

PENGUJIAN OVERREACTION HYPOTHESIS DI BURSA EFEK INDONESIA PADA PERIODE BULLISH DAN PERIODE BEARISH

Fazry Sidiq
Fakultas Ekonomi Universitas Khairun Ternate
Email : fazdiq@yahoo.com

Abstract

This study aims to obtain empirical evidence about the excessive reaction (overreaction) is indicated by the change in the stock price by using the returns of the securities in question . This reaction can be measured by abnormal returns earned by the securities to investors . Previous research found a proven loser portfolio outperformed the winner portfolio , but the portfolio winner does not have a tendency to be a loser .

This research is a quantitative - deductive hypotheses through by developing theories that already exist . The core of this research is to observe the reaction of investors over the possibility of the existence of the overreaction effect by looking at the variable weekly abnormal return in 2005-2008 . The population used in this study is the overall manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2005-2008 which resulted in 122 sample companies . This test uses two observation periods , namely the period of Bullish and Bearish Period , the tests used in this study is a independent simple t-test .

The results of testing the hypothesis that the existence of over-reacting to events that occurred during the testing concluded that there are indications of excessive reaction (overreaction) are marked with the loser portfolio outperformed the winner portfolio . This overreaction effect occurs is not constant over a long time , but occur separately or separatist . This happens either in the period or periods bearish trend during the observation period

Keyword : Overreaction, AAR(Average Abnormal Return), CAR (Cumulative Abnormal Return), Bullish, Bearish

PENDAHULUAN

Investor dalam mengambil keputusan investasi selalu berhadapan dengan return dan risk yang penuh ketidakpastian. Oleh karenanya dalam analisis investasi kita mengenal istilah *high risk high return* dan *low risk low return*, kondisi ini sangat tergantung kepada sikap investor dalam menghadapi risiko. Ada investor yang menghindar terhadap risiko (*risk averse*), ada juga investor yang suka terhadap risiko (*risk seeker*) dan ada juga investor yang berada ditengah – tengahnya (*risk neutral*).

Para investor yang menginvestasikan dananya pada *financial asset* di pasar modal juga dihadapkan pada kondisi ketidakpastian harga saham, untuk itu investor membutuhkan analisis yang tepat tentang pergerakan harga saham. Dalam analisis investasi kita mengenal adanya analisis fundamental, yang terdiri dari analisis makro ekonomi, analisis industri dan analisis perusahaan, yang didasarkan pada konsep pasar efisien (*efficient market*). Asumsi yang mendasari pasar efisien adalah

para investor bersikap menghindari risiko (*risk averse*).

Konsep pasar efisien didasarkan pada seberapa cepat harga bereaksi terhadap adanya informasi yang bisa mempengaruhi harga saham. Semakin cepat pasar bereaksi terhadap suatu informasi sehingga mencapai harga keseimbangan yang baru, maka pasar dikatakan efisien. Kondisi pasar efisien bisa menghindari kesalahan risiko berinvestasi yang dapat ditekan seminimal mungkin, sehingga kerugian para investor dapat dikurangi.

Pada prakteknya ada kecenderungan para pelaku pasar modal yang bereaksi secara berlebihan (*overreaction*), serta bersifat tidak rasional (*irrational*) dan tidak proporsional terhadap informasi yang didapatkan, baik informasi yang positif (*good news*) maupun informasi yang negatif (*bad news*). Tindakan irrasional para investor ini ditunjukkan dengan sesegera mungkin menjual saham – saham yang berkinerja buruk dalam rangka menghindari kerugian sebelum informasi tersebar secara

merata. Untuk mengukur reaksi yang berlebihan (*overreaction*), dilihat pada perubahan harga saham dengan mengukur return sekuritas tersebut, atau bisa diukur dengan melihat abnormal return pada saham tersebut.

Kondisi *overreaction* dapat dilihat pada saham – saham yang mempunyai return tinggi kurang diminati oleh para investor, sedangkan saham yang memiliki return rendah akan dicari oleh para investor. Hal ini akan berdampak pada return saham yang sebelumnya tinggi akan menjadi rendah demikian sebaliknya return saham yang sebelumnya rendah akan meningkat. Dalam keadaan seperti ini akan terjadi positif abnormal return dan negatif abnormal return (*overreaction hypothesis*).

Penelitian tentang overreaction hypothesis telah banyak dilakukan, diantaranya penelitian dilakukan oleh DeBondt dan Thaler (1985), yang menemukan sekuritas biasanya memiliki return tinggi dan masuk dalam kategori winner justru akan memperoleh abnormal return rendah, sebaliknya sekuritas yang masuk dalam kategori loser dan memiliki

return rendah akan memperoleh abnormal return yang tinggi.

Lo dan Mackinlay (1990) menyatakan bahwa adanya *overreaction* dalam penelitian mereka dengan ditandainya return pada beberapa saham secara sistematis mengalami kemajuan (*lead*) atau mengalami kemunduran (*lag*) dari pada return saham yang lain, penggunaan strategi menjual saham golongan winner dan membeli saham golongan loser, akan dapat menghasilkan *expected return* yang positif. Dissanaikie (1997) menyatakan jika investor secara rutin reaksi berlebihan terhadap informasi baru, harga saham yang biasanya cenderung loser akan berubah dan bergerak menjadi winner.

Fama (1997) meneliti mengenai efisiensi pasar, return jangka panjang dan perilaku keuangan. Fama menyatakan bahwa pasar lebih sering *overreaction* daripada *underreaction* terhadap informasi. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa terjadi *overreaction* dalam jangka panjang dan terjadi *underreaction* dalam jangka pendek.

