

ANALISIS OVERREACTION TERHADAP HARGA SAHAM MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Erny Isnawati
isna.cubby91@gmail.com
Wahidahwati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to obtain empirical evidence of the existence of overreaction in Indonesia Stock Exchange (IDX), it is indicated by the pattern of loser portfolio has abnormal return which outperforms the portfolio winner, and in order to obtain the empirical evidence of the existence of the difference of average abnormal return between loser portfolio and winner portfolio. The samples are all shares of manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2010-2014 periods. The samples of the research have been selected by using purposive sampling method. 40 samples of company's shares have been selected as samples and the pooling of 200 company's samples have been done by using two portfolios i.e. winner portfolio and loser portfolio. The hypothesis test has been done by using different test analysis instruments i.e. Independent t-tests to test the existence of the difference of average abnormal return between loser portfolio and winner portfolio by using SPSS program and the significance level is 5%. Based on the result of the research shows, it has been found that the magnitude of overreaction is measured by using Average Abnormal Return (AAR) and Cumulative Abnormal Return (CAR) portfolio, both in winner portfolio and loser portfolio. The result of the research result shows that the overreaction can be proven by using the pattern of loser portfolio which has abnormal return which outperforms the winner portfolio. There is a significant difference of average abnormal return between loser portfolio and winner portfolio.

Keywords: Overreaction, Winner Portfolio, Loser Portfolio.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris adanya *overreaction* di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang ditunjukkan dengan pola portofolio *loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli *portofolio winner*, dan untuk memperoleh bukti empiris terdapatnya perbedaan *average abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2010-2014. Sampel penelitian diseleksi menggunakan metode *purposive sampling*. Diperoleh sebanyak 40 sampel saham perusahaan dengan *pooling* 200 sampel perusahaan yang menggunakan dua portofolio yaitu portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Pengujian hipotesis menggunakan alat analisis uji beda *Independent t-test* untuk menguji adanya perbedaan *average abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* dengan menggunakan program SPSS serta tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa besarnya *overreaction* diukur dengan menggunakan *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Abnormal Return (CAR)* portofolio, baik pada portofolio *winner* maupun portofolio *loser*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Reaksi berlebihan dapat dibuktikan dengan pola *portofolio loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli *portofolio winner*. Terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara *portofolio loser* dan *portofolio winner*

Kata kunci: *Overreaction, Portofolio Winner, Portofolio Loser*

PENDAHULUAN

Perkembangan harga saham selalu menjadi obyek yang menarik untuk diprediksi dan dianalisis. Keberhasilan dan ketepatan memprediksi perkembangan harga saham merupakan hal yang diharapkan oleh para praktisi pasar modal terutama investor yang menginvestasikan dananya pada *financial asset* di pasar modal. Hal-hal yang diprediksi dan dianalisis mengenai saham biasanya meliputi saham mana yang akan mengalami kenaikan harga, berapa besar kenaikan harga saham tersebut, berapa lama kenaikan tersebut bertahan,

hingga nilai akhir dari *return* yang akan didapatkan di masa depan. Salah satu motivasi investor melakukan investasi di pasar modal adalah untuk memperoleh *return*. Untuk mendapatkan *return* investor memerlukan informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan informasi yang cukup investor akan membentuk portofolio untuk memaksimalkan *return* pada resiko yang mampu ditanggungnya.

Peristiwa yang dianggap dramatis oleh investor, dapat menyebabkan investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*). Reaksi berlebihan oleh investor di pasar modal dapat dilihat dengan adanya transaksi yang besar dan perubahan harga saham yang cukup signifikan. Debondt dan Thaler (2005) menyatakan bahwa *overreaction* yang dilakukan investor menyebabkan saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) menjadi membaik dan sebaliknya saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*) menjadi memburuk setelah 36 bulan setelah ada informasi masuk ke pasar. Fenomena harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti bahwa pasar bereaksi secara berlebihan dalam merespon informasi. Fenomena reaksi berlebihan ini menyimpulkan bahwa pasar tidak efisien. Biasanya informasi bagus (*good news*) dapat menyebabkan kenaikan IHSG, sedangkan Informasi kurang bagus (*bad news*) akan menyebabkan penurunan IHSG.

Overreaction akan menyebabkan perubahan kelompok saham *loser* menjadi *winner* dan sebaliknya. Fenomena *overreaction* dapat digunakan untuk menguji *efficient market hypothesis* pasar modal Indonesia. Dari beberapa peneliti sebelumnya ditemukan bahwa efisiensi pasar modal di Indonesia termasuk setengah kuat. Penelitian ini bertujuan menguji efisiensi pasar modal Indonesia dari sisi *overreaction*. Hal ini masih perlu dilakukan untuk mendukung kesimpulan tentang efisiensi pasar modal Indonesia yang sudah ada.

Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar tersebut adalah efisien sehingga kesalahan risiko berinvestasi dapat ditekan seminimal mungkin. Menurut Tandelilin (2010:15) terdapat hubungan yang searah dan linier antara risiko dan *return* yang diharapkan dari suatu investasi. Dalam praktiknya terdapat kecenderungan pelaku pasar modal untuk bereaksi secara berlebihan (*overreaction*), bersifat irasional dan tidak proporsional terhadap berita yang sifatnya dramatik juga tidak diantisipasi sebelumnya, baik berupa berita positif (*good news*) maupun berita negatif (*bad news*).

Investor bersifat irasional dan menginginkan menjual saham-saham yang berkinerja buruk dengan cepat untuk menghindari kerugian sebelum informasi yang sebenarnya tersebar secara merata. Investor akan melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi berlebihan (*overreaction*) ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return* yang diterima oleh sekuritas kepada para investor. *Return* saham ini akan menjadi terbalik dalam fenomena *overreaction*.

Saham-saham yang biasanya diminati pasar yang mempunyai *return* tinggi, akan menjadi kurang diminati. Sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati akan mulai dicari oleh pasar. Kondisi ini akan mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah, dan *return* yang sebelumnya rendah akan menjadi tinggi. Keadaan ini akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* positif dan negatif (Rahmawati dan Suryani, 2005).

Reaksi pasar tersebut konsisten dengan hipotesis reaksi pasar yang berlebihan (*overreaction hypothesis*), yang bersandar pada asumsi perilaku pelaku pasar yang bereaksi berdasarkan penekanan pada informasi terakhir yang mana pemodal akan cenderung *overreact* terhadap informasi yang ada. Secara psikologis, pelaku pasar akan bereaksi lebih dramatis terhadap informasi yang buruk (*bad news*). *Overreaction hypothesis* juga menyatakan bahwa ada kecenderungan *loser* untuk *out perform winner* tetapi *winner* tidak cenderung menjadi *loser* (Rahmawati dan Suryani, 2005).

Overreaction hypothesis dapat digunakan untuk menguji *weak form Efficiency Market Hypothesis* (EMH). Bila ditemukan prediksi yang signifikan pada kuartal I baik untuk *winner* ataupun *loser*, maka pasar tidak efisien dalam *weak form*. Umumnya *overreaction* semakin konsisten dan terkonsentrasi pada bulan Januari, ketika terdapat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya dan biasanya terjadi pada saham yang nilainya kecil (*small stock*). Fenomena tersebut seringkali disebut dengan *January effect*. Ketergantungan harga tersebut menjadi ciri suatu pasar tidak efisien. Pendekatan *excess return* digunakan untuk mengetahui kecenderungan terjadinya *overreaction* jika dilihat dari selisih antara *return* saham sesungguhnya dengan *return* saham yang diharapkan.

Sebagian investor percaya bahwa saham-saham yang mempunyai nilai *Abnormal Return* rendah akan memperoleh prestasi yang lebih baik daripada saham-saham yang memiliki *Abnormal Return* tinggi. Penelitian yang telah dilakukan oleh Fama (2007), Sukmawati dan Hermawan (2008) dalam Rahmawati dan Suryani (2005) menemukan adanya *portofolio loser* terbukti mengungguli *portofolio winner*, tetapi *portofolio winner* tidak mempunyai kecenderungan untuk menjadi *loser* dan terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis. *Overreaction* yang separatis ini dapat juga memberikan penjelasan bahwa pasar modal di Indonesia, khususnya untuk perusahaan sektor manufaktur, dalam kondisi efisiensi pasar dalam bentuk lemah (*weak form*).

