

Prediktabilitas *Sample Skewness* Terhadap *Return* Pasar Saham Indonesia

Muhammad Sofian Maksar
Universitas Muhammadiyah Kendari
Email: sofian.maksar@umkendari.ac.id

Abstract

This study investigates the predictability of sample skewness on Indonesian stock market returns as represented by the JCI, LQ45, and JCI. The sample period starts from January 2001 to December 2022, with a prediction period from July 2009 to December 2022 that accommodates the COVID-19 pandemic crisis. The results showed that sample skewness was able to predict market excess returns one month in advance. This ability emerged, especially when the COVID-19 pandemic crisis hit. This finding indicates that investors tend to look for securities that have lottery-like characteristics, which causes the price of these securities to experience mispricing. However, this mispricing can be adjusted in the next period so that this strategy is not profitable to implement.

Keywords: Market return predictability, Sample skewness, Sample variance

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi kemampuan prediksi (prediktabilitas) *sample skewness* terhadap *return* pasar saham Indonesia yang diwakili oleh IHSG, LQ45, dan JCI. Periode sampel dimulai dari Januari 2001 sampai Desember 2022 dengan periode prediksi dari Juli 2009 sampai Desember 2022 yang mengakomodir krisis pandemi Covid-19. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *sample skewness* mampu memprediksi *excess return* pasar satu bulan ke depan. Kemampuan ini muncul khususnya saat krisis pandemi Covid-19 melanda. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor cenderung mencari sekuritas yang memiliki karakteristik seperti lotere yang menyebabkan harga sekuritas ini mengalami *mispricing*. Akan tetapi, *mispricing* ini dapat disesuaikan di periode selanjutnya sehingga strategi ini tidak menguntungkan untuk diterapkan.

Keywords: Prediktabilitas return pasar, Sample skewness, Sample variance

1. Pendahuluan

Selama setidaknya setengah abad terakhir, berbagai penelitian menemukan adanya ketidaknormalan dalam *return* saham harian (Fama, 1965). Tidak hanya momen kedua, momen *return* yang lebih tinggi (misalnya *skewness* dan *kurtosis*) juga penting dalam menentukan harga suatu aset. Peran *skewness* atau ketidaksimetrisan dalam suatu distribusi dapat dijelaskan dengan beberapa pandangan. Pandangan pertama menyatakan bahwa *skewness* negatif mengukur risiko realisasi negatif yang besar dan dapat dilihat sebagai sumber *tail risk* (Kelly & Jiang, 2014; dan Bollerslev et al., 2015). Pandangan lain berpendapat bahwa preferensi terhadap *skewness* menangkap sifat judi investor (Barberis & Huang, 2008). Oleh karena itu, keputusan investor cenderung sangat sensitif terhadap tingkat *skewness* (Kumar, 2009).

Ghysels et al. (2016) menyatakan bahwa terdapat beberapa alasan mengapa peran *skewness* dalam pasar internasional sebagian besar belum tereksplorasi. Pertama, *skewness* sulit diperkirakan karena sangat sensitif terhadap *outlier*, lebih dari rata-rata dan varian (Neuberger, 2012). Beberapa literatur meneliti masalah ini di pasar opsi sebagai cara untuk mendapatkan perkiraan *skewness* yang lebih tepat. Akan tetapi, pendekatan ini tidak bisa diterapkan di negara lain karena pasar opsi di sebagian besar negara tidak likuid atau tidak ada sama sekali. Kedua, menggabungkan *conditional skewness* dalam masalah pilihan portofolio yang melibatkan banyak negara merupakan upaya yang menantang.

Beberapa model *capital asset pricing* menggabungkan *skewness* ke dalam penilaian aset (Kraus & Litzenberger, 1976; dan Harvey & Siddique, 2000). Beberapa literatur menunjukkan bahwa

guncangan *heavy-tailed* and peristiwa *left-tail* khususnya dapat memainkan peran penting dalam menjelaskan harga aset (seperti yang ditunjukkan (Longstaff & Piazzesi, 2004; dan Barro, 2006) . Beberapa penelitian empiris mengonfirmasi pentingnya *skewness* pada tingkat individu yang memiliki kekuatan prediksi signifikan terhadap *return* saham individu dan *return* opsi saham di masa depan (Amaya et al., 2015; Byun & Kim, 2016). Temuan serupa juga ditemukan oleh Ghysels et al. (2016) pada pasar negara berkembang. Sejauh ini, masih sedikit penelitian yang melaporkan kemampuan *skewness* pasar atau *skewness* rata-rata untuk memprediksi *return* pasar selanjutnya. Meskipun *three-moment* CAPM menyiratkan bahwa *skewness* pasar harus menjadi prediktor *return* pasar, Chang et al. (2013) tidak menemukan adanya bukti pendukung mengenai kemampuan *skewness* pasar dalam memprediksi *return* pasar di masa depan.

