

OVER REAKSI PASAR TERHADAP HARGA SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA

RAHMAWATI

Universitas Sebelas Maret

TRI SURYANI

Universitas Sebelas Maret

ABSTRACT

The overreaction hypothesis predicts that securities suffering abnormally low return (losers) will subsequently experience abnormally high return. On the contrary, securities with abnormally high return (winners) will later experience abnormally low return. The overreaction hypothesis also stated that investor overreact in the initial period and subsequently correct themselves or people tend to overweight recent information and to underweight prior data.

This research examines the overreaction hypothesis in manufacturing company at Jakarta Stock Exchange (JSX) throughout the years between 2000 to 2002. Samples obtained by using market adjusted model amounted to 15 loser stocks and 15 winner stocks.

The result of this research seems to indicate that overreaction occurs separate in its move. Winners and losers are not constant overtime. Analysis independent sample t test, winners and losers do not show the different average abnormal return significantly. Implication on the efficient market hypothesis is that the phenomena of overreaction shows that market is not efficient (especially Jakarta Stock Exchange), since the stock price can be predicted on the previous stock price.

Keywords : Overreaction, Loser-Winner, Jakarta Stock Exchange

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Berbagai penelitian dalam bidang pasar modal dan mengenai perilaku keuangan (*behavioral finance*) menyatakan bahwa terdapat beberapa penyimpangan yang terjadi yang dapat mempengaruhi harga saham. Penyimpangan tersebut diantaranya adalah fenomena *January effect*, fenomena *size effect* dan *day of the week*. *Overreaction hypothesis* juga merupakan salah satu penyimpangan yang terjadi dalam pasar modal.

Implikasi dari fenomena reaksi berlebihan adalah bahwa para pelaku pasar tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional. Jika sebagian para pelaku pasara bereaksi berlebihan terhadap informasi, terlebih lagi jika informasi tersebut adalah informasi buruk, para pelaku pasar akan secara emosional segera menilai saham terlalu rendah. Untuk menghindari kerugian para investor akan berperilaku irasional dan menginginkan menjual saham-saham yang berkinerja buruk dengan cepat.

Peristiwa yang dianggap dramatis oleh para investor, dapat menyebabkan para investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*). 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. Reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return* yang diterima oleh sekuritas kepada para investor. *Return* saham ini akan menjadi terbalik dalam fenomena reaksi berlebihan. 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.

Hasil penelitian mengenai pola perubahan *return* saham di pasar modal memberikan kesimpulan yang berbeda-beda dan beragam. Dalam artikelnya De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa penelitian mereka membuktikan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) selanjutnya membaik dan sebaliknya saham-saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*) selanjutnya memburuk pada sekitar 36 bulan kemudian. Mereka menjelaskan fenomena harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti bahwa pasar bereaksi secara berlebihan (*overreact*) dalam merespon suatu informasi. Kemudian pasar menyadarinya sehingga melakukan koreksi pada periode selanjutnya. Ini berarti pasar tidak secara total terdiri dari para investor yang rasional dan tidak emosional. Ini juga berarti bahwa pergerakan harga saham yang diprediksi berdasarkan kinerja masa lalu.

Fenomena reaksi berlebihan ini menyimpulkan bahwa bahwa pasar adalah *tidak efisien*, 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 berdasarkan pada harga pasar pada saat ini.

Para pelaku pasar sering berperilaku *irrational* terhadap pergerakan harga saham. Jenis informasi yang muncul dalam pasar modal yaitu informasi bagus (*good news*) dan informasi yang tidak bagus (*bad news*). Para pelaku pasar biasanya akan memasang tarif yang terlalu tinggi terhadap suatu berita yang dianggap bagus (*good news*) dan akan memasang tarif yang rendah untuk berita-berita yang dianggap kurang bagus (*bad news*).

