

**ANALISIS OVERREACTION DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2004-2008**

**Oleh :
Muliasari Pinilih
(STMIK AMIKOM Purwokerto)**

Abstract

The issue of this research are (1) whether there is overreaction in Indonesia Stock Exchange in the period 2004-2008 and (2) whether there is overreaction after controlling size and risk in Indonesian Stock Exchange in the period 2004-2008. The aim of this research are (1) to study and analyze whether there is overreaction in Indonesian Stock Exchange and (2) to study and analyze whether there is overreaction after controlling size and risk in Indonesian Stock Exchange. The hypothesis of this research are (1) occurs return reversal in winner portfolio, (2) occurs return reversal in loser portfolio, and (3) occurs overreaction after controlling size and risk. To answer hypothesis (1) and (2) use the market adjusted model and to answer hypothesis (3) is used regression Zero Cost Investment Portfolio with size and risk adjusted return method.

The result of this research are (1) in the winner portfolio return reversal does not occur in the test period, (2) in the loser portfolio return reversal occurred in the test period and (3) there is no overreaction after controlling size and risk From the analysis, we can concluded (1) return reversal only occurs in loser portfolio and the return reversal does not occur in the winner portfolio, (2) after controlling for size and the risk was found that there is no overreaction in Indonesia Stock Exchange. The implication of this research is investors can use the contrarian strategy (buy low, sell high) to get abnormal return but investors should remain cautious in dealing with all sorts of changes that occurred in the capital market.

Keyword : overreaction, winner-loser anomaly, size and risk

Abstraksi

Permasalahan dalam penelitian ini adalah (1) apakah terjadi *overreaction* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2004-2008 dan (2) apakah terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan *size* dan risiko di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2004-2008. Tujuan dalam penelitian ini adalah (1) untuk mengetahui dan menganalisis apakah terjadi *overreaction* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan (2) untuk mengetahui dan menganalisis apakah terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan *size* dan risiko di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hipotesis dalam penelitian ini adalah (1) terjadi *return reversal* pada portofolio *winner*, (2) terjadi *return reversal* pada portofolio *loser* dan (3) terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan *size* dan risiko. Untuk menjawab hipotesis (1) dan (2) digunakan *market adjusted model* dan untuk menjawab hipotesis (3) digunakan regresi *Zero Cost Investment Portfolio* dengan metode *risk and size adjusted return*.

Hasil penelitian ini adalah (1) pada portofolio *winner* tidak terjadi pembalikan *return* pada periode pengujian, (2) pada portofolio *loser* terjadi pembalikan *return* pada periode pengujian dan (3) tidak terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan *size* dan risiko. Dari hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa (1) hanya terjadi *return reversal* pada portofolio *loser* dan tidak terjadi *return reversal* pada portofolio *winner* (2) setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko didapatkan bahwa tidak terjadi *overreaction* di BEI. Implikasi dalam penelitian ini adalah investor dapat melakukan

strategi kontrarian (*buy low, sell high*) untuk mendapatkan keuntungan di atas normal namun investor harus tetap berhati-hati dalam menyikapi segala macam perubahan yang terjadi dalam pasar modal.

Keyword : *overreaction, winner-loser anomaly, size and risk*

I. PENDAHULUAN

Fama (1970) mendefinisikan pasar efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH) sebagai pasar sekuritas yang merefleksikan semua informasi yang ada baik informasi sekuritas itu sendiri maupun pasar saham secara keseluruhan. Di dalam EMH tidak ada sistem perdagangan atau strategi yang dapat menghasilkan keuntungan yang abnormal. Karena harga saham akan selalu mengikuti pergerakan acak (*random walk*), artinya perubahan harga di waktu yang lalu tidak dapat digunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang (Bodie, Kane, Marcus, 2006).

Hipotesis pasar efisien ini mendapat tantangan dari berbagai pihak yang menanyakan tentang kebenaran dari hipotesis pasar efisien tersebut. *Efficient Market Hypothesis* (EMH) tidak berdaya menjelaskan gejala harga saham yang tidak bergerak menurut pola *random walk* seperti yang dibuktikan De Bondt dan Thaler (1985) dalam jangka panjang dan Jegadeesh dan Titman (1993) dalam Frensidy (2008) ketika jangka pendek. Harga saham bergerak membentuk pola-pola yang dapat diidentifikasi, memiliki pola sistematis, dapat diprediksi sebelumnya dan cenderung terulang kembali. Menurut Bodie, Kane dan Marcus (2006) jika suatu pergerakan harga saham dapat diprediksi, maka akan terdapat bukti bahwa pasar bergerak secara tidak efisien, karena kemampuan untuk memprediksi harga merupakan indikasi bahwa seluruh informasi yang tersedia belum sepenuhnya tercermin di dalam harga saham.

Mendapat berbagai tantangan dari berbagai pihak, EMH dapat bertahan dengan berlindung di bawah jargon anomali. Segala sesuatu yang tidak sesuai atau tidak dapat dijelaskan oleh EMH dikatakan sebagai suatu anomali seperti anomali efek Januari, efek perusahaan kecil dan lainnya (Frensidy, 2008).