Bukti yang mendukung kapasitas *skewness* rata-rata *return* saham individu untuk memprediksi *return* pasar selanjutnya ditemukan oleh Jondeau et al. (2019) . Akan tetapi, *skewness* pasar ditemukan sebagai prediktor yang lemah untuk *return* pasar di masa depan. Menurut Serna (2022) , kapasitas *skewness* untuk memprediksi *return* pasar di masa depan dapat dijelaskan sebagai berikut. Investor tampaknya lebih menyukai saham dengan *skewness* positif (Scott & Horvath, 1980). Oleh karena itu, saham dengan *skewness* positif cenderung *overpriced* dan memiliki *expected return* negatif pada periode berikutnya. Dengan demikian, hubungan negatif ditemukan antara *skewness* rata-rata dan *return* pasar di masa depan, yaitu semakin tinggi *skewness* rata-rata pada periode tertentu, semakin rendah *return* pasar pada periode berikutnya.

Meskipun preferensi investor terhadap *skewness* cenderung membuat sekuritas yang condong positif menjadi terlalu mahal, koreksi *mispicing* dapat tertunda ketika pasar tidak efisien. Pasar negara berkembang diperkirakan kurang efisien dibandingkan pasar negara maju (Griffin et al., 2010) dan oleh karena itu *mispicing* dapat bertahan dan membutuhkan waktu lebih lama untuk diperbaiki di pasar saham negara berkembang. Li et al. (2020) menemukan bahwa *skewness* rata-rata mampu memprediksi *return* pasar Taiwan bulan kedua berikutnya, dan signifikansi ekonominya cukup besar. Secara khusus, peningkatan satu deviasi standar dalam *skewness* rata-rata menurunkan kelebihan *return* pasar dua bulan ke depan sebesar rata-rata 0,92%. Oleh karena itu, untuk memungkinkan efek tertunda yang terjadi di pasar negara berkembang, peneliti mempertimbangkan untuk memperluas horison prediksi dua bulan ke depan jika diperlukan. Dalam penelitian ini, peneliti menyelidiki apakah *skewness* pasar mampu menjadi prediktor *return* pasar masa depan di pasar saham Indonesia dengan menggunakan *sample skewness* dari *excess return* pasar. Selain itu, penulis juga menggunakan periode waktu terkini yang mengakomodir krisis yang diakibatkan oleh pandemi COVID-19 pada tahun 2020.

2. Literatur Review

Kemampuan *skewness* memprediksi *return* pasar di masa depan muncul karena investor memiliki preferensi terhadap *skewness* dan memegang sekuritas dengan kecondongan positif. Hal ini mengakibatkan sekuritas yang condong positif cenderung menjadi *overpriced* dan memiliki *expected return* yang negatif. Peningkatan *skewness* rata-rata pada bulan tertentu cenderung diikuti oleh rendahnya *return* pasar pada bulan berikutnya.

Alasan investor lebih menyukai memegang sekuritas yang condong positif dapat dijelaskan melalui beberapa teori. Investor yang *risk-averse* memiliki preferensi positif terhadap *skewness* yang merupakan suatu bentuk kehati-hatian (Scott & Horvath, 1980). Preferensi terhadap *skewness* ini memiliki konsekuensi penting yaitu sekuritas yang condong positif cenderung mengalami *overpriced* dan menanggung premi *return* yang negatif. Beberapa peneliti mengembangkan *three-moment* CAPM untuk mengakomodir peran *skewness* terhadap *return* suatu sekuritas.

Ketika investor memiliki preferensi terhadap *skewness*, *pricing kernel* bergantung pada semua risiko yang ada. Secara umum, semua risiko dituliskan dalam bentuk linier ke dalam persamaan. Oleh karena itu, *expected return* pasar dapat diestimasi menggunakan persamaan berikut.

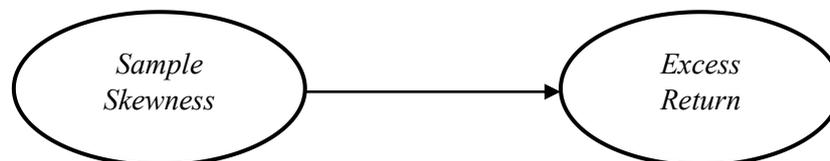
$$E[R_{m,t+1}] - R_{f,t+1} = \gamma h_{m,t} + \delta sk_{m,t}$$

dimana $R_{m,t+1}$ dan $R_{f,t+1}$ merupakan *return* pasar dan tingkat bunga bebas risiko pada periode t , $h_{m,t} = h_t R_{m,t}$ dan $sk_{m,t} = sk_t R_{m,t}$ merupakan varian pasar dan *skewness* pasar pada periode t . Persamaan di atas mengacu pada persamaan *three-moment* CAPM yang dikembangkan oleh Kraus & Litzenberger (1976). Koefisien dan signifikansi parameter regresi di atas merupakan perwakilan dari preferensi investor.