Lain halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Indra (2009) yang menunjukkan bahwa terdapat fenomena *market overreaction* baik pada sampel *winner* maupun *loser* dengan besaran yang lebih besar pada kelompok sampel *loser*. Kontradiktif dengan hasil penelitian Indra (2009), dalam penelitian Pasaribu (2008) menunjukkan bahwa gejala *anomaly market overreaction* tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia pada seluruh periode (triwulan, semester, dan tahunan) khususnya saham yang tergabung dalam LQ-45. Konsisten dengan hasil penelitian Pasaribu (2008), penelitian yang dilakukan oleh Hesti (2011) juga menunjukkan bahwa tidak adanya *market overreaction* pada saham-saham perusahaan sektor manufaktur yang ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan *average abnormal return* antara *portofolio loser* mengungguli *winner*, yang mengindikasikan bahwa pasar masih tergolong *weak-form efficiency*, sehingga menghasilkan pola pergerakan harga saham yang sulit untuk diprediksi. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Agus (2008) menunjukkan bahwa terjadi *market overreaction* pada saham-saham perusahaan sektor manufaktur dengan ditandai adanya pola *portofolio loser* mengungguli *portofolio winner* secara separatis pada bulan-bulan tertentu, tidak selama satu tahun penuh.

Kondisi pasar yang cenderung aktif dan fluktuatif juga merupakan bagian dari pasar modal Indonesia. Dengan demikian untuk mengurangi sekaligus membatasi risiko investasi dalam penelitian ini, peneliti sengaja memilih kelompok saham perusahaan sektor manufaktur tahun 2010 sampai dengan tahun 2014 yang terdaftar di BEI

Perumusan masalah dari penelitian ini, adalah apakah terdapat *overreaction* di BEI, yang ditunjukkan dengan pola *portofolio loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli *portofolio winner*, Apakah terdapat perbedaan *average abnormal return* antara *portofolio loser* dan *portofolio winner*. Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah bukti empiris adanya *overreaction* di BEI, yang ditunjukkan dengan pola *portofolio loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli *portofolio winner*. Untuk memperoleh bukti empiris terdapatnya perbedaan *average abnormal return* antara *portofolio loser* dan *portofolio winner*.

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Overreaction Hypotesis

Menurut Debondt dan Thaler (2005) menyatakan bahwa dalam *overreaction hypothesis* pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam hal ini, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap

berita yang dinilai baik (*good news*). Sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya (secara drastis) harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*.

Pasar modal

Sukmawati dan Hermawan (2008) memberikan pengertian pasar modal yang lebih spesifik yaitu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa di perjual-belikan baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri. Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara, karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus (Basir dan Fakruddin, 2013:6)

Return Saham

Menurut Jogiyanto (2011:109) *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Jogiyanto membagi *return* menjadi dua yaitu: *Return* realisasi, yaitu (1) *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan bisa digunakan sebagai pengukur kinerja perusahaan serta sebagai penentuan *return* ekspektasi dan risiko masa datang. (2) *Return* ekspektasi, yaitu *return* yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa yang akan datang.

Menurut Ardi, Kiryanto dan Amalia (2008) ada 2 jenis komponen *return*, yaitu *current income* dan *capital gain*. *Current income* (pendapatan atau keuntungan lancar) adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti ; pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen, dsb. Komponen pertama ini disebut sebagai pendapatan lancar karena keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Komponen kedua adalah *capital gain* , yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar karena dengan perdagangan tersebut akan timbul perubahan nilai suatu instrumen investasi.

Abnormal Return

Return tidak normal (*abnormal return*) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi / *return* yang diharapkan oleh investor (Jogiyanto, 2011: 549). Dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan normal di mana tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi.

Mean - Adjusted Model

Mean - adjusted model menganggap *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi.

$$E(R_{it}) = \frac{\sum R_{it}}{t}$$

Dimana :

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada waktu ke-t

R_{it} = *actual return* sekuritas ke-i pada waktu ke-t

t = periode estimasi

Periode estimasi atau *estimation period* adalah periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

Market Model

Market model dalam menghitung *return* ekspektasi dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

dimana :

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode ke-t

α_i = *intercept*, independen terhadap sekuritas ke-i

β_i = koefisien *slope*, resiko sistematis, dependen terhadap sekuritas ke-i

R_{mt} = *return* pasar, yang dihitung dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$$

Market Adjusted Model

Market Adjusted Model menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar. Berikut adalah rumus menghitung *Market Adjusted Model* :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Dimana :

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *actual return* saham i pada hari ke t

R_{mt} = *Return* pasar, yang dihitung dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$$

Jenis-jenis Abnormal Return

Abnormal Return oleh Samsul (2012:267-277) di kelompokkan menjadi empat, yaitu: (1) *Abnormal Return (AR)*, *abnormal return* setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *return actual* dan *return* ekspektasi yang di hitung secara harian. Karena di hitung secara harian, maka dapat diketahui *abnormal return* tertinggi atau terendah dan juga di ketahui pada hari seberapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham, (2) *Average Abnormal Return (AAR)*, merupakan rata-rata *abnormal return (AR)* dari semua jenis saham yang sedang di analisis secara harian. *Average abnormal return* dapat menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun *negative* dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu, (3) *Cummulative Abnormal Return (CAR)*, merupakan kumulatif harian *abnormal return* dari hari pertama sampai hari-hari berikutnya untuk setiap jenis saham. Jadi *cummulative abnormal return* selama periode sebelum peristiwa akan di bandingkan dengan *cummulative abnormal return* selama periode sesudah peristiwa. Dengan perbandingan tersebut dapat diketahui jenis saham yang paling berpengaruh baik positif maupun negatif selama suatu periode. Untuk mengetahui signifikansi atau tidak perlu diadakan uji beda antara periode sebelum dan sesudah, (4) *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*, merupakan kumulatif dari *average abnormal return* mulai dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya. Dalam *Cummulative Average Abnormal Return* dapat diketahui kecenderungan

kenaikan atau penurunan yang terjadi selama periode peristiwa, sehingga dampak positif atau negative dari peristiwa tersebut terhadap keseluruhan jenis saham yang diteliti juga dapat diketahui. Namun, untuk mengetahui dampak suatu peristiwa terhadap saham signifikan atau tidak signifikan perlu diadakan uji beda antara periode sebelum dan sesudah.

Pengembangan Hipotesis

Susiyanto (2007) 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.

Fenomena pembalikan harga jangka pendek oleh Iswandari (2011) dengan menggunakan data harga saham harian selama tahun 1998 dan ditemukan bahwa reaksi berlebihan hanya terjadi pada saham-saham *loser* dan bukan pada saham *winner* dengan menggunakan model market dan model disesuaikan rata-rata. Reaksi berlebihan yang terjadi pada saham *loser* diduga karena periode data yang digunakan dalam penelitian adalah tahun 1998 dimana pada tahun tersebut Indonesia sedang mengalami krisis berat, sehingga para pelaku pasar ragu bahwa informasi yang diterimanya adalah informasi bagus. Sebagian peneliti mencurigai bahwa pembalikan harga bukan karena reaksi berlebihan tapi karena pengaruh *bid-ask spread*. Iswandari melakukan pengujian juga pada pengaruh *bid-ask spread* terhadap pembalikan harga saham *loser* tidak pada saham *winner* karena saham yang bereaksi berlebihan adalah saham *loser* bukan pada saham *winner*.

Wibowo dan Sukarno (2008) meneliti tentang reaksi berlebihan dengan melihat ukuran perusahaan. Wibowo dan Sukarno mengadakan pengujian terhadap saham harian selama tahun 2000 di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian tersebut tidak ditemukan bahwa reaksi berlebihan berhubungan dengan ukuran perusahaan, baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar. Dalam penelitiannya juga ditemukan bahwa saham *loser* mempunyai kecenderungan untuk menjadi *winner*, tetapi *winner* tidak mempunyai kecenderungan untuk menjadi *loser*. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Iswandari.

Fama (2007) 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.

