Shapiro-Wilk* dengan jumlah sampel pada hipotesis 1a dan 1b yaitu sebanyak 35 perusahaan. Tingkat keyakinan yang digunakan adalah 95% dengan tingkat kesalahan 0,05. Dimana data berdistribusi tidak normal jika nilai probabilitas  $< 0,05$  dan data berdistribusi normal jika nilai probabilitas  $> 0,05$ . Adapun hasil uji normalitas data untuk hipotesis 1a dan 1b sebagai berikut:

**Tabel 4**  
**Uji Normalitas Data Hipotesis 1a dan 1b**

Pengamatan	Potofolio	Periode Formasi	Periode Pengujian	Uji Yang Digunakan
1	<i>Winner</i>	0,000	0,0090	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>

(2018)	<i>Loser</i>	0,000	0,0200	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
2	<i>Winner</i>	0,000	0,0180	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2018)	<i>Loser</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
3	<i>Winner</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2018)	<i>Loser</i>	0,018	0,7560	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
4	<i>Winner</i>	0,000	0,8400	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2018)	<i>Loser</i>	0,000	0,1600	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
5	<i>Winner</i>	0,003	0,2780	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2019)	<i>Loser</i>	0,000	0,0350	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
6	<i>Winner</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2019)	<i>Loser</i>	0,000	0,0070	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
7	<i>Winner</i>	0,000	0,0620	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2019)	<i>Loser</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
8	<i>Winner</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2019)	<i>Loser</i>	0,000	0,0330	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
9	<i>Winner</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2020)	<i>Loser</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
10	<i>Winner</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2020)	<i>Loser</i>	0,006	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
11	<i>Winner</i>	0,000	0,0000	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>
(2020)	<i>Loser</i>	0,000	0,0030	<i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>

Sumber: Data diolah SPSS 21, 2022

Hasil uji normalitas sata untuk hipotesis 1a dan 1b secara keseluruhan menunjukkan data terdistribusi tidak normal, sehingga uji beda dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* yang ditunjukkan pada Tabel 5 dibawah ini:

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Wilcoxon Signed Ranks Test CAAR Saham *Winner* dan *Loser***

Pengamatan	Periode	<i>Winner</i>		<i>Loser</i>	
		Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1	Formasi dan Pengujian	-5,143	0,000	-3,374	0,001
2	Formasi dan Pengujian	-4,455	0,000	-4,062	0,000
3	Formasi dan Pengujian	-4,292	0,000	-5,160	0,000
4	Formasi dan Pengujian	-4,537	0,000	-4,865	0,000
5	Formasi dan Pengujian	-4,734	0,000	-4,669	0,000
6	Formasi dan Pengujian	-3,997	0,000	-4,750	0,000
7	Formasi dan Pengujian	-4,390	0,000	-3,276	0,001
8	Formasi dan Pengujian	-2,686	0,007	-5,094	0,000
9	Formasi dan Pengujian	-4,537	0,000	-5,160	0,000
10	Formasi dan Pengujian	-4,636	0,000	-4,537	0,000
11	Formasi dan Pengujian	-1,933	0,053	-4,390	0,000

Sumber: Data diolah SPSS 21, 2022

Hipotesis 2, 3 dan 4 diuji menggunakan analisis regresi linier berganda. Hipotesis tersebut diuji dengan meregresikan kapitalisasi pasar, *spread* antara *bid* dan *ask* dan volume perdagangan saham masing-masing saham terhadap CAAR masing-masing saham selama periode 3 bulan sehingga didapat 12 pengamatan. Adapun hasil perhitungan analisis regresi linier berganda masing-masing pengamatan sebagai berikut:

**Tabel 6**  
**Hasil Analisis Regesi Linier Berganda**

Pengamatan	Constant		Size		Spread		Likuiditas	
	Koef	Sig	Koef	Sig	Koef	Sig	Koef	Sig
1	-0,040	0,402	0,056	0,017	-0,194	0,082	0,012	0,924
2	0,016	0,660	-0,006	0,736	0,019	0,808	0,658	0,061
3	-0,075	0,108	0,038	0,080	0,051	0,521	-0,054	0,903
4	0,093	0,120	-0,025	0,321	-0,203	0,071	0,056	0,923
5	-0,030	0,438	0,026	0,186	0,112	0,398	-0,117	0,434
6	0,008	0,854	0,001	0,953	0,011	0,889	0,111	0,663
7	0,039	0,368	-0,007	0,716	-0,020	0,689	-0,913	0,330
8	-0,065	0,248	0,039	0,104	-0,106	0,264	-1,555	0,000
9	-0,010	0,879	0,004	0,868	0,114	0,095	-0,419	0,633
10	-0,040	0,563	0,058	0,059	-0,119	0,011	0,494	0,444
11	0,029	0,542	-0,008	0,684	-0,052	0,109	0,458	0,014
12	0,054	0,472	0,033	0,341	-0,202	0,003	-0,004	0,848

Sumber: Data diolah SPSS 21, 2022

## 2. Pembahasan

### a) Hipotesis *Overreaction* dan terjadinya *price reversal*

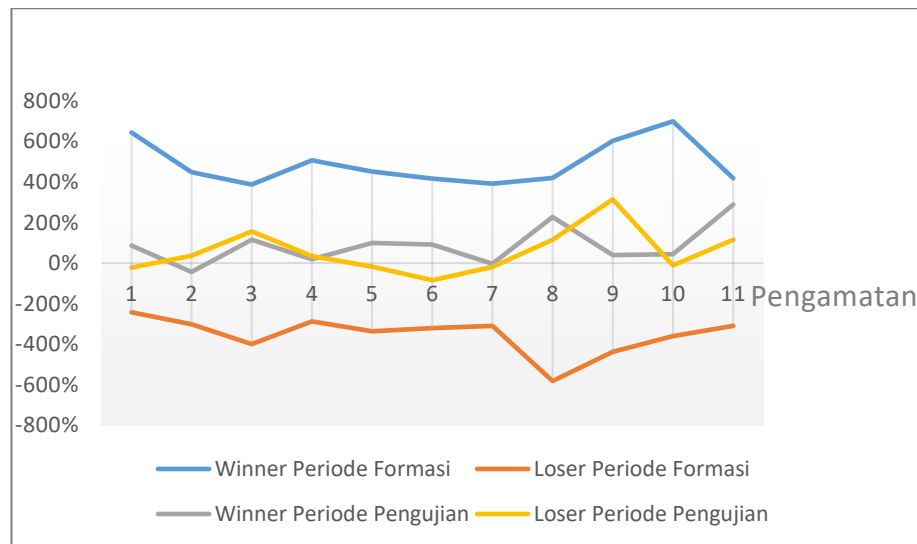
H<sub>1a</sub>: Terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *winner* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *winner* pada periode pengujian.

H<sub>1b</sub>: Terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *loser* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *loser* pada periode pengujian.

Berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Rank Test* pada pengujian hipotesis kelompok saham perusahaan kategori *winner* maupun *loser*, ada perbedaan yang signifikan antara *cumulative average abnormal return* (CAAR) pada periode formasi maupun

periode pengujian. Hanya pada pengamatan 11 pada saham kategori *winner* yang tidak terdapat perbedaan antara nilai CAAR pada periode formasi maupun pengujian yang dibuktikan dengan nilai *Sig. (2-tailed)* lebih dari 0,05.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa terjadinya *price reversal* yang menjadi sebuah indikator terjadinya *overreaction* dari investor. *Overreaction* tersebut dapat disebabkan oleh kecenderungan investor yang menetapkan harga terlalu tinggi terhadap sebuah informasi yang dinilai baik (*good news*) dan cenderung menetapkan harga yang terlalu rendah terhadap informasi yang dinilai buruk (*bad news*). Reaksi investor yang berlebihan terhadap sebuah informasi terlebih informasi yang buruk membuat investor secara emosional untuk berperilaku secara tidak rasional dengan menjual saham yang memiliki kinerja buruk untuk menghindari risiko yang lebih besar. Berikut ditampilkan pola CAAR pada saham kategori *winner* dan *loser* selama periode penelitian:



Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Ms. Excel, 2022

**Gambar 1**  
**Pola CAAR saham kategori *winner* dan *loser***

**b) Pengaruh *firm size* terhadap terjadinya *price reversal***

H<sub>2</sub>: *Firm size* berpengaruh terhadap *price reversal*

Hasil yang ditunjukkan berdasarkan uji regresi linier berganda, pada pengamatan 1 menunjukkan hasil nilai signifikan sebesar 0,017 hasil ini lebih kecil dari 0,05 Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel *firm size* memiliki pengaruh terhadap *price reversal*. Sehingga H<sub>2</sub> dari hasil penelitian menolak H<sub>0</sub> dan menerima H<sub>a</sub>, yaitu terdapat pengaruh *firm size* secara signifikan terhadap *price reversal* yang terjadi pada saham *winner* pada periode waktu tertentu.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa *firm size* menjadi sebuah indikator yang mempengaruhi terjadinya fenomena *price reversal*. Adanya pengaruh *firm size* tersebut dapat disebabkan karena investor cenderung untuk melihat ukuran perusahaan dalam menginvestasikan uang mereka. Investor menganggap bahwa perusahaan yang berukuran besar lah yang mempunyai kinerja

yang baik. Semakin besar ukuran perusahaan maka informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak. Sehingga jika ada suatu informasi mengenai perusahaan tersebut, harga saham akan berubah dengan cepat naik atau turun (Robert Ang, 1997 dalam Heny Hendrayati 2014). Anggapan seperti ini lah yang mendorong para investor untuk hanya membeli saham pada perusahaan yang berukuran besar. Pembelian besar-besaran ini akan menyebabkan harga saham mengalami kenaikan. Pada suatu waktu ketika investor menyadari telah bereaksi berlebihan, kemudian melakukan koreksi dengan menjual saham-saham yang dimilikinya. Hal ini dapat menimbulkan suatu pembalikan harga atau disebut juga *price reversal*.

**c) Pengaruh *bid ask spread* terhadap terjadinya *price reversal***

H<sub>3</sub>: *Bid ask spread* berpengaruh terhadap *price reversal*

Berdasarkan pada pengamatan 10 dan 12 menunjukkan nilai signifikan sebesar 0,011 dan 0,003. Hasil ini lebih kecil dari 0,05. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel *bid ask spread* memiliki pengaruh terhadap *price reversal*. Sehingga H<sub>3</sub> dari hasil penelitian menolak H<sub>0</sub> dan menerima H<sub>a</sub>, yaitu terdapat pengaruh *bid ask spread* secara signifikan terhadap *price reversal* yang terjadi pada saham winner pada periode waktu tertentu.

Berdasarkan hasil tersebut, H<sub>3</sub> dalam penelitian ini diterima dan didukung dengan hasil yang telah terdapat pada Tabel 6 penelitian yang dilakukan secara keseluruhan menunjukkan hasil yang berpengaruh signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pada saham-saham yang terdaftar pada ISSI terjadi *price reversal*. Hal tersebut dapat dilihat dari hasil uji regresi yang menunjukkan terdapat pengaruh *bid ask spread* terhadap *price reversal*.

Kaul dan Nimalendran (1991) menjelaskan bahwa besarnya *bid-ask spread* mencerminkan risiko sebuah saham, semakin besarnya *spread* mencerminkan biaya semakin besar. Semakin kecil tingkat selisih antara *bid* dengan *ask* maka semakin kecil resiko. Kecilnya resiko dapat menarik minat para investor untuk membeli saham tersebut. Dalam kondisi pasar modal yang efisien, dimana harga menyesuaikan secara cepat informasi baru, maka rentang tawar menawar harga saham akan mengalami penurunan. Secara ringkas, jika suatu peristiwa dianggap sebagai informasi positif dalam pasar modal yang efisien maka saham tersebut akan diminati investor. Hal ini akan menyebabkan peningkatan likuiditas dan menurunkan persentase *bid-ask spread*, sehingga hal tersebut akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Stoll (1989) menyebutkan bahwa harga saham hanya bergerak di antara *bid* dan *ask*, dan pembalikan harga sama dengan *spread*. Atkins dan Dyl (1990) menyebutkan adanya *spread* antara harga *bid* (penawaran) dan *ask* (permintaan) dapat menjelaskan pembalikan harga saham