Dalam penelitiannya 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, dapat terjadi tidak ada perbedaan *return* pada saham *loser* dan saham *winner*. Hasil dari penelitian Zarowin ini tidak relevan dengan penelitian Wibowo dan Sukarno (2000). Mereka menyebutkan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap reaksi berlebihan di pasar modal.

Penelitian mengenai keberadaan reaksi berlebihan seringkali menggunakan data saham yang dikelompokkan menjadi dua, yaitu kelompok saham (*portofolio*) *loser* dan kelompok saham (*portofolio*) *winner*. Kelompok saham yang disebut *loser* yaitu kelompok saham yang konsisten mengalami penurunan besar harga, sedangkan kelompok saham yang disebut kelompok *winner* yaitu kelompok saham yang konsisten mengalami kenaikan harga besar. Penyebab perubahan besar harga pada saham golongan *loser* dan saham golongan *winner*, antara lain disebabkan karena adanya informasi buruk (*bad news*) dan informasi bagus (*good news*) yang diterima oleh para pelaku pasar, sehingga para pelaku pasar melakukan reaksi.

Penelitian mengenai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis* atau EMH) juga banyak dilakukan dalam perkembangan pasar modal Indonesia. Penelitian efisiensi pasar ini juga berkenaan dengan reaksi pasar yang tercermin dalam penyesuaian harga saham dari suatu informasi baru. Diketahui pula fenomena reaksi berlebihan dapat digunakan untuk menilai tentang keefisienan pasar, khususnya pelaku pasar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Dalam penelitian ini akan mencoba menguji kembali apakah informasi yang tak terduga yang bersifat dramatik mempengaruhi reaksi para pelaku pasar secara berlebihan. Penelitian tentang reaksi berlebihan ini dilakukan dengan menguji data saham dari perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

Masalah

Setelah dijelaskan mengenai latar belakang masalah diatas dan dengan adanya berbagai kesimpulan yang beragam dalam beberapa penelitian, maka dalam penelitian ini akan dilakukan penelitian kembali untuk membuktikan ragam hasil penelitian sebelumnya, dan dapat dirumuskan masalah pada penelitian ini, yaitu: “Apakah ada over berlebihan (*overreaction*) terhadap harga-harga saham perusahaan manufaktur yang ada

di Bursa Efek Jakarta, yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*?”

Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui Apakah ada reaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap harga-harga saham perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Jakarta, yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*?

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Overreaction Hypotesis

Overreaction Hypotesis pada dasarnya menyatakan bahwa pasar telah reaksi 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.

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

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

Reaksi berlebihan menjadi penting untuk dibahas, karena reaksi berlebihan memberikan perilaku prinsipal terhadap para pelaku pasar yang akan mempengaruhi banyak konteks. Ketika para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi tak terduga sebelumnya, maka saham-saham yang golongan *loser* akan mengungguli *winner*. Akibat dari adanya reaksi berlebihan ini mendorong orang melakukan strategi membeli saham *loser* dan menjual saham *winner*. Strategi ini diuji oleh Chan (1988) dalam Sukmawati dan Hermawan (2003) dengan menggunakan Sharpe Litner CAPM dan juga dengan menggunakan prosedur yang telah digunakan oleh DeBondt and Thaler. Dikonstruksikan setiap tiga tahun antara 1932-1983 dan ternyata rasio *winner* dan *loser* tidak konstan sepanjang waktu. Ini berarti bahwa estimasi *return* dari strategi ini sangat sensitif terhadap metode yang digunakan sehingga hanya sedikit *abnormal return* yang diperoleh pada saat ada perubahan risiko yang mengontrolnya.