Penelitian tentang overreaction juga banyak dilakukan di pasar modal Indonesia, beberapa penelitian yang mendokumentasikan overreaction hypothesis diantaranya adalah Sartono dan Yarmanto (1996) mendokumentasi reaksi berlebihan (overreaction) pada pasar saham Indonesia dan penemuan itu membuktikan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi terbaru. Susiyanto (1997) menguji keberadaan reaksi berlebihan di Bursa Efek Jakarta. Susiyanto menginterpretasikan penelitiannya bahwa para investor di Bursa Efek Jakarta lebih sering merespon secara berlebihan pada informasi positif dibandingkan dengan informasi negatif. Sukmawati dan Hermawan (2003) melakukan penelitian mengenai Overreaction Hypotesis, mereka menemukan bahwa portofolio loser terbukti mengungguli portofolio winner, dan terjadi secara separatis dan terpisah-pisah selama beberapa waktu.

Penelitian tentang reaksi berlebihan yang ditunjukkan oleh para investor, bisa dilihat dari kondisi

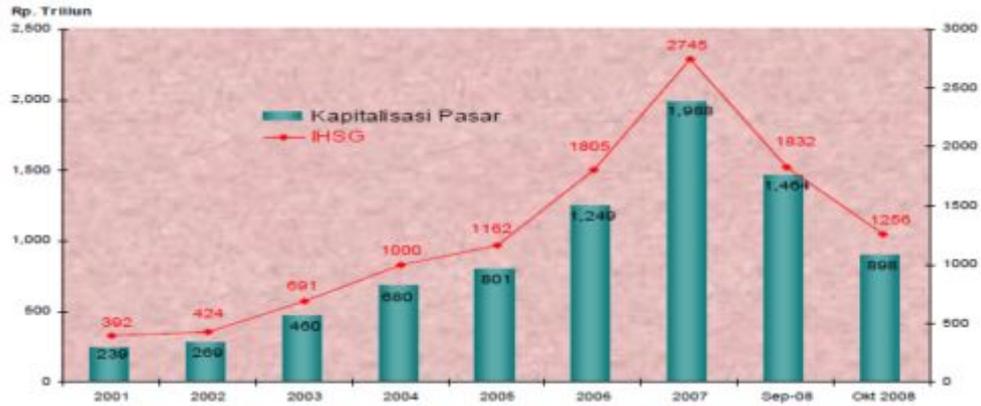
pasar. Ketika pasar dalam keadaan Bearish maka para investor cenderung bereaksi tidak rasional terhadap informasi yang didapat, sehingga sering melakukan strategi melepas saham pada saat pasar dalam keadaan Bearish. Sedangkan ketika pasar dalam keadaan Bullish para investor sering melakukan strategi menahan saham.

Penelitian yang mendokumentasikan tindakan investor yang cenderung bersikap tidak rasional sehingga melakukan reaksi berlebihan ketika pasar dalam keadaan Bearish antara lain Longin dan Solnik (2001), Campbell et al., (2002), Meyer et al., (2005) dan You dan Daigler (2010).

Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui Apakah ada reaksi berlebihan (overreaction) terhadap harga-harga saham perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia, yang ditandai dengan portofolio loser mengungguli portofolio winner, ketika pasar dalam kondisi Bullish maupun Bearish. Untuk mencapai tujuan penelitian ini maka kondisi pasar Bearish (krisis) ditandai dengan terjadinya krisis

subprime mortgage yang terjadi di Amerika Serikat dan dampaknya dapat dirasakan pada pasar Modal Indonesia, seperti tampak pada gambar 1.

Gambar 1. Perkembangan IHS dan Nilai Kapitalisasi Pasar Tahun 2001 - 2008



Dari gambar 1 terlihat bahwa sejak tahun 2001 terjadi peningkatan nilai IHS maupun kapitalisasi pasar sampai dengan akhir tahun 2007, namun akibat dari krisis subprime mortgage nilai IHS dan kapitalisasi pasar juga mengalami penurunan yang signifikan.

LITERATUR REVIEW DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS Efisiensi Pasar Modal

Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua, sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia, baik dalam bentuk informasi masa lalu, maupun informasi saat ini yang bisa mempengaruhi perubahan harga

sekuritas. Menurut Husnan (2003:256), secara formal pasar modal yang efisien merupakan pasar yang harga-harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut.

Weston dan Copeland (1995:108) menyatakan bahwa ide tentang efisiensi pasar ini dapat dibagi menjadi tiga bentuk berdasarkan jenis informasi yang digunakan dalam membuat keputusan-keputusan pasar. Tiga bentuk tersebut adalah :

1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (weak form)

2) Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (semi strong form)

3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (strong form)

Di dalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh penawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antar semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan terus bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang

penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien.

Anomali Pasar Modal

Meskipun hipotesis pasar efisien telah menjadi konsep yang dapat diterima di bidang keuangan, namun pada kenyataannya beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan yang disebut anomali pasar. Menurut Jones (1996) 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.

Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain :

- a. Price earning (P/E) effect adalah anomali dimana saham dengan P/E rendah menunjukkan risk adjusted return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi (Jones, 1996). Anomali ini pertama kali

- ditemukan oleh Basu pada tahun 1977 dan 1983.
- b. Size effect adalah anomali dimana risk adjusted return dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi dari perusahaan dengan ukuran besar (Jones, 1996). Anomali ini ditemukan oleh Banz (1981) dan Reinganum (1981).
 - c. January effect merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa return saham-saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan yang lalu (Kleim, 1986 dalam Jones, 1996).
 - d. Neglected firm effect, merupakan suatu kecenderungan bahwa investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi tingkat keuntungan abnormal, karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar maka informasi mengenai perusahaan ini cenderung tidak tersedia. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi lebih berisiko sehingga menimbulkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini ditemukan oleh
 - e. Reversal effect adalah efek pembalikan rata-rata return yang merupakan sebutan lain untuk anomali winner-loser yaitu kecenderungan saham yang memiliki kinerja buruk (loser) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja baik (winner) pada periode berikutnya dan begitu juga sebaliknya. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler tahun 1983 (Yulianawati, 2003).