Anomali *winner-loser* pertama kali dikemukakan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Dengan menggunakan data pasar modal Amerika Serikat, De Bondt dan Thaler menemukan bahwa saham-saham pada mulanya memberikan keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada

periode-periode berikutnya. Kondisi ini akan mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah, dan *return* yang sebelumnya rendah akan menjadi tinggi. Akibatnya saham-saham yang biasanya diminati pasar yang mempunyai *return* tinggi, akan menjadi kurang diminati. Sebaliknya saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati akan mulai dicari oleh pasar. Keadaan ini akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* positif dan negatif. Lebih lanjut, De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa fenomena harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti dari pasar yang bereaksi secara berlebihan dalam merespon suatu informasi atau mendukung hipotesis *overreaction*.

Eksistensi dari *overreaction* ini juga terlihat dalam penelitian yang dilakukan oleh Ma, Tang dan Hasan (2005) dengan menggunakan data NYSE dan Nasdaq Stock. Penemuan mereka menunjukkan bahwa hanya sedikit bukti dari efek *overreaction* dalam NYSE dengan kata lain *overreaction effect* untuk NYSE tidak signifikan selama periode penelitian. Tapi di lain pihak, ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan dalam arah yang berlawanan untuk sampel pada Nasdaq Stock, yang berarti mengindikasikan keberadaan *overreaction effect* untuk Nasdaq Stock.

Namun, Zarowin (1990) mengemukakan bahwa kecenderungan saham *loser* mengungguli *winner* lebih disebabkan karena adanya efek perusahaan (*size effect*). Saham *loser* yang cenderung didominasi oleh perusahaan dengan *size* kecil akan dapat mengungguli saham *winner* pada periode berikutnya. Hal itu sebagai kompensasi atas risiko yang besar dan juga memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan saham *winner*. Sehingga, dalam penelitian Zarowin (1990) *overreaction* dihubungkan dengan anomali ukuran perusahaan (*size effect*).

Clare dan Thomas (1995) menemukan bahwa dalam jangka panjang mereka menemukan bukti adanya *return reversal* di UK Stock Market, ditandai dengan kinerja *loser* melebihi kinerja *winner*. Selain itu, Clare dan Thomas juga menguji *size effect* dalam kaitannya dengan *overreaction*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan kecil cenderung menjadi *loser* dan efek *overreaction* yang didokumentasikan terjadi karena *size effect*.

Hipotesis *overreaction* ini bersandar pada asumsi bahwa perilaku pelaku pasar akan berlebihan berdasarkan penekanan pada informasi terakhir dalam mengoreksi periode selanjutnya. Para investor akan melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional

terhadap saham-saham yang ada. Reaksi berlebihan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan.

Fenomena *overreaction* ini merupakan manifestasi dari ketidakefisienan pasar. Karena dalam pasar yang efisien, harga saham yang ada pada saat itu bisa mencerminkan pengetahuan dan harapan dari semua investor, sehingga investor tidak mungkin tidak mengetahui antara investasi yang menguntungkan dan yang tidak menguntungkan dimasa yang akan datang (Rahmawati dan Suryani, 2005).

Penelitian ini dibatasi pada permasalahan *overreaction* melalui pengujian anomali *winner-loser* serta anomali *size effect*. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam LQ-45 yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia dan memiliki data yang lengkap selama periode tahun 2004-2008. Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah *overreaction* terjadi di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2008 dan apakah terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2008. Sejalan dengan itu maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan mengalisis apakah *overreaction* terjadi di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian serta apakah terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Fama (1970) mendefinisikan suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia. Fama (1970) mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu efisien dalam bentuk lemah (*weak form*), efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong*), dan efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*). Pada pasar yang kurang efisien harga sekuritas sangat kurang mencerminkan semua informasi yang ada, atau terdapat *lag* dalam proses penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut (Tandelilin, 2003).

De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan *overreaction* terjadi karena pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus oleh para pelaku

pasar dan sebaliknya, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk. Koreksi terhadap informasi pada periode berikutnya terjadi secara berlebihan, signifikan dan berulang. Inilah yang dikatakan *overreaction*. Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang tidak bagus.

Reaksi *overreaction* ini lebih cenderung ditemukan pada saham-saham *loser* dibandingkan pada saham golongan *winner*. Reaksi berlebih ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Ketika berita buruk (*bad news*) masuk ke dalam pasar maka saham-saham yang sebelumnya sangat diminati oleh investor (saham-saham *winner*), setelah kurun waktu tertentu menjadi kurang diminati dan mengalami koreksi harga melalui aksi jual yang berlebih yang mengakibatkan harganya menjadi turun (*under price*). Sebaliknya, karena penilaian negatif yang berlebih investor akan mengincar saham-saham *loser* sehingga harganya akan mengalami peningkatan berlebih (*over price*). *Return* saham dapat berbalik secara berlebih akibat aksi perdagangan yang berlebihan tersebut. Akibatnya saham dengan *abnormal return* positif (*winner*) dapat berubah menjadi negatif (*loser*), begitu pula sebaliknya (Santosa, 2010).