Three-moment CAPM menyiratkan bahwa *skewness* pasar harus dipertimbangkan sebagai salah satu variabel prediksi untuk *return* pasar saham. Hal ini dibuktikan oleh beberapa penelitian terkini. Penelitian Amaya et al. (2015) dan Byun & Kim (2016) menemukan bahwa *skewness* penting pada tingkat individu dan memiliki kemampuan prediksi yang signifikan terhadap *return* saham dan *return* opsi saham di masa depan. Bukti lain ditemukan oleh Jondeau et al. (2019) walaupun kemampuan prediksi yang ditemukan sangat lemah. Penelitian pada pasar saham negara berkembang juga menemukan adanya prediktabilitas *skewness* yang signifikan (Ghysels et al., 2016) . Akan tetapi, penelitian yang dilakukan Chang et al. (2013) tidak menemukan adanya bukti pendukung mengenai kemampuan *skewness* pasar dalam memprediksi *return* pasar di masa depan. Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu, peneliti mengajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 : *Skewness* pasar saham yang diukur menggunakan *sample skewness* berpengaruh signifikan terhadap *return* pasar saham Indonesia

Figur 1. Kerangka Konsep Penelitian



Sumber : Penulis 2022

3. Metode Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari harga bulanan dari indeks harga saham gabungan (IHSG) dan indeks LQ45 mulai dari Januari 2001 hingga Desember 2022 (262 observasi bulanan). *Conditional skewness* diestimasi menggunakan *rolling window* selama 100 bulan sehingga periode *out-of-sample* berisi 162 observasi terakhir. *Excess return* diperoleh dari selisih *return* indeks saham dengan tingkat bunga bebas risiko, yang diproses dengan Sertifikat Bank Indonesia 1 Bulan untuk periode Januari 2001 – Juni 2005, BI Rate untuk periode Juli 2005 – Juli 2016, dan BI 7 Day Repo Rate untuk periode Agustus 2016 – Desember 2022. Ukuran *skewness* pasar yang digunakan untuk memprediksi *excess return* pasar satu bulan ke depan adalah *skewness* sampel, yang diestimasi dengan teknik *rolling window* dari 100 *return* bulanan sebelumnya. Selain itu, varian sampel dari *excess return* pasar juga diestimasi. Misalkan $R_{m,t}$ dan $R_{f,t}$ merupakan *return* pasar dan tingkat bunga bebas risiko pada bulan t .

Selanjutnya, *excess return* pasar pada bulan t adalah $r_{m,t} = R_{m,t} - R_{f,t}$. Varian dan *skewness* sampel pada bulan t dihitung menggunakan rumus berikut:

$$h_{s,t} = \frac{1}{100} \sum_{i=t-1}^{t-100} (r_{m,i} - \bar{r}_{m,t})^2, \quad sk_{s,t} = \frac{1}{100} \sum_{i=t-1}^{t-100} \left(\frac{r_{m,i} - \bar{r}_{m,t}}{\sigma_{m,t}} \right)^3$$

