

**GEJALA *OVERREACTION* DI BURSA EFEK INDONESIA**

**TESIS**

**JOHAN PHANGWIJAYA**

**0706169272**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
APRIL 2009**

**PERPUSTAKAAN PUSAT  
UNIVERSITAS INDONESIA**

**GEJALA *OVERREACTION* DI BURSA EFEK INDONESIA**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Manajemen**

**JOHAN PHANGWIJAYA**

**0706169272**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
APRIL 2009**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar**

Nama : Johan Phangwijaya

NPM : 0706169272

Tanda Tangan :



Tanggal : 8 April 2009

## HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : **Johan Phangwijaya**  
NPM : 0706169272  
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**  
Judul Karya Akhir : **Gejala Overreaction Di Bursa Efek Indonesia.**

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : **Dr. Irwan Adi Ekaputra**

(*Irwan Adi Ekaputra*)

Penguji : **Dr. Gede Harja Wasistha**

(*Gede Harja Wasistha*)

Penguji : **Dr. Lindawati Gani**

(*Lindawati Gani*)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 08 April 2009

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa tanpa adanya bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Dr. Irwan Adi Ekaputra selaku Dosen Pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu, pikiran, dan tenaga untuk membimbing, mengarahkan, dan memberikan masukan kepada penulis sehingga karya akhir ini dapat diselesaikan.
2. Rhenald Kasali, Ph.D selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
3. Seluruh dosen dan karyawan/i Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan bantuan, pengalaman, dan pengetahuan selama penulis menjadi mahasiswa.
4. Keluarga tercinta, Papa, Mama, dan Adik yang telah memberikan doa, bantuan baik moral maupun materil, dan semangat kepada penulis.
5. Venny telah sabar selalu meluangkan waktu di antara kesibukannya dalam membantu, menemani, mendengarkan keluh kesah, memberikan semangat dan dukungan kepada penulis.

6. Teman-teman A07 dan B07 khususnya teman-teman sekelompok dan sepejuangan: Arnold, Martha, Era & Andre, Hendriadi, Yoga, Pak Arief yang telah membantu dan membuat suasana kuliah lebih menyenangkan.
7. Jerico yang telah membantu untuk mendapatkan data di PDPM iBii dan Ellen yang telah membantu untuk mendapatkan data di PRPM BEI.
8. Semua pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Jakarta, 31 Maret 2009

Penulis,

Johan Phangwijaya

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Johan Phangwijaya  
NPM : 0706169272  
Program Studi : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**Gejala Overreaction di Bursa Efek Indonesia.**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada tanggal: 8 April 2009  
Yang menyatakan



(Johan Phangwijaya)

## ABSTRAK

Nama : Johan Phangwijaya  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Gejala *Overreaction* Di Bursa Efek Indonesia

Karya akhir ini bertujuan mempelajari gejala *overreaction* di Bursa Efek Indonesia terhadap 100 saham yang terpilih selama periode 1998-2007. Selanjutnya, penelitian ini juga ingin mengetahui apakah strategi kontrarian dapat dimanfaatkan oleh investor atau tidak. Penelitian kuantitatif ini menggunakan metode komparatif dengan membandingkan rata-rata jumlah perolehan *abnormal return* yang tergabung dalam portofolio *winner* dengan portofolio *loser*. Teknik sampling yang digunakan adalah teknik *purposive sampling* dengan bentuk *judgement sampling*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada saham portofolio *winner* tidak terjadi penurunan *abnormal return* menjadi negatif sehingga tetap di daerah positif, sedangkan pada saham portofolio *loser* mengalami lonjakan *abnormal return* yang positif lebih tinggi daripada saham portofolio *winner*, sehingga dapat disimpulkan bahwa gejala *overreaction* terhadap 100 saham yang terpilih tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu 1998-2007. Dengan demikian maka strategi kontrarian sangat berisiko untuk diterapkan oleh para investor yang bertransaksi di Bursa Efek Indonesia.

Kata kunci:

*Abnormal return*, *overreaction*, portofolio *winner*, portofolio *loser*, strategi kontrarian



## ABSTRACT

Name : Johan Phangwijaya  
Study Program : Master of Management / Magister Manajemen  
Title : The Indication of Overreaction in Indonesian Stock Exchange

The purpose of this final paper is to learn about the indication of overreaction in Indonesian Stock Exchange for 100 selected stocks from 1998 to 2007. In addition, this research tries to explore the plausibility of contrarian strategy if overreaction does exist. This research implements comparative method that comparing the total average of abnormal return in winner portfolio and the total average of abnormal return in loser portfolio. The sampling technique uses a purposive sampling method with judgment. The overall result of this research shows that winner portfolio does not fall into negative abnormal return although in some periods the winner portfolio does plunge into negative territory. In the other hand the loser portfolio tends to achieve positive abnormal return higher than the winner portfolio. This paper concludes that overreaction does not completely exist in the Indonesian Stock Exchange, thus contrarian strategy is very risky to implement.

**Keyword:**

Abnormal return, overreaction, winner portfolio, loser portfolio, contrarian strategy

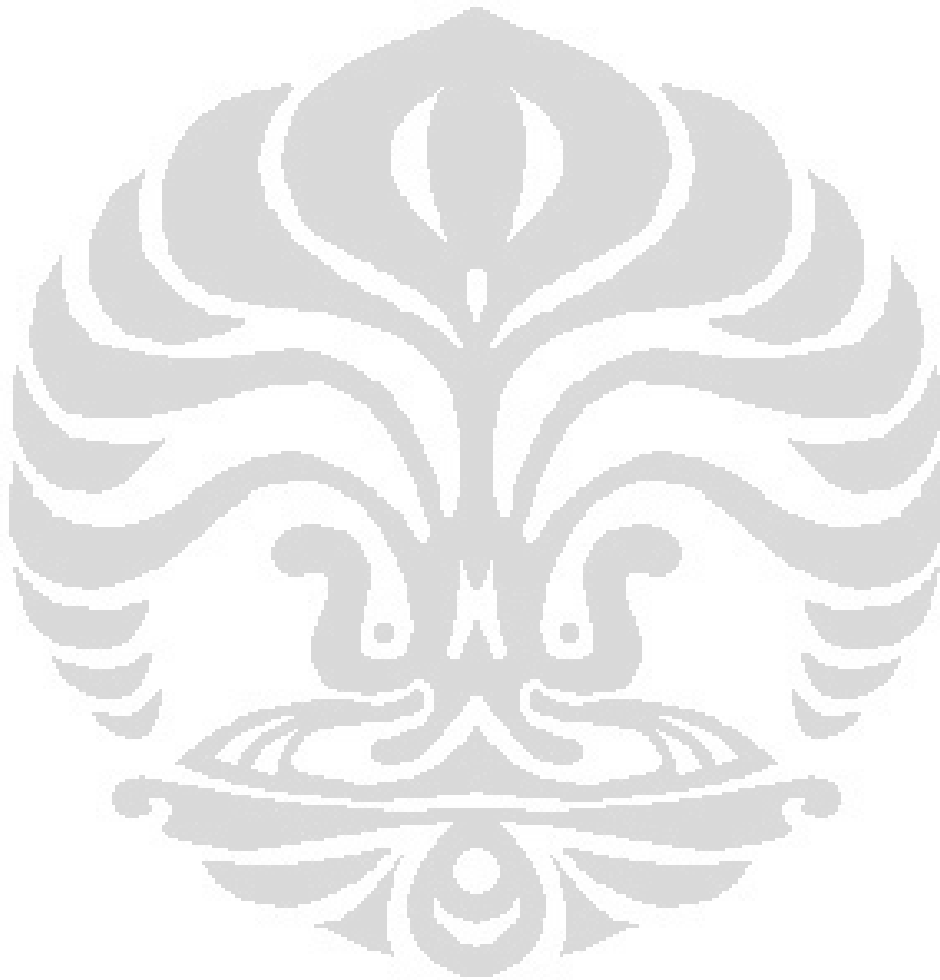
## DAFTAR ISI

	Hal
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
<b>BAB 1</b>	<b>PENDAHULUAN</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	3
1.3 Tujuan Penelitian.....	3
1.4 Manfaat Penelitian.....	3
1.5 Batasan Penelitian.....	4
1.6 Sistematika Pembahasan.....	4
<b>BAB 2</b>	<b>TINJAUAN PUSTAKA</b>
2.1 Konsep Tingkat Pengembalian Saham ( <i>Stock Return</i> ).....	6
2.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham.....	7
2.3 Teori Efisiensi Pasar Modal.....	8
2.3.1 Pernyataan Pasar Efisien dan Tidak Efisien.....	12
2.3.2 Anomali Pasar Modal.....	13
2.4 Teori <i>Overreaction</i> .....	17
2.4.1 Hasil Penelitian <i>Overreaction</i> oleh Bondt dan Thaler... 18	
2.4.2 Hasil Penelitian <i>Overreaction</i> lainnya.....	22
2.5 Strategi Kontrarian.....	24
2.6 Hipotesa Penelitian.....	25
<b>BAB 3</b>	<b>METODE PENELITIAN</b>
3.1 Obyek Penelitian.....	26
3.2 Metode Penelitian.....	26
3.3 Variabel Penelitian.....	26
3.4 Teknik Pengumpulan Data.....	27
3.5 Teknik Pengambilan Sampel.....	27
3.6 Metode dan Cara Perhitungan.....	28
3.7 Teknik Analisis Data.....	30

<b>BAB 4</b>	<b>PEMBAHASAN</b>	
	4.1 Gambaran Umum Perusahaan.....	37
	4.2 Gambaran Periode Penelitian.....	40
	4.3 Analisis dan Pembahasan.....	40
	4.3.1 Replikasi 1 (Tahun 1998-1999).....	43
	4.3.2 Replikasi 2 (Tahun 1999-2000).....	44
	4.3.3 Replikasi 3 (Tahun 2000-2001).....	45
	4.3.4 Replikasi 4 (Tahun 2001-2002).....	46
	4.3.5 Replikasi 5 (Tahun 2002-2003).....	47
	4.3.6 Replikasi 6 (Tahun 2003-2004).....	48
	4.3.7 Replikasi 7 (Tahun 2004-2005).....	49
	4.3.8 Replikasi 8 (Tahun 2005-2006).....	50
	4.3.9 Replikasi 9 (Tahun 2006-2007).....	51
	4.4 Hasil Uji Signifikansi.....	52
	4.5 Hasil Penelitian.....	53
<b>BAB 5</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
	5.1 Kesimpulan.....	56
	5.2 Keterbatasan Penelitian.....	56
	5.3 Saran .....	56
	<b>DAFTAR REFERENSI</b> .....	58
	<b>LAMPIRAN</b>	

## DAFTAR TABEL

	Hal
Tabel 2.1 Hubungan Bentuk Efisiensi Pasar dengan Informasi.....	12
Tabel 4.1 Daftar Sampel Perusahaan.....	37
Tabel 4.2 Periode Penelitian (Satu Tahunan).....	40
Tabel 4.3 Pembentukan (Formasi) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Losser</i> .....	41

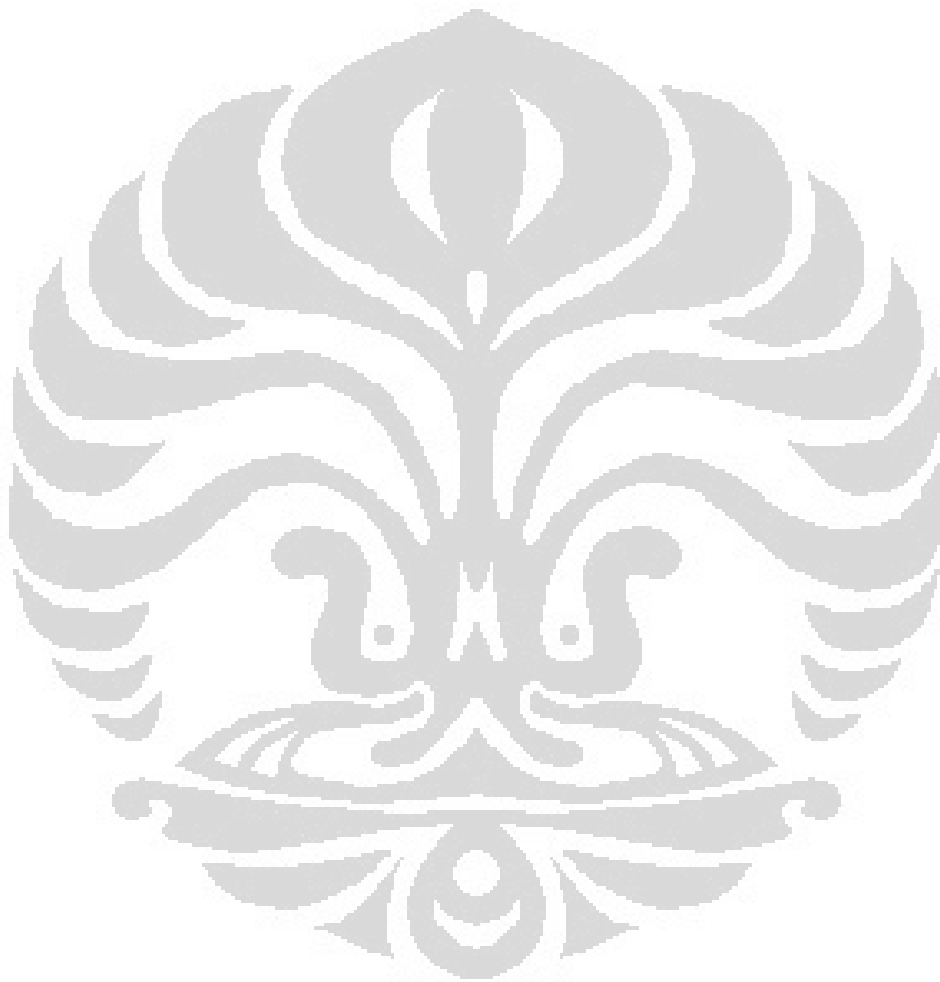


## DAFTAR GAMBAR

	Hal
Gambar 2.1 Bentuk Pasar Efisien.....	11
Gambar 2.2 Hasil Penelitian De Bondt dan Thaler (3 Tahun).....	20
Gambar 2.3 Hasil Penelitian De Bondt dan Thaler (5 Tahun).....	21
Gambar 3.1 Periode Replikasi Portofolio.....	29
Gambar 4.1 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 1998-1999 (Replika 1).....	43
Gambar 4.2 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 1999-2000 (Replika 2).....	44
Gambar 4.3 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2000-2001 (Replika 3).....	45
Gambar 4.4 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2001-2002 (Replika 4).....	46
Gambar 4.5 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2002-2003 (Replika 5).....	47
Gambar 4.6 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2003-2004 (Replika 6).....	48
Gambar 4.7 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2004-2005 (Replika 7).....	49
Gambar 4.8 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2005-2006 (Replika 8).....	50
Gambar 4.9 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Periode 2006-2007 (Replika 9).....	51
Gambar 4.10 Grafik <i>Average Cumulative Abnormal Return</i> (ACAR) Portofolio <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> Seluruh Replika.....	53

## DAFTAR LAMPIRAN

	Hal
Lampiran 1	Tabel Uji Signifikansi Portofolio <i>Winner</i> 1 tahun.....L-1
Lampiran 2	Tabel Uji Signifikansi Portofolio <i>Loser</i> 1 tahun.....L-2
Lampiran 3	Tabel Uji Signifikansi Portofolio <i>Loser-Winner</i> 1 tahun.....L-3



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat yang terorganisasi dengan efek-efek yang diperdagangkan, atau sering disebut dengan bursa efek. Bursa efek adalah suatu sistem yang terorganisasi yang mempertemukan pembeli dan penjual efek dalam hal ini para investor dan para emiten, yang dilakukan baik secara langsung maupun melalui wakil-wakilnya. Fungsi bursa efek ini antara lain adalah menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran.

Seiring dengan semakin banyaknya orang-orang yang melakukan investasi di dalam berbagai macam instrumen-instrumen investasi yang ditawarkan oleh beragam perusahaan sekuritas khususnya dalam hal ini adalah saham, maka para calon investor harus mengetahui informasi yang terjadi didalam pasar modal. Informasi merupakan faktor yang penting bagi seorang investor didalam mengambil suatu keputusan investasi untuk meminimalisasi risiko yang terjadi.

Dalam hubungannya dengan informasi, berdasarkan konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dikemukakan oleh Fama (1970), bahwa harga dari suatu saham akan selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia di pasar. Konsep ini sebenarnya tidak memungkinkan para investor untuk melakukan suatu strategi investasi sehingga mendapatkan *abnormal return* dari suatu saham yang dimiliki. Tetapi kenyataan yang terjadi bahwa di pasar telah terjadi anomali-anomali yang bertentangan dengan konsep pasar yang efisien.

Dalam mengambil suatu keputusan investasi, setiap orang mempunyai pemikiran dan tindakan yang berbeda dalam menyikapi suatu informasi yang terjadi baik dari segi waktu dan kuantitas untuk melakukan pembelian dan penjualan suatu saham. Oleh karena itu muncul suatu penyimpangan yang dapat mempengaruhi suatu harga saham, dimana adanya sikap yang

berlebihan dalam merespon suatu informasi yang terjadi di pasar modal yaitu fenomena *overreaction*, dimana fenomena ini menyimpulkan bahwa pasar menjadi tidak efisien.