Beberapa penelitian mengenai *overreaction* pernah dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985). De Bondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa saham-saham pada mulanya memberikan keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Fenomena harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti dari pasar yang bereaksi secara berlebih dalam merespon suatu informasi atau mendukung hipotesis *overreaction*.

Penelitian Clare dan Thomas (1995) mengenai *overreaction* ini menyatakan bahwa *return reversal* terjadi di UK Stock Market, yang ditandai dengan saham *loser* mampu mengungguli kinerja *winner*.

Penelitian yang dilakukan oleh Sartono dan Yarmanto (1996) dalam Ardi, Kiryanto dan Amalia (2008) mendokumentasi reaksi berlebihan (*overreaction*) pada pasar saham Indonesia dengan menggunakan model Damodoran. Tujuan utama dari studi mereka adalah untuk mengukur penyesuaian pasar dan bagaimana informasi baru diserap secara efektif. Dan penemuan itu membuktikan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi terbaru.

Anna (2004) menggunakan data mulai Januari 1999 sampai Desember 2003. Dengan menggunakan data harga mingguan dan Indeks LQ 45, maka hasil penelitian yang didapat menunjukkan bahwa *market overreaction* terjadi di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian.

Gunasekarage dan Power (2005) meneliti mengenai *overreaction* di Colombo Stock Exchange. Penemuan awalnya mengindikasikan keberadaan pola pembentukan portofolio berdasarkan *return* masa lalu, portofolio yang memiliki nilai *cummulative abnormal return* positif (negatif) selama masa pembentukan akan menyebabkan *abnormal return* yang negatif (positif) bagi investor pada masa periode pengujian.

Rahmawati dan Suryani (2005) melakukan penelitian keberadaan *overreaction* di Bursa Efek Jakarta. Dengan menggunakan data Januari 2000 sampai Desember 2002, keberadaan reaksi berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian dapat disimpulkan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*.

Dalam beberapa penelitian ditemukan bahwa *overreaction* bisa disebabkan karena adanya perbedaan *size* dan risiko antara *winner* dan *loser*. Zarowin (1990) menyatakan bahwa kecenderungan saham *loser* mengungguli saham *winner* tidak tergantung pada reaksi berlebihan tetapi karena adanya ukuran perusahaan saham *loser* lebih kecil dari pada ukuran perusahaan saham *winner*. Jika menggunakan besarnya ukuran perusahaan yang sama, tidak ada perbedaan *return* pada saham *loser* dan saham *winner*. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa *abnormal return* saham *loser* yang relatif lebih tinggi dari saham *winner* pada periode selanjutnya disebabkan oleh perbedaan *size* antara saham *winner* dan *loser*. Dalam penelitian ini *overreaction* dihubungkan dengan anomali ukuran perusahaan (*size effect*).

Clare dan Thomas (1995) juga melakukan penelitian dengan mengontrol *size* antara perusahaan besar dan kecil, dengan menggunakan data UK tahun 1995 sampai 1990. Mereka menemukan bahwa *overreaction effect* terlihat ketika mengontrol *size*.

Gaunt (2000) dalam analisisnya memperlihatkan bahwa portofolio *loser* memiliki rata-rata kapitalisasi yang lebih kecil dan portofolio *loser* didominasi oleh perusahaan berukuran kecil. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa efek perusahaan kecil dapat menggerakkan *abnormal return* positif dalam arbitrase portofolio, lebih

lanjut penelitian ini diperlukan untuk melepaskan efek perusahaan kecil dari berbagai efek *overreaction*.

Penelitian yang dilakukan oleh Wibowo dan Sukarno (2004) dalam Rahmawati dan Suryani (2005) meneliti tentang reaksi berlebihan dengan melihat ukuran perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut tidak ditemukan bahwa reaksi berlebihan berhubungan dengan ukuran perusahaan, baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar.

Gunasekarage dan Power (2005) meneliti dampak *size* perusahaan terhadap *overreaction*. Hasil penelitiannya menemukan bahwa *size* bukan merupakan faktor yang signifikan dalam menjelaskan *overreaction* dalam penelitian ini. Walaupun perusahaan dalam kelompok portofolio *loser* lebih kecil daripada perusahaan dalam kelompok *winner*, mereka tidak dapat mendeteksi adanya perbedaan yang signifikan dalam *abnormal return* bagi masing-masing *size* perusahaan (baik kecil, sedang dan besar) didalam tiap portofolio.

Berdasarkan ulasan dan temuan penelitian terdahulu, maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut :

H_1 : Saham *winner* menghasilkan rata-rata *abnormal return* negatif (terdapat *return reversal*) pada periode pengujian.