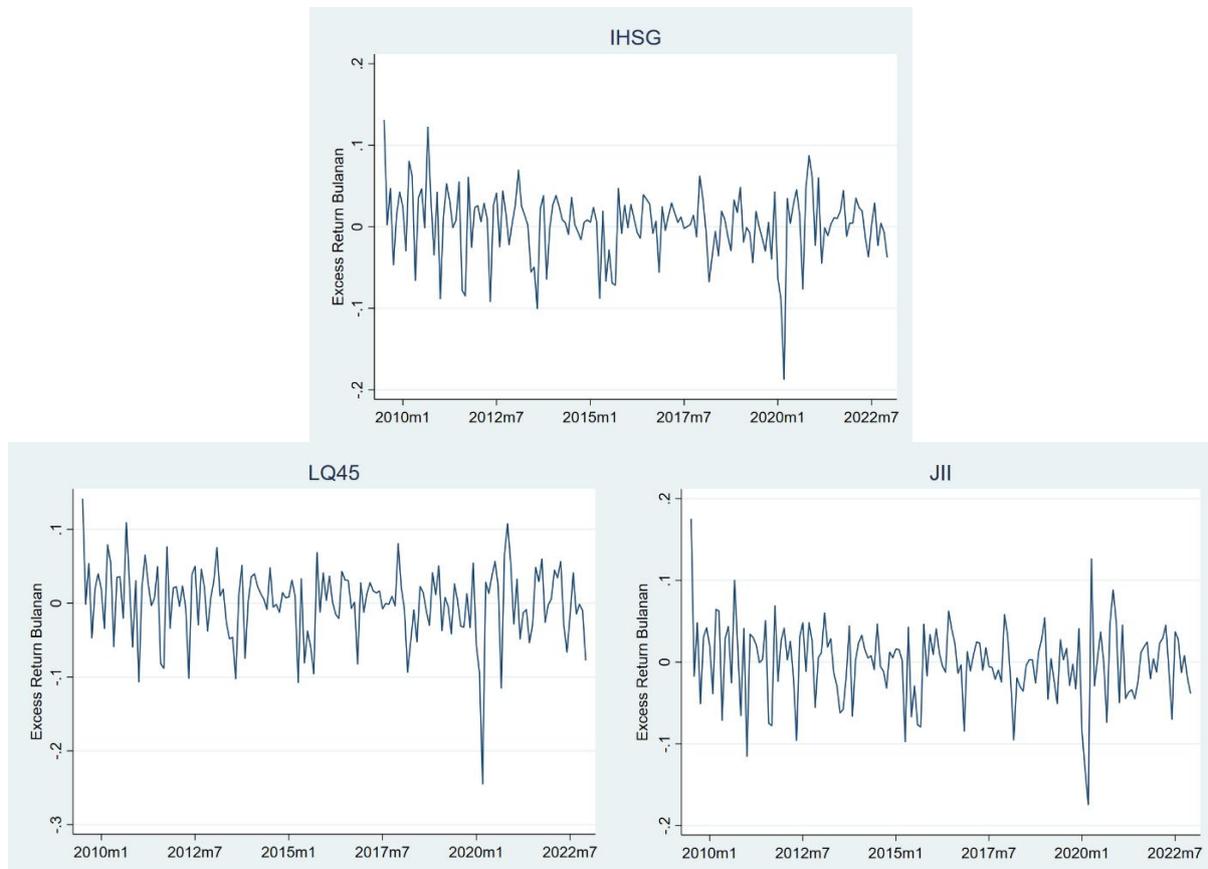
dimana $\bar{r}_{m,t}$ dan $\sigma_{m,t}$ merupakan rata-rata sampel dan simpangan baku sampel dari *excess return* 100 bulan sebelumnya yang mewakili rata-rata dan volatilitas pada bulan t. Dengan metode ini, diperoleh 162 estimasi bulanan varian dan *skewness* sampel.

Peneliti menginvestigasi kemampuan *sample skewness* dan *sample variance* untuk memprediksi *return* pasar satu bulan ke depan dengan menggunakan persamaan regresi berikut:

$$r_{m,t+1} = a + bh_{s,t} + csk_{s,t} + dr_{m,t} + \varepsilon_t$$

dimana $r_{m,t}$ merupakan *excess return* pasar pada bulan t, $h_{s,t}$ dan $sk_{s,t}$ merupakan estimasi *sample variance* dan *sample skewness* pada bulan t, yang diestimasi menggunakan teknik rolling window dari *excess return* pasar dari t-1 sampai t-100. Untuk mengendalikan masalah otokorelasi, peneliti memasukkan $r_{m,t-1}$ yang merupakan *excess return* pasar pada bulan t-1 ke dalam persamaan regresi.

Figur 2. Excess Return Pasar Saham Indonesia



Sumber: Yahoo Finance, 2022

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Nama Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran
<i>Excess return</i> pasar saham ($r_{m,t}$)	<i>Return</i> pasar saham yang telah dikurangi dengan tingkat bunga bebas risiko pada bulan t	$r_{m,t} = R_{m,t} - R_{f,t}$
<i>Sample variance</i> ($h_{s,t}$)	Estimasi <i>sample variance</i> pada bulan t yang diestimasi menggunakan teknik <i>rolling window</i> dari <i>excess return</i> pasar dari t-1 sampai t-100	$h_{s,t} = \frac{1}{100} \sum_{i=t-1}^{t-100} (r_{m,i} - \bar{r}_{m,t})^2$
<i>Sample skewness</i> ($sk_{s,t}$)	Estimasi <i>sample skewness</i> pada bulan t yang diestimasi menggunakan teknik <i>rolling window</i> dari <i>excess return</i> pasar dari t-1 sampai t-100	$sk_{s,t} = \frac{1}{100} \sum_{i=t-1}^{t-100} \left(\frac{r_{m,i} - \bar{r}_{m,t}}{\sigma_{m,t}} \right)^3$