Overreaction Hypotesis

Market overreaction terjadi karena dalam pengambilan keputusan untuk membeli atau menjual saham, investor mendasarkan pada emosi, pengalaman, dan intuisi mereka (Mutamimah, 2004).

Untuk mendapat keuntungan dari berita-berita yang diinginkan atau untuk mengurangi hasil yang bertentangan dari berita-berita yang tidak diinginkan, para

investor harus bereaksi secara cepat terhadap informasi baru. Secara umum investor cenderung untuk bereaksi terlalu berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa luar biasa dan informasi baru; dan mereka cenderung untuk mengabaikan informasi yang lebih lama (Jones: 250).

Konsep Overreaction Hypotesis menyatakan bahwa pasar telah reaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus dan sebaliknya, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk.

Pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang jelek, De Bondt dan Thaler membagi portofolio dalam kelompok portofolio yang konsisten mendapatkan earning (winner) dan portofolio yang konsisten tidak mendapat earning (loser). Koreksi terhadap informasi tersebut pada periode berikutnya jika dalam jangka pendek, koreksi dilakukan secara berlebihan,

signifikan dan berulang. Inilah yang dikatakan overreaction.

Beberapa teori secara umum menyebutkan bahwa perilaku para investor bereaksi berlebihan (overreact) terhadap adanya berita mengenai informasi peristiwa, baik itu peristiwa keuangan maupun bukan peristiwa keuangan yang tak terduga dan dramatis yang tidak diantisipasi sebelumnya. Beberapa event yang tidak diantisipasi mempengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan mempengaruhi harga saham secara signifikan, baik itu apresiasi saham maupun depresiasi saham.

Reaksi berlebihan menjadi penting untuk dibahas, karena reaksi berlebihan memberikan perilaku prinsipal terhadap para pelaku pasar yang akan mempengaruhi banyak konteks. Ketika para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi tak terduga sebelumnya, maka saham-saham yang golongan loser akan mengungguli winner. Akibat dari adanya reaksi berlebihan ini mendorong orang melakukan strategi membeli saham loser dan menjual saham winner.

Pengembangan Hipotesis

DeBondt dan Thaler (1985), menguji mengenai reaksi berlebihan yang menyebabkan pembalikan harga dengan menggunakan data pasar modal Amerika (NYSE). Penelitian ini menemukan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (loser) pada periode selanjutnya berkinerja baik dengan abnormal return positif atau saham-saham yang tadinya berkinerja baik (winner) pada periode selanjutnya mengalami kinerja yang buruk dengan abnormal return negatif.

Atkins dan Dyl (1990) melakukan pengujian mengenai reaksi berlebihan jangka pendek dan perilaku return saham setelah satu hari perubahan besar harga saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perubahan harga yang terjadi merupakan suatu bentuk reaksi berlebihan.

Dissanaike (1997) menyatakan jika investor secara rutin reaksi berlebihan terhadap informasi baru, harga saham yang biasanya cenderung loser akan berubah dan bergerak menjadi winner. Penelitiannya membuktikan bahwa

terjadi anomali pada harga saham. Jika pasar dalam berada dalam kondisi efisien. Overreaction hypotesis adalah sebagai kontradiksi terhadap hipotesis pasar yang efisien, yang mana merupakan sebuah bagian dari integral dari ekonomi keuangan modern. Overreaction hypotesis pada kenyataannya mengindikasikan bahwa bentuk efisiensi pasar dalam bentuk lemah secara informasi dan juga mengimplikasikan bentuk efisiensi pasar setengah kuat. Overreaction hypotesis juga mengimplikasikan ketidakefisienan pasar karena harga terlalu bereaksi dan tidak adanya rasio (irasional) terhadap perkiraan hasil dimasa depan.

Fama (1997) meneliti mengenai efisiensi pasar, return jangka panjang dan perilaku keuangan. Fama menyatakan bahwa pasar lebih sering overreaction daripada underreaction terhadap informasi. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa terjadi overreaction dalam jangka panjang dan terjadi underreaction dalam jangka pendek. Fama berpendapat

bahwa terdapat dua bias informasi yang mempengaruhi harga saham. Pertama yaitu bias overconfidence yaitu pasar terlalu percaya diri, dan hal ini menyebabkan para investor tersebut terlalu melebih-lebihkan pribadinya dalam menilai saham. Kedua yaitu sifat dasar dari seseorang atau disebut self attribution, yang menyebabkan investor menjatuhkan penilaian publik atas nilai saham, yang terjadi pada saat penilaian publik terhadap nilai saham berbeda dengan penilaian investor secara pribadi.

Susiyanto (1997) menguji keberadaan reaksi berlebihan di Bursa Efek Jakarta. Susiyanto menggunakan data mingguan selama periode 1994-1996 dan dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa portofolio saham yang tiga bulan sebelumnya memperlihatkan abnormal return positif (winner) mengalami reaksi yang berlebihan yaitu memperoleh abnormal return negatif dalam periode tiga bulan sesudahnya. Namun Susiyanto tidak menemukan adanya reaksi berlebihan pada portofolio saham yang sebelumnya memperlihatkan

abnormal return negatif (loser). Susiyanto menginterpretasikan penelitiannya bahwa para investor di Bursa Efek Jakarta lebih sering merespon secara berlebihan pada informasi positif dibandingkan dengan informasi negatif.