H_2 : Saham *loser* menghasilkan rata-rata *abnormal return* positif (terdapat *return reversal*) pada periode pengujian.

H_3 : Terdapat *overreaction* pada periode pengujian setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko.

III. METODE PENELITIAN DAN ANALISIS

Sampel yang diambil dalam penelitian ini ditentukan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria saham LQ-45 yang terdaftar di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2008 secara terus-menerus dan data yang digunakan adalah data bulanan dari Januari 2004 sampai Desember 2008 tersedia lengkap.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi Indeks LQ-45, *closing price* saham, *market capitalization*, tingkat suku bunga

SBI. Sumber data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dikeluarkan oleh BEI, antara lain: *Website* BEI, *Pojok* BEI FE UNSOED.

Definisi konseptual dan operasional adalah sebagai berikut :

1. *Abnormal return*

Menurut Jogiyanto (2003) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Dalam penelitian ini *abnormal return* dihitung menggunakan *market adjusted model* (Jogiyanto, 2003) sebagai berikut :

$$AR_j = R_{j,t} - R_{m,t}$$

2. *Return*

Return merupakan keuntungan yang diterima atas investasi suatu saham pada periode tertentu (Lutfi dan Suhartini, 2002 dalam Anna, 2004). Dalam penelitian ini, *return* dapat dicari dengan menggunakan rumus :

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}}$$

3. *Market return*

Market return adalah tingkat keuntungan seluruh saham yang terdaftar di Bursa (Sularso, 2003). *Market return* dalam penelitian ini menggunakan indeks LQ 45. Dalam penelitian ini, *market return* dapat dicari dengan menggunakan rumus :

$$R_{m,t} = \frac{LQ45_t - LQ45_{t-1}}{LQ45_{t-1}}$$

4. Ukuran perusahaan (*size*)

Ukuran perusahaan menurut Ferri dan Jones dalam Anna (2004) dapat diukur dengan dua cara, yakni berdasarkan total rata-rata asset atau rata-rata total penjualan untuk tahun yang bersangkutan. Selain itu, menurut Alex Weis dalam Anna (2004) pada dasarnya untuk mengukur besaran suatu perusahaan (ukuran perusahaan) dapat digunakan nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization*).

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan (*size*) menggunakan nilai kapitalisasi pasar yang diperoleh dengan cara hasil dari jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga pasar (*closing price*) yang berlaku pada saat periode pengamatan.

Market Cap = jumlah saham beredar x *closing price*

5. Risiko

Risiko merupakan kemungkinan tingkat keuntungan yang diperoleh menyimpang dari tingkat keuntungan yang diharapkan (Husnan, 2005). Dalam penelitian ini risiko diukur menggunakan Beta (β).

Membentuk serangkaian pasangan sub-periode penelitian. Masing-masing pasangan sub-periode penelitian terdiri atas periode pembentukan portofolio dan periode pengujian portofolio. Periode pembentukan pada penelitian ini tiga bulan dan pada periode pengujian dilakukan pengujian tiga kali dengan masing-masing berdurasi tiga bulan setelah periode pembentukan. Dengan menggunakan data dari Januari 2004 sampai Desember 2008 maka tersusun 17 observasi.

Observasi pertama dengan periode pembentukan pada Januari 2004-Maret 2004 dan periode pengujian dari April 2004-Juni 2004, Juli 2004-September 2004 dan Oktober 2004-Desember 2004. Observasi kedua dengan periode pembentukan pada April 2004-Juni 2004 dan periode pengujian dari Juli 2004-September 2004, Oktober 2004-Desember 2004 dan Januari 2005-Maret 2005. Observasi terakhir dengan periode Januari 2008-Maret 2008 dan periode pengujian dari April 2008-Juni 2008, Juli 2008-September 2008 dan Oktober 2008-Desember 2008.

1. Pengujian Hipotesis Pertama dan Kedua

Untuk menguji hipotesis pertama dan kedua dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Di periode pembentukan dilakukan langkah-langkah sebagai berikut :
 - a. Menghitung *return* selama periode pembentukan.
 - b. Menghitung *market return* selama periode pembentukan.
 - c. Menghitung *abnormal return* selama periode pembentukan.
 - d. Dilakukan pemeringkatan saham menggunakan *abnormal return* dari nilai tertinggi sampai terendah sehingga didapat portofolio *winner* dan *loser*.
 - e. Menghitung *average abnormal return* dengan rumus :

$$AAR_j = \frac{\sum_{j=1}^n AR_j}{N}$$

- 2) Di periode pengujian dilakukan langkah-langkah sebagai berikut :
 - a. Menghitung *return* untuk portofolio *winner* dan *loser*.