jangka pendek karena pembalikan tersebut mungkin hanya berupa pergeseran dari transaksi pada harga *bid* ke transaksi dengan harga *ask*. Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh Dinawan (2007) pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) Periode 2005 - 2006 menunjukkan bahwa bahwa untuk saham *winner* dan *loser*, *bid ask spread* berpengaruh secara signifikan terhadap *price reversal*.

**d) Pengaruh likuiditas terhadap terjadinya *price reversal***

H<sub>4</sub>: Likuiditas berpengaruh terhadap *price reversal*

Berdasarkan pada pengamatan 8 dan 11 menunjukkan hasil nilai signifikan sebesar 0,000 dan 0,014. Hasil ini lebih kecil dari 0,05 Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel likuiditas memiliki pengaruh terhadap *price reversal*. Sehingga H<sub>4</sub> dari hasil penelitian menolak H<sub>0</sub> dan menerima H<sub>a</sub>, yaitu terdapat pengaruh likuiditas secara signifikan terhadap *price reversal* yang terjadi pada saham *winner* pada periode waktu tertentu.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa likuiditas memiliki peranan terhadap fenomena *price reversal*. Jika terdapat suatu informasi positif mengenai perusahaan, kemudian investor menanggapinya secara berlebihan informasi tersebut, maka investor akan melakukan tindakan membeli saham tersebut dan menjual saham lama yang telah dipegang sebelumnya. Jika saham tersebut memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, dalam arti mudah untuk diperjualbelikan, maka hal ini akan mempercepat terjadinya pembalikan harga. Semakin likuid suatu saham berarti frekuensi transaksi dalam pasar semakin tinggi (likuiditas saham semakin tinggi) dan kemudian mempengaruhi harga saham yang bersangkutan (Yull dan Kirmizi, 2012). Dengan kata lain, semakin likuid suatu saham akan mempercepat pembalikan harga saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Cox dan Peterson (1994) menyebutkan besarnya pengembalian pembalikan ini bergantung pada elastisitas harga jangka pendek dari penawaran likuiditas. Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh Dinawan (2007) pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) Periode 2005-2006 menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap *Price reversal*. Penelitian Hendrayati (2014) pada perusahaan-perusahaan yang terdapat di LQ45 periode 2008-2013 juga menemukan likuiditas berpengaruh terhadap *price reversal*.

## G. SIMPULAN

1. Dalam penelitian ini, 10 dari 11 pengamatan menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* saham kategori *winner* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* saham kategori *winner* pada periode pengujian mengindikasikan terjadinya *price reversal* yaitu adanya *overreaction* dari investor.



2. Dalam penelitian ini, hasil 11 pengamatan menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *loser* pada periode formasi dengan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham kategori *loser* pada periode pengujian mengindikasikan terjadinya *price reversal* yaitu adanya *overreaction* dari investor
3. Dalam penelitian ini, 1 dari 12 pengamatan menunjukkan *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap *price reversal*
4. Dalam penelitian ini, 1 dari 12 pengamatan menunjukkan *Bid-ask spread* berpengaruh secara signifikan terhadap *price reversal*
5. Dalam penelitian ini, 2 dari 12 pengamatan menunjukkan Likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap *price reversal*