Di dalam fenomena ini, dapat diambil suatu contoh yaitu seorang investor melakukan penjualan secara spontan terhadap suatu saham karena saham tersebut mengalami kerugian dan melakukan pembelian secara spontan karena saham tersebut mengalami kenaikan harga tanpa menganalisis saham tersebut. Akibatnya yang terjadi adalah timbul suatu reaksi yang berlebihan terhadap suatu saham yang dapat mengarah ke pembalikan suatu harga saham (*price reversal*). Dalam konteks ini, harga saham yang mengalami kenaikan mendadak turun dan yang mengalami penurunan mendadak naik harganya, atau dengan kata lain bahwa *return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah dan *return* saham yang sebelumnya rendah menjadi tinggi sehingga menghasilkan *abnormal return* yang positif dan negatif.

Akibat dari fenomena ini, seorang investor dapat melakukan suatu strategi investasi untuk mengatasi pasar yang tidak efisien yaitu dengan strategi kontrarian. Strategi ini dapat digunakan pada kondisi pasar yang sedang naik dan turun sehingga mendapatkan keuntungan, jadi para investor membeli saham-saham yang telah banyak mengalami penurunan harga (*loser stocks*) dan menjual saham-saham yang telah banyak mengalami kenaikan harga (*winner stocks*). Oleh karena itu jika *overreaction* memang betul terjadi maka strategi ini akan menghasilkan *abnormal return* yang positif dan pasar yang ada memang tidak efisien.

Konsep *overreaction* pertama kali dianalisis dan diperkenalkan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Mereka membuktikan fenomena ini dengan menggunakan data *return* bulanan dari saham-saham yang berasal dari *New Stock Exchange* (NYSE) bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser stocks*) akan membaik dan sebaliknya saham-saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner stocks*) akan memburuk pada sekitar 36 bulan kemudian. Mereka juga menjelaskan fenomena harga saham yang tidak normal ini karena para investor bereaksi secara berlebihan terhadap suatu



informasi dan pergerakan harga saham yang diprediksi berdasarkan kinerja masa lalu.

Dengan melihat fenomena tersebut dan kondisi yang terjadi pada pasar modal di Indonesia yang sulit dijelaskan maka penulis tertarik untuk meneliti tentang ada atau tidaknya gejala *overreaction* yang terjadi terhadap saham-saham yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI). Oleh karena itu diharapkan dengan penelitian ini dapat memberikan jawaban tentang fenomena *overreaction* di BEI dan melihat apakah strategi kontrarian dapat digunakan atau tidak. Pada akhirnya penulis memberi judul untuk penelitian ini yaitu “Gejala *Overreaction* di Bursa Efek Indonesia”.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah, fenomena *overreaction* menjadi menarik untuk dianalisis. Berdasarkan teori pasar modal yang efisien bahwa fenomena ini tidak dapat terjadi karena harga saham tercermin penuh dari informasi yang tersedia di pasar sehingga para investor tidak akan mendapatkan adanya *abnormal return* dari suatu saham. Oleh karena itu penulis ingin mengetahui tentang keberadaan gejala *overreaction* di Bursa Efek Indonesia dan merumuskannya sebagai berikut: “Apakah terjadi gejala *overreaction* terhadap saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?”

## 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mempelajari apakah fenomena *overreaction* terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI).

## 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat-manfaat yang diharapkan oleh penulis dengan adanya penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Dapat memberikan pengetahuan atau referensi tambahan bagi para investor dan pembaca agar dapat memahami fenomena *overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia.

2. Sebagai bukti empiris atas keberadaan fenomena *overreaction* di Bursa Efek Indonesia sehingga dapat memberikan wacana tambahan bagi para peneliti-peneliti lain.
3. Apabila fenomena *overreaction* terjadi maka seharusnya para investor dapat menggunakan strategi perdagangan kontrarian.

### 1.5 Batasan Penelitian

Dengan melihat keterbatasan-keterbatasan yang ada, maka penulis membatasi penelitian yang dilakukan pada hal-hal sebagai berikut:

1. Saham-saham perusahaan publik yang dipakai telah ditentukan sebelumnya yaitu dengan jumlah 100 saham dari berbagai jenis industri sehingga tidak semua saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dipakai di dalam penelitian ini.
2. Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 1998 sampai dengan 2007, dengan penentuan saham *winner* dan *loser* berdasarkan urutan CAR 100 saham yang ada dalam setiap jangka waktu satu tahun.
3. Data-data yang dipakai adalah data harga saham penutupan (*closing price*) bulanan sebagai *return* saham dan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan sebagai *return* pasar.
4. Biaya-biaya lain seperti biaya transaksi dan biaya bunga diabaikan didalam perhitungan.
5. Penelitian dilakukan pada tingkat pengembalian saham (*return* saham) dan tingkat pengembalian pasar (*return* pasar) yang terdapat di BEI.

### 1.6 Sistematika Pembahasan

Penulisan karya ilmiah ini disusun berdasarkan lima bab bagian besar yang tersusun secara sistematis sebagai berikut:

## **BAB I : PENDAHULUAN**

Pada bab ini berisikan tentang latar belakang masalah tentang permasalahan yang akan diambil, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan batasan penelitian. Semuanya dibuat untuk mencapai tujuan akhir yang ingin dicapai pada penelitian ini.

## **BAB II: TINJAUAN PUSTAKA**

Bab ini berisikan tentang teori-teori, konsep-konsep yang mendukung serta hasil penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan dan hipotesa penelitian, dimana semuanya itu digunakan untuk mendukung penelitian mengenai *overreaction* agar penjelasan dapat lebih sistematis.

## **BAB III: METODE PENELITIAN**

Bab ini berisikan tentang obyek penelitian yang diambil, metode/cara yang akan diambil, variabel penelitian, teknik pengumpulan data, teknik pengambilan sampel dan juga teknik analisis data yang akan dilakukan di dalam penelitian ini.

## **BAB IV: PEMBAHASAN**

Bab ini menjelaskan tentang hasil pengolahan data beserta hasil analisisnya sesuai dengan yang sudah ditentukan di dalam bab sebelumnya yaitu metode penelitian dan juga berpedoman terhadap teori yang ada sehingga menghasilkan suatu hasil yang memuaskan.

## **BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini menjelaskan tentang hasil penelitian yang didapat dan intisari dari pembahasan bab sebelumnya sehingga dapat terlihat pembuktian gejala *overreaction* di BEI dan strategi perdagangan yang dapat digunakan oleh investor. Pada akhirnya rekomendasi yang dapat diberikan kepada investor dan saran-saran lainnya.

## BAB II TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Konsep Tingkat Pengembalian Saham (*Stock Return*)

*Return* merupakan kekuatan motivasi dari proses investasi karena kita menginginkan penghargaan dan tingkat pengembalian dari suatu aktivitas investasi. Menurut Jones (2002:130), pengukuran *return* yang telah terealisasi (historis) sangat dibutuhkan investor untuk menentukan seberapa baik kinerja investasi yang telah mereka lakukan.

Menurut Jordan dan Miller (2008:2), komponen atas *return* terdiri dari dua bagian yaitu:

1. *Yield* atau pendapatan dari investasi

Merupakan suatu komponen dasar dari *return* yang berupa arus kas periodik dalam penerimaan kas secara langsung atas investasi yang dimiliki, biasanya dalam bentuk bunga atau dividen.

2. *Capital gain/(loss)* atau keuntungan/(kerugian) dari investasi

Merupakan kenaikan atau penurunan harga dari aset atau investasi yang dimiliki. Dengan kata lain bahwa telah terjadi perubahan harga atas investasi yang dimiliki. Dalam jangka panjang, *capital gain/(loss)* merupakan selisih antara harga pembelian dengan harga yang ada pada saat aset atau investasi tersebut terjual. Dalam jangka pendek, nilai tersebut merupakan selisih dari harga jual dengan harga di masa datang dimana aset tersebut akan terjual.

Setelah melihat komponen atas *return* tersebut maka kedua komponen dapat digabungkan menjadi total *return*, yang merupakan penambahan dari dua komponen diatas yaitu dividen dan *capital gain/(loss)*. Dalam hal ini *return* investor tidak selalu harus melalui dua komponen diatas, bisa melalui salah satu saja tergantung dari aset atau investasi yang dimiliki oleh investor.

## 2.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Menurut Madura (2003:286), terdapat tiga faktor yang mempengaruhi harga saham, yaitu:

### 1. Faktor ekonomi

Nilai perusahaan seharusnya mencerminkan nilai sekarang dari arus kas di masa depan. Laba merupakan komponen utama arus kas sehingga banyak investor menggunakan ramalan laba untuk menentukan apakah suatu saham *overvalue* atau *undervalue*. Selain itu kas perusahaan yang terwakili di dalam laporan arus kas juga dapat mempengaruhi kepercayaan investor dalam berinvestasi.

Faktor ekonomi yang dapat mempengaruhi harga saham disebabkan oleh pertumbuhan ekonomi yang memiliki dampak positif terhadap permintaan produk dan jasa sehingga meningkatkan arus kas dan penilaian baik terhadap suatu perusahaan. Selain itu suku bunga mempunyai hubungan yang tidak tetap dengan harga saham dimana kecenderungan penurunan harga dimana suku bunga meningkat. Lalu yang terakhir adalah nilai tukar mata uang karena kinerja perusahaan dalam laporan keuangan konsolidasi terpengaruh oleh fluktuasi nilai tukar mata uang lain terhadap mata uang suatu negara.

### 2. Faktor pasar

Di dalam faktor ini dipengaruhi oleh dua penyebab yaitu sentimen investor yang merupakan kunci dari faktor pasar, dimana pergerakan harga biasanya dipengaruhi oleh kepercayaan atau sentimen-sentimen positif atau negatif para investor terhadap informasi, dan *January effect* yaitu merupakan kecenderungan manajer portofolio berinvestasi pada saham-saham kecil yang lebih beresiko pada awal tahun dan berinvestasi pada saham yang lebih stabil pada saat mendekati akhir tahun untuk mendapatkan keuntungan, dengan begitu harga saham kecil biasanya cenderung naik pada awal tahun.

### 3. Faktor perusahaan

Pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan merupakan suatu sinyal informasi tentang pertumbuhan penjualan perusahaan, laba dan arus kas yang diharapkan untuk direalisasikan oleh perusahaan. Berdasarkan pengumuman laporan keuangan maka para investor akan menaruh perhatian pada besarnya dividen karena memperlihatkan kecukupan arus kas suatu perusahaan dan laba yang memberikan dampak yang positif terhadap estimasi akan arus kas dimasa datang dan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan sehingga akan berdampak terhadap permintaan terhadap saham perusahaan itu.

### 2.3 Teori Efisiensi Pasar Modal

Landasan yang mendasari teori tentang efisiensi pasar modal, pertama kali berasal dari adanya penelitian mengenai sifat harga saham sepanjang waktu. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Maurice Kendall didalam jurnal "*The Analysis of Economic Time Series, Part I: Prices*" (Bodie, Kane, Marcus, 2008) yaitu tentang pola pergerakan harga saham pada tahun 1953, menyatakan bahwa pola harga saham dari waktu ke waktu tidak dapat diprediksi (*unpredictable*) karena harga bergerak secara acak dan tidak berdasarkan harga-harga sebelumnya, hal ini sering disebut juga teori *random walk*.

Pada awalnya hasil pernyataan yang dikeluarkan oleh Maurice Kendall menimbulkan perdebatan di kalangan para ahli ekonomi, karena mereka berpendapat bahwa apabila harga saham memang tidak dapat diprediksi maka pasar modal didominasi oleh psikologi pasar yang tidak menentu atau dengan kata lain bahwa pasar tidak rasional.

Selanjutnya seiring dengan waktu, para ahli ekonomi berhasil menginterpretasikan hasil yang didapat oleh Maurice Kendall bahwa harga saham yang bergerak secara acak mengindikasikan bahwa pasar bersifat efisien dan bukan merupakan pasar yang irasional. Efek *random walk* ini terjadi karena adanya informasi baru yang akan diterima oleh investor dimana keputusan untuk membeli atau menjual saham tergantung seberapa cepat dan

luas investor tersebut mengetahuinya dibandingkan dengan investor lain. Informasi ini bisa berupa *bad news* dan juga *good news* dan hal ini dapat mempengaruhi harga saham yang ada sekarang.

Menurut Barberis dan Thaler (2002) di dalam judul *A Survey of Behavioral Finance*, teori EMH menyatakan harga yang ada di pasar mencerminkan harga fundamental yang ada sehingga harga sekuritas yang ada mencerminkan estimasi yang tidak bias atau wajar sehingga harga sekuritas yang ada di pasar sama dengan *fair value* dari sekuritas tersebut dan harga yang ada di pasar juga merupakan cerminan dari seluruh informasi yang tersedia. Informasi ini bukan saja yang sudah ada di pasar tetapi juga informasi baru yang ada di pasar, dimana informasi baru tersebut cepat masuk ke pasar dan setiap pelaku pasar mengetahuinya.

Berdasarkan penjelasan diatas yaitu bahwa harga saham tercermin dari informasi yang ada maka terbentuklah suatu hipotesis pasar yang efisien (*Efficient Market Hypothesis/EMH*) yang dikembangkan oleh Fama (1970), dimana bertujuan untuk menggambarkan efisiensi pasar surat berharga atas informasi terhadap pasar tersebut. Teori ini mengatakan bahwa pasar yang efisien adalah pasar yang dimana harga sahamnya mencerminkan seluruh informasi baru yang tersedia secara cepat dan akurat.

Dalam hal ini Eugene Fama membagi efisiensi pasar menjadi tiga tingkatan yaitu:

1. Pasar bentuk lemah (*weak form efficient market hypothesis*)

Di dalam bentuk ini diasumsikan semua harga saham mencerminkan seluruh informasi pasar yang tersedia secara historis, sehingga informasi harga dan volume perdagangan masa lalu tidak memiliki hubungan dengan arah pergerakan harga-harga masa datang. Implikasinya bahwa investor tidak dapat mengandalkan analisis teknikal di dalam menghasilkan keuntungan yang *abnormal* berdasarkan informasi masa lalu.

2. Pasar bentuk semi kuat (*semistrong form efficient market hypothesis*)

Di dalam bentuk ini diasumsikan bahwa semua harga saham mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia dimana informasi

tersebut meliputi informasi pasar dan informasi publik non pasar. Harga-harga segera menyesuaikan diri terhadap semua informasi publik yang baru diinformasikan, seperti pengumuman dividen dan laba, perkiraan laba perusahaan, perubahan praktik akuntansi, merger serta pemecahan saham dan lain-lain. Implikasinya bahwa investor tidak dapat mengandalkan analisis fundamental dalam menghasilkan keuntungan yang *abnormal* berdasarkan informasi yang dipublikasikan dan informasi masa lalu.

### 3. Pasar bentuk kuat (*strong form efficient market hypothesis*)

Di dalam bentuk ini diasumsikan bahwa semua harga saham mencerminkan seluruh informasi pasar, publik, dan sumber-sumber dari dalam perusahaan (*private*) yang tersedia bagi umum. Informasi tersebut mencakup informasi yang dapat diperoleh dari analisis fundamental. Implikasinya bahwa tidak ada kelompok investor yang memonopoli akses informasi yang berhubungan dengan harga saham sehingga memperoleh imbal hasil yang *abnormal* dengan memanfaatkan informasi orang dalam (*insider*). Pasar modal akan menjadi sempurna dimana semua informasi tersedia di pasar tanpa ada biaya, bebas diperoleh untuk siapa saja dan pada waktu bersamaan.

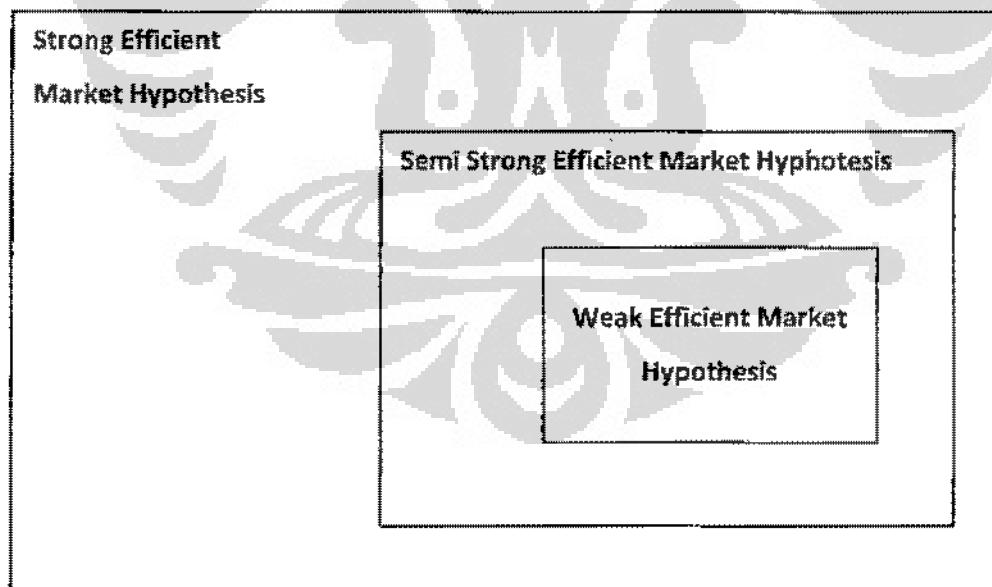
Dengan semakin banyaknya kritik dan tantangan terhadap konsep EMH, seperti timbulnya anomali-anomali yang bertentangan dengan konsep EMH. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam pasar, para investor atau pelaku pasar tidak bertindak secara rasional seperti yang diasumsikan di dalam konsep EMH. Maka timbullah suatu teori *Behavioral Finance* yang merupakan pendekatan baru untuk menggambarkan pasar finansial yang sudah mengalami penyatuan dan juga dijelaskan bahwa para pelaku pasar tidak sepenuhnya bertindak secara rasional di dalam bertransaksi. Lalu pasar efisien mengasumsikan bahwa manusia adalah sepenuhnya rasional, tetapi menurut penelitian Kahneman dan Tversky (1979) membuktikan bahwa pelaku pasar modal tidak sepenuhnya rasional, dan hal ini yang membuat pasar menjadi tidak efisien.