- b. Menghitung *market return* untuk portofolio *winner* dan *loser*.
- c. Menghitung *abnormal return* untuk portofolio *winner* dan *loser*.
- d. Menghitung *average abnormal return* untuk portofolio *winner* dan *loser*.
- e. Menghitung *cummulative abnormal return* untuk portofolio *winner* dan *loser*.

$$CAR_j = \sum_{t=1}^t AAR_j$$

- f. Menghitung *average cummulative abnormal return* untuk portofolio *winner* dan *loser*.

$$ACAR_j = \frac{CAR_j}{n}$$

- g. Menghitung *Grand Average Cummulative Abnormal Return* (GACAR) masing-masing portofolio baik *winner* maupun *loser*. GACAR merupakan keseluruhan nilai ACAR pada masing-masing portofolio.

Hipotesis pertama diterima apabila terdapat *return reversal* pada portofolio *winner* pada periode pengujian. Hipotesis kedua diterima apabila terdapat *return reversal* pada portofolio *loser* pada periode pengujian. Hipotesis pertama dan kedua ditolak apabila tidak terdapat *return reversal* pada portofolio *winner* dan portofolio *loser* pada periode pengujian.

2. Pengujian Hipotesis Ketiga

Pengujian hipotesis ketiga untuk melihat adanya *return reversal* setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko pada periode pengujian. Berdasarkan penelitian Zarowin (1990) dan Clare dan Thomas (1995) pengontrolan terhadap *size* dan risiko ini dapat dilakukan dengan meregresikan *market premium* terhadap *return of zero cost investment*.

$$R_{zt} = \alpha_z + \beta_z (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{zt}$$

Bila hasil regresi menunjukkan Jensen's alpha positif dan signifikan, berarti terdapat perbedaan *return* berdasarkan *risk and size adjusted return*, maka kinerja portofolio *loser* mengungguli kinerja portofolio *winner*. Sebaliknya, apabila Jensen's alpha positif namun tidak signifikan maka menunjukkan tidak terdapat perbedaan *return* berdasarkan *risk and size adjusted return*. Apabila

Jensen's alpha menunjukkan nilai negatif, berarti portofolio saham *loser* tidak mengungguli portofolio saham *winner*.

Apabila koefisien *slope* (B_Z) signifikan, menunjukkan portofolio saham *loser* memiliki risiko sistematis yang lebih besar daripada portofolio saham *winner*. Sebaliknya, apabila koefisien *slope* (B_Z) tidak signifikan, maka menunjukkan bahwa *loser* tidak memiliki risiko sistematis yang lebih besar dibandingkan *winner* (Hadi, 2008).

Menurut Clare dan Thomas (1995), nilai Jensen's alpha yang positif dan signifikan menunjukkan adanya *overreaction*, hal ini berarti ada *return reversal* setelah ada pengontrolan terhadap *size* dan risiko.

Hipotesis ketiga diterima apabila terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko. Hipotesis ketiga ditolak apabila tidak terjadi *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko.

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Pengujian Hipotesis Pertama dan Kedua

Dari tabel 4.1 dapat dilihat bahwa pada portofolio *winner* tidak terjadi pembalikan *return* (*return reversal*) pada periode pengujian pertama ($t=1$). Pada periode pembentukan ($t=0$) portofolio *winner* memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0.14285 dan pada $t=1$ portofolio *winner* memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0.02901. Sehingga portofolio *winner* mengalami penurunan *abnormal return* sebesar 0.11384. Namun pada portofolio *loser* terjadi *return reversal* pada periode $t=1$. Pada $t=0$ portofolio *loser* memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar -0.15220 sedangkan pada $t=1$ portofolio *loser* memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0.01233. Sehingga portofolio *loser* mengalami kenaikan *abnormal return* sebesar 0.16453.

Tabel 4.1. Hasil Rata-Rata *Abnormal Return* Periode Pembentukan dan Pengujian serta GACAR Pada Portofolio *Winner* dan *Loser*

Periode	Portofolio <i>Winner</i>	Portofolio <i>Loser</i>
t=0	0.14285	-0.15220
t=1	0.02901	0.01233
t=2	0.01083	0.04921
t=3	0.03133	0.06767
GACAR	0.02373	0.04307