Penelitian Empirik Yang Telah Dilakukan

Dissanaike (1997) menyatakan jika investor secara rutin reaksi berlebihan terhadap informasi baru, harga saham yang biasanya cenderung *loser* akan berubah dan bergerak menjadi *winner*. Penelitiannya membuktikan bahwa terjadi *anomali* pada harga saham. Jika pasar dalam berada dalam kondisi efisien. *Overreaction hypotesis* adalah sebagai kontradiksi terhadap hipotesis pasar yang efisien, yang mana merupakan sebuah bagian dari integral dari ekonomi keuangan modern. *Overreaction hypotesis* pada kenyataannya mengindikasikan bahwa bentuk efisiensi pasar dalam bentuk lemah secara informasi dan juga mengimplikasikan bentuk efisiensi pasar setengah kuat. *Overreaction hypotesis* juga mengimplikasikan ketidakefisienan pasar karena harga terlalu bereaksi dan tidak adanya rasio (*irrational*) terhadap perkiraan hasil dimasa depan.

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

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

Fenomena pembalikan harga jangka pendek oleh Iswandari (2001) 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 (2004) 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.

Sartono dan Yarmanto (1996) 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.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1995) menemukan bahwa harga reaksi berlebihan terhadap informasi spesifik perusahaan dan menunda reaksi terhadap informasi yang biasa dan normal terjadi. Penundaan reaksi karena faktor-faktor umum ini menimbulkan hubungan ukuran yang mempunyai efek yang tidak lancar dalam *return* saham.

Keuntungan yang berbalik arah dikarenakan harga saham yang reaksi berlebihan dan hanya sedikit dari keuntungan yang dapat diberikan pada efek *lead-lag*. Keuntungan yang berlawanan pada dasarnya disebabkan oleh beberapa saham yang bereaksi lebih cepat dari saham lainnya. Dalam penelitian ini, diuji sifat dari reaksi harga saham terhadap faktor-faktor normal atau biasa, dan terhadap informasi spesifik perusahaan. Pembalikan pada komponen spesifik perusahaan terhadap *return* diinterpretasikan sebagai koreksi atas reaksi berlebihan yang terjadi sebelumnya, walaupun ada juga kemungkinan interpretasi lain.

Fama (1997) meneliti mengenai efisiensi pasar, *return* jangka panjang dan perilaku keuangan. Fama menyatakan bahwa pasar lebih sering *overreaction* daripada *underreaction* terhadap informasi. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa terjadi *overreaction* dalam jangka panjang dan terjadi *underreaction* dalam jangka pendek. Fama berpendapat bahwa terdapat dua bias informasi yang mempengaruhi harga saham. Pertama yaitu bias *overconfidence* yaitu pasar terlalu percaya diri, dan hal ini menyebabkan para investor tersebut terlalu melebih-lebihkan pribadinya dalam menilai saham. Kedua yaitu sifat dasar dari seseorang atau disebut *self attribution*, yang menyebabkan investor menjatuhkan penilaian publik atas nilai saham, yang terjadi pada saat penilaian publik terhadap nilai saham berbeda dengan penilaian investor secara pribadi.

Lo dan Mackinlay (1990) menyatakan bahwa adanya *overreaction* dalam penelitian mereka dengan ditandainya *return* pada beberapa saham secara sistematis mengalami kemajuan (*lead*) atau mengalami kemunduran (*lag*) dari pada *return* saham

yang lain, penggunaan strategi menjual saham golongan *winner* dan membeli saham golongan *loser*, akan dapat menghasilkan *expected return* yang positif.

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 (2001), dengan menggunakan model *asymetric non-linear smooth transition* (ANST) dibuktikan bahwa para pelaku pasar dalam kondisi, *mispriking* yaitu kurang menghargai nilai saham yang mempunyai ekspektasi yang tidak rasional.

Daniel dan Subramanyan (1998) 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 (2003) 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.

Hipotesis

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

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang sesuai dengan kriteria yang akan digunakan dalam penelitian sebanyak 30. Kriteria-kriteria tersebut adalah sebagai berikut:

1. Seluruh saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode Januari 2000 sampai Desember 2002.
2. Data yang digunakan adalah data bulanan (*closing price*) selama tiga tahun.
3. Sampel saham yang pada periode pembentukan portofolio (tahun 2000) mempunyai *Average Abnormal Return* positif, sebanyak 15 sampel selanjutnya digolongkan *portofolio winner*. Saham yang mempunyai *Average Abnormal Return* negatif sebanyak 15 sampel saham selanjutnya digolongkan *portofolio loser*.