Sumber : Peneliti 2022

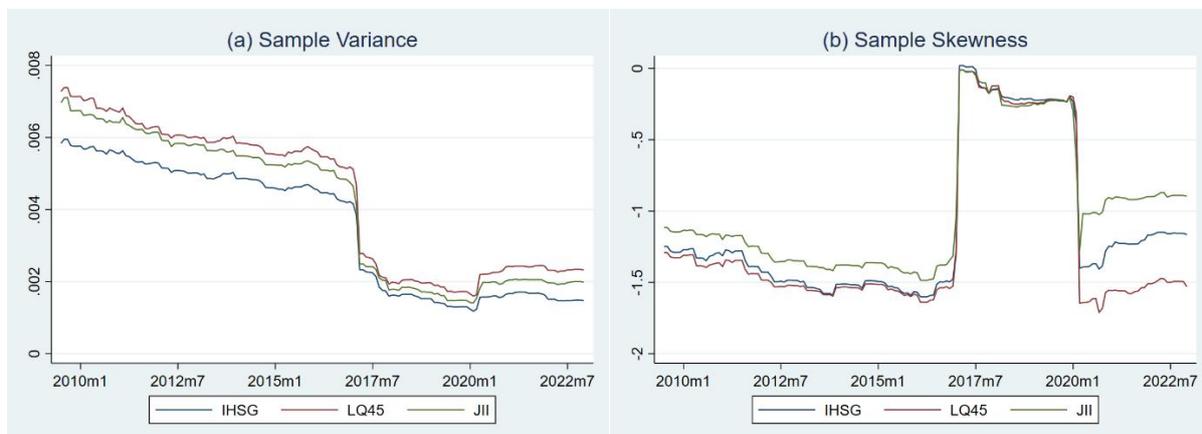
4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Statistik Deskriptif Pasar Saham Indonesia

Figur 2 menunjukkan evolusi dari waktu ke waktu tiga *excess return* pasar saham Indonesia yaitu IHSG, LQ45 dan JII dari bulan Juli 2009 sampai Desember 2022. Pada awal tahun 2020 terjadi penurunan *excess return* signifikan yang diakibatkan oleh pandemi Covid-19.

Figur 3 (a) dan (b) menunjukkan estimasi *sample variance* dan *sample skewness* yang dihitung dengan menggunakan teknik *rolling window* dari 100 bulan *excess return* dari bulan Juli 2009 sampai Desember 2022. Kedua grafik ini menunjukkan adanya perubahan ekstrim pada *sample variance* dan *sample skewness*.

Figur 3. Sample Variance dan Sample Skewness



Sumber: Yahoo Finance, 2022 (data diolah)

Statistik deskriptif variabel indeks pasar saham Indonesia disajikan pada tabel 2. *Excess return* rata-rata pasar saham Indonesia memiliki rata-rata 0,0028 untuk IHSG, 0,0006 untuk LQ45 dan -0,0010 untuk JII dengan standar deviasi yang hampir sama. *Excess return* terendah untuk IHSG sebesar -0,1872, LQ45 sebesar -0,2448 dan untuk JII sebesar -0,1743. Sementara untuk *excess return* tertinggi adalah sebesar 0,1309 untuk IHSG, 0,1418 untuk LQ45, dan 0,1753 untuk JII. Varian untuk *excess return* IHSG, LQ45 dan JII berturut-turut adalah 0,0035, 0,0044 dan 0,0041. Sementara, *skewness* untuk *excess return* IHSG, LQ45 dan JII berturut-turut adalah -1,1122, -1,2015 dan -0,9777 yang menandakan adanya distribusi negatif *excess return* pasar.

Tabel 2: Statistik Deskriptif

Panel A: IHSG				
<i>Variabel</i>	<i>Rata-rata</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
$r_{m,t}$	0,0028	0,0424	-0,1872	0,1309
$h_{s,t}$	0,0035	0,0017	0,0012	0,0059
$sk_{s,t}$	-1,1122	0,5305	-1,6019	0,1418
Panel B: LQ45				
<i>Variabel</i>	<i>Rata-rata</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
$r_{m,t}$	0,0006	0,0498	-0,2448	0,1418
$h_{s,t}$	0,0044	0,0020	0,0016	0,0074
$sk_{s,t}$	-1,2015	0,5642	-1,7112	-0,0095
Panel C: JII				
<i>Variabel</i>	<i>Rata-rata</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
$r_{m,t}$	-0,0010	0,0470	-0,1743	0,1753
$h_{s,t}$	0,0041	0,0020	0,0014	0,0071
$sk_{s,t}$	-0,9777	0,4617	-1,4849	-0,0104