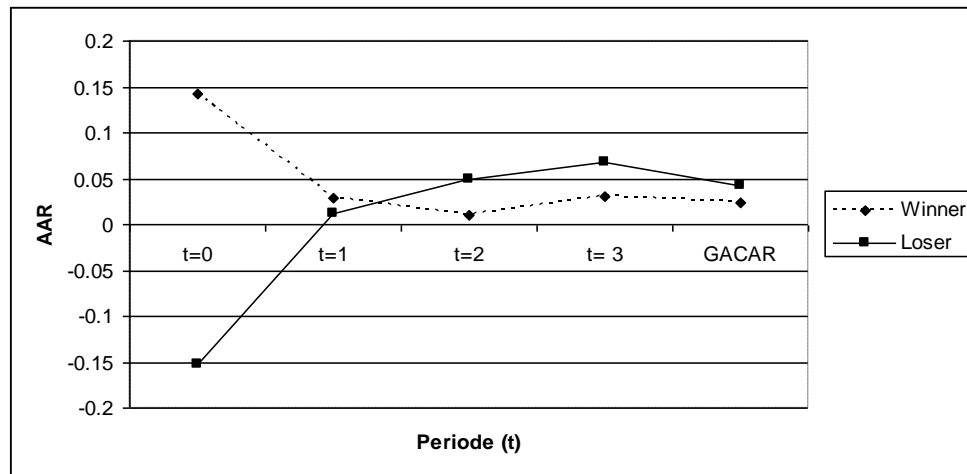
Pada periode pengujian kedua (t=2) terjadi peningkatan *abnormal return* dibandingkan t=1 pada portofolio *loser* sebesar 0.03688 namun pada portofolio *winner* terjadi penurunan *abnormal return* sebesar 0.01818. Bila dibandingkan dengan t=0, pada t=2 portofolio *winner* mengalami penurunan *abnormal return*. Pada t=0 rata-rata *abnormal return* sebesar 0.14285 sedangkan pada t=2 rata-rata *abnormal return* sebesar 0.01083 sehingga mengalami penurunan sebesar 0.13202. Walaupun mengalami penurunan *abnormal return* cukup tajam namun penurunan *abnormal return* di t=2 portofolio *winner* ini tidak mampu menyebabkan terjadinya *return reversal*. Lain halnya dengan portofolio *loser* yang pada periode t=2 mengalami *return reversal*. Rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* pada t=0 sebesar -0.15220 sedangkan t=2 rata-rata *abnormal return* sebesar 0.04921 sehingga mengalami peningkatan *abnormal return* sebesar 0.20141.

Pada periode pengujian t=3 portofolio *winner* tidak mengalami *return reversal* namun pada portofolio *loser* terjadi *return reversal* jika dibandingkan dengan periode pembentukan t=0. Dengan nilai rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* pada periode t=0 sebesar 0,14285 dan rata-rata *abnormal return* pada periode t=3 sebesar 0.03133 maka terdapat penurunan *abnormal return* sebesar 0.11152. Penurunan nilai *abnormal return* ini ternyata juga tidak mampu menyebabkan *return reversal* pada periode pengujian ketiga (t=3). Sedangkan pada portofolio *loser* dengan rata-rata *abnormal return* pada t=0 sebesar -0.15220 dan rata-rata *abnormal return* pada t=3 sebesar 0.06767 maka terdapat peningkatan

abnormal return sebesar 0.21987. Dengan peningkatan *abnormal return* ini maka menyebabkan terjadinya *return reversal* pada portofolio *loser* pada periode $t=3$.

Periode pengujian $t=3$ jika dibandingkan dengan periode pengujian $t=2$, maka tidak terdapat adanya *return reversal* baik di portofolio *winner* maupun portofolio *loser*. Baik portofolio *winner* maupun *loser* mengalami peningkatan *abnormal return* masing-masing sebesar 0.02050 dan 0.01846.

Untuk mempermudah melihat adanya *return reversal* pada periode pembentukan ($t=0$) maupun periode pengujian ($t=1, t=2, t=3$) dan GACAR dapat dilihat pada gambar 4.1.



Gambar 4.1 Return Reversal Rata-Rata Abnormal Return (AAR) dan GACAR

Untuk menjawab hipotesis pertama dan kedua bisa membandingkan nilai GACAR portofolio *winner* maupun GACAR portofolio *loser* terhadap periode pembentukannya ($t=0$). Bila dilihat dari gambar 4.1 dapat dilihat bahwa GACAR portofolio *winner* tetap memiliki nilai positif yang artinya sama-sama positif dengan periode pembentukannya sedangkan GACAR portofolio *loser* memiliki nilai yang positif dibandingkan periode pembentukan portofolio *loser* yang bernilai negatif. Perubahan nilai dari portofolio *loser* ini menyebabkan portofolio *loser* mampu untuk mengungguli portofolio *winner* pada akhir pengujian.

Nilai GACAR pada portofolio *winner* yang bernilai positif yaitu sebesar 0.02373 mengindikasikan bahwa tidak terjadi *return reversal* atau pembalikan

kinerja saham pada golongan *winner* ini. Bila dibandingkan dengan periode pembentukan ($t=0$), maka nilai GACAR *winner* ini menunjukkan penurunan *abnormal return* sebesar 0.11912. Dengan nilai GACAR portofolio *winner* yang positif, maka portofolio *winner* pada periode pembentukan ini masih tetap berkedudukan sebagai portofolio golongan *winner* pada periode pengujian. Tidak terdapatnya *return reversal* pada portofolio *winner* (GACAR *winner*) selama periode pengujian dibandingkan periode pembentukannya menunjukkan bahwa hipotesis pertama ditolak.

Nilai GACAR portofolio *loser* yang bernilai positif yaitu sebesar 0.04307 menunjukkan bahwa terjadi *return reversal* pada portofolio golongan *loser*. Nilai GACAR yang bernilai positif ini juga mengindikasikan kinerja pada portofolio *loser* mengalami kenaikan bila dibandingkan pada periode pembentukan sebesar 0.19527. Dengan nilai GACAR portofolio *loser* yang positif, maka portofolio *loser* pada periode pembentukan ini menjadi saham golongan *winner* pada periode pengujian. Terdapatnya *return reversal* pada portofolio *loser* (GACAR *loser*) selama periode pengujian dibandingkan periode pembentukannya menunjukkan bahwa hipotesis kedua diterima.