Menurut teori *Behavioral Finance* menunjukkan ketika pelaku pasar yang rasional dan tidak rasional berinteraksi maka perilaku para pelaku pasar yang tidak rasional dapat mempengaruhi harga secara substansial dan dalam jangka waktu yang panjang, hal ini dikarenakan adanya *limit arbitrage* yaitu saat terjadinya deviasi atas nilai fundamental suatu saham maka akan tercipta suatu peluang untuk mendapatkan *return* yang tinggi, tetapi bila berpegang ke konsep EMH maka pelaku pasar yang rasional akan secara cepat mengambil peluang untuk melakukan *arbitrage* sehingga harga akan menyesuaikan ke posisi semula.

Oleh sebab itu pada penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Fama (1991), maka terdapat perubahan yang dilakukan berkenaan dengan konsep EMH, yaitu *return predictability* untuk menggantikan *weak form*, *event studies* untuk menggantikan *semistrong form* dan *private information* untuk menggantikan *strong form*. Pada akhirnya apakah suatu pasar modal efisien? Jawabannya hal tersebut hanya merupakan suatu *spectrum level of efficiency*.

Gambar 2.1 Bentuk Pasar Efisien



Sumber: "Fundamentals of Investments". Jordan and Miller (2008)

**Tabel 2.1 Hubungan Bentuk Efisiensi Pasar dengan Informasi**

Bentuk Efisiensi Pasar	Infomasi
Weak Form	Harga dan volume di masa lalu
Semistrong Form	Harga, volume masa lalu dan informasi publik
Strong Form	Harga, volume masa lalu, informasi publik dan <i>private</i>

Sumber: "Fundamentals of Investments", Jordan and Miller (2008)

### 2.3.1 Pernyataan Pasar Efisien dan Tidak Efisien

Menurut Jogiyanto (1998:303), terdapat beberapa alasan yang menyebutkan suatu pasar bersifat efisien yaitu:

1. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat bersamaan sehingga semua investor memiliki pengetahuan tentang informasi yang sama.
2. Investor adalah penerima harga, maksudnya adalah investor sebagai pelaku pasar tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas seorang diri. Harga saham atau sekuritas biasanya ditentukan oleh seluruh investor melalui jumlah permintaan dan penawaran atas suatu sekuritas yang diperdagangkan.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan mempunyai informasi yang berbeda-beda antara satu dengan lainnya dalam tiap pengumumannya. Oleh karena itu para investor tidak dapat memprediksi tentang suatu informasi baru yang akan diumumkan.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi yang penuh secara cepat dan akurat sehingga harga keseimbangan dari sebuah sekuritas mencerminkan informasi yang ada.

Dengan melihat alasan-alasan yang dikemukakan tersebut maka dapat diasumsikan bahwa pasar yang efisien memiliki asumsi-asumsi yaitu bahwa setiap investor selalu berperilaku rasional terhadap informasi yang terjadi pasar modal; setiap investor mempunyai kesempatan untuk memiliki informasi yang sama; dan adanya dominasi

oleh investor berperilaku rasional sehingga investor yang tidak rasional tidak memiliki pengaruh terhadap harga.

Sebaliknya jika beberapa alasan diatas tidak terpenuhi maka menurut Jogiyanto (1998:305) bahwa pasar bersifat tidak efisien dengan harga yang tidak mencerminkan informasi yang ada. Terdapat beberapa alasan mengenai pasar yang tidak efisien yaitu:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi suatu harga sekuritas.
2. Harga dari suatu informasi yang mahal sehingga menimbulkan akses yang tidak seragam atas informasi antara para investor yang satu dengan yang lain. Kondisi ini disebut juga dengan kondisi asimetri informasi dimana seluruh investor tidak mempunyai kemampuan untuk memiliki informasi yang sama.
3. Informasi yang ada, tidak dapat diprediksikan secara baik oleh sebagian investor.
4. Investor memiliki kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan suatu informasi yang diterima sehingga akibatnya keputusan yang dihasilkan dapat merugikan dan salah.

Dengan melihat alasan-alasan tersebut maka dapat diasumsikan bahwa untuk pasar modal yang bersifat tidak efisien biasanya terdapat tiga hal utama yaitu asimetri informasi antara para investor; para investor berlaku tidak rasional terhadap informasi; dan umumnya ada peraturan (*regulatory*) yang dibuat oleh pemerintah untuk pembatasan dalam bertransaksi di dalam pasar modal.

### 2.3.2 Anomali Pasar Modal

Di dalam analisis fundamental para analis menggunakan informasi yang lebih luas untuk pembentukan portofolio dibandingkan dengan analisa teknikal. Hasil dari penggunaan analisa fundamental yang menggunakan data yang tersedia dari perdagangan masa lalu ternyata mempunyai kemampuan untuk meningkatkan kinerja investasi pada pasar yang berbentuk semi kuat.

Seiring dengan waktu ternyata banyak ditemui halangan-halangan dan tantangan-tantangan terhadap penyimpangan atas konsep efisiensi pasar modal ini, contohnya: adanya prediksi tentang *abnormal risk-adjusted returns* didalam kinerja portofolio yang dibentuk. Hal ini bertentangan dengan konsep pasar yang efisien sehingga muncullah suatu anomali pasar (*market anomalies*) yang bertentangan dengan pasar yang efisien ini.

Anomali mempunyai arti sebagai kejadian atau pola yang berulang-ulang secara regular dan bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien. Pada penelitian De Bondt dan Thaler (1985), fenomena *overreaction* menentang konsep efisiensi pasar modal dalam bentuk yang lemah (*weak form*). Menurut *weak form*, investor tidak dapat memperoleh keuntungan *abnormal* berdasarkan informasi masa lalu. Selanjutnya pada penelitian sebelumnya anomali-anomali yang bertentangan dengan konsep EMH juga bermunculan seperti *January effect* (Rozeff dan Kinney 1976, serta Tinic dan West 1984), *size effect* (Schwert 1983), *P/E effect* (Basu 1977), *day of week effect* (Gibbon dan Hess 1981) lalu Roll (1977) juga menyatakan keraguan terhadap teori CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Selain itu, berdasarkan Bodie, Kane dan Marcus (2008:374) bahwa terdapat beberapa anomali-anomali yang terjadi atas pasar modal yang efisien ini yaitu:

#### 1. *The Small Firm in January Effect*

*January effect* pertama kali dikemukakan oleh Banz (1981) didalam jurnal "*The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks*" (Bodie, Kane, Marcus, 2008) yang menunjukkan kinerja masa lalu dari pembentukan portofolio dengan membagi saham-saham yang terdaftar di NYSE menjadi 10 portofolio setiap tahun berdasarkan ukuran perusahaan. Rata-rata keuntungan setiap tahun pada portofolio perusahaan kecil mempunyai tingkat konsistensi yang lebih tinggi dari perusahaan besar.

Perbedaan rata-rata keuntungan per tahun di antara perusahaan besar dengan perusahaan kecil adalah 10,30%. Memang portofolio perusahaan kecil lebih beresiko tetapi dengan CAPM tetap masih terdapat premium yang konsisten dari portofolio perusahaan kecil tersebut. Studi selanjutnya membuktikan bahwa efek perusahaan kecil sering terjadi di bulan Januari dan biasanya terjadi di 2 minggu pertama pada bulan Januari atau lebih dikenal dengan nama *small firm in January effect*.

*January effect* berkaitan dengan *tax loss selling* pada akhir tahun, biasanya pada akhir tahun para investor menjual sahamnya yang mengalami penurunan harga di bulan sebelumnya dengan tujuan untuk mengakui kerugian modal sebelum akhir tahun pajak sehingga dengan efek ini maka para investor akan mengoleksi saham-saham perusahaan kecil dengan harapan akan terjadi kenaikan harga pada bulan Januari.

## 2. *The Neglected Firm Effect and Liquidity Effect*

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Arbel dan Strebel (1983) di dalam jurnal "*Pay Attention to Neglected firms*" (Bodie, Kane, Marcus, 2008) memberikan suatu interpretasi yang lain dari *small firm in January effect* karena biasanya perusahaan kecil selalu diabaikan oleh investor besar sehingga informasi yang berhubungan menjadi kurang tersedia. Oleh karena itu resiko investasi di perusahaan kecil ini menjadi lebih tinggi dan *return* yang diharapkan menjadi tinggi pula sehingga saham-saham inilah yang akan mengalami peningkatan yang lebih besar di bulan Januari.

Efek dari likuiditas juga berhubungan dengan perusahaan kecil dan juga dengan perusahaan yang diabaikan karena investor meminta tingkat *return* yang premium jika mereka menginvestasikan saham yang kurang likuid, oleh karena itu efek likuiditas ini merupakan sebagian penjelasan mengenai *abnormal return* yang dipunyai oleh saham-saham tersebut.

### 3. *Book to Market Ratio*

Dalam penelitian yang dilakukan Fama dan French (1992) di dalam jurnal "*The Cross Section of Expected Stocks Returns*" (Bodie, Kane, Marcus, 2008) menyatakan bahwa alat prediksi terbaik di dalam mengukur *return* adalah rasio antara nilai buku dari ekuitas dengan nilai ekuitas pasar. Dalam penelitiannya mereka membagi 10 grup berdasarkan rasio *book to market* dan memperhatikan rata-rata *rate of return* setiap bulan setiap saham dalam 10 grup tersebut dalam periode Juli 1963 sampai Desember 2004. Hasilnya perusahaan yang memiliki rasio *book to market* tertinggi memiliki rata-rata *return* sebesar 1,43% sedangkan yang terendah sebesar 0.84% per bulan.

Beta dan *return on book to market* tidak saling ketergantungan dan biasanya apabila *rasio book to market* tinggi maka relatif harganya mengalami *underpriced* atau rasio *book to market* berperan sebagai pengalih resiko yang mempunyai dampak pada keseimbangan keuntungan yang diharapkan.

Pada kenyataannya Fama dan French menemukan bahwa setelah pengontrolan *size* dan *book to market effect*, beta sepertinya tidak lagi mempunyai kekuatan untuk menjelaskan rata-rata keuntungan saham atau sekuritas. Penemuan ini menjadi tantangan bagi kondisi pasar yang bersifat rasional sehingga rasio *book to market* dimungkinkan mempunyai kemampuan untuk memprediksi keuntungan di masa depan.

### 4. *Post Earnings Announcement*

Secara fundamental dari teori pasar yang efisien bahwa informasi baru yang tersedia dapat merefleksikan di harga saham secara cepat. Jadi ketika informasi baik dimumumkan maka harga saham akan naik dan sebaliknya jika informasi buruk maka harga saham akan turun.

Menurut Rendleman, Jones dan Latane (1982) dalam jurnal "*Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings*" (Bodie, Kane, Marcus, 2008) menyatakan adanya korelasi antara pengumuman

*earnings* dengan *abnormal return*. Hasil yang didapat bahwa *cumulative abnormal return* bagi saham yang memiliki informasi *earnings* yang positif maka harga akan terus naik dan sebaliknya bila informasi *earnings* negatif maka harga akan terus turun.

#### 5. *Price Reversal*

Di dalam anomali pasar ini memperlihatkan bahwa dalam jangka waktu yang panjang performa dari saham yang ekstrim akan mengalami pembalikan arah maksudnya bahwa saham-saham yang sebelumnya berperforma baik akan mengalami penurunan performa pada periode selanjutnya dan sebaliknya saham-saham yang sebelumnya berperforma buruk akan mengalami peningkatan performa pada periode selanjutnya atau bisa disebut juga dengan istilah *overreaction*.

#### 2.4 Teori *Overreaction*

*Overreaction* atau reaksi yang berlebihan mengandung makna terlalu optimistis atau pesimistis dalam menanggapi suatu peristiwa yang diperkirakan mempunyai pengaruh terhadap kinerja perusahaan di masa datang. Sikap optimistis atau pesimistis ini telah mempercepat kenaikan atau penurunan harga saham sehingga ada unsur *mispriced* selama periode bersangkutan dan akan terjadi pembalikan (*reversal*) sebagai tindakan korektif atas unsur tersebut. Oleh karena itu para investor harus berhati-hati terhadap kenaikan dan penurunan secara tiba-tiba atas suatu harga saham.

Menurut De Bondt dan Thaler (1985), *overreaction* disebabkan oleh reaksi investor yang terlalu berlebihan terhadap suatu informasi. Mereka menilai secara berlebihan (*overweight*) informasi terkini dan menilai rendah (*underweight*) informasi sebelumnya. Lalu di dalam penelitian Dissanaikie (1997), *overreaction* merupakan keadaan seorang investor secara rutin bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi baru sehingga saham yang cenderung *loser* akan berubah menjadi *winner* dan sebaliknya. *Overreaction* kenyataannya mengindikasikan bahwa bentuk efisiensi pasar dalam bentuk lemah secara informasi.

Reaksi berlebihan tampak pada perubahan harga saham yang tajam yang kemudian terkoreksi lagi oleh pasar sehingga tercapai keseimbangan harga yang normal. Dari sini terlihat bahwa para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus (*good news*) dan sebaliknya para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi yang dianggap buruk (*bad news*).

Menurut Jordan dan Miller (2008:213), *overreaction* merupakan penyesuaian perubahan harga yang berlebihan terhadap informasi baru yang diterima sehingga menimbulkan harga yang baru.

Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa *overreaction* merupakan suatu fenomena harga saham yang pada periode sebelumnya menunjukkan return yang positif (*winner*) akan berbalik menjadi negatif pada periode selanjutnya dan sebaliknya harga saham yang pada periode sebelumnya menunjukkan return yang negatif (*loser*) akan berbalik menjadi positif pada periode selanjutnya. Dengan kata lain para investor melakukan strategi membeli saham *loser* dan menjual saham *winner* maka menyebabkan saham-saham yang tergabung dalam portofolio *loser* akan mengungguli portofolio *winner*.

#### 2.4.1 Hasil Penelitian *Overreaction* oleh De Bondt dan Thaler

Menurut penelitian secara psikologis bahwa kebanyakan orang cenderung bereaksi secara berlebihan terhadap kejadian-kejadian yang di luar ekspektasi dan dramatis. Oleh sebab itu De Bondt dan Thaler (1985) mencoba melakukan penelitian dan menganalisis tentang apakah perilaku investor yang berlebihan dapat mempengaruhi harga saham.

Penelitian De Bondt dan Thaler diawali dengan meneliti saham-saham yang *listing* di NYSE selama periode Januari 1926 sampai dengan Desember 1982. Dalam melakukan analisis empiris terhadap penelitiannya itu De Bondt dan Thaler menggunakan model *market adjusted excess return* untuk perhitungan *abnormal return* yang dipakai. Pada model tersebut yang menjadi *return* yang diharapkan adalah *return* ekspektasi dari pasar sehingga penghitungan *abnormal*



*return* didapat dengan cara mengurangi antara *return* aktual dengan *return* pasar.

Di dalam penelitian ini mereka membagi periode penelitian menjadi dua tahap periode yaitu periode pembentukan (*formation period*) dan periode pengujian (*observation period*). Penelitian ini memfokuskan pada saham yang memiliki pengalaman memperoleh ekstrim *gain* dan ekstrim *loss* selama lima tahun atau lebih. Periode pembentukan yang dipakai bervariasi selama satu tahun, dua tahun, tiga tahun atau 36 bulan dan juga lima tahun. Periode pengujian juga dilakukan dengan cara yang sama dengan periode pembentukan, tetapi yang menjadi fokus di dalam penelitian ini adalah yang mempunyai waktu selama tiga tahun.