#### DAFTAR PUSAKA

- Akhigbe, A., T. Gosnell dan T. Harikumar (1998), *Winners and Losers on NYSE: A Re-Examination Using Daily Closing Bid-Ask Spread*, *Journal of Financial Research*, Vol. 21, 53-64.
- Atkins, Allen B. dan Dyl, Edward A. 1990. "Price reversals, Bid-Ask Spreads, and Market Efficiency". *Journal of financial and Quantitative Analysis*. December, Vol. 25, No. 4: 535-547.
- Aulia, N. N., & Sulasmiyati, S. (2016). Analisis *Abnormal Return* Saham *Winner* dan Saham *Loser* Untuk Mengidentifikasi *Price reversal* (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar Dalam Indeks LQ 45 di BEI Periode 2014-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 33(2), 32-40.
- Benou, G. and Nivine Richie. 2003. *The Reversal of Large Stock Price Declines: The Case of Large Firms*. *Journal of Economics and Finance*.
- Cox, Don R dan David Peterson. (1994). *Stock Returns Following Large One Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance*, *The Journal of Finance*, March, Vol. XLIV, No. 1, 255-267
- DeBondt, W., and R.H. Thaler, 1985. "Does the Stock Market Overreact?". *Journal of Finance*, 40, 793-805
- Dinawan, M. R. (2007). *Analisis Overreaction Hypothesis, Dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas & Bid-Ask Spread Terhadap Fenomena Price reversal Di Bursa Efek Jakarta* (Doctoral dissertation, program Pascasarjana Universitas Diponegoro).
- Dissanaike, G., 1997, "Do Stock Market Investors Overreact?". *Journal of Business & Accounting*, 24, 27-49
- Duli, Nikolaus. 2019. *Metodologi Penelitian Kuantitatif: Beberapa Konsep Dasar Untuk Penulisan Skripsi & Analisis Data Dengan SPSS*. Yogyakarta: Deepublish.
- Fahmi, Irham dan Lovianty, Yovi. 2011. *Teori portofolio dan analisis Investasi*. Bandung: Alfabeta.

- Ghozali, Imam. 2018. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Hendrayati, H. (2014). Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*), Dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena *Price reversal*. *Image: Jurnal Riset Manajemen*, 3(1)
- Heryana, T. (2016). Analisis Pembalikan Harga Saham di Indonesia Berbasis *Overreaction Hypothesis*, Ukuran Perusahaan, Likuiditas Saham, dan *Bid ask spread*. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 4(3), 1211-1228.
- Husnan, Suad. (2015). Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. (Edisi 5). Yogyakarta : UPPN STIM YKPN.
- Jogiyanto.2003. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Ketiga, BPFE. Yogyakarta
- Jogiyanto. 2016. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kesebelas. Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 2013. *Investment: Analysis and Management*, 12th Edition, USA: Wiley.
- Latjuba, R. P., & Pasaribu, R. B. F. (2013). Efek *Bid-ask*, *Firm Size* dan Likuiditas dalam Fenomena *Price reversal* saham *Winner* dan *Loser* Kelompok Entitas Indeks LQ45 Periode 2009-2011 di Bursa Efek Indonesia. Prosiding PESAT.
- Park, Jinwoo. 1995. "A Market Microstructure Explanation for Predictable Variations in Stock Returns Following Large Price Changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. June, Vol. 32, No2: 241 – 256
- Ross, Stephen A.; Randolph W. Westerfield; Bradford D. Jordan. 2009. Pengantar Keuangan Perusahaan (*Fundamentals of Corporate Finance*). Buku 1, Edisi 8. Jakarta: Salemba Empat.
- Stoll. (1989). *Inferring the Components of The Bid-Ask Spread : Theory of Empirical Tests*. *Journal of Finance*, 44 , 115-134.
- Prasetyo, Handoyo dan Yulianti, Sri Handaru.1996. Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi. Yogyakarta: Andi.
- Pratama, I. G. S., Purbawangsa, I. A., & Artini, L. G. S. (2016). Analisis *Overreaction* Pasar pada Saham *Winner* dan *Loser* di Bursa Efek Indonesia. E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, 5, 4387-4414.
- Yull, E. (2011). Analisis *Overreaction Hypothesis* dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Bid-ask Spread*, dan Likuiditas Saham terhadap Fenomena *Price reversal*: (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bei). PEKBIS (Jurnal Pendidikan Ekonomi Dan Bisnis).
- Zarowin, Paul. 1990. "Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. March, Vol. 25, No. 1: 113 – 125.