Lo dan Mackinlay (2005) 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. Pengujian hipotesis terhadap harga saham dipasar modal secara umum berfokus pada sekuritas secara individu maupun secara pengelompokan menjadi *portofolio*. Dalam penelitian Lo dan Mackinlay ini, ditunjukkan bahwa interaksi *cross-sectional* dari *return* sekuritas adalah aspek yang penting

dalam dinamika perubahan harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Nam, Chong dan Stephen (2006), dengan menggunakan model *asymetric non-linear smooth transition* (ANST) dibuktikan bahwa para pelaku pasar dalam kondisi, *mispricing* yaitu kurang menghargai nilai saham yang mempunyai ekspektasi yang tidak rasional.

Daniel dan Subramanyan (2008) mengatakan bahwa terdapat informasi yang disediakan untuk para investor atau disebut dengan informasi publik, dan juga ada informasi yang tidak disediakan untuk para investor atau informasi privat. Disini dinyatakan bahwa harga saham dipengaruhi oleh informasi yang disediakan untuk investor. Berdasarkan kedua informasi ini menjadikan dua bias *psychology* yang menyebabkan pasar *overreaction* dan *underreaction*. Bias tersebut yaitu investor terlalu percaya diri terhadap kebenaran dari informasi privat (*over confidence*) dan bias *self attribution* yaitu sifat dasar dari pribadi para investor.

Sukmawati dan Hermawan (2008) melakukan penelitian mengenai *Overreaction Hypotesis* dengan cara pembentukan portofolio yang dijadikan enam portofolio, dimana portofolio tersebut terdiri dari tiga portofolio golongan *loser* dan tiga portofolio golongan *winner*. Dalam penelitian Sukmawati dan Hermawan tersebut menguji keberadaan reaksi berlebihan yang digunakan untuk memprediksikan pola portofolio *loser* mengungguli pola portofolio *winner*. Mereka menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti mengungguli portofolio *winner*, dan terjadi secara separatis dan terpisah-pisah selama beberapa waktu.

Berdasarkan penjelasan literatur dan penelitian terkait diatas maka, hipotesis penelitian ini adalah :

H1: Reaksi berlebihan dapat dibuktikan dengan pola *portofolio loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli *portofolio winner*.

H2: Terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara *portofolio loser* dan *portofolio winner*

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Seluruh saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2014, (2) Saham yang digunakan adalah saham yang aktif diperdagangkan di BEI pada periode 2010-2014, (3) Data Perusahaan yang memiliki data secara lengkap untuk kebutuhan analisis, (4) Pada portofolio *Winner*, sampel harga saham perusahaan di ambil berdasarkan harga yang mengalami trend naik dalam periode penelitian, (5) Pada portofolio *Loser*, sampel harga saham perusahaan di ambil berdasarkan harga yang mengalami trend turun dalam periode penelitian.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Pada penelitian ini tidak ada variabel independent dan variabel dependen, karena penelitian ini bukan penelitian kausalitas (sebab akibat), namun penelitian perbandingan (*compare mean*). Karena itu, variabel yang akan diuji pada penelitian ini adalah *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. Akumulasi *return* tidak normal dihitung dengan menggunakan *return* tidak normal *market model* dan *market-adjusted model* dengan menggunakan rumus (Jogiyanto, 2011: 550):

Perhitungan *Actual Return (Rit)*, merupakan return yang terjadi pada periode t yang merupakan selisih dari harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya.

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

Dimana :

- R_{it} = Return saham ke-i pada hari ke-t
- P_{it} = Harga saham ke-i pada hari ke-t
- P_{it-1} = Return saham ke-i pada hari ke- t-1

Perhitungan *Market Return* (R_{mt}) digunakan rumus :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Dimana :

- R_{mt} = return pada menggunakan indeks saham pada hari ke-t
- $IHSG_t$ = indeks harga saham (*closing price*) pada waktu ke-t
- $IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham (*closing price*) pada waktu ke- t-1

Perhitungan *Expected Return* saham harian menggunakan market model. Model ekspektasi dapat di bentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

- $E(R_{it})$ = Return ekspektasi sekuritas ke-i pada periode estimasi t
- α_i = *Intercept*, independen terhadap R_{mt}
- β_i = *Slope*, resiko sistematis, dependen terhadap R_{mt}

$$\beta = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} \dots\dots\dots(4)$$

$$\beta = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \Sigma R_{i,t}) \cdot (R_{m,t} - \Sigma R_{m,t})}{\sum_{t=1}^n (R_{m,t} - \Sigma R_{m,t})^2}$$

$$\alpha = \frac{\Sigma R_{i,t} - \beta \cdot \Sigma R_{m,t}}{N} \dots\dots\dots(5)$$

Perhitungan *Abnormal Return* dari closing price masing-masing saham :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots(6)$$

Dimana :

- $AR_{i,t}$ = *Abnormal Return* saham i pada periode t
- $R_{i,t}$ = *Actual Return* sahami pada periode t
- $E(R_{it})$ = *Expected Return* saham i pada periode t

Perhitungan *Cumulative Abnormal Return* dapat di rumuskan :

$$CAR_{i,t} = \Sigma AR_{i,t} \dots\dots\dots(7)$$

Dimana :

- $CAR_{i,t}$ = *Cumulative Abnormal Return* saham i pada hari ke-t yang diakumulasikan dari abnormal return saham i mulai awal periode sampai hari ke-t
- $AR_{i,t}$ = *Abnormal return* i pada periode mulai awal sampai hari ke- t

Pengujian Hipotesis

Untuk membuktikan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka uji yang digunakan adalah uji *bedat-test*. Untuk menguji Hipotesis bahwa apakah ada tingkat signifikansi antara *average* portofolio *winner* dibandingkan dengan portofolio *loser* dihitung menggunakan uji beda (*independent t-test*) melalui program *SPSS 20 for Windows* untuk menguji hipotesis. *Independen t-test* merupakan sebuah metode uji statistik parametrik yang digunakan untuk menganalisis perbandingan dua sampel yang tidak berpasangan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

Pada penelitian ini tidak ada variabel independent dan variabel dependen, karena penelitian ini bukan penelitian kausalitas (sebab akibat), namun penelitian perbandingan (*compare mean*). Karena itu, variabel yang akan diuji pada penelitian ini adalah *abnormal return* dan *Cumulative Abnormal return*. Berdasarkan data yang telah didapatkan dan dihitung sebelumnya, diperoleh hasil analisis statistik deskriptif penelitian periode 2010-2014 ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Data Sampel Average Abnormal return (AAR) dan Cumulative Abnormal return (CAR) Kelompok Perusahaan Winner dan Loser tahun 2010

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR Loser	20	20.00102	-11.00102	9.00000	-1.1694690	3.95107185
AAR Loser	20	3963.90384	-2684.25000	1279.65384	402.1733050	7.69477846E2
CAR Winner	20	6.18329	-5.96008	.22321	-2.6370440	1.75500423
AAR Winner	20	1508.72190	-1454.25971	54.46219	-643.4387330	4.28220756E2
Valid N (listwise)	20					

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Tabel 2
Data Sampel Average Abnormal return (AAR) dan Cumulative Abnormal return (CAR) Kelompok Perusahaan Winner dan Loser tahun 2011

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR Loser	20	49.94698	-36.70122	13.24576	-6.6168705	15.34048159
AAR Loser	20	12187.06337	-8955.09690	3231.96647	-1.6145163E3	3.74307755E3
CAR Winner	20	18.08537	-16.38339	1.70198	-5.4133195	4.74233371
AAR Winner	20	4412.83074	-3997.54655	415.28419	-1.3208498E3	1.15712953E3
Valid N (listwise)	20					

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Tabel 3
Data Sampel Average Abnormal return (AAR) dan Cumulative Abnormal return (CAR) Kelompok Perusahaan Winner dan Loser tahun 2012

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR Loser	20	80.83113	-19.83113	61.00000	2.3331230	15.04286301
AAR Loser	20	6812.47159	-4838.79690	1973.67469	-145.4836200	1.46618913E3
CAR Winner	20	23.80146	-15.00573	8.79573	-3.1315885	4.95735441
AAR Winner	20	5807.55630	-3661.39875	2146.15755	-764.1076140	1.20959452E3
Valid N (listwise)	20					

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Tabel 4
Data Sampel Average Abnormal return (AAR) dan
Cumulative Abnormal return (CAR) Kelompok Perusahaan
Winner dan Loser tahun 2013