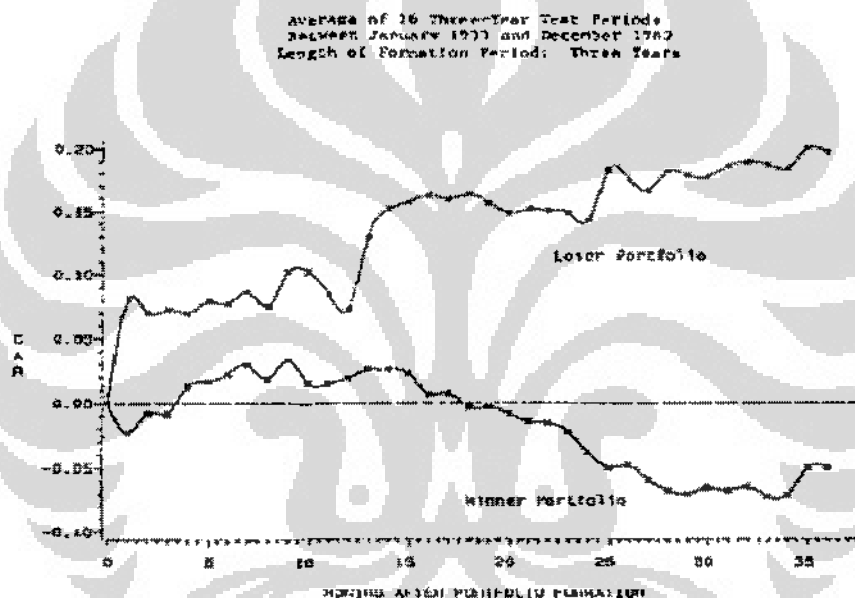
De Bondt dan Thaler menggunakan data bulanan atas *return* saham-saham yang ada di NYSE dengan melakukan penghitungan dan pengamatan atas *cumulative average residual return* (CAR) dari saham-saham yang termasuk dalam portofolio *winner* dan *loser*. Dasar penggunaan periode pengujian selama 36 bulan dalam menganalisa CAR *winner* dan *loser*, dikarenakan waktu 36 bulan merupakan interval yang dibutuhkan untuk sebuah substansial *undervaluation* untuk mengkoreksi dengan sendirinya dengan rata-rata interval satu setengah tahun sampai dengan dua setengah tahun. Adapun saham-saham yang terpilih sebagai *winner* dan *loser* adalah 50 atau 35 atau potongan desil ekstrim dari saham yang memiliki *abnormal return* terekstrim.

Hasil dari penelitian tersebut menghasilkan data portofolio *loser* (35 saham) mengungguli pasar dengan rata-rata sekitar 19,6% setelah 36 bulan dari periode pembentukan portofolio. Sedangkan portofolio *winner* hanya memperoleh 5% di bawah pasar. Selisih CAR antara portofolio *loser* dan *winner* ( $ACAR_{L36} - ACAR_{W36}$ ) sama dengan 24,6% (t-statistik: 2,20).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, terdapat beberapa temuan yang menarik yaitu pertama, efek dari *overreaction* adalah asimetris,

dimana efek ini lebih berpengaruh terhadap portofolio *loser* daripada portofolio *winner*. Kedua, sebagian besar *excess return* terjadi pada bulan Januari yaitu pada bulan 1, 13 dan bulan ke 25 dimana portofolio loser menghasilkan *excess return* sebesar 8,1% (t-statistik: 3,21), 5,6% (t-statistik: 3,07) dan 4,0% (t-statistik: 2,76). Hasil dari penelitian dari De Bondt dan Thaler tersebut dapat dilihat dari Gambar 2.2 seperti berikut ini.

**Gambar 2.2**  
**Hasil Penelitian De Bondt & Thaler**  
**(Periode Pembentukan dan Pengujian selama 3 tahun)**

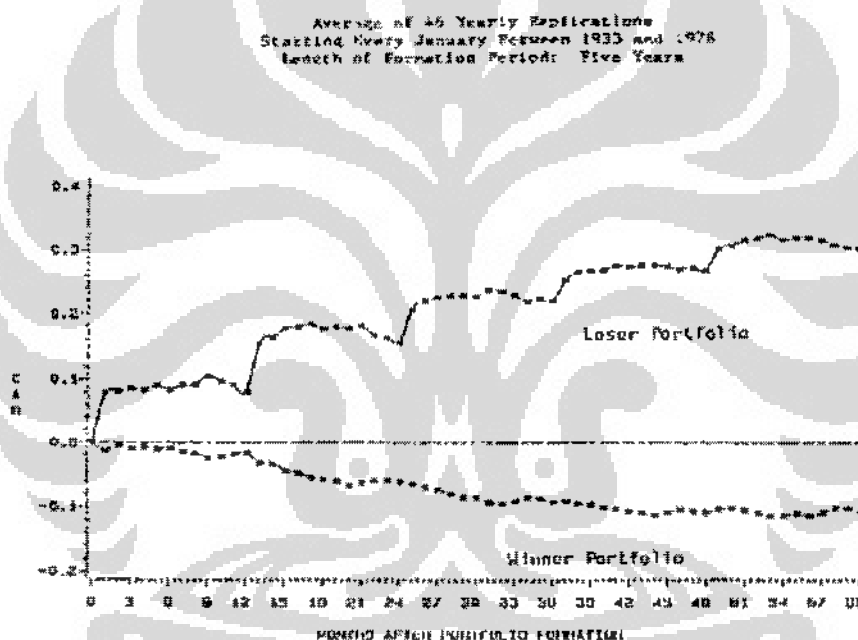


Sumber: Werner F.M De Bondt & Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance* Vol. 40, No. 3, p. 800. (July, 1985)

Hipotesis *overreaction* menduga bahwa saham dengan *return* yang lebih atau kurang ekstrim di dalam periode pembentukan akan mengalami pembalikan harga pada periode berikutnya yang lebih atau kurang ekstrim. Oleh sebab itu De Bondt dan Thaler memperpanjang (memperpendek) periode pembentukan dan pengujian penelitiannya. De Bondt dan Thaler menemukan bahwa bahwa ketika CAR selama periode pembentukan dari berbagai portofolio *winner* dan *loser* bertambah besar maka pembalikan harganya juga semakin besar, hal tersebut diukur dengan selisih CAR kedua portofolio dan t-statistik.

Berdasarkan hasil penelitian dengan periode pembentukan yang lebih panjang, De Bondt dan Thaler mengambil kesimpulan bahwa anomali *overreaction* cenderung lebih berpengaruh pada bulan Januari. Untuk dapat melihat efek tersebut maka De Bondt dan Thaler membentuk kembali kedua portofolio dengan menambah replika yang dibentuk yaitu pada setiap bulan Desember antara tahun 1932 sampai dengan 1977, dengan dasar kinerja lima tahun sebelumnya. Hasil penelitian ini dapat terlihat di dalam Gambar 2.3 seperti berikut.

**Gambar 2.3**  
**Hasil Penelitian De Bondt & Thaler (Periode Pengamatan 5 tahun)**



Sumber: Werner F.M De Bondt & Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance* Vol. 40, No. 3, p. 803. (July, 1985)

Dilihat dari Gambar 2.3 bahwa setiap memasuki bulan Januari maka portofolio *loser* cenderung mengalami lonjakan lebih tinggi daripada bulan-bulan lainnya, sedangkan pergerakan portofolio *winner* tidak sedrastis pergerakan portofolio *loser*. Lalu secara jelas dapat dilihat bahwa seleksi 46 tahunan sesudahnya tidak bersifat independen sehingga tidak ada uji statistik yang dilakukan. Dari gambar dapat terlihat juga bahwa portofolio *loser* cenderung mengalami penurunan dari bulan Oktober sampai dengan Desember.

Kesimpulan yang diambil dalam penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler adalah pertama, bahwa saham *loser* memang terbukti menghasilkan kinerja yang lebih baik dari saham *winner* sehingga terbukti bahwa *overreaction* benar-benar terjadi. Kedua, sesuai dengan prediksi bahwa 36 bulan setelah periode pembentukan portofolio, saham-saham *loser* memperoleh *return* 25% lebih besar dari saham-saham *winner* walaupun saham-saham *loser* lebih berisiko. Ketiga, bahwa terdapat *excess return* yang positif dan mempunyai jumlah yang besar dari saham *loser* pada bulan Januari.

Kemudian De Bondt dan Thaler menyempurnakan penelitiannya di dalam jurnal "*Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality*" (1987). Hasil yang didapatkan adalah bahwa pembalikan harga yang sistematis untuk saham yang mengalami keuntungan dan kerugian jangka panjang memberikan hasil yang luar biasa dimana saham *loser* secara signifikan mengungguli saham *winner* sehingga adanya konsistensi dengan *overreaction*. Lalu hasil ini memberikan juga tambahan bukti atas *overreaction* dan ketidakkonsistenan terhadap dua hipotesis yang berdasarkan pada ukuran perusahaan dan perubahan resiko yang diukur dari Beta CAPM serta dengan pengujian pola musiman *return* saham. Terakhir bahwa kelebihan *return* yang terjadi pada bulan Januari dikaitkan dengan kinerja jangka panjang dan pendek.

#### 2.4.2 Hasil Penelitian *Overreaction* Lainnya

Selain dilakukan oleh De Bondt dan Thaler, penelitian mengenai fenomena *overreaction* ini juga dilakukan oleh para peneliti lain agar mendapatkan bukti-bukti baru dan juga memperlihatkan *overreaction* memang benar terjadi di suatu pasar modal.

Dalam penelitian mengenai *overreaction* yang dilakukan oleh Zarowin (1990), menyatakan bahwa *overreaction* semata-mata merupakan efek dari reinkarnasi dari *size effect* dan hanya berlaku pada perusahaan kecil dan kurang dikenal serta efisiensi pasar masih

diperkirakan hanya terjadi pada perusahaan-perusahaan besar yang terdaftar di bursa.

Menurut Jegadeesh dan Titman (1995), menemukan bahwa harga saham bereaksi berlebihan terhadap informasi spesifik perusahaan dan menunda reaksi terhadap informasi biasa dan umum yang terjadi. Penundaan reaksi dikarenakan faktor-faktor umum ini menimbulkan efek hubungan ukuran *lead-lag* dalam *return* saham. Keuntungan yang berbalik arah dikarenakan oleh harga saham yang bereaksi berlebihan dan hanya sedikit dari keuntungan yang dapat diberikan pada efek *lead-lag*. Keuntungan yang berlawanan pada dasarnya disebabkan oleh beberapa saham yang beraksi lebih cepat dari saham lainnya.

Berdasarkan penelitian Lo dan Mckinlay (1990), menyatakan bahwa adanya *overreaction* ditandai dengan *return* beberapa saham mengalami kemajuan (*lead*) atau mengalami kemunduran (*lag*) dari *return* saham yang lain, lalu penggunaan strategi kontrarian akan menghasilkan *expected return* yang positif. Lalu interaksi *cross-sectional* dari return saham adalah aspek yang penting dalam dinamika perubahan harga saham.

Dissainake (1997), melakukan analisis dengan memperhitungkan adanya *size effect* dan kemudian meminimalkan adanya bias dari efek *bid-ask* dan *infrequent trading* serta mengurangi kemungkinan terjadi pembalikan harga yang merupakan fenomena perusahaan kecil. Penelitian tersebut memang menemukan adanya gejala *overreaction* namun sepenuhnya masih belum melanggar konsep pasar yang efisien karena penelitiannya hanya pada perusahaan-perusahaan besar saja.

Fama (1997), melakukan penelitian tentang efisiensi pasar, *return* jangka panjang dan perilaku keuangan. Di dalam penelitiannya bahwa pasar lebih sering *overreaction* daripada *underreaction* terhadap informasi, lalu ditemukan juga bahwa *overreaction* terjadi di dalam jangka panjang dan *underreaction* terjadi di dalam jangka pendek.

Penelitian yang dilakukan Manurung dan Permana (2005), mengenai gejala *overreaction* pada saham dalam LQ45, dianalisis dengan menggunakan periode waktu selama tiga bulan, enam bulan dan satu tahun. Berdasarkan hasil penelitian yang didapat bahwa hipotesis *overreaction* terhadap saham yang tergabung dalam LQ45 pada periode 2002 sampai dengan 2005 tidak dapat dibuktikan secara statistik, walaupun demikian terdapat gejala-gejala *overreaction* tetapi hanya berada di tingkat konsistensi dan signifikansi yang rendah. Lalu anomali *January effect* menjadi kurang sesuai karena ditemukannya lonjakan pada portofolio *loser* dalam periode pengujian satu tahunan, hanya terjadi pada setiap bulan Maret dalam penelitian ini.

## 2.5 Strategi Kontrarian

Dalam konteks pasar yang tidak efisien, ada sebuah strategi yang dapat dilakukan oleh investor untuk mendapatkan keuntungan dari transaksi saham yaitu strategi kontrarian. Strategi ini dapat dilakukan terhadap pasar yang sedang naik maupun yang sedang turun sehingga menghasilkan sebuah keuntungan.

Menurut Lo dan Mckinlay (1990:177), konsekuensi dengan adanya *overreaction* adalah keuntungan yang akan didapat dari penggunaan strategi kontrarian dengan melakukan pembelian terhadap suatu sekuritas yang berkinerja buruk (*loser*) di masa lalu dan melakukan penjualan terhadap suatu sekuritas yang mempunyai kinerja baik (*winner*). Penjualan terhadap sekuritas *winner* dan pembelian atas sekuritas *loser* akan menghasilkan suatu *expected return* yang positif. Hal ini sebagai akibat dari adanya korelasi yang negatif antara keduanya, *loser* akan menjadi *winner* di masa datang dan sebaliknya *winner* akan menjadi *loser* di masa datang.

Menurut Manurung (2004:62), strategi kontrarian merupakan sebuah strategi yang berlawanan dengan pasar dalam membeli dan menjual saham. Hal ini mempunyai arti bahwa investor menjual saham pada saat pasar mengalami kenaikan (*bullish*) dan membeli saham pada saat harganya turun (*bearish*). Strategi ini berlawanan dengan kebiasaan setiap orang yang

membeli saham pada saat sedang naik dan menjualnya pada saat sedang turun.

Secara teori, strategi ini sangat tepat dipergunakan untuk periode jangka waktu enam bulan atau kurang dari satu tahun. Periode investasi yang panjang untuk menggunakan strategi ini karena keadaan bursanya dianggap sangat efisien sehingga sangat berbeda dengan pasar di Indonesia yang mempunyai volatilitas yang tinggi.

Dalam pasar di Indonesia, faktor waktu merupakan salah satu variabel yang sangat penting dalam melaksanakan strategi kontrarian agar mendapatkan keuntungan yang diinginkan, tetapi semuanya itu tergantung dari tindakan dan risiko yang dipilih oleh investor sendiri.

## 2.6 Hipotesa Penelitian

Di dalam penelitian mengenai *overreaction*, ada beberapa hipotesis yang harus dipenuhi pada periode pengujian (observasi) sehingga dapat membuktikan bahwa fenomena *overreaction* memang terjadi di BEI, yaitu:

1.  $H_0: ACAR_{w,t} \geq 0$

$H_1: ACAR_{w,t} < 0$

(Average CAAR portofolio *Winner* pada periode pengujian adalah negatif)

2.  $H_0: ACAR_{L,t} \leq 0$

$H_1: ACAR_{L,t} > 0$

(Average CAAR portofolio *Loser* pada periode pengujian adalah positif)

3.  $H_0: ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} \leq 0$

$H_1: ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$

(Selisih ACAR portofolio *Loser* dan portofolio *Winner* adalah positif sehingga memperlihatkan adanya *abnormal return* yang diperoleh)

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1 Obyek Penelitian

Dalam penelitian ini, obyek penelitian yang digunakan oleh penulis adalah saham perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk semua jenis industri, dalam periode waktu dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2007. Selain itu terdapat juga data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode waktu yang sama yaitu tahun 1998 sampai dengan tahun 2007. Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang diketahui *closing price*-nya tiap bulan, volume perdagangannya dan serta tercatat selama periode 1998 sampai dengan 2007.

### 3.2 Metode Penelitian

Metode penelitian yang digunakan oleh penulis dalam penelitian ini adalah metode penelitian komparatif dengan membandingkan rata-rata jumlah *abnormal return* yang diperoleh antara saham-saham yang tergabung di dalam portofolio *winner* dengan saham-saham yang tergabung di dalam portofolio *loser*.

### 3.3 Variabel Penelitian

Di dalam penelitian ini, adapun variabel-variabel yang digunakan oleh penulis adalah sebagai berikut:

#### 1. Harga Saham

Harga saham yang dipakai adalah harga penutupan (*closing price*) setiap bulannya untuk setiap saham perusahaan publik yang tercatat selama periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2007 di Bursa Efek Indonesia. Adapun penggunaan harga penutupan ini untuk mendapatkan *actual return* bulanan dari masing-masing harga saham yang ada.



## 2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Untuk menghitung *return* pasar maka data yang dipakai oleh penulis adalah data IHSG dari Bursa Efek Indonesia selama periode waktu tahun 1998 sampai dengan tahun 2007. Adapun kegunaan data IHSG ini untuk menghitung nilai:

- a. *Abnormal Return* (AR) merupakan selisih antara *return* aktual dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dihitung secara bulanan.
- b. *Cumulative Abnormal Return* (CAR) merupakan kumulatif bulanan AR dari bulan pertama sampai dengan bulan berikutnya untuk setiap jenis saham.
- c. *Average Abnormal Return* (AAR) merupakan rata-rata AR dari semua jenis saham yang dianalisis secara bulanan.
- d. *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) merupakan kumulatif bulanan AAR mulai dari bulan pertama sampai dengan bulan berikutnya.
- e. *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) merupakan rata-rata CAAR dari semua jenis saham berdasarkan periode replikasi yang ada.

### 3.4 Teknik Pengumpulan Data

Di dalam penelitian ini, teknik pengumpulan data yang digunakan oleh penulis adalah teknik data sekunder, yaitu dengan mengumpulkan data-data saham-saham seluruh industri yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dari *website Indonesian Stock Exchange (IDX)*. Lalu untuk data-data harga saham penutupan bulanan untuk seluruh industri yang tercatat di BEI diperoleh dari *website Yahoo finance*, Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) BEI dan Pusat Data Pasar Modal (PDPM) iBii. Selanjutnya untuk data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) didapat dari *website Yahoo finance* dan *JSX Statistics Yearly*.