Wibowo dan Sukarno (2004), melakukan penelitian untuk mengetahui pergerakan harga saham dalam periode jangka pendek setelah perubahan besar dalam harga saham harian di Bursa Efek Jakarta tahun 2000. Penelitian ini memberikan hasil bahwa reaksi berlebihan terjadi pada saham saham loser (saham-saham yang mengalami penurunan harga secara besar - besaran), dan tidak pada saham winner (saham-saham yang mengalami kenaikan harga secara besar-besaran).

You dan Daigler (2010), melakukan penelitian tentang korelasi antar pasar modal ketika pasar dalam kondisi Bearish (krisis), hasil penelitian menunjukkan terjadi peningkatan korelasi antara pasar modal ketika terjadi krisis dan pada waktu pasar dalam keadaan Bullish maka tidak terjadi peningkatan korelasi antar pasar modal. Longin

dan Solnik (1995; 2001), Campbell et al. (2002), juga menemukan hal yang sama, yaitu peningkatan korelasi hanya terjadi ketika pasar dalam keadaan Bearish, namun tidak ketika pasar dalam keadaan Bullish.

Hal ini menjelaskan ketika pasar dalam keadaan Bearish (krisis) maka reaksi pemodal cenderung tidak rasional, hal ini disebabkan karena kepanikan pemodal dalam kondisi pasar yang tidak normal. Kepanikan pemodal direalisasikan dengan cara melepas sekuritas yang dimilikinya untuk menghindari efek kerugian yang lebih besar. Hal ini berbeda ketika pasar dalam keadaan bullish, pemodal akan cenderung untuk tidak melepas sekuritasnya secara cepat, karena pemodal masih bereaksi secara rasional untuk menahan sekuritasnya dalam rangka memperoleh keuntungan yang lebih besar lagi. Dari penjelasan di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah :

H1a : Ketika pasar dalam keadaan Bearish maka akan terjadi overreaction yang ditandai dengan Portofolio Loser memiliki abnormal return

yang mengungguli portofolio winner

H1b : Ketika pasar dalam keadaan Bearish terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara portofolio loser dan portofolio winner

H2a : Ketika pasar dalam keadaan Bullish tidak akan terjadi overreaction yang ditandai dengan Portofolio winner memiliki abnormal return yang mengungguli portofolio loser

H2b : Ketika pasar dalam keadaan Bullish tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara portofolio winner dan portofolio loser.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari data harga mingguan indeks pasar saham, dan data harga mingguan saham pada perusahaan manufaktur. Data historis yang digunakan mencakup periode antara April 2005 sampai dengan Maret 2008.

Data dibagi menjadi dua periode, pembagian periode didasarkan pada periode pasar bullish (sebelum krisis subprime mortgage) dan periode pasar bearish (ketika krisis subprime mortgage). Penentuan periode krisis ditandai dengan peristiwa subprime mortgage yang terjadi pada bulan Agustus 2007 (Soros, 2008: 52) diyakini sebagai awal dari terjadinya krisis keuangan. Peristiwa tersebut telah mempengaruhi mekanisme investasi dan perdagangan secara global di pasar modal dunia dan telah berdampak terhadap investor di Amerika Utara, Eropa, Australia, dan Asia (Crouhy dan Turnbull, 2008). Peristiwa subprime mortgage merupakan suatu peristiwa yang tidak dapat di prediksi sebelumnya dan memberikan sinyal negatif dan reaksi yang beragam pada beberapa pasar modal dunia termasuk pasar modal di Indonesia.

Penelitian ini menggunakan periode observasi ketika terjadi krisis subprime mortgage (Periode Bearish), yaitu pada Bulan April 2007 sampai dengan Maret 2008. Sedangkan periode sebelum krisis subprime

mortgage (Periode Bullish) pada bulan April 2006 sampai dengan Maret 2007. Data harga indeks pasar saham, dan data harga saham mingguan diperoleh dengan cara mendownload dari Website Yahoo Finance, Bursa Efek Indonesia dan Statistik Pasar Modal yang diterbitkan oleh BAPEPAM-LK.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling yaitu pengambilan sampel yang sesuai dengan kriteria yang akan digunakan dalam penelitian. Kriteria-kriteria tersebut adalah sebagai berikut:

1. Seluruh saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode April 2006 sampai Maret 2008.
2. Data yang digunakan adalah data Mingguan (closing price).
3. Sampel saham yang pada periode pembentukan portofolio yang mempunyai Average Abnormal Return positif, selanjutnya digolongkan portofolio winner. Saham yang mempunyai Average Abnormal Return negatif selanjutnya digolongkan

portofolio loser. Pembentukan portofolio ini berlaku pada periode Bearish maupun periode Bullish.

Pembentukan Portofolio

Portofolio dibentuk berdasarkan data April 2005 sampai dengan Maret 2006 untuk kondisi pasar Bullish dan kondisi pasar Bearish. Pembentukan portofolio bertujuan menemukan pola winner atau loser saham sampel. Untuk lebih jelasnya langkah pembentukan portofolio dijelaskan sebagai berikut:

- a. Dilakukan penghitungan nilai abnormal return masing-masing saham untuk periode Bullish dan periode Bearish.
- b. Dilakukan penghitungan nilai rata-rata abnormal return masing-masing saham untuk periode Bullish dan periode Bearish.
- c. Saham diperingkat berdasarkan nilai rata-rata abnormal returnnya. Saham dengan rata-rata abnormal return positif terbesar mendapat peringkat 1, sedangkan saham dengan rata-rata abnormal return negatif terbesar mendapat peringkat terakhir.

d. Saham yang berada pada peringkat 20% tertinggi dipilih mewakili portofolio winner, sedangkan saham yang berada pada peringkat 20% terendah dipilih mewakili portofolio loser.