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR Loser	20	10.55238	-4.51978	6.03260	.0372405	2.29923897
AAR Loser	20	2574.77897	-1102.82550	1471.95347	9.0865435	5.61014261E2
CAR Winner	20	57.52223	-45.18672	12.33551	-2.3115315	10.76715063
AAR Winner	20	14035.42307	-11025.55915	3009.86392	-564.0133860	2.62718459E3
Valid N (listwise)	20					

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Tabel 5
Data Sampel Average Abnormal return (AAR) dan
Cumulative Abnormal return (CAR) Kelompok Perusahaan
Winner dan Loser tahun 2014

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR Loser	20	7.67116	-5.51028	2.16088	-.5659215	1.84115162
AAR Loser	20	1871.76197	-1344.50840	527.25357	-.1638954145	4.22905281E2
CAR Winner	20	7.90031	-4.90687	2.99344	-.7012600	1.81320305
AAR Winner	20	.1927.67683	-1197.27709	730.39974	-171.1074060	4.42421536E2
Valid N (listwise)	20					

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan pada tabel 1,2,3,4 dan tabel 5 dapat dilihat bahwa :

Untuk Portofolio Loser: (a) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2010 = -1.1694690, (b) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2011 = -6,6168705, (c) Rata-rata tahun *Average Abnormal return* 2012 = 2,3331230, (d) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2013 = 0,0372405, (e) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2014 = -0,5659215, (f) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2010 = -402,1733050, (g) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2011 = -1,6145163E3, (h) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2012 = -145,4836200, (i) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2013 = 9,0865435, (j) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2014 = -0,1638954145

Untuk Portofolio Winner: (a) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2010 = -2,6370440, (b) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2011 = -5,4133195, (c) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2012 = -3,1315885, (d) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2013 = -2,3115315, (e) Rata-rata *Average Abnormal return* tahun 2014 = -0,7012600, (f) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2010 = -643,4387330, (g) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2011 = -1,3208498E3, (h) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2012 = -764,1076140, (i) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2013 = -564,0133860, (j) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* tahun 2014 = -171,1074060

Dari tabel diatas diperoleh pada tahun 2010 dan 2011: (a) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* (CAR) portofolio Loser > Rata-rata *Cumulative Abnormal return* (CAR) portofolio Winner, (b) Rata-rata *Average Abnormal return* (AAR) portofolio Loser > Rata-rata *Average Abnormal return* (AAR) portofolio Winner

Dari tabel diatas diperoleh pada tahun 2012: (a) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* (CAR) portofolio Loser < Rata-rata *Cumulative Abnormal return* (CAR) portofolio Winner, (b) Rata-rata *Average Abnormal return* (AAR) portofolio Loser > Rata-rata *Average Abnormal return* (AAR) portofolio Winner

Dari tabel diatas diperoleh pada tahun 2013 dan 2014: (a) Rata-rata *Cumulative Abnormal return* (CAR) portofolio Loser > Rata-rata *Cumulative Abnormal return* (CAR)

portofolio *Winner*, (b) Rata-rata *Average Abnormal return* (AAR) portofolio *Loser* > Rata-rata *Average Abnormal return* (AAR) portofolio *Winner*.

Uji Normalitas

Uji normalitas data digunakan untuk mengetahui apakah suatu data mengikuti sebaran normal yang dapat dilakukan dengan berbagai metode di antaranya adalah uji *Kolmogorov-Smirnov Test*. Berikut hasil uji normalitas:

Tabel 6
Hasil Uji Normalitas

Variabel	Asymp. sig. (2-tailed)	Sig.	Keterangan
CAR 2010	0.252	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
AAR 2010	0.603	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
CAR 2011	0.096	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
AAR 2011	0.096	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
CAR 2012	0.550	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
AAR 2012	0.616	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
CAR 2013	0.256	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
AAR 2013	0.901	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
CAR 2014	0.973	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal
AAR 2014	0.972	$\alpha > 0.05$	Berdistribusi Normal

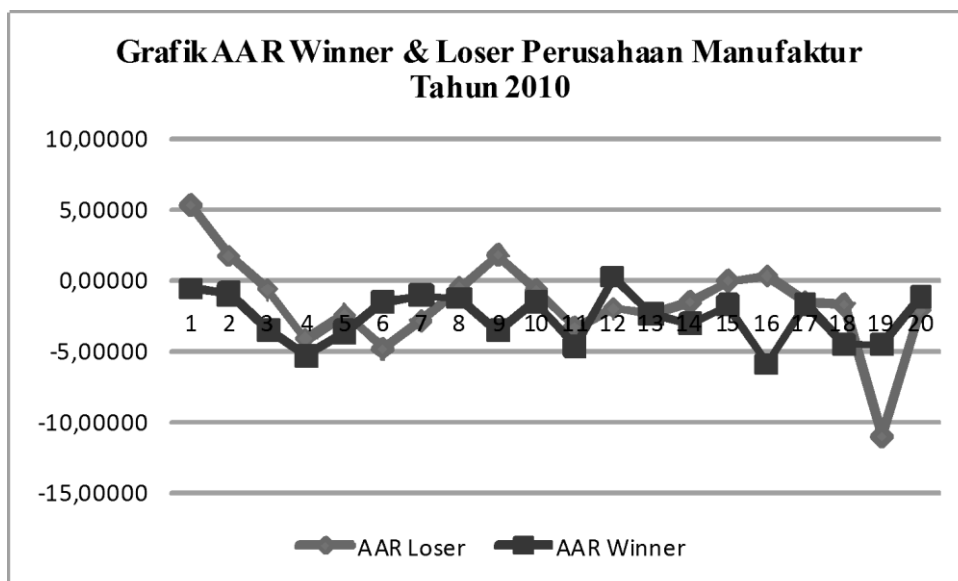
Sumber: data sekunder diolah, 2015

Menurut Santoso (2011:92) data dikatakan telah berdistribusi secara normal jika nilai signifikansi dari hasil pengujian *Kolmogorov-Smirnov* lebih besar dari 5% dan tidak berdistribusi secara normal jika nilai signifikansi lebih kecil dari 5%. Perhitungan uji *Kolmogorov-Smirnov* terhadap variabel-variabel penelitian CAR dan AAR di tahun 2010-2014 menghasilkan perhitungan dengan signifikansi lebih besar dari 5%, yang menunjukkan bahwa data berdistribusi secara normal.

Hasil tersebut mempunyai implikasi bahwa data penelitian berdistribusi secara normal, sehingga menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut memenuhi persyaratan untuk penggunaan alat statistika *Independent T-test*, diuji dengan metoda parametrik.

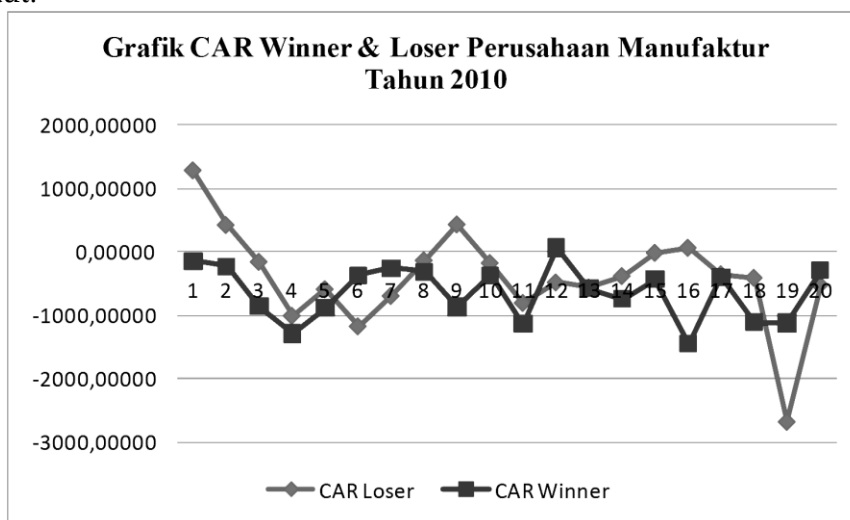
Uji Hipotesis 1

Hasil analisis pada *Average Abnormal Return* (AAR) secara keseluruhan untuk portofolio *winner* memiliki nilai rata-rata diatas nol, namun untuk *Average Abnormal Return* untuk portofolio *loser* memiliki nilai rata-rata diatas nol. Nilai *Average Abnormal Return loser* pada perusahaan tertentu mengungguli *Average Abnormal Return winner*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio *loser* dan portofolio *winner*, portofolio *loser* mengungguli *winner* terlihat pada perusahaan IKAI dengan nilai AAR sebesar 5,24448. Secara keseluruhan rata-rata portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* seperti tampak pada gambar 1 sebagai berikut:



Gambar 1
Grafik AAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2010
Sumber: data sekunder diolah, 2015

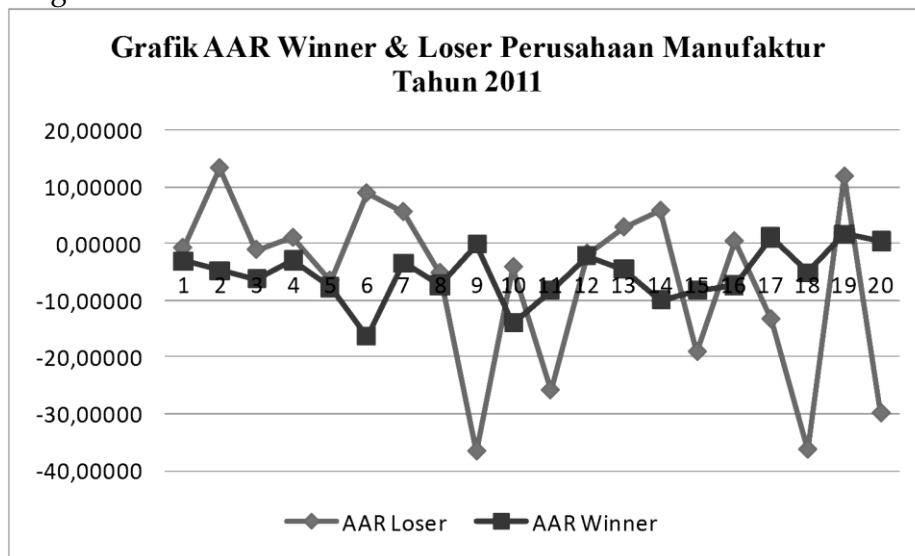
Perilaku yang sama ditunjukkan oleh *Cumulative Abnormal Return* pada portofolio *winner* dan *loser*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio *loser* dan portofolio *winner* nilai *Cumulative Abnormal Return* dari portofolio *loser* mengungguli *Cumulative Abnormal Return* portofolio *winner* sebesar 1279,65384 pada perusahaan IKAI. Namun secara keseluruhan nilai dari portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* sepanjang tahun 2010. Begitu pula dengan nilai yang diperoleh portofolio *loser* secara keseluruhan masih di atas nilai nol. Sedangkan untuk portofolio *winner* nilainya rata-rata dibawah nol seperti dalam gambar 2 sebagai berikut:



Gambar 2
Grafik CAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2010
Sumber: data sekunder diolah, 2015

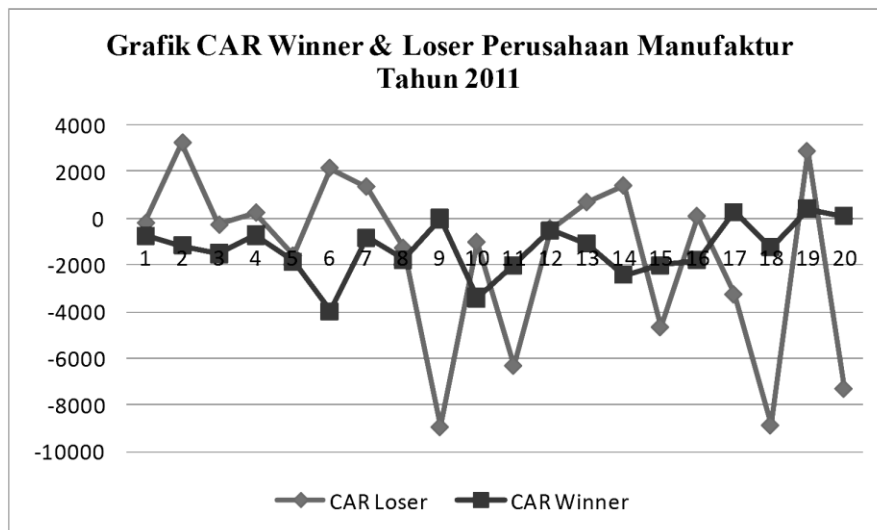
Hasil analisis pada *Average Abnormal Return* (AAR) secara keseluruhan untuk portofolio *loser* memiliki nilai rata-rata diatas nol, namun untuk *Average Abnormal Return* untuk portofolio *winner* memiliki nilai rata-rata dibawah nol. Nilai *Average Abnormal Return* *loser* pada perusahaan tertentu mengungguli *Average Abnormal Return* *winner*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio *loser* dan portofolio *winner*, portofolio *loser* mengungguli *winner* terlihat pada perusahaan KBRI dengan nilai AAR sebesar 13,24576. Secara

keseluruhan rata-rata portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* seperti tampak pada gambar 3 sebagai berikut:



Gambar 3
Grafik AAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2011
Sumber: data sekunder diolah, 2015

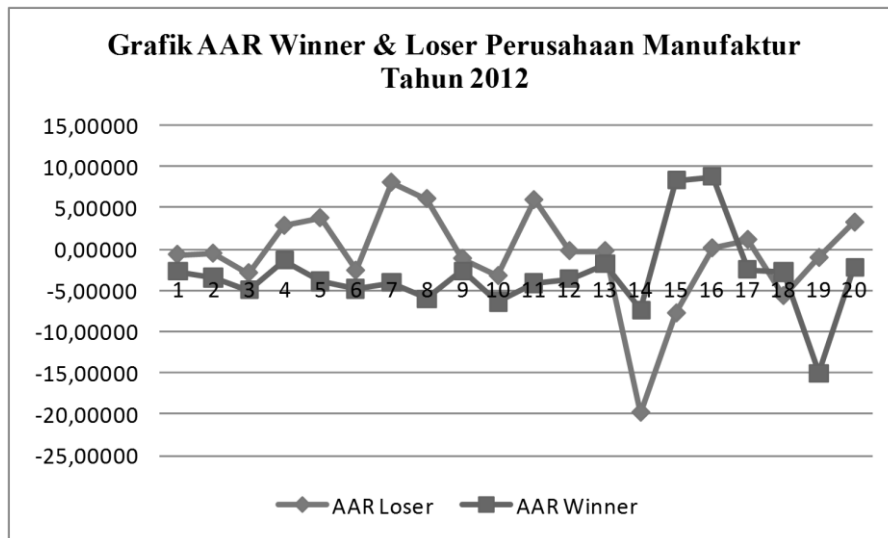
Perilaku yang sama ditunjukkan oleh *Cumulative Abnormal Return* pada portofolio *winner* dan *loser*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio *loser* dan portofolio *winner* pada perusahaan KBRI nilai *Cumulative Abnormal Return* dari portofolio *loser* mengungguli *Cumulative Abnormal Return* portofolio *winner* sebesar 3231,9665. Namun secara keseluruhan nilai dari portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* sepanjang tahun 2010. Begitu pula dengan nilai yang diperoleh portofolio *loser* secara keseluruhan masih di atas nilai nol. Sedangkan untuk portofolio *winner* nilainya rata-rata dibawah nol seperti dalam gambar 4 sebagai berikut:



Gambar 4
Grafik CAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2011
Sumber: data sekunder diolah, 2015