Sumber: Data diolah, 2022

4.2 Hasil Penelitian

Peneliti menguji apakah *sample skewness* pasar saham Indonesia dapat memprediksi *excess return* pasar saham Indonesia. Tabel 3 menunjukkan hasil regresi ketiga seri *excess return* terhadap *sample variance* dan *sample skewness* yang diestimasi menggunakan teknik *rolling window* yang mengandung 100 pengamatan sebelumnya dan juga *lag* pertama dari *excess return*. Hasil regresi menunjukkan bahwa *sample variance* tidak memiliki hubungan signifikan terhadap *excess return* pasar pada semua seri. Sebaliknya, *sample skewness* memiliki koefisien yang signifikan pada semua seri dengan tingkat signifikansi 1%. *Sample skewness* menunjukkan hubungan negatif signifikan dengan *excess return* pasar. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa hipotesis penelitian diterima atau gagal ditolak. Temuan ini berbeda dengan penelitian Jondeau et al. (2019) yang tidak menemukan hubungan signifikan *sample skewness* pasar terhadap *excess return* pasar saham. Koefisien *adjusted R²* berkisar antara 8,20% sampai 12,09%.

Tabel 3: Estimasi Regresi terhadap *Excess Return* Pasar

Variabel ($r_{m,t+1}$)	Koefisien (<i>p-value</i>)		
	IHSG	LQ45	JII
Intersep	-0,0048 (0,549)	-0,0077 (0,430)	-0,0010 (0,237)
$r_{m,t}$	0,0262 (0,726)	0,0029 (0,969)	-0,0543 (0,456)
$h_{s,t}$	-0,5988 (0,981)	-4,8059 (0,829)	-20,5312 (0,393)
$sk_{s,t}$	-0,1012*** (0,000)	-0,1255*** (0,000)	-0,1509*** (0,000)
No. Observasi	161	161	161
Adj. R ²	8,20%	12,09%	10,48%
F-statistic	3,86	5,40	4,75
Prob (F)	0,002	0,000	0,000

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel ini menunjukkan parameter estimasi regresi *excess return* IHSG, LQ45 dan JII terhadap *sample variance*, *sample skewness* dan *lag* pertama *excess return* pasar. Periode sampel dimulai dari Juli 2009 sampai Desember 2022 (162 observasi). Angka dalam kurung merupakan *p-value* berbasis pada

Newey-West heteroskedasticity and autocorrelation-consistent standard error. * mengindikasikan tingkat signifikansi 10%, ** untuk tingkat signifikansi 5%, dan *** untuk tingkat signifikansi 1%.

Pada tahun 2020, seluruh dunia dilanda pandemi Covid-19, tak terkecuali oleh Indonesia yang menyebabkan gangguan pada sektor bisnis. Salah satu yang terdampak adalah pasar saham Indonesia. Oleh karena itu, peneliti mencoba menginvestigasi hubungan antara *sample skewness* dan *excess return* pasar sebelum dan selama periode pandemi Covid-19 yang ditunjukkan pada tabel 4. Seperti yang dapat dilihat pada tabel 4 panel a, sebelum pandemi Covid-19, peneliti tidak menemukan adanya kemampuan prediksi *sample variance* dan *sample skewness* terhadap *excess return* satu bulan ke depan. Hal ini terlihat dari tidak adanya koefisien *sample variance* dan *sample skewness* yang signifikan di ketiga seri yang diteliti. Signifikansi yang sangat lemah hanya terdapat pada seri IHSG dengan tingkat signifikansi 10%. Ketidakmampuan prediksi juga dapat dilihat dari rendahnya nilai *adjusted R²* pada ketika persamaan yang berkisar dari 0,19% sampai 0,66%. Hasil regresi selama pandemi Covid-19 menunjukkan adanya kemampuan prediksi *sample skewness* terhadap *excess return* pasar satu bulan ke depan. Hal ini ditunjukkan di ketiga seri, dimana *sample skewness* memiliki koefisien yang signifikan di tingkat 1%. Kemampuan prediksi juga ditunjukkan dengan nilai *adjusted R²* yang cukup tinggi yang berkisar dari 37,09% sampai 44,39%. Walaupun demikian, selama pandemi Covid-19, *sample variance* juga tidak memiliki kemampuan prediksi terhadap *excess return* pasar satu bulan ke depan. Berdasarkan temuan ini, dapat dikatakan bahwa dampak *sample skewness* hanya terjadi selama pandemi Covid-19.