### 3.5 Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini, teknik pengambilan sampel yang digunakan oleh penulis yaitu dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan bentuk

*judgement sampling*. Penulis mengambil sampel-sampel saham-saham perusahaan publik, dimana tujuannya untuk membandingkan nilai ACAR antara *winner* dan *loser*. Oleh karena itu kriteria-kriteria pemilihan yang harus dipenuhi adalah sebagai berikut:

1. Saham-saham perusahaan seluruh industri yang terdaftar di BEI yang harus sudah *listing* dari tahun 1998.
2. Saham-saham tersebut diperdagangkan secara konsisten (*frequent trading*).
3. Harga penutupan bulanan setiap saham (*closing price*) harus diketahui.

Saham-saham perusahaan publik yang terdaftar di BEI berdasarkan *website Indonesian Stock Exchange (IDX)* adalah terdiri dari 397 saham. Dari seluruh total saham yang terdaftar, jumlah saham yang memenuhi kriteria-kriteria pemilihan yang telah disebutkan diatas hanya terdiri dari 100 saham, lalu dari jumlah saham tersebut selanjutnya akan dipilih lagi berdasarkan CAR tertinggi dan terendah untuk selanjutnya dimasukkan ke dalam pembentukan formasi portofolio dan pengujian formasi portofolio. Nilai yang dihasilkan untuk diuji secara statistik adalah rata-rata CAAR (ACAR) dan CAAR dari jenis saham di masing-masing portofolio *winner* dan *loser* pada setiap replikasi yang terbentuk selama 12 bulan.

### 3.6 Metode dan Cara Perhitungan

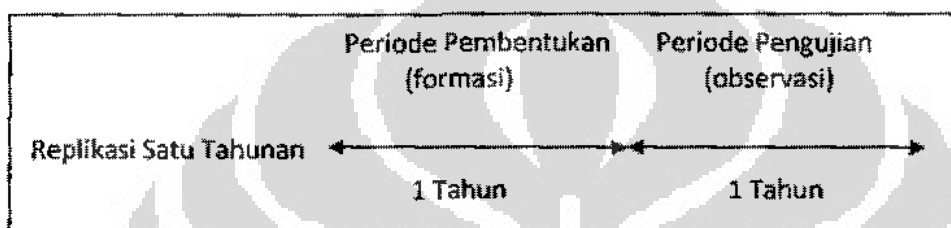
Dalam penelitian ini, penulis menggunakan metode dan cara perhitungan yang sama dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985), yaitu membagi replikasi penelitian ke dalam dua tahapan:

1. Periode pembentukan atau formasi portofolio
2. Periode pengujian atau observasi portofolio

Dalam hal jangka waktu replikasi yang dipakai, berbeda dengan penelitian De Bondt dan Thaler yang menganalisis tiga tahunan maka didalam penelitian ini, penulis hanya memakai periode replikasi satu tahunan (Gambar 3.1) untuk melakukan pembentukan dan pengujian portofolio.

Berhubungan dengan *timing* pembalikan harga, pada penelitian ini memakai *timing* selama satu tahun. Maksudnya di dalam periode penelitian ini diartikan kita melakukan pembentukan portofolio dalam jangka waktu satu tahun yaitu dengan membeli pada akhir tahun pembentukan yaitu bulan ke 12. Selanjutnya melakukan *rebalancing* terhadap portofolio yang terbentuk pada tahap pengujian selama satu tahun, untuk kemudian dijual pada akhir tahun pengujian yaitu bulan ke 12.

Gambar 3.1 Periode Replikasi Portofolio



Sumber: Hasil Olahan

Setelah melihat Gambar 3.1 maka secara kronologis atau bertahap dapat dilihat langkah-langkah prosedur penelitian dan cara perhitungan seperti berikut:

#### 1. Tahap Pembentukan Portofolio

- a. Menghitung tingkat pengembalian saham (*actual return*/ $R_{j,t}$ ) setiap sahamnya.
- b. Menghitung tingkat pengembalian pasar (*expected return*/ $R_{m,t}$ ) tiap bulannya.
- c. Menghitung *Abnormal Return* (AR) untuk setiap masing-masing saham.
- d. Menghitung *Cumulative Abnormal Return* (CAR) untuk setiap masing-masing saham.
- e. Menentukan pemilihan saham-saham yang termasuk didalam portofolio *winner* dan *loser*. Pemilihan ini didasarkan atas nilai CAR untuk sepuluh persen (10%) teratas digolongkan kedalam portofolio *winner* dan nilai CAR untuk sepuluh persen (10%) terbawah digolongkan ke dalam portofolio *loser*. Metode ini dilakukan secara berulang tanpa adanya *overlapping* atau periode yang terlewati.

## 2. Tahap Pengujian Portofolio

- a. Menghitung nilai *Average Abnormal Return* (AAR) untuk semua saham *winner* dan *loser*.
- b. Menghitung nilai *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) untuk semua saham *winner* dan *loser*.
- c. Menghitung nilai *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) untuk portofolio *winner* dan *loser* dari jumlah replikasi setiap bulan.
- d. Menghitung selisih antara nilai ACAR *loser* dengan *winner*.
- e. Menghitung t-statistik untuk menguji signifikansi hipotesis 1 (ACAR *winner*) dan hipotesis 2 (ACAR *loser*).
- f. Menghitung t-statistik untuk menguji signifikansi hipotesis 3 (ACAR *loser*-ACAR *winner*).

### 3.7 Teknik Analisis Data

Setelah mengetahui cara-cara prosedur perhitungan yang akan dilakukan maka penjabaran atas prosedur perhitungan tersebut dapat terlihat seperti berikut ini:

#### 1. Perhitungan tingkat pengembalian/*return* saham ( $R_{j,t}$ ).

Dengan menggunakan harga penutupan (*closing price*) tiap bulannya maka *return* masing-masing saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

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

Dimana:

$R_{j,t}$  = tingkat pengembalian saham j pada bulan ke t

$P_{j,t}$  = harga saham j pada bulan ke t

$P_{j,t-1}$  = harga saham j pada bulan ke t-1

#### 2. Perhitungan tingkat pengembalian pasar ( $R_{m,t}$ ).

Dengan menggunakan nilai penutupan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan maka *return* pasar dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_{m,t} = \frac{IHSg_t - IHSg_{t-1}}{IHSg_{t-1}}$$

Dimana:

$R_{m,t}$  = tingkat pengembalian pasar pada bulan ke t

$IHSg_t$  = IHSG pada saat bulan ke t

$IHSg_{t-1}$  = IHSG pada saat bulan ke t-1

### 3. Perhitungan *Abnormal Return* (AR) tiap saham.

Setelah melakukan perhitungan *return* saham dan *return* pasar maka langkah selanjutnya adalah menghitung *abnormal return* dengan menggunakan metode *equally weighted market return*. Salah satu model yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* adalah *market adjusted excess return*.

Sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) yang menjadi *expected return* adalah *return* pasar sehingga:  $E(R) = E(R_m)$ . Penggunaan *return* pasar di dalam model *market adjusted excess return* memberikan keuntungan yang lebih dibandingkan dengan *market* model yang menggunakan penghitungan beta risiko yang berbeda sehingga menyebabkan hasil empirik yang dihasilkan menjadi bias di dalam *mensupport* efisiensi pasar atau *overreaction*.

Pada penelitian lebih lanjut yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1987), didapatkan hasil bahwa *overreaction* tidak dapat dihubungkan dengan perubahan risiko seperti yang dihitung dengan beta CAPM, lalu didapat juga bahwa portofolio arbitrase memiliki beta positif saat kondisi pasar baik dan beta negatif saat kondisi pasar buruk sehingga kombinasi ini secara umum tidak dapat dikatakan berisiko.

Pada kasus di pasar modal di Indonesia, menurut Susiyanto (1997) bahwa penggunaan *market* model dan *market adjusted* model menghasilkan hasil yang sama yaitu *overreaction* tidak terbukti. Lalu di dalam penelitian ini juga menjelaskan bahwa perbedaan risiko antara portofolio *loser* dengan portofolio *winner* yang diukur dengan beta CAPM tidak dapat menjelaskan efek dari *overreaction* yang terjadi di dalam pasar

modal di Indonesia. Hal ini juga didukung oleh Manurung (1996), bahwa hubungan beta risiko dengan return saham adalah negatif dan lemah di pasar modal Indonesia.

Oleh karena itu untuk menghitung *residual return* atau dapat disebut juga dengan *abnormal return* tiap saham di dalam penelitian ini memakai model *market adjusted* yaitu dengan menggunakan rumus:

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

Dimana:

$AR_{j,t}$  = *abnormal return/residual return* saham j pada bulan ke t

$R_{j,t}$  = tingkat pengembalian saham j pada bulan ke t

$R_{m,t}$  = tingkat pengembalian pasar pada bulan ke t

#### 4. Perhitungan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) untuk setiap saham.

Setelah melakukan perhitungan *abnormal return* maka langkah selanjutnya adalah menghitung secara kumulatif jumlah *abnormal return* dari suatu periode tunggal harga saham selama periode pembentukan atau periode formasi portofolio. Dalam hal ini, penelitian dilakukan didalam periode tahunan maka nilai CAR-nya dihitung selama satu tahun.

Rumus dari CAR untuk masing-masing saham adalah sebagai berikut:

$$CAR_{j,T} = \sum AR_{j,t}$$

Dimana:

$CAR_{j,T}$  = *cumulative abnormal return* saham j selama T bulan (T = 1 tahun/12 bulan)

$AR_{j,t}$  = *abnormal return* saham j pada bulan ke t

#### 5. Periode pembentukan (formasi) portofolio *winner* dan *loser*.

Setelah mendapatkan CAR masing-masing saham maka langkah selanjutnya adalah nilai CAR diurutkan menurut kinerja dari masing-masing saham. Dalam mengurutkan masing-masing saham untuk menentukan portofolio *winner* dan *loser* pada periode pembentukan dimana selanjutnya hasil pembentukan portofolio ini akan dipakai untuk

periode selanjutnya yaitu periode pengujian (observasi), maka digunakan cara-cara sebagai berikut:

- a. Saham-saham yang memiliki nilai CAR di dalam desil teratas (10%) maka dapat digolongkan ke dalam portofolio *winner*.
- b. Saham-saham yang memiliki nilai CAR di dalam desil terbawah (10%) maka dapat digolongkan ke dalam portofolio *loser*.

6. Perhitungan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) untuk saham-saham *winner* dan *loser*.

*Average abnormal return* adalah nilai rata-rata dari *abnormal return* untuk setiap portofolio *winner* dan *loser* yang terbentuk.

Rumus dari AAR adalah sebagai berikut:

$$AAR_{w, l, t} = \frac{\sum AR_{w, l, t}}{N}$$

Dimana:

$AAR_{w, l, t}$  = *average abnormal return* portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t

$AR_{w, l, t}$  = *abnormal return* portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t

N = jumlah saham

7. Perhitungan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR).

Di dalam periode pengujian ini, setelah mendapatkan nilai AAR maka langkah selanjutnya adalah menghitung CAAR yaitu dengan mengkumulatifkan total dari AAR yang didapat dari bulan pertama sampai dengan berikutnya. Setelah itu hasil CAAR ini diplot ke dalam grafik berdasarkan waktu/periode berdasarkan replikasi yang ada.

8. Perhitungan nilai *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR).

Setelah kita mendapatkan hasil CAAR dari masing-masing portofolio setiap replikasi, maka selanjutnya hasil CAAR tersebut dirata-ratakan berdasarkan jumlah replikasi yang ada sehingga akan menghasilkan suatu nilai yaitu:  $ACAR_{w,t}$ ,  $ACAR_{l,t}$  dan  $ACAR_{l,t} - ACAR_{w,t}$ .

Rumus dari ACAR adalah sebagai berikut:

$$ACAR_{W,L,t} = \frac{\sum CAAR_{W,L,t}}{Z}$$

Dimana:

$ACAR_{W,L,t}$  = rata-rata jumlah CAAR portofolio *winner* dan *loser* setiap replikasi pada bulan ke t

$CAAR_{W,L,t}$  = jumlah CAAR portofolio *winner* dan *loser* setiap replikasi pada bulan ke t

Z = jumlah replikasi

9. Perhitungan selisih antara ACAR *Loser* dengan ACAR *Winner*.

Selisih atas  $ACAR_{L,t}$  dengan  $ACAR_{W,t}$  dapat diperlihatkan dengan rumus sebagai berikut:

$$\Delta ACAR = ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t}$$

Dimana:

$\Delta ACAR$  = selisih nilai ACAR antara portofolio *loser* dengan *winner*

$ACAR_{L,t}$  = nilai ACAR *loser* pada bulan ke t

$ACAR_{W,t}$  = nilai ACAR *Winner* pada bulan ke t

10. Uji Statistik terhadap signifikansi atas Hipotesis 1,2 dan 3

Dalam pengujian ini, karena mempunyai sampel yang kurang dari 30 ( $n < 30$ ) yaitu 9 sampel, maka diperlukan suatu uji t-test untuk menghitung t-statistik atau t-hitungnya, yang kemudian hasilnya akan dibandingkan dengan t-tabel.

Pada hipotesis 1 dan hipotesis 2 menggunakan uji t-test untuk satu sampel dengan satu sisi (*one-tailed test*) dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 0.10$  untuk masing-masing  $ACAR_W$  (sisi kiri) dan  $ACAR_L$  (sisi kanan).

Rumus t-test dari hipotesis 1 dan 2 adalah:

$$T_{W,L,t} = \frac{ACAR_{W,L,t}}{S_{W,L,t}/\sqrt{Z}}$$

Dimana:

$T_{W,L,t}$  = t-statistik/t-hitung untuk portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t



- $ACAR_{W,L,t}$  = ACAR portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $S_{W,L,t}$  = Standar deviasi portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $Z$  = Jumlah replikasi

Untuk mendapatkan nilai S (standar deviasi) dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$S_{W,L,t} = \sqrt{\frac{\sum (CAAR_{W,L,n,t} - ACAR_{W,L,t})^2}{Z - 1}}$$

Dimana:

- $S_{W,L,t}$  = Standar deviasi portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $CAAR_{W,L,n,t}$  = CAAR portofolio *winner* dan *loser* pada setiap replikasi n pada bulan ke t  
 $ACAR_{W,L,t}$  = ACAR portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $Z$  = Jumlah replikasi

Pada hipotesis 3 menggunakan uji t-test untuk dua sampel dengan satu sisi (*one-tailed test*) dengan signifikansi  $\alpha = 0.10$  untuk  $ACAR_L - ACAR_W$  (sisi kanan). Rumus t-test dari hipotesis 3 adalah:

$$T_{(L,t,W,t)} = \frac{(ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t})}{\sqrt{2S_t^2/Z}}$$

Dimana:

- $T_{(L,t,W,t)}$  = t-statistik/t-hitung untuk selisih antara portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $S_t^2$  = Varians portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $ACAR_{W,L,t}$  = ACAR portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t  
 $Z$  = Jumlah replikasi

Untuk mendapatkan nilai  $S_t^2$  (varians) dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$S_t^2 = \frac{[\sum (CAAR_{W,n,t} - ACAR_{W,t})^2 + \sum (CAAR_{L,n,t} - ACAR_{L,t})^2]}{2(Z-1)}$$

Dimana:

$S_t^2$  = Varians portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t

$CAAR_{W,L,t}$  = CAAR portofolio *winner* dan *loser* pada setiap replikasi n pada bulan ke t

$ACAR_{W,L,t}$  = ACAR portofolio *winner* dan *loser* pada bulan ke t

Z = Jumlah replikasi

Dasar pengujian untuk ketiga hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

- Untuk uji satu sisi kiri (*one-left tailed test*) hipotesis 1, tolak  $H_0$  jika (-t) hitung > (-t) tabel ( $\alpha, df$ ).
- Untuk uji satu sisi kanan (*one-right tailed test*) hipotesis 2, tolak  $H_0$  jika t-hitung > t-tabel ( $\alpha, df$ ).
- Untuk uji satu sisi kanan (*one-right tailed test*) hipotesis 3, tolak  $H_0$  jika t-hitung > t-tabel ( $\alpha, df$ ).
- Tingkat signifikansi  $\alpha = 10\%$  dengan df (*degree of freedom*) untuk hipotesis 1 dan 2 adalah = Z-1; dan untuk hipotesis 3 adalah =  $Z_1 + Z_2 - 2$

## BAB IV PEMBAHASAN

### 4.1 Gambaran Umum Perusahaan

Dalam penelitian untuk membuktikan ada atau tidaknya gejala *overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI), penulis menggunakan sampel-sampel perusahaan publik yang terdaftar di BEI pada seluruh sektor industri, yang mempunyai periode waktu dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2007.

Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel berjumlah 100 perusahaan, terlihat di dalam Tabel 4.1 sebagai berikut:

**Tabel 4.1  
Daftar Sampel Perusahaan**

No	Kode	Nama Perusahaan	Tgl Listing
1	ADES	Ades Waters Indonesia Tbk	13-Jun-94
2	TMPI	Agis Tbk	26-Jan-95
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk	03-Okt-94
4	ANTM	Aneka Tambang Tbk	27-Nop-97
5	MYTX	Apac Citra Center Tex Tbk	20-Okt-89
6	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk	08-Nop-95
7	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	09-Des-97
8	ASGR	Astra Graphia Tbk	15-Nop-89
9	ASII	Astra International Tbk	04-Apr-90
10	BNBR	Bakrie Brothers Tbk	28-aug-89
11	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk	06-Mar-90
12	ELTY	Bakrieland Development Tbk	30-Okt-95
13	BCIC	Bank Century Tbk	25-Jun-97
14	BNGA	Bank CIMB Niaga Tbk	29-nov-89
15	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk	06-Des-89
16	BNII	Bank INTL Indonesia Tbk	21-nov-89
17	LPBN	Bank Lippo Tbk	10-nov-89
18	BBNI	Bank Negara Indonesia (persero) Tbk	25-nov-96
19	NISP	Bank NISP Tbk	20-Okt-94
20	BNLI	Bank Permata Tbk	15-Jan-90
21	BRPT	Barito Pacific Tbk	01-Okt-93
22	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	26-Mar-90
23	BFIN	BFI Finance Indonesia Tbk	16-Jun-90
24	BHIT	Bhakti Investama Tbk	24-nov-97

**Tabel 4.1 (Lanjutan)  
Daftar Sampel Perusahaan**

25	BIPP	Bhuwanatala Indah P Tbk	23-Okt-95
26	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk	08-Mei-95
27	BUMI	Bumi Resources Tbk	30-Jul-90
28	CPIN	Charoen Pokphand Ind Tbk	18-Mar-91
29	CTRA	Ciputra Development Tbk	28-Mar-94
30	CTTH	Citatah Tbk	03-Jul-96
31	CMNP	Citra Marga Nusaphala Tbk	10-Jan-95
32	CFIN	Clipan Finance Indo Tbk	27-aug-90
33	DVLA	Darya Varia Lab Tbk	11-nov-94
34	DAVO	Davomas Abadi Tbk	22-Des-94
35	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2-nov-94
36	DYNA	Dynaplast Tbk	5-aug-91
37	EPMT	Enseval Putera Mega Trading Tbk	1-aug-94
38	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk	16-Mei-97
39	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk	19-Des-94
40	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	08-Mei-90
41	BMTR	Global Mediacom Tbk	17-Jul-95
42	GGRM	Gudang Garam Tbk	27-aug-90
43	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk	15-aug-90
44	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	10-aug-77
45	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	16-Jul-90
46	SRSN	Indo Acidatama Tbk	11-Jan-93
47	INTP	Indocement T.P Tbk	05-Des-89
48	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	14-Jul-94
49	INDR	Indorama Synthetics Tbk	3-aug-90
50	ISAT	Indosat Tbk	19-Okt-94
51	INCI	Intanwijaya International Tbk	24-Jul-90
52	IKAI	Intikeramik Alam Asri Industri Tbk	04-Jun-97
53	DILD	Intiland Development Tbk	04-Sep-91
54	INCO	International Nickel Indonesia Tbk	16-Mei-90
55	JJHD	Jakarta International Hotel Tbk	29-Feb-84
56	IGAR	Kageo Igar Jaya Tbk	5-nov-90
57	KLBF	Kalbe Farma Tbk	30-Jul-91
58	KIJA	Kawasan Indonesia Jababeka Tbk	10-Jan-95
59	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk	06-Jul-92
60	LTLS	Lautan Luas Tbk	21-Jul-97
61	LPLI	Lippo E-net Tbk	23-Okt-89
62	LPPS	Lippo Securities Tbk	28-Mar-94
63	MAMI	Mas Murni Indonesia tbk	09-Feb-94
64	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	21-Des-92
65	MYOR	Mayora Indah Tbk	04-Jul-90

**Tabel 4.1 (Lanjutan)  
Daftar Sampel Perusahaan**

66	MEDC	Medco Energi International Tbk	12-Okt-94
67	MIRA	Mitra Rajasa Tbk	30-Jan-97
68	MDLN	Modernland Realty Tbk	18-Jan-93
69	MLIA	Mulia Industrindo Tbk	17-Jan-94
70	MLPL	Multipolar Tbk	6-nov-89
71	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	03-Apr-90
72	PNBN	Pan Indonesia Bank Tbk	29-Des-82
73	PNIN	Panin Insurance Tbk	20-Sep-83
74	PTRO	Petrosea Tbk	21-Mei-90
75	ADMG	Polychem Indonesia Tbk	20-Okt-93
76	LSIP	PP London Sumatera Tbk	05-Jul-96
77	RALS	Ramayana Lestari S Tbk	24-Jul-96
78	RBMS	Ristia Bintang Mahkota Sejati Tbk	19-Des-97
79	SMGR	Semen Gresik (persero) Tbk	08-Jul-91
80	BKSL	Sentul City Tbk	28-Jul-97
81	SIPD	Sierad Produce Tbk	27-Des-96
82	SMMA	Sinar Mas Multi Artha Tbk	05-Jul-95
83	SIMA	Siwani Makmur Tbk	03-Jun-94
84	SMAR	Smart Corporations Tbk	20-nov-92
85	SONA	Sona Topas Tourism Tbk	21-Jul-92
86	SOBI	Sorini Agro Asia Corporindo Tbk	3-aug-92
87	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk	21-Mar-94
88	SMRA	Summarecon Agung Tbk	07-Mei-90
89	SPMA	Suparma Tbk	15-nov-94
90	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	27-Mar-97
91	SIIP	Surya inti Permata Tbk	08-Jan-98
92	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	14-nov-95
93	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	17-Jun-94
94	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	11-Jun-97
95	TINS	Timah Tbk	19-Okt-95
96	TRST	Trias Sentosa Tbk	02-Jul-90
97	TURI	Tunas Ridean Tbk	16-Mei-95
98	ULTJ	UltraJaya Milk Indus Tbk	02-Jul-90
99	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	11-Jan-82
100	UNTR	United Tractors Tbk	19-Sep-89

Sumber: IDX

## 4.2 Gambaran Periode Penelitian

Setelah daftar sampel perusahaan diperoleh maka selanjutnya berdasarkan penelitian De Bondt dan Thaler (1985), kita membagi periode penelitian ini menjadi dua tahap yaitu periode pembentukan dan periode pengujian. Dalam penelitian ini terdapat 9 replikasi satu tahunan yang terbentuk dari periode waktu tahun 1998 sampai dengan tahun 2007 yang terlihat di dalam Tabel 4.2 sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Periode Penelitian (Satu Tahunan)**

Replika Penelitian	Periode Pembentukan (Formasi)	Periode Pengujian (Observasi)
1	Tahun 1998	Tahun 1999
2	Tahun 1999	Tahun 2000
3	Tahun 2000	Tahun 2001
4	Tahun 2001	Tahun 2002
5	Tahun 2002	Tahun 2003
6	Tahun 2003	Tahun 2004
7	Tahun 2004	Tahun 2005
8	Tahun 2005	Tahun 2006
9	Tahun 2006	Tahun 2007

Sumber: Data Olahan

Selanjutnya berdasarkan periode penelitian ini dapat ditentukan analisis gejala *overreaction* berdasarkan nilai *abnormal return* yang akan diperoleh, hal tersebut akan memberikan jawaban atas ada atau tidaknya gejala *overreaction* di BEI.

## 4.3 Analisis dan Pembahasan

Pada tahap pembentukan (formasi) portofolio ini, dilakukan dengan cara mengurutkan saham-saham perusahaan yang dijadikan sampel dari urutan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang teratas sampai dengan yang terbawah. Setelah urutan terbentuk maka langkah selanjutnya adalah mengambil sampel tersebut sebanyak 10% teratas dan terbawah dari keseluruhan sampel yang ada, sehingga diperoleh satu portofolio *winner* dan *loser* dari setiap replikasi yang ada.

**Tabel 4.3**  
**Pembentukan (Formasi) Portofolio *Winner* dan *Loser***

<i>Winner</i>					
<b>Kode</b>	<b>CAR 1998</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 1999</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2000</b>
LPLI	2,16193	BFIN	4,94788	ADES	1,85629
SMMA	1,84171	CPIN	4,38515	FASW	0,96099
INDF	1,81195	MLPL	4,28255	SIMA	0,95595
CTTH	1,71837	IGAR	3,86192	SRSN	0,94534
SMAR	1,70276	EPMT	3,70538	SMCB	0,88869
BUDI	1,67791	UNTR	3,53800	MIRA	0,81259
UNTR	1,66838	TSPC	3,15574	INCO	0,76916
TMPI	1,66517	KLBF	2,75869	ULTI	0,67924
ELTY	1,63119	DVLA	2,60393	TURI	0,49125
SRSN	1,59710	BUMI	2,56731	BCIC	0,46465
<b>Kode</b>	<b>CAR 2001</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2002</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2003</b>
BDMN	14,84583	LPBN	6,69429	BBNI	11,00582
DAVO	1,44099	BNII	5,95327	SMMA	8,61431
AKRA	1,40934	JIHD	0,94461	BUMI	4,27090
ULTI	1,34765	BFIN	0,92613	SIPD	3,34065
BMTR	0,88139	TRST	0,89783	INCO	2,12060
AMFG	0,77795	BRPT	0,85714	TINS	1,94453
SMRA	0,77714	AISA	0,80641	SMRA	1,85571
SOBI	0,65051	BMTR	0,69856	CTRA	1,83601
BLTA	0,60374	GJTL	0,68114	BDMN	1,82866
TLKM	0,58301	ASII	0,64057	ELTY	1,60443
<b>Kode</b>	<b>CAR 2004</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2005</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2006</b>
BNLI	23,80200	LPLI	9,35950	DAVO	2,37418
BNGA	7,35910	BNBR	3,84506	BKSL	1,09420
SIPD	7,26026	SRSN	1,99427	SMAR	1,07665
ELTY	3,02364	BRPT	0,90184	SULI	0,90849
MDLN	2,15090	MAMI	0,89200	SIIP	0,89285
SULI	1,49517	LPBN	0,69171	TMPI	0,87666
TKIM	1,32302	ANTM	0,64427	TINS	0,79648
DILD	0,95919	LSIP	0,64077	BHIT	0,66455
BIPP	0,93696	SULI	0,61499	CTRA	0,61540
ADES	0,87338	PTRO	0,48543	AALI	0,55715

Sumber: Data Olahan

**Tabel 4.3 (Lanjutan)**  
**Pembentukan (Formasi) Portofolio Winner dan Loser**

<b>Loser</b>					
<b>Kode</b>	<b>CAR 1998</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 1999</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2000</b>
PTRO	-0,68657	LTLS	-0,49171	PNBN	-0,72322
BFIN	-0,76836	RBMS	-0,52132	ELTY	-0,72859
MIRA	-0,81202	LPBN	-0,54778	TMPI	-0,74506
IKAI	-0,88262	TINS	-0,57300	CTRA	-0,82305
MEDC	-0,94969	INTP	-0,57685	TRST	-0,85453
JJHD	-1,05613	BNII	-0,62421	BRPT	-0,87839
SOBI	-1,07422	BLTA	-0,65163	LPBN	-0,90503
AKRA	-1,22220	AALI	-0,70106	BIPP	-0,91054
DILD	-1,26823	ANTM	-0,72974	INDF	-1,18512
KIJA	-1,55518	BUDI	-0,79610	UNTR	-1,20864
<b>Kode</b>	<b>CAR 2001</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2002</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2003</b>
LPPS	-0,82295	ELTY	-0,68800	TURI	-0,41069
SMMA	-0,87888	INKP	-0,74036	IKAI	-0,41394
TKIM	-0,91608	BLTA	-0,74342	BUDI	-0,47853
SRSN	-0,93995	BCIC	-0,78777	CMNP	-0,50341
BUDI	-0,94228	SMMA	-0,85284	MEDC	-0,51124
LPLI	-0,94455	BUMI	-0,90387	SMGR	-0,51630
CPIN	-1,03128	SONA	-0,95667	CPIN	-0,56734
SIMA	-1,17998	SMCB	-0,96471	BHIT	-0,58341
MIRA	-1,38828	SIPD	-1,02259	ULTJ	-0,77258
ETWA	-1,48910	DAVO	-1,04860	UNVR	-0,85401
<b>Kode</b>	<b>CAR 2004</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2005</b>	<b>Kode</b>	<b>CAR 2006</b>
BLTA	-0,58556	MYTX	-0,48959	SIPD	-0,70722
BMTR	-0,60356	IKAI	-0,51574	CTTH	-0,72786
CTTH	-0,63763	MDLN	-0,51939	MLPL	-0,76532
BHIT	-0,64244	DYNA	-0,58143	DYNA	-0,79649
TRST	-0,65914	SIMA	-0,61902	INCI	-0,81864
INCO	-0,67074	SMAR	-0,62600	ADES	-0,82562
KLBF	-0,67175	MLIA	-0,63758	ADMG	-0,84416
BCIC	-0,93197	MLPL	-0,66506	TSPC	-0,89812
RALS	-1,19783	RBMS	-0,66974	LPLI	-0,97720
SRSN	-1,27553	DAVO	-0,79620	TKIM	-0,99284

Sumber: Data Olahan



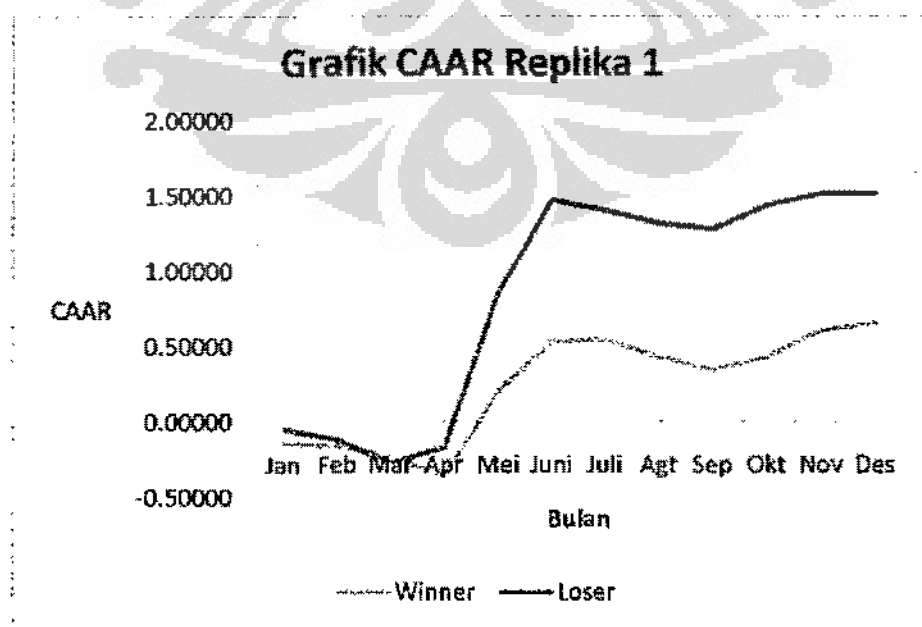
#### 4.3.1 Replikasi 1 (Tahun 1998-1999)

Pada replika 1 yang mempunyai periode pembentukan tahun 1998 dan periode pengujian tahun 1999, terlihat bahwa terjadi pembalikan arah yang cukup signifikan atas saham *loser* terhadap saham *winner*. Saham *loser* menghasilkan jumlah *abnormal return* yang positif di akhir periode yaitu sebesar 151,802%.

Walaupun demikian hal tersebut tidak berlaku untuk saham *winner* karena seharusnya saham *winner* menghasilkan jumlah *abnormal return* yang negatif. Sebaliknya saham *winner* tetap berada di daerah positif yang menghasilkan jumlah *abnormal return* positif di akhir periode sebesar 66,169%.

Oleh karena itu terlihat bahwa pada Gambar 4.1 tidak terjadi gejala *overreaction* walaupun telah terjadi pembalikan arah pada saham *loser* yang nilai *abnormal return*nya lebih tinggi daripada saham *winner*. Hal ini disebabkan karena pada saham *winner* tidak terjadi pembalikan arah yang signifikan ke nilai negatif sehingga investor yang memegang saham *winner* tetap mendapatkan hasil *abnormal return* yang positif.

Gambar 4.1  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 1998-1999 (Replika 1)



Sumber: Data Olahan

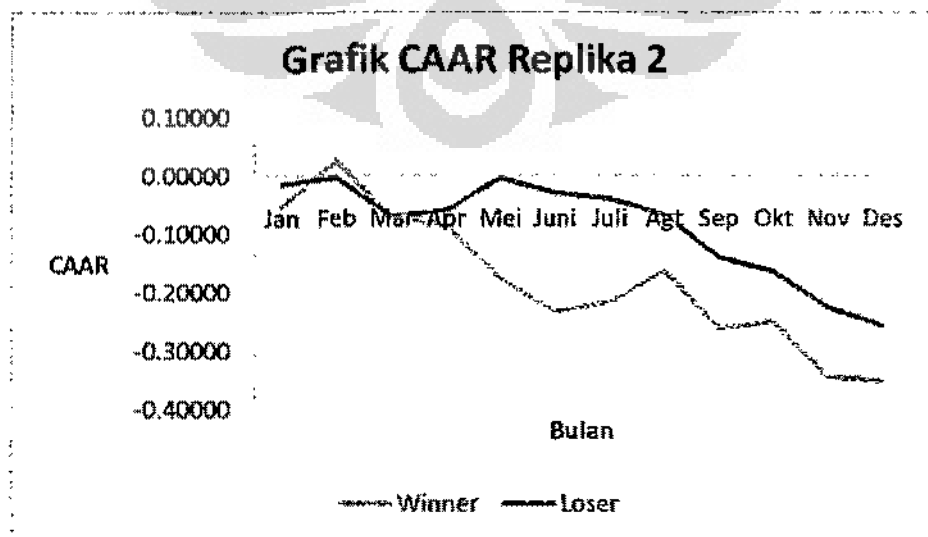
#### 4.3.2 Replikasi 2 (Tahun 1999-2000)

Pada replika 2 yang mempunyai periode pembentukan tahun 1999 dan periode pengujian tahun 2000, terlihat bahwa telah terjadi pembalikan arah yang signifikan untuk saham *winner*. Pada akhir periode, saham *winner* tersebut mempunyai jumlah *abnormal return* yang negatif selama periode pengujian sebesar -35,133%.