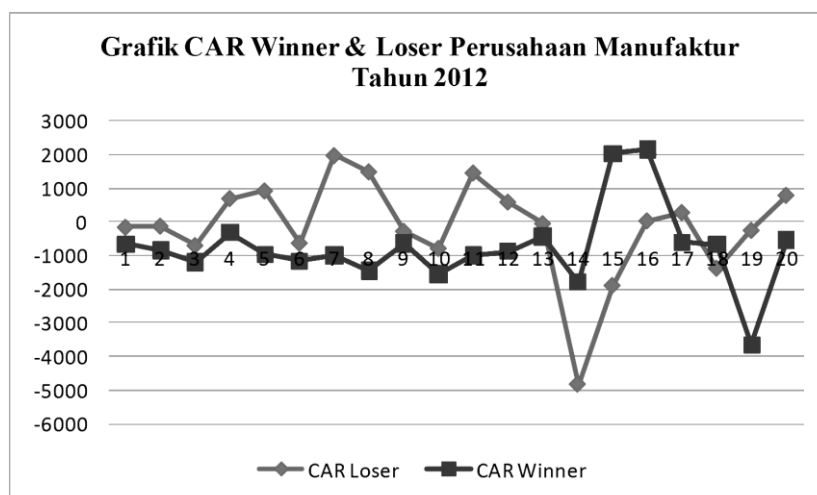
Hasil analisis pada *Average Abnormal Return* (AAR) secara keseluruhan untuk portofolio *winner* memiliki nilai rata-rata diatas nol, namun untuk *Average Abnormal Return* untuk portofolio *loser* memiliki nilai rata-rata diatas nol. Nilai *Average Abnormal Return* *loser* pada perusahaan tertentu mengungguli *Average Abnormal Return* *winner*. Dari 20 perusahaan

manufaktur portofolio loser dan portofolio winner, portofolio *loser* mengungguli *winner* terlihat pada perusahaan SOBI dengan nilai AAR sebesar 8.08883. Secara keseluruhan rata-rata portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* seperti tampak pada gambar 5 sebagai berikut:



Gambar 5
Grafik AAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2012
Sumber: data sekunder diolah, 2015

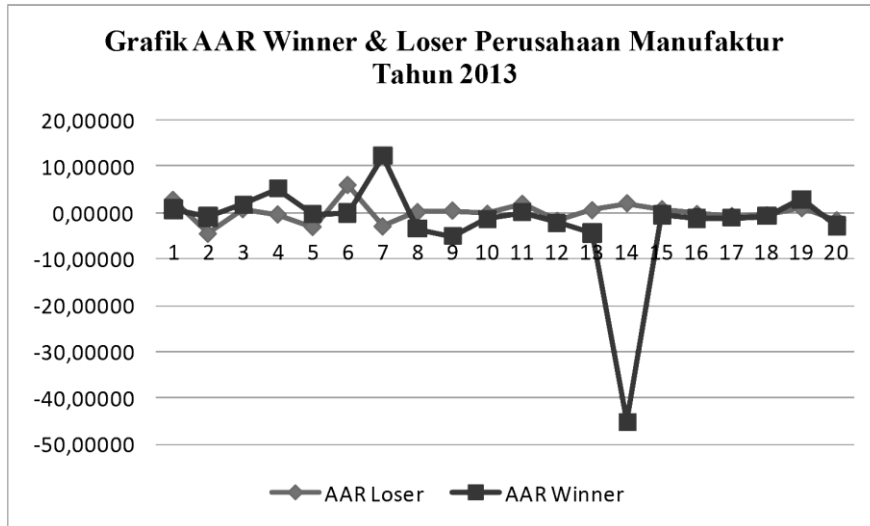
Perilaku yang sama ditunjukkan oleh *Cumulative Abnormal Return* pada portofolio *winner* dan *loser*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio loser dan portofolio winner pada perusahaan SOBI nilai *Cumulative Abnormal Return* dari portofolio *loser* mengungguli *Cumulative Abnormal Return* portofolio *winner* sebesar 1973,6747. Namun secara keseluruhan nilai dari portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* sepanjang tahun 2010. Begitu pula dengan nilai yang diperoleh portofolio *loser* secara keseluruhan masih di atas nilai nol. Sedangkan untuk portofolio *winner* nilainya rata-rata dibawah nol seperti dalam gambar 6 sebagai berikut:



Gambar 6
Grafik CAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2012
Sumber: data sekunder diolah, 2015

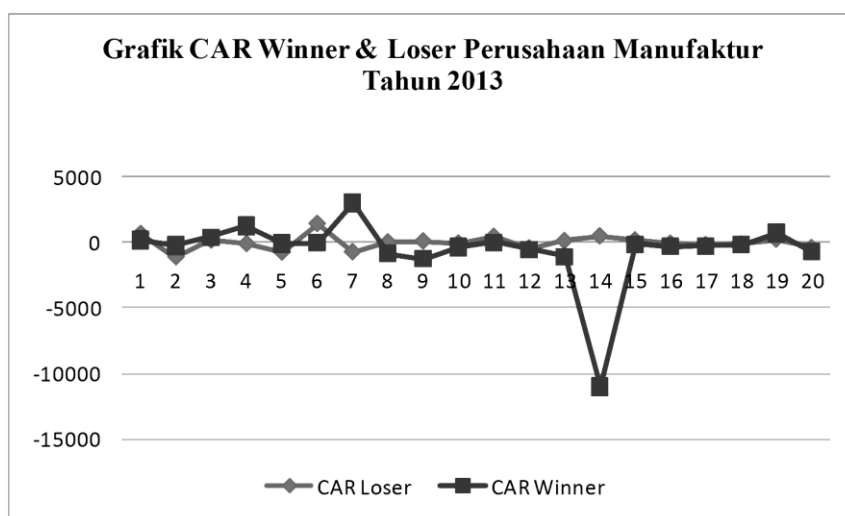
Hasil analisis pada *Average Abnormal Return* (AAR) secara keseluruhan untuk portofolio *winner* memiliki nilai rata-rata diatas nol, namun untuk *Average Abnormal Return*

untuk portofolio *loser* memiliki nilai rata-rata diatas nol. Nilai *Average Abnormal Return loser* pada perusahaan tertentu mengungguli *Average Abnormal Return winner*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio loser dan portofolio winner, portofolio *loser* mengungguli *winner* terlihat pada perusahaan JKSW dengan nilai AAR sebesar 6,03260. Secara keseluruhan rata-rata portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* seperti tampak pada gambar 7 sebagai berikut:



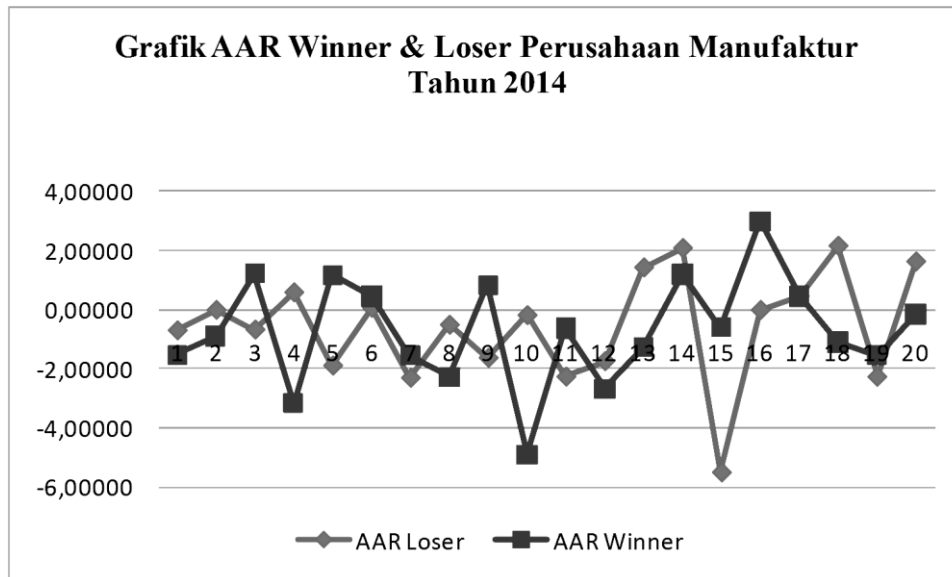
Gambar 7
 Grafik AAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2013
 Sumber: data sekunder diolah, 2015

Perilaku yang sama ditunjukkan oleh *Cumulative Abnormal Return* pada portofolio *winner* dan *loser*. Dari 20 perusahaan manufaktur portofolio loser dan portofolio winner pada perusahaan KBRI nilai *Cumulative Abnormal Return* dari portofolio *loser* mengungguli *Cumulative Abnormal Return* portofolio *winner* sebesar 13,24576. Namun secara keseluruhan nilai dari portofolio *loser* masih di atas portofolio *winner* sepanjang tahun 2010. Begitu pula dengan nilai yang diperoleh portofolio *loser* secara keseluruhan masih di atas nilai nol. Sedangkan untuk portofolio *winner* nilainya rata-rata dibawah nol seperti dalam gambar 8 sebagai berikut:



Gambar 8
 Grafik CAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2013
 Sumber: data sekunder diolah, 2015