Metode Analisis Data

Penghitungan menggunakan rumus Jogiyanto (2000) sebagai berikut:

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

AR_t : *Return* tidak normal (*abnormal return*) saham pada bulan ke t

R_{it} : *Return* rata-rata saham i pada bulan t

R_{mt} : *Return* pasar pada bulan t

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it} : Return sesungguhnya

P_{it} : Harga penutupan (*closing price*) saham i pada waktu t

P_{it-1} : Harga penutupan (*closing price*) saham i pada waktu t-1

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

R_{mt} : Return Pasar

$IHS G_t$: IHS G (*closing price*) saham pada waktu t

$IHS G_{t-1}$: IHS G (*closing price*) saham pada waktu t-1

$$CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

$CAR_{i,t}$ = Cumulative Abnormal Return saham i pada waktu t

$AR_{i,t}$ = Abnormal Return i pada waktu t

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n}$$

$AAR_{i,t}$ = Average Abnormal Return saham pada waktu t

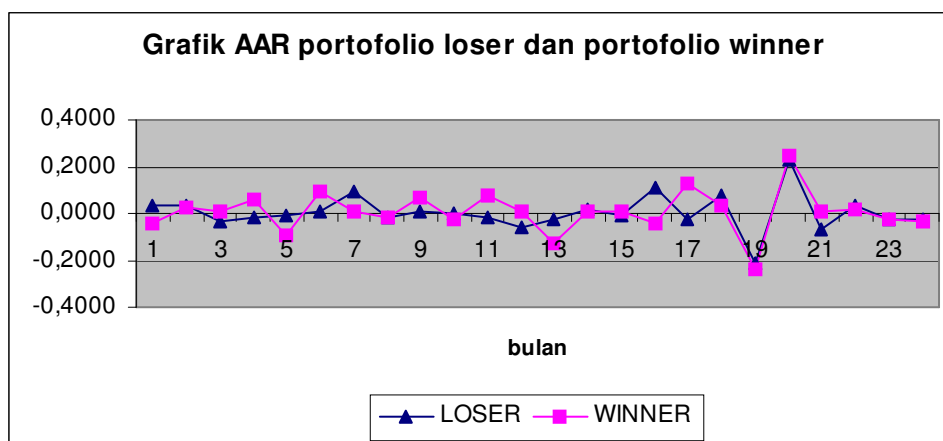
$AR_{i,t}$ = Abnormal Return i pada waktu t

n = jumlah saham

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Hasil Pengujian

Gambar 1

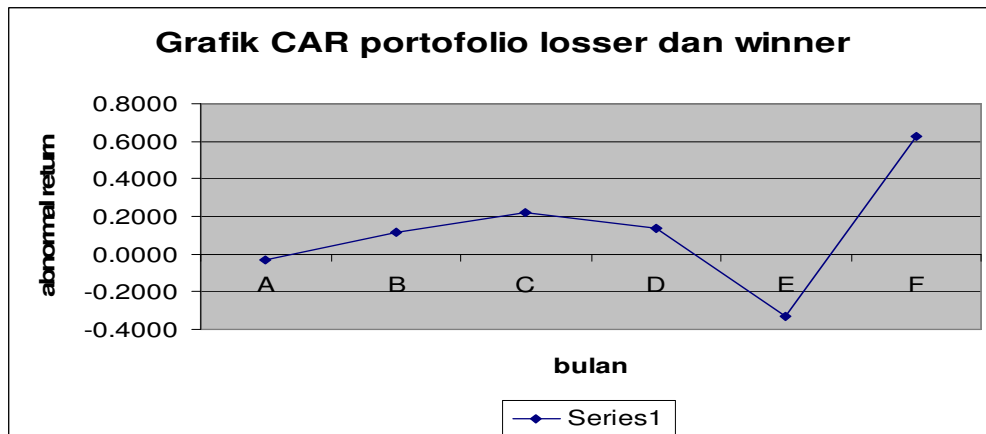


Dalam grafik diatas secara keseluruhan baik portofolio loser maupun portofolio winner memiliki *average abnormal return* yang bergerak disekitar angka nol, walaupun ada beberapa periode yang terlihat nampak lebih ekstrim kearah negatif dan kearah positif.