Sebaliknya dari Gambar 4.2 terlihat bahwa saham *loser* tidak mengalami pembalikan arah atau dengan kata lain juga mengikuti saham *winner* yang berada di daerah yang negatif dengan jumlah nilai *abnormal return* negatif di akhir periode sebesar -25,669%. Lalu dari grafik ini memperlihatkan bahwa walaupun saham *loser* tidak mengalami pembalikan arah tetapi investor yang memiliki saham *loser* tidak akan mengalami kerugian yang lebih jika mereka memilih memiliki saham *winner* karena saham *loser* masih mempunyai nilai *abnormal return* diatas saham *winner*.

Dari Gambar 4.2 ini bahwa tidak terjadi gejala *overreaction* karena saham *loser* tidak mengalami pembalikan arah yang signifikan walaupun di sisi lain saham *winner* telah mengalami pembalikan arah yang signifikan.

Gambar 4.2  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 1999-2000 (Replika 2)



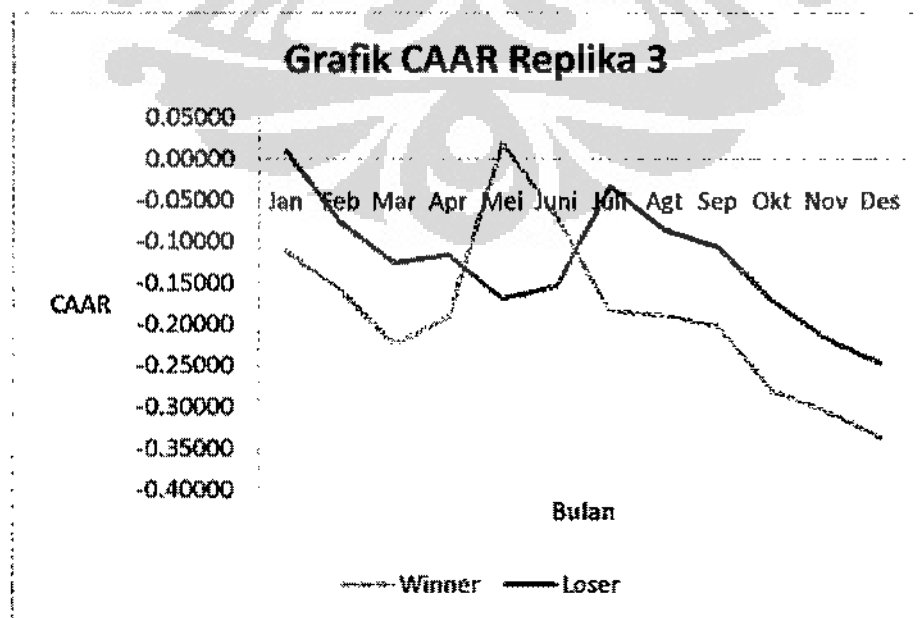
#### 4.3.3 Replikasi 3 (Tahun 2000-2001)

Pada replika 3 yang mempunyai periode pembentukan tahun 2000 dan periode pengujian tahun 2001, terlihat bahwa pergerakan saham *winner* mengalami pembalikan arah yang cukup signifikan. Walaupun terjadi lonjakan *abnormal return* pada bulan Mei sebesar 1,866% tetapi secara keseluruhan rata-rata *abnormal return* saham *winner* berada dengan nilai negatif dengan total pada akhir periode sebesar -33,66%.

Untuk pergerakan saham *loser* tidak ditemui adanya pembalikan arah karena dari awal periode yaitu bulan Februari sampai dengan akhir periode yaitu Desember, saham *loser* mengalami rata-rata *abnormal return* yang negatif dengan jumlah pada akhir periode sebesar -24,774%.

Pada Gambar 4.3 terlihat para investor yang memiliki saham *loser* masih memiliki keuntungan pada akhir periode karena jumlah kerugian dengan memiliki saham *loser* masih lebih kecil dibandingkan dengan memiliki saham *winner*. Dalam replika ini tetap gejala *overreaction* tidak terjadi karena pembalikan arah hanya terjadi pada saham *winner*, tidak pada saham *loser*.

Gambar 4.3  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 2000-2001 (Replika 3)



Sumber: Data Olahan.

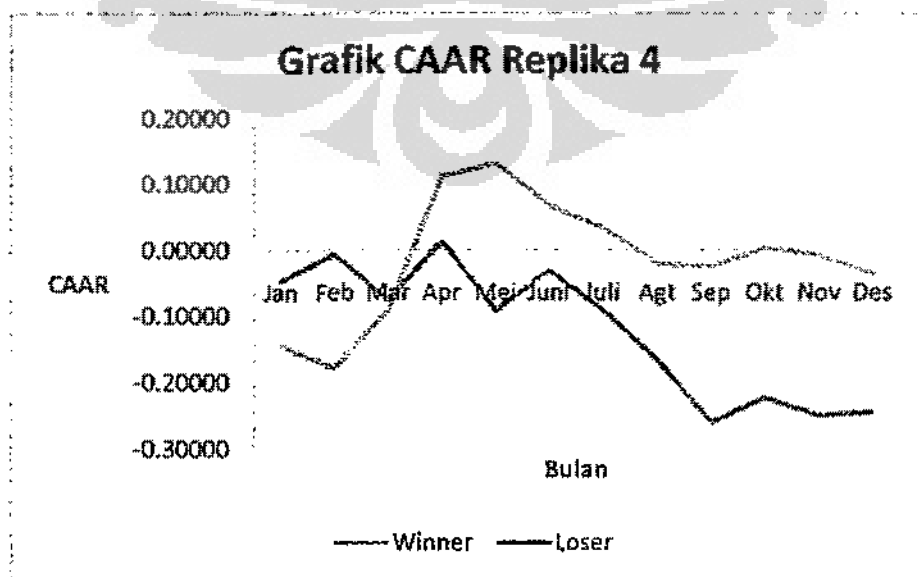
#### 4.3.4 Replikasi 4 (Tahun 2001-2002)

Pada replika 4 yang mempunyai periode pembentukan tahun 2001 dan periode pengujian tahun 2002, terlihat bahwa baik saham-saham *winner* dan *loser* mengalami penurunan jumlah *abnormal return* pada akhir periode sebesar -3,616% dan -24,577%. Penurunan terbesar dialami pada saham *loser* sehingga berlawanan dengan konsep yang seharusnya, dimana saham *loser* akan mengalami kenaikan.

Pada saham *winner* terjadi lonjakan yang besar pada bulan april yaitu sebesar 11,244% dari sebelumnya negatif, hal ini juga terjadi pada saham *loser* yang juga mengalami kenaikan sebesar 1,388%. Kedua hal ini pada umumnya disebabkan adanya hasil laporan keuangan yang dikeluarkan perusahaan selama setahun sebelumnya dianggap memuaskan oleh para investor sehingga terjadi kenaikan yang cukup signifikan.

Pada Gambar 4.4 terlihat bahwa mengikuti replika-replika sebelumnya, sekali lagi replika 4 tidak menunjukkan adanya gejala *overreaction* karena saham *loser* mengikuti saham *winner* yang mengalami penurunan dan tidak mengalami kenaikan.

**Gambar 4.4**  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 2001-2002 (Replika 4)



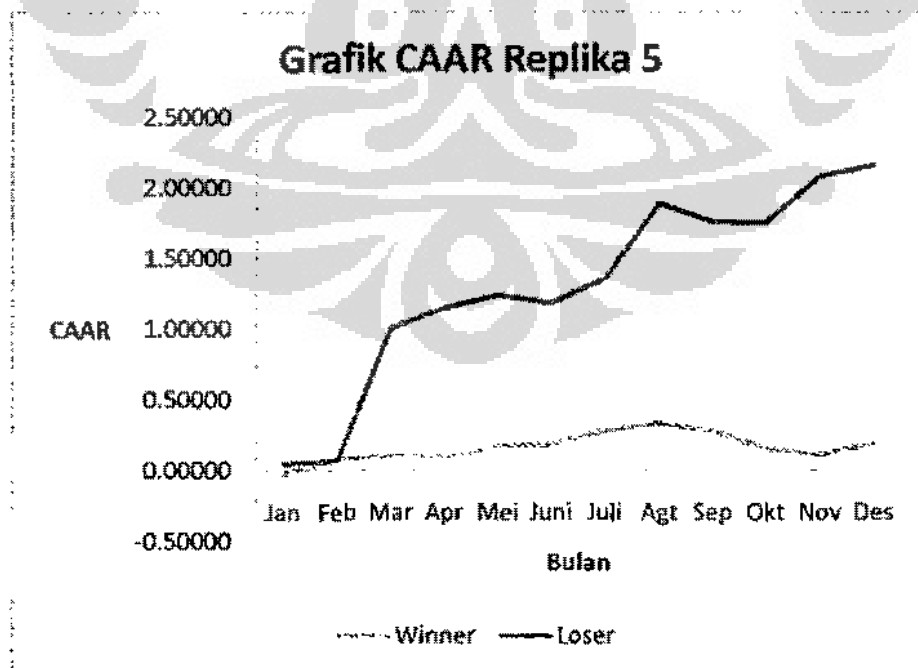
Sumber: Data Olahan

#### 4.3.5 Replikasi 5 (Tahun 2002-2003)

Pada replika 5 yang mempunyai periode pembentukan tahun 2002 dan periode pengujian tahun 2003, terlihat bahwa terjadi pembalikan arah yang signifikan terhadap saham *loser* dimana nilai *abnormal return* mengalami kenaikan terus sampai dengan akhir periode dengan jumlah sebesar 216,281%. Hasil ini memiliki perbedaan yang jauh dengan pergerakan saham *winner* yang cenderung flat dan stabil, dimana total yang diperoleh hanya sebesar 19,416%.

Pada Gambar 4.5 terlihat bahwa sekali lagi gejala *overreaction* tidak terjadi karena walaupun efek pembalikan arah terjadi sangat besar pada saham *loser* tetapi pada saham *winner* tidak terjadi sebaliknya. Saham *winner* tetap bergerak di area positif sampai akhir periode sehingga para investor yang memiliki saham *winner* tetap meraih keuntungan walaupun hasil yang didapat tidak sebesar saham *loser* yang mengalami kenaikan yang sangat signifikan.

**Gambar 4.5**  
**Grafik Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) Portofolio Winner dan Loser Periode 2002-2003 (Replika 5)**



Sumber: Data Olahan

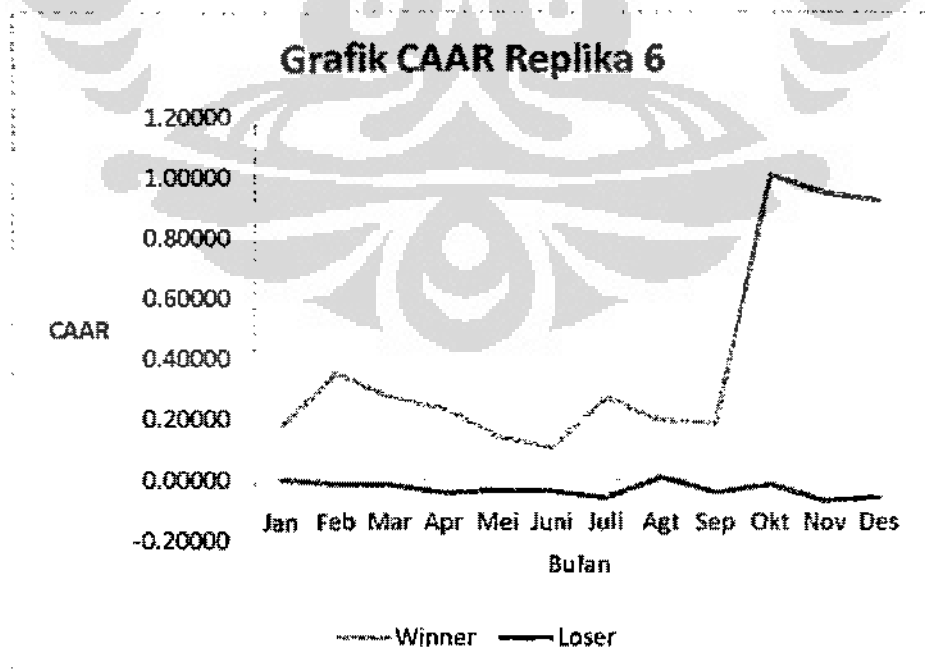
#### 4.3.6 Replikasi 6 (Tahun 2003-2004)

Pada replika 6 yang memiliki periode pembentukan tahun 2003 dan periode pengujian tahun 2004, terlihat bahwa saham *winner* tidak mengalami pembalikan arah karena bermain di daerah positif. Pada bulan Oktober saham *winner* mengalami lonjakan yang signifikan dimana naik sebesar 101,038% dan menutupnya pada akhir periode dengan total *abnormal return* sebesar 92,583%.

Sedangkan untuk saham *loser* hanya bergerak flat dari awal tahun dan tidak mengalami pembalikan arah. Hal ini terlihat dari saham *loser* tetap bermain di daerah negatif sampai dengan akhir tahun, dengan total *abnormal return* sebesar -5,884%.

Pada Gambar 4.6 terlihat bahwa gejala *overreaction* tidak terjadi karena hasil yang didapat berlawanan dengan konsep *overreaction* yang ada. Pembalikan arah untuk kedua saham baik untuk *winner* dan *loser* tidak terjadi.

**Gambar 4.6**  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 2003-2004 (Replika 6)



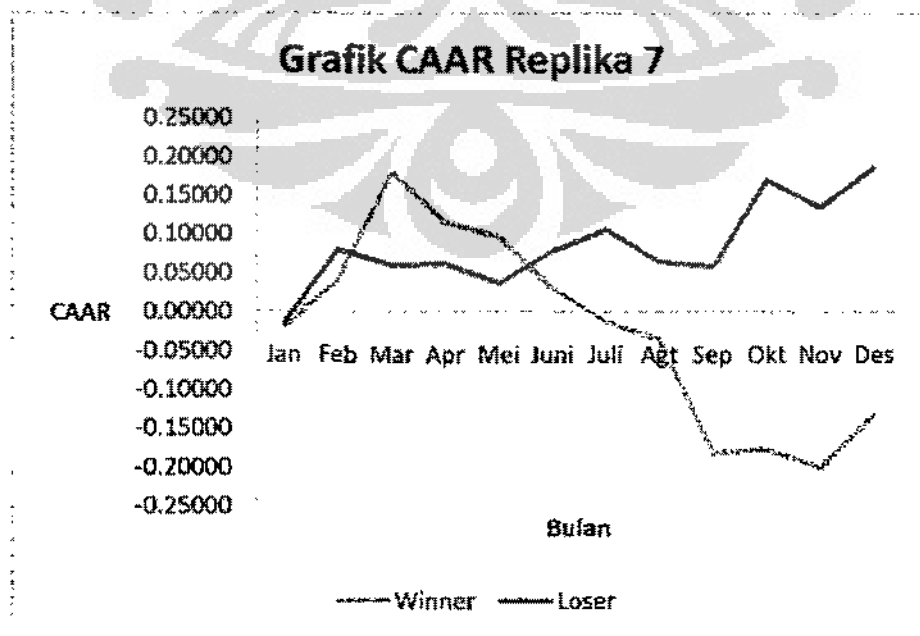
Sumber: Data Olahan

### 4.3.7 Replikasi 7 (Tahun 2004-2005)

Pada replika 7 yang memiliki periode pembentukan tahun 2004 dan periode pengujian tahun 2005, terlihat bahwa gejala *overreaction* terjadi pada replika ini karena saham *loser* mengalami pembalikan arah yang cukup signifikan dengan memiliki jumlah *abnormal return* di akhir periode sebesar 18,591%. Sebaliknya untuk saham *winner* mengalami pembalikan arah yang dimulai dari bulan Juli yang jumlah *abnormal return* di akhir periode adalah sebesar -13,241%.

Kalau dilihat pada Gambar 4.7 terlihat bahwa saham *loser* bermain di daerah positif sedangkan saham *winner* pada awal periode sampai dengan pertengahan periode berada di daerah positif, lalu sesudahnya anjlok dan bermain di daerah negatif. Maka bagi para investor yang memegang saham *winner* akan mengalami kerugian jika tidak menjual saham *winner* pada awal periode karena jumlah *abnormal return* yang dihasilkan selama periode pengujian di akhir periode adalah negatif, berbeda sebaliknya dengan saham *loser* yang mengalami kenaikan yang positif.