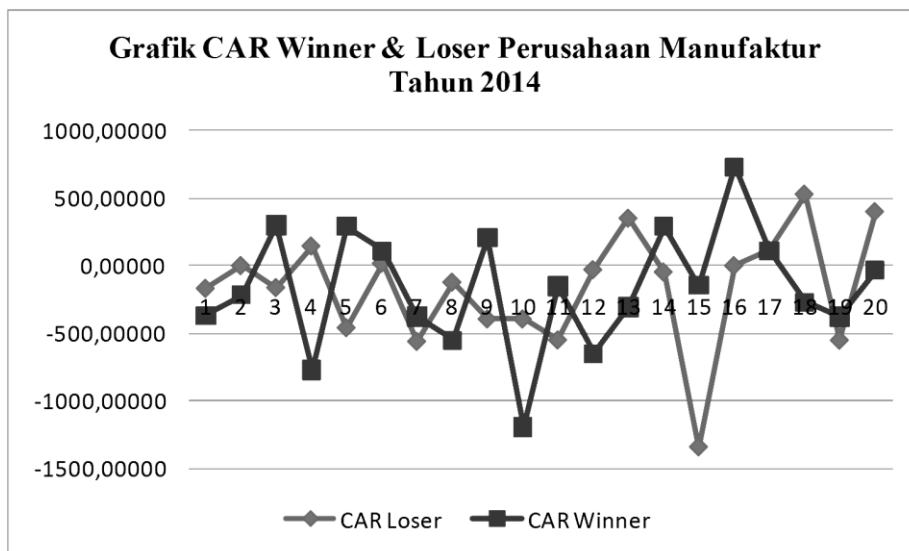
Pada tahun 2014, *Average Abnormal Return* (AAR) untuk portofolio *winner* dan *Average Abnormal Return* (AAR) portofolio *loser* saling mengungguli. *Average Abnormal Return* (AAR) portofolio *winner* mengungguli *Average Abnormal Return* (AAR) portofolio *loser* pada 10 perusahaan yang meliputi JPFA, MYOR, SCCO, ICBP, ULTJ ASII, LPIN dan TOTO. Sedangkan *Average Abnormal Return* (AAR) portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* pada perusahaan IKAI, KBRI, JPRS, JKSW, BUDI, SPMA, POLY, RMBA, SRSN dan ADMG. Jadi selama tahun 2014 ada 10 perusahaan ketika *Average Abnormal Return* (AAR) portofolio *loser* mengungguli *Average Abnormal Return* (AAR) portofolio *winner*. Perilaku yang sama ditunjukkan oleh *Cumulative Abnormal Return* pada portofolio *winner* dan *loser*. Sedangkan untuk portofolio *winner* nilainya rata-rata dibawah nol seperti dalam gambar 9 sebagai berikut:



Gambar 9
Grafik AAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2014
Sumber: data sekunder diolah, 2015

Pada tahun 2014, *Cumulative Abnormal Return* (CAR) untuk portofolio *winner* dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) portofolio *loser* saling mengungguli. *Cumulative Abnormal Return* (CAR) portofolio *winner* mengungguli *Cumulative Abnormal Return* (CAR) portofolio *loser* pada 10 perusahaan yang meliputi JPFA, MYOR, SCCO, ICBP, ULTJ ASII, LPIN dan TOTO. Sedangkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* pada perusahaan IKAI, KBRI, JPRS, JKSW, BUDI, SPMA, POLY, RMBA, SRSN dan ADMG. Jadi selama tahun 2014 ada 10 perusahaan ketika *Cumulative Abnormal Return* (CAR) portofolio *loser* mengungguli *Cumulative Abnormal Return* (CAR) portofolio *winner*. Perilaku yang sama ditunjukkan oleh *Cumulative Abnormal Return* pada portofolio *winner* dan *loser*.

Begitu pula dengan nilai yang diperoleh portofolio *loser* secara keseluruhan masih di atas nilai nol. namun portofolio saling mengungguli seperti dalam gambar 10 sebagai berikut:



Gambar 10
Grafik CAR Portofolio Winner & Loser Tahun 2014
Sumber: data sekunder diolah, 2015

Uji Hipotesis 2

Adapun hasil uji hipotesis yang telah diperoleh dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan uji beda *t-test*. Untuk menguji Hipotesis bahwa apakah ada tingkat signifikansi antara *average* portofolio *Winner* dibandingkan dengan portofolio *loser* dihitung menggunakan uji beda (*independent t-test*) melalui program *SPSS 20 for Windows* untuk menguji hipotesis.

Uji *t* yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *Independent Sample t Test* yang bertujuan membandingkan rata-rata dua grup yang tidak berhubungan satu dengan yang lain, apakah kedua grup tersebut mempunyai rata-rata yang sama. Rata-rata *abnormal return* dapat dilihat dalam table 7 di bawah ini:

Tabel 7
Rata-Rata *Abnormal Return*

	Portofolio	N	Mean	Std. Deviation
AAR Periode 2010-2014	<i>Overreaction Loser</i>	100	4.4371	23.37515
	<i>Overreaction Winner</i>	100	-1.7053	10.18490

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Dari tabel 7 hasil *overreaction* pasar terhadap harga saham manufaktur menunjukkan bahwa seluruh saham golongan *loser* memiliki mean sebesar 4,4371 dan saham golongan *winner* memiliki mean sebesar -1,7053. Ini menunjukkan adanya perbedaan antara kedua kelompok tersebut. Perbedaan rata-rata kelompok *winner* dan *loser* akan di uji dengan uji beda *Independen t-test* untuk menguji apakah perbedaan rata-rata tersebut berbeda secara statistik. Hasil uji beda dapat dilihat pada tabel 8 dibawah ini:

Tabel 8
Uji Beda *Independen t-test*

		Levene's Test for Equality of Variances		<i>t-test for Equality of Means</i>		
		F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)
AAR Periode 2010-2014	<i>Equal variances assumed</i>	8.997	0,003	2.409	198	0.017
	<i>Equal variances not assumed</i>			2.409	135.282	0.017

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Sebelum menganalisis uji beda *t-test* harus diuji terlebih dahulu asumsi apakah *variance* populasi kedua sampel tersebut sama (*equal variances assumed*) ataukah berbeda (*equal variances not assumed*) dengan melihat nilai *levене test* (Ghozali, 2011: 66). Analisis uji beda *t-test* harus menggunakan asumsi *equal variances assumed* pada kolom *Sig. (2-tailed)*. Jika probabilitas *levене's test* pada kolom *Significant < 0,05* maka *variance* berbeda. Dengan demikian analisis uji beda *t-test* harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed* pada kolom *Sig.(2-tailed)*.

Berdasarkan hasil uji beda *t-test* menunjukkan bahwa nilai *Sig. (2-tailed)* yang diperoleh sebesar $0,017 < 0,05$. Artinya terdapat perbedaan rata-rata *Cumulative Abnormal return* antara *portofolio Winner* dan *portofolio Loser*.

Pembahasan

Dengan melihat hasil dari uji statistik diatas menunjukkan reaksi yang berlebihan pada *portofolio loser* meskipun kedua bagian sama-sama menunjukkan *overreaction*. Karena *overreaction* terdeteksi baik untuk *loser* maupun *winner* maka menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia dalam keadaan lemah (*weak form*).

Hasil ini menunjukkan bahwa peristiwa yang dianggap dramatis oleh investor, sehingga menyebabkan investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) yang dapat dilihat dengan adanya transaksi yang besar dan perubahan harga saham yang cukup signifikan memiliki perbedaan yang besar terhadap *overreaction* yang dilakukan investor pada perusahaan yang berkinerja buruk (*loser*) dan perusahaan yang berkinerja baik (*Winner*). Meskipun terkadang fenomena harga saham ini tidak selalu bereaksi secara berlebihan dalam merespon informasi. Fenomena reaksi yang tidak berlebihan pada periode penelitian 2010 hingga 2014 pada perusahaan manufaktur ini menyimpulkan bahwa pasar masih berjalan dengan efisien. Namun, biasanya informasi bagus (*good news*) dapat menyebabkan kenaikan IHSG, sedangkan Informasi kurang bagus (*bad news*) akan menyebabkan penurunan IHSG.