Nilai *average abnormal return* kelompok portofolio loser mengungguli kelompok portofolio winner terjadi pada beberapa periode. Portofolio loser mengungguli portofolio winner tampak jelas terjadi pada bulan Januari, Mei, Juli, oktober 2001 dan pada tahun 2002 terjadi pada bulan Januari, April dan Juli. Pada bulan Januari 2001 dan Januari 2002 portofolio loser mengungguli portofolio winner dengan *average abnormal return* sebanyak 0.0364 dan -0.0294, sedangkan portofolio winner mempunyai *average*

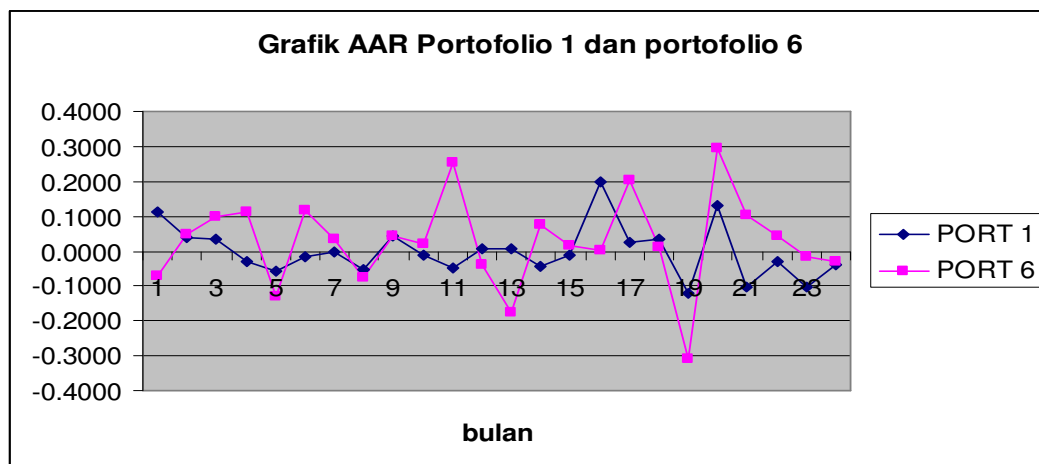
abnormal return dengan angka -0.0455 dan -0.1283 . Untuk bulan Mei 2001 portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, walaupun kedua portofolio tersebut memiliki nilai *average abnormal return* yang negatif yaitu sebanyak -0.0115 dan -0.0957 . Pada bulan Juli 2001 dan bulan April 2002 terlihat sangat jelas bahwa portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Untuk periode Juli dan Agustus 2002 portofolio *loser* dan portofolio *winner* tampak memiliki reaksi yang hampir sama yaitu ekstrim kearah negatif pada bulan juli dan ekstrim positif pada bulan agustus. Pada bulan akhir periode pengujian tidak nampak bahwa portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, tetapi kedua portofolio tersebut cenderung memiliki reaksi yang hampir sama yaitu berkisar disekitar angka nol.

Gambar 2



Dalam grafik diatas terlihat bahwa *Cumulative Abnormal Return* (CAR) terendah terjadi pada portofolio lima, sedangkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) tertinggi terjadi pada portofolio enam. Kedua portofolio tertinggi dan terendah terjadi pada portofolio *winner* (portofolio lima dan enam). Portofolio *loser* (portofolio satu, dua dan tiga) terlihat berada disekitar angka nol, dengan kata lain portofolio *loser* memiliki *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang cenderung stabil disekitar angka nol. Untuk portofolio *winner* (portofolio empat, lima dan enam) memiliki *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang tidak stabil dan cenderung berfluktuatif.