2. Pengujian Hipotesis Ketiga

Pengujian hipotesis ketiga ini untuk melihat adanya *reversal return* setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan resiko. Hasil pengujian setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan resiko dapat dilihat pada tabel 4.2.

Tabel 4.2. Regresi *Market Premium* terhadap *Zero Cost Investment*

Periode	α	β
t=1	-0.0716 (0.799)	-2.009 (0.408)
t=2	-0.532 (0.068)	2.374 (0.300)
t=3	-0.249 (0.365)	0.231 (0.872)

Dari tabel 4.2, Jensen's alpha pada $t=1$, $t=2$ dan $t=3$ bernilai negatif dan tidak signifikan hal ini menunjukkan bahwa portofolio *loser* tidak mengungguli portofolio *winner* setelah dilakukan pengontrolan *size* dan risiko. Koefisien slope β pada $t=1$, $t=2$ dan $t=3$ semuanya tidak signifikan, hal ini menunjukkan bahwa portofolio *loser* tidak memiliki risiko yang lebih besar dari portofolio *winner*.

Berdasarkan tabel 4.2 maka dapat dikatakan tidak terdapat *overreaction* setelah dilakukan pengontrolan *size* dan resiko di periode pengujian. Sehingga hipotesis ketiga ditolak.

Berdasarkan hasil penelitian ini dapat dilihat bahwa hanya terjadi *return reversal* pada portofolio *loser* dan pada portofolio *winner* tidak mengalami *return reversal*. Hal ini mengindikasikan bahwa para investor secara emosional akan cenderung berlebihan (*overreaction*) dalam menanggapi berita buruk serta menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi yang dianggap buruk (*bad news*). Untuk menghindari kerugian, para investor akan berperilaku tidak rasional. Reaksi yang berlebihan ini ditunjukkan dari adanya perubahan harga secara berlebihan pada saham-saham *loser* sehingga saham-saham yang biasanya diminati pasar karena mempunyai *return* tinggi menjadi kurang diminati, sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati mulai dicari oleh pasar.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Iswandari (2001) dalam Rahmawati dan Suryani (2005). Penelitian Iswandari (2001) menemukan bahwa *overreaction* hanya terjadi pada saham-saham *loser* dan bukan 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 yang bagus.

Penelitian yang dilakukan oleh Kusumawardani (2001) juga memberikan hasil yang sama dengan penelitian ini. Portofolio *loser* mengalami pembalikan selama periode pengamatan, namun portofolio *winner* tidak mengalami pembalikan. Hasil ini memperkuat dugaan bahwa investor cenderung *overreaction* terhadap informasi, terutama informasi buruk.

Penelitian Susiyanto (1997) memberikan hasil yang berbeda. Penelitian Susiyanto (1997) ini menemukan 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 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.

Dalam penelitian ini juga dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko. Hasil dari pengontrolan *size* dan risiko ini menunjukkan bahwa baik pada pengujian kesatu, kedua maupun ketiga nilai Jensen's alpha (α) bernilai negatif dan tidak signifikan menunjukkan bahwa portofolio *winner* memiliki *abnormal return* yang lebih besar dibandingkan portofolio *loser* sehingga portofolio *loser* tidak mampu mengungguli portofolio *winner*. Hal ini menunjukkan bahwa *overreaction* tidak disebabkan karena adanya perbedaan *size* perusahaan. Hasil ini berbeda dengan sebelum dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko, sebelum pengontrolan *size* dan risiko portofolio *loser* mampu mengungguli portofolio *winner* yang dimulai pada pengujian periode kedua.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Zarowin (1990) yang menemukan bahwa ketika saham *loser* memiliki *size* lebih kecil daripada *winner*, saham *loser* akan memiliki *abnormal return* yang mengungguli *winner*. Sehingga *overreaction* disebabkan karena perbedaan *size* antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Penelitian Clare dan Thomas (1995) juga menunjukkan bahwa bahwa perusahaan dengan *size* kecil cenderung menjadi *loser* dan *overreaction* dapat terjadi dikarenakan adanya *size effect*.

Namun penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hendrawaty (2007). Hasil penelitian Hendrawaty (2007) menunjukkan bahwa efek ukuran perusahaan tidak terbukti dapat menyebabkan terjadinya *overreaction* di Bursa Efek Jakarta. Penelitian Gunasekarage dan Power (2005) juga menunjukkan bahwa *size* bukan faktor yang signifikan untuk menjelaskan *overreaction*. Walaupun perusahaan dalam kelompok portofolio *loser* memiliki *size* lebih kecil

daripada perusahaan dalam kelompok *winner*, mereka tidak dapat mendeteksi adanya perbedaan yang signifikan dalam *abnormal return* bagi masing-masing *size* perusahaan di dalam tiap portofolio.