Terjadinya *overreaction* dapat disebabkan oleh perilaku investor yang berusaha mendapatkan *Abnormal Return* atau terpengaruh oleh informasi yang mereka dapat sehingga investor berperilaku irasional dan dilakukan secara emosio-nal karena investor khawatir jika informasi yang didapatkan adalah berita kurang baik yang dianggap dapat menyebabkan harga turun dan investor mengalami kerugian dan sebaliknya jika investor mendapatkan informasi yang baik investor juga akan segera membeli saham tersebut karena investor mengharapkan *return* yang mungkin terjadi karena pengaruh dari informasi tersebut. Jadi, *overreaction* investor dapat mempengaruhi harga saham.

Pada umumnya *overreaction* akan menyebabkan perubahan kelompok saham *loser* menjadi *Winner* dan sebaliknya. Hal ini dikarenakan, para investor umumnya bersifat irasional dan menginginkan menjual saham-saham yang berkinerja buruk dengan cepat untuk menghindari kerugian sebelum informasi yang sebenarnya tersebar secara merata. Investor akan melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi berlebihan (*overreaction*) ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return* yang diterima oleh sekuritas kepada para investor. *Return* saham ini akan menjadi terbalik dalam fenomena *overreaction*. Beberapa investor percaya bahwa saham-saham yang mempunyai nilai *Abnormal Return* rendah akan memperoleh prestasi yang lebih baik daripada saham-saham yang memiliki *Abnormal Return* tinggi.

Overreaction yang terjadi dapat juga memberikan pengaruh kepada perusahaan yang bersangkutan, ada yang mendapatkan pengaruh positif dan juga negatif. Perusahaan yang mengalami imbas dari *overreaction* yang negatif jika para investor terpengaruh oleh suatu informasi yang dianggap informasi buruk menimbulkan perilaku irasional dan secara cepat akan menjual sahamnya sehingga nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham

perusahaan turun dan secara tidak langsung perusahaan dianggap berkinerja buruk. Perusahaan yang mengalami imbas positif dari *overreaction* ini jika investor terpengaruh oleh informasi baik sehingga investor beli saham perusahaan tersebut yang menyebabkan nilai perusahaan bertambah baik yang tercermin dari harga saham yang meningkat.

Pengujian hipotesis satu yang menyatakan bahwa terjadi reaksi pasar yang berlebihan dengan ditemukannya pola *portofolio loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli *portofolio winner* ini didasarkan pada hasil pengujian, maka hipotesis 1 didukung/ diterima. Hipotesis 1 yang terbukti dengan ditemukannya *overreaction* ini konsisten dengan penelitiannya Rahmawati dan Suryani (2005), sehingga H1 dapat diterima.

Hipotesis dua yang menyatakan terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* yang signifikan antara *portofolio loser* dan *portofolio winner* didasarkan pada hasil uji beda menggunakan *t-test*. Dari hasil penelitian ini menunjukkan *overreaction* yang terjadi dapat menimbulkan pengaruh positif dan negatif yang sesuai dengan penelitian sebelumnya yang berlebihan yang ditandai dengan adanya perbedaan mean antara *Average Abnormal Winner* dan *Average Abnormal Loser*. Hal ini menunjukkan pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Investor cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus dan sebaliknya, cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk. Hal ini dapat diperkuat dengan hasil uji beda yang menghasilkan standar deviasi lebih besar kelompok *loser* sebesar 23,37515 dari pada kelompok *winner* sebesar 10,18490 yang menandakan bahwa range *loser* lebih besar dan Rahmawati dan Suryani (2005) yang menguji keberadaan *overreaction* terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian menyimpulkan bahwa terdapat indikasi *overreaction* yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *Winner*. Pengujian signifikansi perbedaan rata-rata abnormal return antara saham golongan *loser* dan saham golongan *Winner* yang menggunakan uji *independent sample t test* menyatakan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata abnormal return seluruh saham golongan *loser* dengan seluruh saham golongan *winner*.

SIMPULAN DAN KETERBATASAN

Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut : (1) Kelompok perusahaan *winner* dan *loser* tahun 2010, 2011, 2012, 2013 dan 2014. Hasil *Independent T-test* terhadap AAR (*Average Abnormal Return*) dan CAR (*Cumulative Abnormal Return*) saham perusahaan *loser* dengan saham perusahaan *winner* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata kedua kelompok perusahaan untuk di setiap tahunnya. Hal ini memberikan pengertian bahwa kedua kelompok data baik AAR (*Average Abnormal Return*) maupun CAR (*Cumulative Abnormal Return*) pada periode pengamatan adalah berbeda, sehingga kelompok saham perusahaan *loser* lebih besar atau lebih baik dari kelompok perusahaan *winner*. (2) Hasil analisis terhadap CAR (*cumulative abnormal return*) dan AAR (*average abnormal return*) kelompok portofolio *winner* dengan kelompok portofolio *loser* yang secara statistik signifikan berbeda menunjukkan bahwa rata-rata CAR (*cumulative abnormal return*) maupun AAR (*average abnormal return*) pada 2010, 2011, 2012, 2013 dan 2014 portofolio *loser* lebih baik atau lebih besar daripada portofolio *winner*. Hasil ini dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata tidak mungkin kelompok portofolio *winner* mengungguli kelompok portofolio *loser*.

Keterbatasan

Keterbatasan utama yang terdapat dalam penelitian ini adalah Penelitian ini hanya menggunakan satu teknik analisis uji beda (*Independent t test*) serta dua model yaitu *market model* dan *market adjusted model* dalam mengestimasi *return saham* dan *abnormal return*. Peneliti melakukan pengamatan dalam periode tahunan selama 5 tahun dan sampel yang di

teliti terbatas hanya terdiri 20 saham tergolong *winner* dan 20 saham tergolong *losser*. Peneliti hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam BEI periode 2010-2014 tanpa adanya *corporate action* seperti pembagian deviden, *stock split*, pembagian saham bonus.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus, S. 2008. Overreaction Of The Indonesian Capital Market. *Gajah Mada International Journal Of Business*. Vol. 2.
- Ardi, A., Kiryanto dan D. Amalia, 2008, Overreaksi pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI*, Pontianak.
- Basir, S. dan H. M. Fakhruddin. 2013. *Aksi Korporasi: Strategi Untuk Meningkatkan Nilai Saham Melalui Aksi Korporasi*. Salemba Empat. Jakarta.
- Daniel, K. dan Subramanyan. 2008. Investor Psychology And Security Market Under and Overreactions. *Journal of Finance*. Vol 13 (6).
- Debondt, W. dan R. Thaler. 2005. Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal Of Finance*. July. 557-581.
- Fama, F. E. 2007. Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance. *Journal Of Financial Economics*. Vol. 49: 283-306.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Hesti, W. 2011. Efisiensi Pasar dan Behavioral Finance. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 3 (1) 82-87.
- Indra, P. 2009. Analisis market overreaction yang ditandai dengan pembalikan harga jangka pendek pada saham-saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*
- Iswandari, L. 2011. Pembalikan Harga di Bursa Efek Jakarta. *Kompak*, 3. September 2011.
- Jogiyanto. 2011. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Lo, A. dan A. C. Mackinlay. 2005. When Are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction. *The Review Of Financial Studies*. Vol 3 (2).
- Nam, K., S.Chong dan P. Stephen. 2006. "Asymmetric Reverting Behaviour of Short Horizon Stock Return; An Evidence of Stock Market Overreaction". *Journal Of Banking and Finance*. Vol. 25.807-824
- Pasaribu, R. B. 2009. Strategi Investasi Momentum: Profit Momentum Portofolio Saham Pemenang-Pecundang Di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 6 (2) 109-136.
- Rahmawati dan T. Suryani. 2005. Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Seminar Nasional Akuntansi ke 8*. Solo.
- Samsul, M. 2012. *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Erlangga. Surabaya.
- Stephen, P.R. 2006. *Perilaku Organisasi*, Edisi Kesepuluh. PT Indeks. Jakarta
- Sukmawati dan D. Hermawan. 2008. Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham - Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*. Vol. 3 (1).
- Susiyanto, M. F. 2007. Market's Overreaction In The Indonesian Stock Market. *Kelola* No.16/VI/1997.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi*, Cetakan Pertama Kanisius, Yogyakarta.
- Wibowo, A. dan A. Sukarno. 2004. Reaksi Pasar Berlebihan dan Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Price Reversal Di Bursa Efek Jakarta. *Wahana*. Vol. 7 (1) 57-73.