Gambar 3



Pada grafik diatas secara khusus hanya ditujukan untuk portofolio satu dan portofolio enam, dengan alasan portofolio satu dan portofolio enam adalah portofolio yang paling ekstrim memiliki *abnormal return* negatif dan positif, dengan tujuan agar menggambarkan lebih jelas antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*.

Grafik tersebut memperlihatkan bahwa antara portofolio satu dan portofolio enam terjadi fluktuasi yang saling bergantian baik ekstrim kearah negatif maupun ekstrim kearah positif. Pada bulan Januari 2001 dan Januari 2002 tampak portofolio

satu mengungguli portofolio enam pada angka 0.1112 dan 0.0058, portofolio enam sebesar -0.0700 dan -0.01751. Portofolio satu juga nampak mengungguli portofolio enam pada bulan-bulan lain diantaranya bulan Mei 2001, Agustus 2001, April 2002 dan bulan Juli 2002.

Tabel 1
Tabel signifikansi perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser* dan saham *winner* selama periode pengujian

Periode pengujian	loser		winner		t hitung	sig
	Mean	SD	Mean	SD		
2001-2002	0.0042	0.0204	0.0060	0.0301	-0.191	0.382

Sumber : data diolah

Hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi *average abnormal return* antara saham *loser* dan saham dengan *winner* menunjukkan bahwa seluruh saham golongan *loser* memiliki mean sebesar 0.0042 dan saham Dgolongan *winner* memiliki mean sebesar 0.0060. Untuk nilai t_{hitung} sebesar -0.191 dan t_{tabel} sebesar 2.048, t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} , dan tingkat signifikansi sebesar 0.382 lebih besar dari 0.050. Berarti bahwa H_0 yang diajukan diterima yaitu tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* seluruh saham *loser* dan *average abnormal return* seluruh saham *winner*.

Pembahasan

Dengan melihat gambar grafik *average abnormal return* untuk portofolio *loser* dan portofolio *winner* diatas dapat dikatakan bahwa terjadi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan adanya portofolio *loser* yang mengungguli portofolio *winner*. *Overreaction* ini terjadi pada beberapa bulan selama tahun pengujian, dan terjadi portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* secara terpisah-pisah. Dengan kata lain *overreaction* tidak terjadi secara konstan sepanjang waktu tetapi terjadi secara terpisah-pisah.

Pada bulan Januari 2001 dan 2002 nampak terjadi *overreaction* yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Selain indikasi dari *overreaction*, pada bulan Januari untuk dua tahun pengujian ini mungkin juga disebabkan adanya fenomena *January Effect*. Secara konsep *January Effect* merupakan tingkat pengembalian pada bulan Januari yang lebih baik dari bulan-bulan yang lain. Terjadinya perbedaan yang signifikan tingkat pengembalian pada bulan Januari dikarenakan para pelaku pasar atau para investor melakukan perubahan dalam saham atau portofolio untuk tahun baru agar para investor mendapatkan hasil sesuai yang diharapkan.

Terjadinya *overreaction* pada bulan Januari ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1987) yang menyatakan bahwa pada umumnya pola *loser-winner* muncul pada *return* sekuritas dan lebih terkonsentrasi pada bulan Januari, daripada bulan-bulan yang lainnya. Penelitian tentang *overreaction hypothesis* yang dilakukan oleh Sukmawati dan Hermawan (2003) menemukan bahwa terjadi indikasi adanya *overreaction* dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, juga menemukan adanya fenomena *January effect*.

Dengan melihat gambar grafik *Average Abnormal Return* (AAR) antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* selama 24 bulan pengujian dapat dikatakan bahwa terjadi indikasi reaksi berlebihan (*overrection*) yang ditandai portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. *Overreaction* terjadi tidak secara konstan tetapi lebih terjadi secara separatis. Hal ini mungkin disebabkan oleh adanya berbagai peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian, diantaranya pergantian Presiden, gejolak politik yang meresahkan, sampai dengan terjadinya berbagai macam teror bom. Peristiwa-peristiwa tersebut dianggap dramatis oleh para investor.