Tabel 4: Estimasi Regresi Sebelum Pandemi Covid-19 (Juli 2009 – Desember 2019)

Variabel ($r_{m,t+1}$)	Koefisien (<i>p-value</i>)		
	IHSG	LQ45	JII
Panel A: Periode sebelum pandemi covid-19 (Juli 2009 – Desember 2019)			
Intersep	-0,0134 (0,167)	-0,0147 (0,194)	-0,0143 (0,142)
$r_{m,t}$	-0,0418 (0,662)	-0,0915 (0,305)	-0,1051 (0,217)
$h_{s,t}$	9,9882* (0,057)	8,2770* (0,084)	6,2648 (0,167)
$sk_{s,t}$	0,0226* (0,067)	0,2244 (0,105)	0,0156 (0,288)
No. Observasi	125	125	125
Adj. R ²	0,66%	0,24%	0,19%
F-statistic	1,25	1,21	1,04
Prob (F)	0,295	0,308	0,376
Panel B: Periode selama pandemi covid-19 (Januari 2020 – Desember 2022)			
Intersep	-0,1445 (0,104)	-0,0369 (0,744)	-0,1769* (0,061)
$r_{m,t}$	0,0787 (0,594)	0,2289 (0,160)	0,0857 (0,564)
$h_{s,t}$	4,7204 (0,945)	-72,6272 (0,273)	-12,1049 (0,834)
$sk_{s,t}$	-0,1172*** (0,000)	-0,1357*** (0,001)	-0,2165*** (0,000)
No. Observasi	36	36	36
Adj. R ²	44,39%	37,09%	38,70%
F-statistic	10,31	7,88	8,37

Prob (F)	0,000	0,000	0,000
----------	-------	-------	-------

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel ini menunjukkan parameter estimasi regresi *excess return* IHSB, LQ45 dan JII terhadap *sample variance*, *sample skewness* dan *lag* pertama *excess return* pasar. Periode sampel yang dianalisis adalah periode sebelum pandemi Covid-19 dimulai dari Juli 2009 sampai Desember 2019 (125 observasi) dan selama pandemi Covid-19 dari Januari 2020 sampai Desember 2022 (36 observasi). Angka dalam kurung merupakan *p-value* berbasis pada *Newey-West heteroskedasticity and autocorrelation-consistent standard error*. * mengindikasikan tingkat signifikansi 10%, ** untuk tingkat signifikansi 5%, dan *** untuk tingkat signifikansi 1%.

Hasil penelitian ini menawarkan bukti baru tentang peran *skewness*, khususnya *sample skewness* dalam penetapan harga aset dan berkontribusi pada literatur yang menghubungkan investor dengan inefisiensi pasar saham. Setiap tahun terjadi kenaikan jumlah investor ritel di pasar saham Indonesia yang tentunya memiliki beragam tujuan investasi. Akan tetapi, investor cenderung memiliki pengetahuan dan kemampuan dalam investasi dan mereka cenderung lebih memilih sekuritas dengan karakteristik seperti lotere. Preferensi investor terhadap *skewness* cenderung membuat sekuritas yang condong positif menjadi terlalu mahal, sehingga *mispricing* ini akan terkoreksi ke harga yang sebenarnya. Meskipun demikian, koreksi *mispricing* dapat tertunda ketika pasar tidak efisien.

Temuan penelitian ini memiliki implikasi yang sangat menarik dalam kaitannya dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Terdapat banyak penelitian beberapa tahun terakhir yang menyatakan bahwa *return* aset finansial dapat diprediksi sampai taraf tertentu (Levich et al., 2019). Temuan penelitian ini dapat menjadi bukti melawan EMH. Akan tetapi, terdapat faktor rasional lain yang dapat menghasilkan prediktabilitas dalam kerangka rasional dan efisien secara informatif, seperti struktur mikro pasar dan friksi dalam proses perdagangan dan terutama kondisi bisnis yang berubah yang dapat menghasilkan *expected return* dengan waktu yang bervariasi. Bahkan, seperti yang ditunjukkan oleh Campbell et al. (1997), tingkat prediktabilitas tertentu dapat dipandang sebagai hadiah untuk menanggung risiko ini. Mengikuti argumen-argumen ini, kita dapat mengaitkan kemampuan prediktif dari *sample skewness* pasar dengan variabilitas *excess return* dari aset karena perubahan kondisi bisnis seperti yang mungkin terjadi selama pandemi Covid-19 di tahun 2020.