Pengukuran Variabel Penelitian

Perhitungan abnormal return digunakan rumus Jogiyanto (2000) :

$$AR_t = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots (1)$$

AR_t : Abnormal Return saham pada minggu ke t

R_{it} : Return saham i pada minggu ke t

R_{mt} : Return pasar pada minggu ke t

Untuk menghitung R_{it} digunakan persamaan:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots (2)$$

P_{it} : Harga

penutupan saham i pada periode ke t

P_{it-1} : Harga penutupan saham i pada periode ke t – 1

Untuk menghitung R_{mt} digunakan persamaan :

$$R_{mt} = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{IHS_{Gt-1}} \dots\dots\dots (3)$$

IHS_{Gt} : Harga penutupan IHS periode ke t

IHSG_{t-1} : Harga penutupan
IHSG periode ke t – 1

Untuk menghitung Cumulative
Abnormal Return (CAR) digunakan
persamaan :

$$CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \dots\dots\dots (4)$$

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

AR_{i,t} : Abnormal Return saham
i pada periode t

Untuk menghitung Average
Abnormal Return (AAR) digunakan
persamaan :

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n} \dots\dots\dots (5)$$

AAR_{i,t} : Average Abnormal
Return saham i pada
periode t

AR_{i,t} : Abnormal Return
saham i pada periode t

n : Jumlah Saham

Metode Analisis Data

Uji Hipotesis 1a dan 2a

Uji hipotesis dilakukan dengan
melihat pola Average Abnormal
Return dan Cumulative Abnormal
Return antara portofolio winner dan
portofolio loser.

Langkah-langkah yang
dilakukan dalam pengujian ini
adalah:

1. Menghitung Average Abnormal
Return dan Cumulative Abnormal
Return untuk masing-masing
saham dalam portofolio winner
dan portofolio loser untuk april
2006 – Maret 2007 (Periode
Bullish) dan April 2007 – Maret
2008 (untuk periode Bearish).
2. Membuat grafik Average
Abnormal Return dan Cumulative
Abnormal Return untuk masing-
masing saham dalam portofolio
winner dan portofolio loser untuk
april 2006 – Maret 2007 (Periode
Bullish) dan April 2007 – Maret
2008 (untuk periode Bearish).
3. H1a didukung jika Average
Abnormal Return dan Cumulative
Abnormal Return pola portofolio
loser mengungguli portofolio
winner.
4. H2a didukung jika Average
Abnormal Return dan Cumulative
Abnormal Return pola portofolio
winer mengungguli portofolio
loser.

Uji Hipotesis 1b dan 2b

Untuk uji H1b dan H2b dilakukan dengan menggunakan uji beda. Apabila didapati data berdistribusi normal dilakukan pengujian dengan uji independent t-test langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung t-statistik pada taraf signifikansi 5%

2. Menyusun hipotesis :

H0 : Tidak terdapat perbedaan Average Abnormal Return antara portofolio winner dan portofolio loser.

Ha : Terdapat perbedaan Average Abnormal Return antara

portofolio loser dan portofolio winner.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data Penelitian

Penelitian tentang reaksi pasar yang berlebihan (overreaction) yang diprosikan dengan nilai Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Abnormal Return (CAR) antara kelompok portofolio winner dengan kelompok portofolio loser ini dilakukan pada data tahun 2005 - 2008.

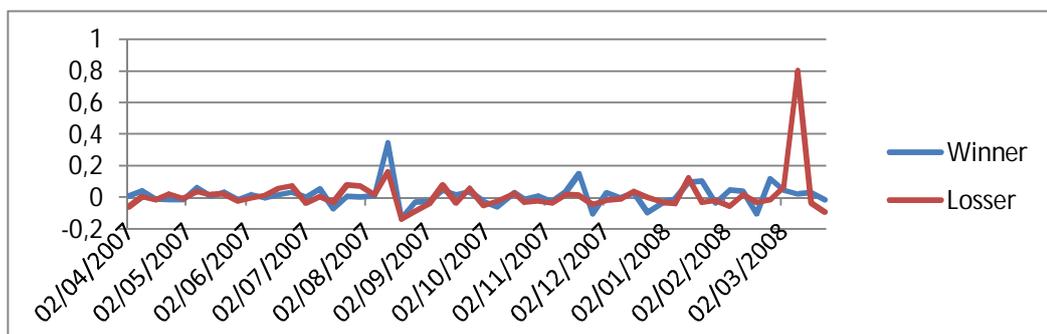
Tabel 4.1
Prosedur Penentuan Sampel

Keterangan	Jumlah
Populasi	122
Delisted dari BEI	(0)
Tidak Termasuk Portofolio Winer dan Looser	86
Sampel	36
(Terbagi dalam 18 perusahaan kategori winner dan 18 perusahaan kategori loser)	

Sumber data olahan

Pengujian Hipotesis 1a dan 2a

Gambar 4.1
Grafik AAR Portofolio Winner dan Portofolio Looser Periode Bearish



Dalam grafik di atas secara keseluruhan baik portofolio loser maupun portofolio winner memiliki average abnormal return yang bergerak disekitar angka nol, walaupun ada beberapa periode yang terlihat nampak lebih ekstrim kearah positif. Nilai *average abnormal return* kelompok portofolio *loser* mengungguli kelompok portofolio *winner* terjadi pada beberapa periode.