Hasil yang diperoleh dari gambar grafik *Cumulative Abnormal Return* (CAR) antar tiga portofolio *loser* dan tiga portofolio *winner*, menyatakan bahwa secara total terjadi portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Dalam grafik *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang disajikan, terlihat portofolio *loser* tidak menunjukkan adanya kinerja yang berlebihan, hanya pada portofolio *winner* yang menunjukkan adanya efek reaksi berlebihan. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) serta penelitian Susiyanto (1997), yang menyatakan bahwa hanya pada portofolio *winner* yang terjadi efek reaksi berlebihan, pada portofolio *loser* tidak menunjukkan adanya efek reaksi berlebihan.

Pada grafik *average abnormal return* (AAR) untuk khusus portofolio satu dan portofolio enam, menyatakan bahwa pola pergerakan secara grafikal menunjukan indikasi adanya reaksi berlebihan dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Hasil pengujian hanya pada portofolio satu dan portofolio enam ini juga nampak bahwa *overreaction* terjadi lebih bersifat separatis dan terpisah-pisah.

Hasil pengujian *independent sampel t test* yang nampak pada tabel diatas memperlihatkan bahwa tidak terjadi perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* seluruh saham *loser* dan seluruh saham *winner*. Hasil pengujian dengan t test ini berarti secara rata-rata seluruh sampel *loser* dan sampel *winner* belum bisa mendukung secara jelas bahwa terjadi efek reaksi berlebihan (*overreaction*) pada pasar modal di Indonesia.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Hasil pengujian hipotesis yang menguji keberadaan reaksi berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian menyimpulkan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Efek reaksi berlebihan ini terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) dan penelitian Sukmawati dan Hermawan (2003). *Overreaction* yang terjadi secara 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*). Reaksi berlebihan atau *overreaction* yang sesaat menyebabkan investor tidak dapat mengalami *abnormal return* yang besar dalam waktu yang lama.

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

Keterbatasan

Penelitian ini masih terdapat kekurangan-kekurangan yang mungkin untuk penelitian selanjutnya dapat diperbaiki. Hal-hal tersebut disebabkan penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut:

Dalam penelitian ini penggunaan penghitungan *ekspected rerurn* hanya menggunakan satu model yaitu model disesuaikan pasar (*market adjusted model*) yang diwakili dengan indeks pasar.

Penelitian ini menggunakan data *return* bulanan (*closing price*) untuk penghitungan *abnormal return*. Penggunaan data *return* bulanan ini mungkin masih menimbulkan bias hasil penelitian, sejak ketidaksinkronan pasar modal modal Indonesia dengan tingkat perdagangannya yang tipis tidak tercermin didalamnya.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya sebanyak 30 sampel. Penggunaan sampel sebanyak 30 ini mungkin masih kurang begitu menjelaskan

secara detail mengenai overreaction yang diuji dengan pemisahan antara sampel berkinerja buruk (golongan *loser*) dengan sampel yang berkinerja baik (golongan *winner*).

Saran

Penelitian selanjutnya hendaknya dalam penghitungan *ekspected return* menggunakan model lain atau menggunakan ketiga model sekaligus yang dijelaskan dalam bukunya Jogiyanto (2000), agar dapat diketahui perbedaan terjadinya reaksi dengan menggunakan ketiga model yang ada. Ketiga model yang dimaksud yaitu *market model*, *mean adjusted model* dan *market adjusted model*.