V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

1. Kesimpulan

- a. Pada portofolio *winner* tidak terjadi *return reversal* pada saat periode pengujian dan pada portofolio *loser* terjadi *return reversal* pada saat periode pengujian. *Return reversal* pada portofolio *loser* mengindikasikan bahwa investor cenderung *overreaction* terhadap adanya informasi buruk.
- b. Setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko, maka hasil penelitian menunjukkan tidak ditemukan adanya *overreaction*. *Size* bukan faktor yang mampu menjelaskan adanya *overreaction* dalam penelitian ini.

2. Implikasi

- a. Adanya *return reversal* pada saham *loser* memungkinkan investor untuk memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) dengan melakukan strategi kontrarian, yaitu membeli saham ketika harganya turun dan menjual saham ketika harga naik (*buy low, sell high*).
- b. Hendaknya ketika melakukan strategi kontrarian, investor tidak boleh ambisus atau serakah. Investor harus memiliki informasi yang tepat dan akurat dan harus tetap berhati-hati dalam menyikapi segala perubahan yang terjadi serta memperhitungkan risiko dari prediksi tersebut untuk mendapatkan hasil yang maksimal.

3. Keterbatasan Penelitian

- a. Jangka waktu penelitian yang terlalu pendek yaitu 5 tahun (Januari 2004 – Desember 2008). Dengan jangka waktu yang terlalu pendek, menyebabkan kecil kemungkinan untuk terjadinya *return reversal* pada portofolio *winner* dan *loser* yang signifikan.
- b. Penelitian ini menggunakan satu model untuk menghitung *abnormal return*, yaitu dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market adjusted model*). Dengan demikian tidak diketahui kemungkinan adanya perbedaan *abnormal return* apabila menggunakan model perhitungan yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Anna, Nova. 2004. Analisa Pengaruh Perbedaan Besaran Perusahaan Terhadap Terjadinya Market Overreaction Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999-2003. *Skripsi*. Universitas Petra.
- Ardi, A., Kiryanto dan D. Amalia. 2008. Overreaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan Di Indonesia (Studi Kasus Di Bursa Efek Indonesia). Simposium Nasional Akuntansi Pontianak 2008.
- Bodie, Z., A. Kane dan A.J. Marcus. 2006. *Investment Buku 1*. Salemba Empat : Jakarta.
- Clare, A., dan S. Thomas. 1995. The Overreaction Hypothesis And The UK Stock Market. *Journal of Business Finance And Accounting*, 22 (7), October 1995, 0306-686x.
- De Bondt, F.M dan R. Thaler. 1985. Does The Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, Vol 40, No.3, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, Texas, December 28-30, 1984. (Jul., 1985), pp.
- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, Issue 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), 383-417.
- Frensidy, Budi. 2008. *Ada Apa Dengan Hipotesis Pasar Efisien?*.
<http://web.bisnis.com/kolom/2id1448.html>. Akses 25 Mei 2009.
- Gaunt, Clive. 2000. Overreaction In The Australian Equity Market : 1974-1997. *Pacific-Basin Finance Journal* 8 (2000), 375-389.
- Gunasekarage, A dan D.M. Power 2005. Stock Market Overreaction : Some Evidence From The Colombo Stock Exchange. *Journal of Emerging Market* Volume 10, Number 1, Spring 2005.
- Hadi, D.K. 2008. Short Contrarian Investment Strategy Analisis Saham-Saham Di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Jurusan Manajemen, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Hendrawaty, Ernie. 2007. *Pengujian Market Overreaction Pada Bursa Efek Jakarta*.
www.pustakailmiah.unila.ac.id. Akses 12 Agustus 2009.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi Keempat*. UPP AMP YKPN : Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. BPFE Yogyakarta : Yogyakarta.
- Kusumawardani, Srihartati. 2001. Analisis Reaksi Berlebihan, Efek *Bid-Ask*, *Firm Size* dan Likuiditas Dalam Fenomena *Price Reversal* di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Program Magister Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ma, Y., A.P. Tang, dan T. Hasan 2005. Stock Price Overreaction Effect : The Evidence On Nasdaq Stock. *Quarterly Journal Of Finance And Accounting*. Summer 2005.

Rahmawati dan T. Suryani. 2005. Overreaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *SNA VIII Solo*, 15-16 September 2005.

Santosa, P.W. 2010. *Memahami Overreaction di Pasar Modal*. <http://ekonomi.kompasiana.com>. Akses 3 Maret 2010.

Sularso, R.A. 2003. Pengaruh Pengumuman Deviden Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Devidend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.5, No.1, Mei 2003: 1-17.

Susiyanto, M. F. 1997. Market's Overreaction In The Indonesian Stock Market. *Kelola* No.16/VI/1997.

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE Yogyakarta : Yogyakarta.

Zarowin, Paul. 1990. Size, Seasonality and Stock Market Overreaction. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No.1, March 1990.