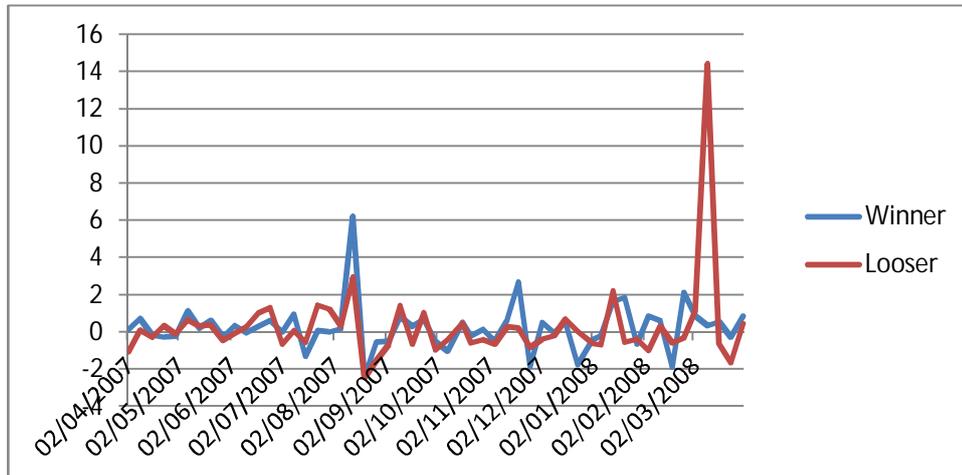
Pada periode Bearish jika dilihat secara keseluruhan maka AAR portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi pada 20 minggu periode pengamatan, sedangkan portofolio winner mengungguli portofolio loser terjadi pada 33 minggu periode pengamatan. Portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi secara acak pada keseluruhan periode pengamatan, sehingga bisa dikatakan walaupun terjadi overreaction tetapi

tidak secara terus menerus dan sifatnya acak.

Rata – rata portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi pada bulan Juni dan Juli tahun 2007, yang menunjukkan terjadi overreaction pada dua periode tersebut. Angka ekstrim portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi pada bulan Maret tahun 2008.

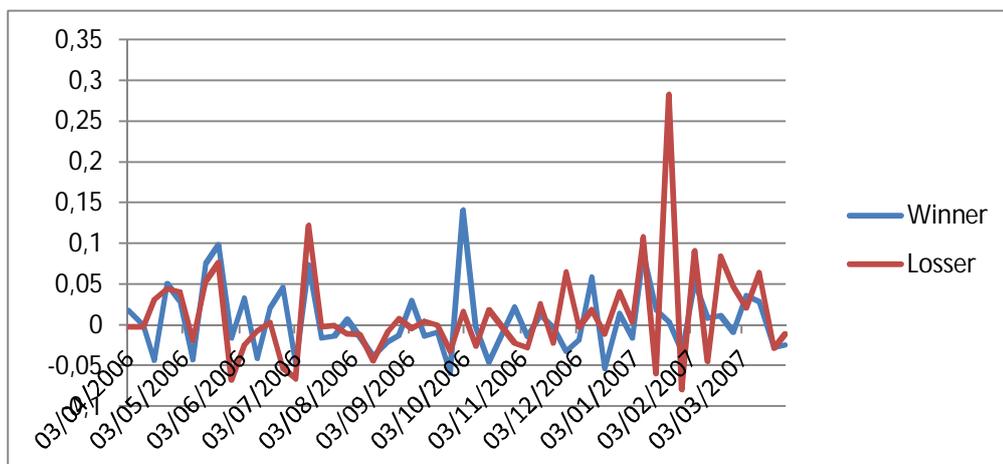
Perilaku yang sama ditunjukkan oleh Cumulative Abnormal Return pada portofolio winner dan portofolio loser. Secara keseluruhan nilai dari portofolio winner masih di atas portofolio loser sepanjang periode pengamatan. Begitu pula dengan nilai yang diperoleh portofolio winner dan portofolio loser secara keseluruhan masih bergerak disekitar angka nol seperti dalam gambar 4.2 sebagai berikut:

Gambar 4.2
Grafik CAR Portofolio Winner dan Portofolio Loser Periode Bearish



Pada periode Bullish Average Abnormal Return portofolio winner dan portofolio loser tampak pada gambar berikut ini :

Gambar 4.3
Grafik AAR Portofolio Winner dan Portofolio Loser Periode Bullish



Pada grafik di atas terlihat bahwa portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi pada beberapa periode pengamatan secara acak, sama halnya pada periode bearish maka pada periode bullishpun berlaku hal yang sama, yaitu overreaction terjadi