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

DAFTAR PUSTAKA

- Bacman G Robert dan Iverson David.,1998. "Short-run Overreaction in The New Zealand Stock Market". *Pacific Basin Finance Journal.*, Volume 6. 475- 491
- Daniel, Kent., Hirshleifer dan Subramanyan.,1998. "Investor Psychology And Security Market Under and Overreactions". *Journal Of Finance Vol 13 No 6*
- De Bond, W dan R Thaler ,1985. "Does Security Analysts Overreact?", *The American Economic Review.* Volume 80. 52-57
- De Bond, W dan R Thaler ,1987, " Further Evidence on Investor Overreactio and Stock Market Seasonality." *Journal Of Finance*,July, 557-581
- De Bond, W dan R Thaler ,1990. "Does Security Analysts Overreact?", *The American Economic Review.* Volume 80. 52-57
- Dissanaike, Gishan., 1997. "Do Stock Market Investor Overreact?". *Journal OF Business Finance and Accounting.* 24
- Fama, F Eguene, 1997, "Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance", *Journal Of Financial Economics,* Vol. 49. 283-306
- Fischer, Paul dan Verrecchia, e Robert. 1999. "Public Information and Heuristic Trade". *Journal of Accounting and Economics.* Vol. 27. 89-1124
- Gunarsih,Tri dan Hartadi Bambang, 2002, "Pengaruh Pengumuman Pengangkatan Komisaris Independent Terhadap Return Saham di BEJ (Study Pada 51 Perusahaan Manufaktur)", *Jurnal Riset Akuntansi Manajemen dan Ekonomi,* Vol. 2 No. 2 , Agustus 2002
- Husnan, Suad ,1998, *Dasar-Dasar Portofolio Dan Analisis Sekuritas,* Edisi Tiga, Yogyakarta : BPFE
- Iswandari, Lucia, 2001, "Pembalikan Harga di Bursa Efek Jakarta". *Kompak,* Nomer 3, September 2001.
- Jegadeesh N dan Titman S., 1995., "Overreaction And Contrarian Profit". *The Review Of Financial Studies Winter.* Vol 8 No 4. 973-993
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi,* Edisi Kedua, Yogyakarta : BPFE
- Kusuma Wijaya, Indra, 2001, "An Event Study of The Impact of SFAS 95 on the US Bank and Investment". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia,* Vol. 6 No. 3
- Lo A dan Mackinlay A Craig.,1990." When Are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction'. *The Review Of Financial Studies.* Vol 3 No. 2
- Nam K, Chong soon Pyun dan Stephen.,2001. "Asymmetric Reverting Behaviour of Short Horizon Stock Return; An Evidence of Stock Market Overreaction". *Journal Of Banking And Finance.* Volume 25.807-824

- Pujiyanto, 2002, “Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Pada Waktu Ex Dividen Day”. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No. 2, Mei
- Rachmawati, Eka Nuraini dan Tendelilin, 2001, “Pengaruh Pengumuman Merger Dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Riset Akuntansi Manajemen dan Ekonomi*, Vol. 1, Agustus
- Sartono, A dan Yarmanto, 1996, “Analisis Koefisien Penyesuaian Harga dan Efektifitas Penyerapan Informasi Baru di Bursa Efek Jakarta”, *Kelola* Vol. 12
- Sartono, Agus, 2000, “Overreaction Of The Indonesian Capital Market”. *Gajah Mada International Jurnal Of Business*.Vol. 2, may 2000
- Sukmawati dan Daniel H, 2003, “Overreact Hipotesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham – Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 3, No. 1
- Sunariyah, 2000, “*Pengantar Pengetahuan Pasar*”, Edisi Dua. YKPP. Yogyakarta
- Suryawijaya, A, Marwan dan Arief, Faizal, 1998, “Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Study Kasus 27 Juli 1996)”. *Kelola*, Vol. 7 Nomer 18
- Susiyanto, F, Muhammad, 1997, “Market’s Overreaction In The Indonesian Stock Market”, *Kelola*, Vol. 6 No. 16
- Tandelilin, Eduardus dan Algifari, 1999, “Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, Vol.14 No. 4
- Wibhisono, Kunto, 2004, “Efisiensi Pasar dan Behavioral Finance”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 3 , No. 1, 82-87