5. Simpulan

Pada penelitian ini, peneliti menginvestigasi kemampuan prediksi *sample skewness* terhadap *excess return* pasar saham satu bulan ke depan. Berbeda dari penelitian sebelumnya, yang tidak menemukan adanya hubungan antara *sample skewness* dengan *excess return* pasar, penelitian ini menemukan adanya kemampuan *sample skewness* dalam memprediksi *excess return* pasar satu bulan ke depan. *Sample skewness* memiliki hubungan negatif signifikan dengan *excess return* pasar satu bulan ke depan. Akan tetapi, setelah peneliti membagi periode sampel menjadi dua periode yaitu sebelum dan selama pandemi Covid-19 terjadi, peneliti menemukan hal menarik. Sebelum pandemi Covid-19 terjadi, tidak ditemukan adanya hubungan antara *sample skewness* dengan *excess return* pasar. Kemampuan prediksi muncul ketika pandemi Covid-19 melanda. Hasil penelitian ini mempunyai implikasi penting pada bidang penilaian dan alokasi aset, khususnya saat terjadi krisis, yang akan menjadi subjek penelitian di masa depan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diharapkan bisa diatasi oleh peneliti selanjutnya. Pertama, dalam penelitian ini, peneliti hanya menggunakan *sample variance* dan *sample skewness* dalam mengukur tingkat asimetri distribusi *excess return*. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan ukuran tingkat asimetri distribusi lain, seperti *conditional skewness* yang merespon lebih cepat terhadap perubahan *excess return* bulanan. Kedua, periode pandemi Covid-19 yang digunakan oleh peneliti hanya 36 bulan yang diakibatkan oleh keterbatasan periode sampel.

Sebaiknya penelitian selanjutnya memperpanjang periode sampel untuk membuat kemampuan prediksi *sample skewness* semakin meyakinkan.

6. Daftar Pustaka

- Amaya, D., Christoffersen, P., Jacobs, K., & Vasquez, A. (2015). Does realized skewness predict the cross-section of equity returns? *Journal of Financial Economics*, *118*(1), 135–167. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.009>
- Barberis, N., & Huang, M. (2008). Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices. *American Economic Review*, *98*(5), 2066–2100. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.2066>
- Barro, R. J. (2006). Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century*. *The Quarterly Journal of Economics*, *121*(3), 823–866. <https://doi.org/10.1162/qjec.121.3.823>
- Bollerslev, T., Todorov, V., & Xu, L. (2015). Tail risk premia and return predictability. *Journal of Financial Economics*, *118*(1), 113–134. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.010>
- Byun, S.-J., & Kim, D.-H. (2016). Gambling preference and individual equity option returns. *Journal of Financial Economics*, *122*(1), 155–174. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.06.004>
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press. <https://doi.org/doi:10.1515/9781400830213>
- Chang, B. Y., Christoffersen, P., & Jacobs, K. (2013). Market skewness risk and the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, *107*(1), 46–68. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.07.002>
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, *38*(1), 34–105. <http://www.jstor.org/stable/2350752>
- Ghysels, E., Plazzi, A., & Valkanov, R. (2016). Why Invest in Emerging Markets? The Role of Conditional Return Asymmetry. *The Journal of Finance*, *71*(5), 2145–2192. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jofi.12420>
- Griffin, J. M., Kelly, P. J., & Nardari, F. (2010). Do Market Efficiency Measures Yield Correct Inferences? A Comparison of Developed and Emerging Markets. *The Review of Financial Studies*, *23*(8), 3225–3277. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq044>
- Harvey, C. R., & Siddique, A. (2000). Conditional Skewness in Asset Pricing Tests. *The Journal of Finance*, *55*(3), 1263–1295. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/0022-1082.00247>
- Jondeau, E., Zhang, Q., & Zhu, X. (2019). Average skewness matters. *Journal of Financial Economics*.
- Kelly, B., & Jiang, H. (2014). Tail Risk and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, *27*(10), 2841–2871. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu039>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1976). SKEWNESS PREFERENCE AND THE VALUATION OF RISK ASSETS*. *The Journal of Finance*, *31*(4), 1085–1100. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1976.tb01961.x>
- Kumar, A. (2009). Who Gambles in the Stock Market? *The Journal of Finance*, *64*(4), 1889–1933. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01483.x>
- Levich, R., Conlon, T., & Potì, V. (2019). Measuring excess-predictability of asset returns and market efficiency over time. *Economics Letters*, *175*, 92–96. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.12.022>
- Li, M., Onishchenko, O., & Zhao, J. (2020). Does average skewness matter? Evidence from the Taiwanese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, *62*, 101382. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101382>
- Longstaff, F. A., & Piazzesi, M. (2004). Corporate earnings and the equity premium. *Journal of Financial Economics*, *74*(3), 401–421. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.12.001>

- Neuberger, A. (2012). Realized Skewness. *The Review of Financial Studies*, 25(11), 3423–3455. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs101>
- Scott, R. C., & Horvath, P. A. (1980). On the Direction of Preference for Moments of Higher Order Than the Variance. *Journal of Finance*, 35(4), 915–919. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:35:y:1980:i:4:p:915-19>
- Serna, G. (2022). On the predictive ability of conditional market skewness. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.11.001>