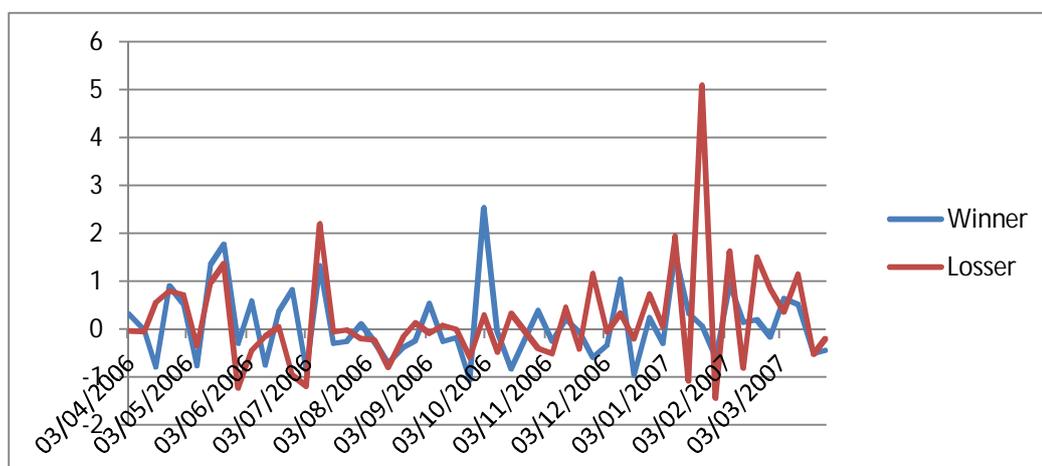
secara acak selama periode pengamatan. Angka Average Abnormal Return baik pada portofolio winner dan portofolio loser berada disekitar angka nol, dengan beberapa titik ekstrim pada beberapa periode ke arah baik negatif maupun positif.

Rata – rata portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi pada bulan Juli, September dan Desember tahun 2006, yang menunjukkan terjadi overreaction pada tiga periode tersebut. Secara keseluruhan portofolio loser mengungguli portofolio winner terjadi pada 27 minggu periode pengamatan, sedangkan portofolio winner mengungguli portofolio loser terjadi pada 24 minggu

periode pengamatan. Sama halnya dengan periode bearish maka pada periode bullish portofolio loser mengungguli portofolio winner dan portofolio winner mengungguli portofolio loser terjadi secara acak selama periode pengamatan.

Cumulative Abnormal Return pada periode bullish mempunyai perilaku yang sama dengan Average Abnormal Return, seperti terlihat pada gambar berikut ini :

Gambar 4.4
Grafik CAR Portofolio Winner dan Portofolio Loser Periode Bullish



Pengujian Hipotesis 1b dan 2b

Pengujian hipotesis 1b dan 2b dilakukan dengan uji beda rata – rata Average Abnormal Return pada portofolio loser dan portofolio winner baik pada periode bearish (hipotesis 1b) maupun periode bullish (hipotesis 2b). Hasil pengujian hipotesis 1b (periode bearish) menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara Average Abnormal Return portofolio loser dan portofolio winner, dengan angka probability sebesar 0,9426 lebih besar dari 0,05, seperti pada tabel berikut ini :

Tabel 4.2

Tabel signifikansi perbedaan rata-rata abnormal return saham loser dan saham winner selama periode bearish

Test for Equality of Means Between Series

Date: 09/08/14 Time: 16:35

Sample: 4/03/2006 4/01/2007

Included observations: 52

Method	df	Value	Probability
t-test	102	0.072206	0.9426
Satterthwaite-Welch t-test*	81.33815	0.072206	0.9426
Anova F-test	(1, 102)	0.005214	0.9426
Welch F-test*	(1, 81.3381)	0.005214	0.9426

*Test allows for unequal cell variances

Sumber data olahan (eviews 6)

Hasil pengujian pada periode bullish (hipotesis 2b) menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara Average Abnormal Return pada portofolio loser dan portofolio winner, dengan nilai probability sebesar 0,6063 lebih besar dari 0,05, seperti pada tabel berikut ini :

Tabel 4.3

Tabel signifikansi perbedaan rata-rata abnormal return saham loser dan saham winner selama periode bullish

Test for Equality of Means Between Series

Date: 09/08/14 Time: 16:31

Sample: 4/03/2006 4/01/2007

Included observations: 52

Method	df	Value	Probability
t-test	100	0.516966	0.6063
Satterthwaite-Welch t-test*	90.24738	0.516966	0.6064
Anova F-test	(1, 100)	0.267253	0.6063
Welch F-test*	(1, 90.2474)	0.267253	0.6064

*Test allows for unequal cell variances

Sumber data olahan (eviews 6)

Pembahasan Hasil Penelitian

Dengan melihat gambar grafik average abnormal return untuk portofolio loser dan portofolio winner diatas dapat dikatakan bahwa

terjadi reaksi berlebihan (overreaction) yang ditandai dengan adanya portofolio loser yang mengungguli portofolio winner. Overreaction ini terjadi pada

beberapa periode selama tahun pengujian, dan terjadi portofolio loser mengungguli portofolio winner secara terpisah-pisah. Dengan kata lain overreaction tidak terjadi secara konstan sepanjang waktu tetapi terjadi secara terpisah-pisah.

Dengan melihat gambar grafik Average Abnormal Return (AAR) antara portofolio loser dan portofolio winner selama periode pengujian (periode bearish maupun periode bullish) dapat dikatakan bahwa terjadi indikasi reaksi berlebihan (overrection) yang ditandai portofolio loser mengungguli portofolio winner. Overreaction terjadi tidak secara konstan tetapi lebih terjadi secara separatis. Hal ini mungkin disebabkan oleh adanya berbagai peristiwa - peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian, diantaranya kenaikan harga BBM, gejolak politik yang meresahkan, sampai dengan terjadinya berbagai macam teror bom. Peristiwa-peristiwa tersebut dianggap dramatis oleh para investor.

Gejala overreaction yang terjadi secara terpisah – pisah menunjukkan adanya pergerakan

saham yang awalnya berada pada titik loser kemudian berubah menjadi winner, demikian pula sebaliknya. Perubahan dari loser menjadi winner dan winner menjadi loser membuat overreaction terjadi secara terpisah – pisah, hal ini sesuai dengan hasil penelitian Lo dan Mackinlay (1990) yang menyatakan beberapa saham mengalami kemajuan (led) atau mengalami kemunduran (lead), sehingga investor melakukan strategi menjual saham winner dan membeli saham loser. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Dissanaikie (1997) yang menyatakan reaksi berlebihan investor terhadap informasi baru, mengakibatkan harga saham yang biasanya cenderung loser akan berubah menjadi winner.

Hasil pengujian independent sampel t test yang nampak pada tabel di atas memperlihatkan bahwa tidak terjadi perbedaan yang signifikan antara average abnormal return seluruh saham loser dan seluruh saham winner, baik pada periode bearish maupun pada periode bullish. Hasil pengujian dengan t test ini berarti secara rata-rata seluruh

sampel loser dan sampel winner belum bisa mendukung secara jelas bahwa terjadi efek reaksi berlebihan (overreaction) pada pasar modal di Indonesia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Hasil pengujian hipotesis yang menguji keberadaan reaksi berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian menyimpulkan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (overreaction) yang ditandai dengan portofolio loser mengungguli portofolio winner. Efek reaksi berlebihan ini terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis. Hal ini terjadi baik pada periode bullish maupun periode bearish selama periode pengamatan.
2. Kondisi overreaction yang hanya berlaku sesaat menunjukkan pasar modal di Indonesia ada dalam bentuk lemah (weak form), sehingga kondisi overreaction tidak terjadi dalam jangka waktu yang lama.

3. Hasil pengujian signifikansi perbedaan rata-rata abnormal return antara saham golongan loser dan saham golongan winner dengan menggunakan uji beda rata-rata, menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata abnormal return seluruh saham golongan loser dengan seluruh saham golongan winner. Hasil dari pengujian hipotesis 1b dan 2b ini kurang begitu mendukung adanya efek reaksi berlebihan yang telah diuji dalam hipotesis 1a dan 2a dengan menyatakan terdapat indikasi adanya efek overreaction dengan portofolio loser mengungguli portofolio winner.

Saran

1. Penelitian selanjutnya hendaknya dalam penghitungan expected return menggunakan model lain atau menggunakan ketiga model sekaligus yang dijelaskan dalam bukunya Jogiyanto (2000), agar dapat diketahui perbedaan terjadinya reaksi dengan menggunakan ketiga model yang ada. Ketiga model yang dimaksud

yaitu market model, mean adjusted model dan market adjusted model.

2. Pemilihan periode sampel untuk penelitian selanjutnya hendaknya dikembangkan dengan periode harian dalam penghitungan abnormal return. Data yang lebih detail periodenya (periode harian) mungkin akan dapat lebih menjelaskan lebih rinci mengenai reaksi yang terjadi dalam pasar modal, karena didalam pasar modal perubahan yang terjadi didalamnya sangat cepat dari hari-kehari.

Daftar Pustaka

- Atkins, Allen B dan Edward A Dyl, 1990, Price Reversal, Bid Ask Spreads and Market Efficiency, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December, Vol.25, No. 4, 535-547
- Basu, S., 1977. Investment Performance of Common Stock in Relation to their Price Earning Ratios : A test of Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance*. Vol. 32. Juni. pp. 663 – 682
- Campbell, R., Koedijk, K, and Kofman, P, “Increased Correlation in Bear Market,” *Financial Analyst Journal*, Vol. 58, No. 1, (2002).
- De Bond, W dan R Thaler ,1985. “Does Security Analysts Overreact?”, *The American Economic Review*. Volume 80. 52-57
- Dissanaike, Gishan., 1997. “Do Stock Market Investor Overreact?”. *Journal OF Business Finance and Accounting*. 24
- Fama, F Eguene, 1997, “Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance”, *Journal Of Financial Economics*, Vol. 49. 283-306
- Husnan, Suad ,2003, *Dasar-Dasar Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi Tiga, Yogyakarta : BPFE
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, Yogyakarta : BPFE
- Jones. 1996. *Invesment Analysis and Management*, Fifth Edition, Singapore, John Wiley and Sons, Inc
- Lo A dan Mackinlay A Craig.,1990.” When Are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction’. *The Review Of Financial Studies*. Vol 3 No. 2
- Longin, F and Solnik, B, “Extreme Correlation of International Equity Market,” *Journal of Finance*, Vol. LVI, No.2 (2001)
- Meyer, T.O, Li, X.M, and Rose, L.C, “Comparing Mean Variance Test With Stochastic Dominance Test When

- Assessing International Portfolio Diversification Benefits,” *Financial Services Review*, No. 14 (2005).
- Sartono, A dan Yarmanto, 1996, “Analisis Koefisien Penyesuaian Harga dan Efektifitas Penyerapan Informasi Baru di Bursa Efek Jakarta”, *Kelola* Vol. 12
- Sukmawati dan Daniel Hermawan, 2003, “Overreact Hipotesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham – Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 3, No. 1
- Susiyanto, F, Muhammad, 1997, “Market’s Overreaction In The Indonesian Stock Market”, *Kelola*, Vol. 6 No. 16
- Weston, J. Fred., dan Thomas E. Copeland, 1995, *Manajemen Keuangan*, Edisi 8. Jilid 1. Alihbahasa: Jaka Wasana dan Kirbrandoko. Gelora Aksara Pratama, Jakarta
- Wibowo, Agus dan Agus Sukarno. 2004. “Reaksi Pasar Berlebihan dan Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Pembalikan Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta”. *Wahana*. Februari, Vol. 7. No 1: 57-73
- You, L and Daigler, R.T, “The Strength and Source of Asymmetric International Diversification,” *Journal Economic Finance*, No. 34, (2010)