Gambar 4.7  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 2004-2005 (Replika 7)



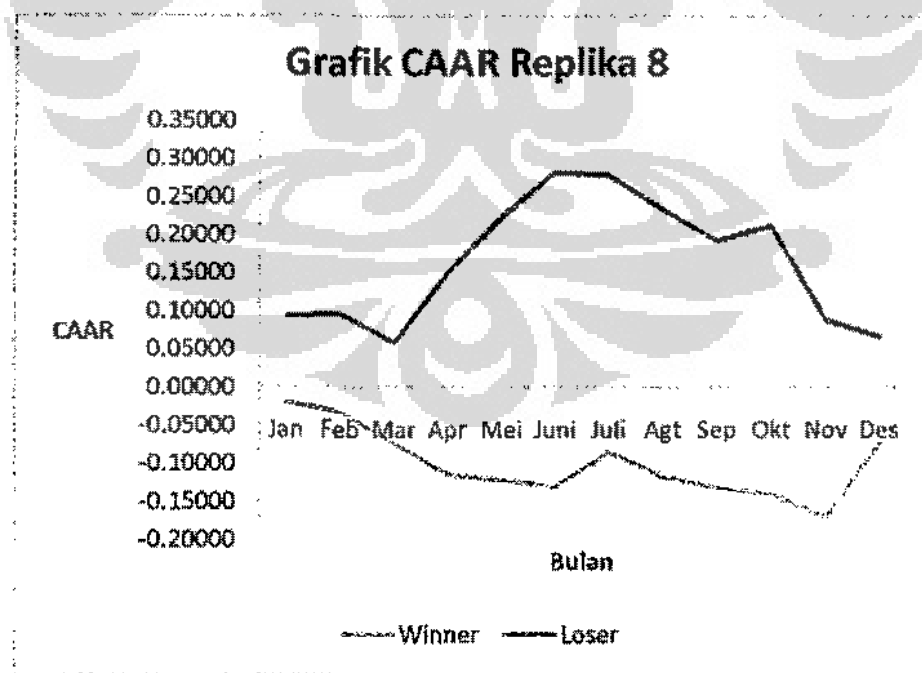
Sumber: Data Olahan

#### 4.3.8 Replikasi 8 (Tahun 2005-2006)

Pada replika 8 yang memiliki periode pembentukan tahun 2005 dan periode pengujian tahun 2006, terlihat bahwa telah terjadi pembalikan arah baik yang dialami oleh saham *winner* dan juga *loser*. Dapat dikatakan pada replika ini gejala *overreaction* terjadi secara keseluruhan karena dari awal periode, saham *loser* berada di daerah positif sedangkan saham *winner* berada di daerah negatif sampai dengan akhir periode.

Pada Gambar 4.8, Saham *loser* mengalami pembalikan arah dengan jumlah *abnormal return* pada akhir periode sebesar 6,708% sedangkan sebaliknya untuk saham *winner* memiliki jumlah *abnormal return* sebesar -7,161%. Jadi dapat diartikan bila investor menerapkan strategi kontrarian pada periode ini maka investor akan mengalami keuntungan sebesar 13,869%.

**Gambar 4.8**  
Grafik *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Portofolio *Winner* dan *Loser* Periode 2005-2006 (Replika 8)



Sumber: Data Olahan

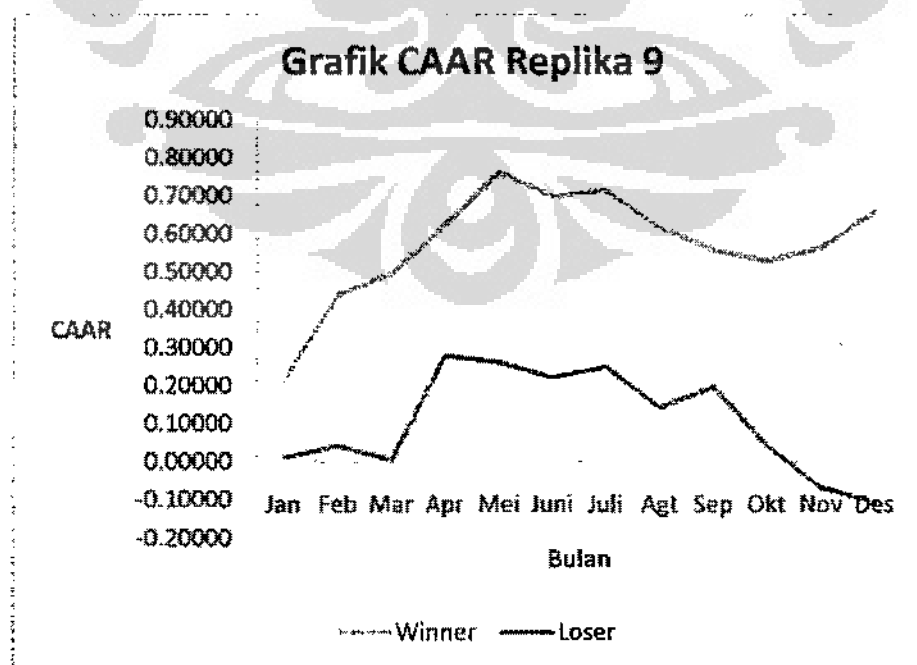


#### 4.3.9 Replikasi 9 (Tahun 2006-2007)

Pada replika 9 yang mempunyai periode pembentukan tahun 2006 dan periode pengujian tahun 2007, terlihat bahwa pada replika ini gejala *overreaction* tidak terjadi kembali. Berdasarkan grafik, saham *winner* tidak mengalami pembalikan arah karena berada di daerah positif dari awal sampai dengan akhir periode. Untuk saham *loser* juga tidak mengalami pembalikan arah karena mengalami penurunan menjadi negatif pada akhir periode walaupun dari awal periode berada di daerah positif.

Untuk saham *winner*, keuntungan yang akan diperoleh di akhir periode jika memiliki saham ini adalah sebesar 65,862% sedangkan untuk saham *loser* adalah sebesar -10,48%. Pada Gambar 4.9 memiliki pola yang hampir sama dengan pola pada Gambar 4.6 yang CAAR saham *winner* berada di atas saham *loser*. Maka bagi investor yang memiliki saham *winner* tetap memiliki keuntungan lebih daripada memiliki yang saham *loser*.

Gambar 4.9  
Grafik Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) Portofolio Winner dan Loser Periode 2006-2007 (Replika 9)



#### 4.4 Hasil Uji Signifikansi

Dalam melakukan pengujian terhadap 3 hipotesis yang sudah dibuat yaitu  $ACAR_{w,t} < 0$  (negatif);  $ACAR_{L,t} > 0$  (positif) dan  $ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$  (positif), maka perhitungan uji t-hitung terhadap t-tabel dapat diperlihatkan di dalam Lampiran 1, Lampiran 2 dan Lampiran 3 tentang uji signifikansi.

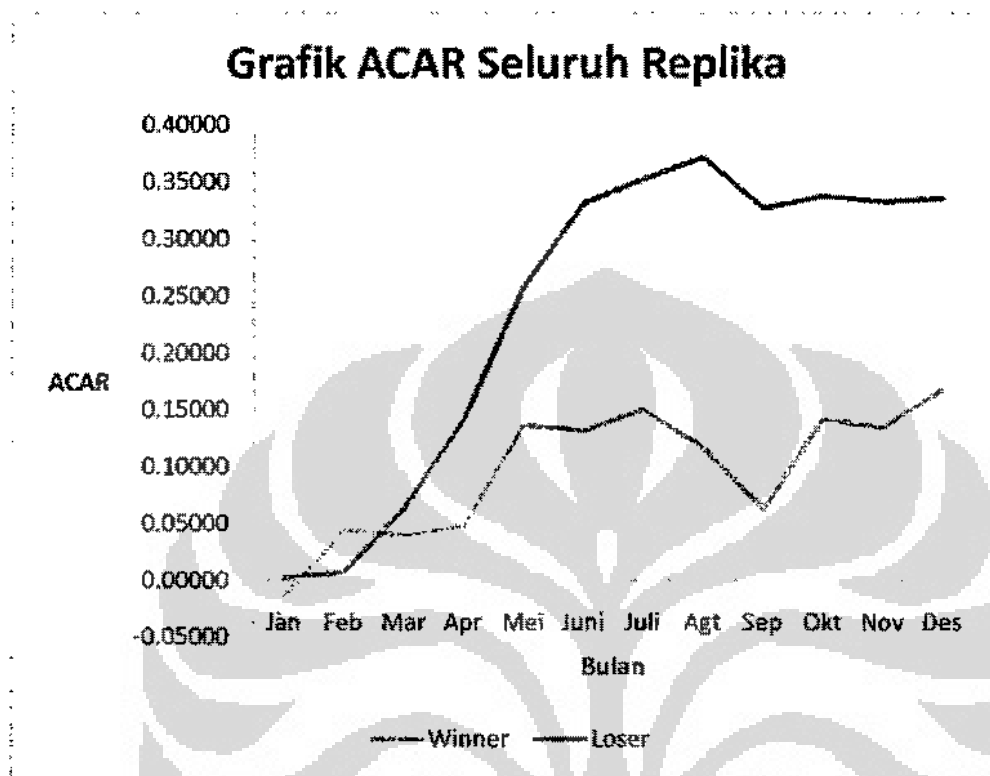
Pada perhitungan di Lampiran 1, hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 1 yaitu  $ACAR_{w,t} < 0$  (negatif). Hasil yang didapat bahwa selama 12 bulan di masa pengujian, nilai t-hitung untuk *ACAR winner* tidak ada yang melebihi t-tabel sehingga  $H_0$  tidak ditolak karena tidak terbukti secara signifikan bahwa *ACAR winner* bernilai negatif.

Pada perhitungan di Lampiran 2, hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 2 yaitu  $ACAR_{L,t} > 0$  (positif). Hasil yang didapat bahwa selama 12 bulan di masa pengujian, hanya 4 bulan saja yang mengalami hasil yang signifikan karena t-hitung  $>$  t-tabel yaitu bulan Mei (t-hitung: 1,61575), Juni (t-hitung: 1,69891), Juli (t-hitung: 1,76770) dan Agustus (t-hitung: 1,53880) sehingga untuk bulan-bulan tersebut tolak  $H_0$  karena terbukti secara signifikan bahwa *ACAR loser* bernilai positif. Untuk sisa bulan selain 4 bulan diatas, perhitungan t-hitung  $<$  t-tabel sehingga  $H_0$  tidak ditolak karena tidak terbukti secara signifikan bahwa *ACAR loser* bernilai positif.

Pada perhitungan di Lampiran 3, hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 3 yaitu  $ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$  (positif). Hasil yang didapat bahwa selama 12 bulan di masa pengujian, nilai t-hitung  $ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t}$  tidak ada yang melebihi t-tabel sehingga  $H_0$  tidak ditolak karena tidak terbukti secara signifikan bahwa selisih *ACAR loser* dengan *ACAR winner* bernilai positif.

Pada Gambar 4.10 terlihat bahwa pergerakan *ACAR winner* selama 12 bulan pengujian bertentangan dengan konsep *overreaction* karena tidak terjadi pembalikan arah yang signifikan atas *ACAR winner* sehingga hasil yang didapat di akhir periode adalah 16,802%. Sedangkan untuk *ACAR loser* terjadi pembalikan arah yang signifikan, dimana hasil yang didapat di akhir periode adalah sebesar 33,555%.

**Gambar 4.10**  
**Grafik Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)**  
**Portofolio Winner dan Loser Seluruh Replika**



Sumber: Data Olahan

#### 4.5 Hasil Penelitian

Berdasarkan pembahasan terhadap setiap replikasi dan hasil perhitungan yang diperoleh maka hasil yang didapat adalah sebagai berikut:

1. Dari sembilan periode replikasi yang ada terlihat bahwa hampir semua replikasi kecuali replikasi 6 dan 9, bahwa gejala anomali *January effect* terjadi dimana CAAR saham *loser* memiliki nilai yang lebih tinggi dari saham *winner*, hal ini biasanya disebabkan kebijakan investasi baru yang diterapkan oleh para investor di tahun yang baru.
2. Sesuai dengan penelitian De Bondt dan Thaler yaitu efek dari *overreaction* adalah asimetris, dimana efek ini lebih berpengaruh terhadap portofolio *loser* daripada portofolio *winner*, pada penelitian ini juga memperlihatkan hal tersebut dimana pada Gambar 4.10 terlihat bahwa saham *loser* mengalami lonjakan yang tinggi dibandingkan dengan saham *winner*.

3. Pada Gambar 4.10 terlihat bahwa triwulan pertama yaitu Januari-Maret, kenaikan saham tidak signifikan hanya sebesar kurang dari 5%, hal ini disebabkan karena setiap investor menunggu hasil laporan keuangan setiap perusahaan publik yang akan diterbitkan. Memasuki triwulan kedua yaitu April-Juni, terlihat baik dari saham portofolio *loser* dan *winner* cenderung mengalami kenaikan yang cukup signifikan yaitu sebesar 30% untuk *loser* dan 15% untuk *winner*. Hal ini biasanya disebabkan penilaian terhadap laporan keuangan sepanjang tahun sebelumnya yang secara umum dianggap baik oleh investor sehingga mempunyai prospek yang menjanjikan. Pada triwulan ketiga yaitu Juli-September, walaupun terjadi kenaikan tertinggi pada bulan Juli baik untuk portofolio *winner* dan *loser* tetapi pada masa ini biasanya terjadi pola *V-shaped* yaitu terjadinya penurunan yang cukup tajam untuk masing-masing portofolio yang dimulai dari bulan Agustus dan mencapai penurunan yang paling tajam pada bulan September. Hal ini diduga disebabkan oleh adanya liburan panjang sekolah sehingga banyak investor yang menjual sahamnya dan menyebabkan harga saham cenderung turun pada triwulan ketiga. Memasuki triwulan terakhir yaitu Oktober-Desember, saham-saham kedua portofolio mengalami koreksi sehingga terjadi kenaikan yang cukup lumayan setelah mengalami penurunan yang tajam pada bulan sebelumnya. Hal ini biasanya dilakukan oleh investor sebagai upaya untuk mempercantik kinerja investasi sepanjang tahun bersangkutan di laporannya (*window dressing*).
4. Dari sembilan periode replikasi yang terbentuk hanya ada dua replikasi yang mengalami gejala *overreaction* yaitu replikasi 7 dan replikasi 8. Hasil yang diperoleh untuk replikasi 7 adalah saham *loser* memiliki jumlah *abnormal return* di akhir periode sebesar 18,591% sedangkan sebaliknya untuk saham *winner* memiliki jumlah *abnormal return* di akhir periode adalah sebesar -13,241%. Pada replikasi 8 diperoleh saham *loser* memiliki jumlah *abnormal return* pada akhir periode sebesar 6,708% sedangkan sebaliknya untuk saham *winner* memiliki jumlah *abnormal return* sebesar -7,161%.

5. Pada hasil uji signifikansi secara statistik bahwa temuan yang dihasilkan untuk hipotesis 1 dan 3 adalah tidak signifikan sehingga  $H_0$  tidak ditolak karena pada hipotesis 1 yaitu  $ACAR_{w,t} < 0$  (negatif) dan pada hipotesis 3 yaitu  $ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$  (positif), hasil yang didapat adalah t-hitung  $<$  t-tabel. Untuk hipotesis 2, temuan yang dihasilkan adalah hanya 4 bulan saja yang mengalami hasil yang signifikan karena t-hitung  $>$  t-tabel yaitu bulan Mei (t-hitung: 1,61575), Juni (t-hitung: 1,69891), Juli (t-hitung: 1,76770) dan Agustus (t-hitung: 1,53880) sedangkan untuk bulan yang lain hasil yang didapat tidak signifikan sehingga  $H_0$  tidak ditolak karena t-hitung  $<$  t-tabel.
6. Walaupun telah terjadi dua gejala *overreaction* di replikasi yang ada tetapi berdasarkan uji statistik secara keseluruhan bahwa beberapa hipotesis yang diajukan di dalam penelitian ini tidak terpenuhi sehingga gejala *overreaction* tidak terjadi. Dengan demikian strategi kontrarian akan sangat berisiko untuk diterapkan karena akan sulit bagi investor untuk menetapkan waktu (*timing*) didalam memprediksi pembelian dan penjualan portofolio *winner* dan *loser*.
7. Pada penelitian ini tidak dapat dikatakan bahwa pasar modal Indonesia memiliki bentuk pasar yang tidak efisien karena gejala *overreaction* tidak terjadi sehingga boleh dikatakan pasar modal di Indonesia memiliki bentuk pasar yang efisien tetapi dalam bentuk yang lemah.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang didapat maka penulis menarik beberapa kesimpulan dalam menjawab perumusan masalah sebagai berikut:

1. Bahwa pada saham portofolio *winner* tidak terjadi penurunan *abnormal return* menjadi negatif sehingga tetap di daerah positif. Pada saham portofolio *loser* mengalami lonjakan *abnormal return* yang positif lebih tinggi daripada saham portofolio *winner*. Maka dapat dipastikan gejala *overreaction* untuk 100 saham yang terpilih tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Para investor tidak dapat menggunakan strategi kontrarian di dalam melakukan pembelian dan penjualan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) karena terbukti *overreaction* tidak terjadi sehingga akan sangat berisiko.

#### 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya menggunakan satu model perhitungan *abnormal return* yaitu dengan model *market adjusted excess return*.
2. Keterbatasan di dalam penggunaan periode jangka waktu replikasi yang hanya menggunakan periode satu tahun dalam pembentukan dan pengujian portofolio.
3. Keterbatasan terhadap penggunaan jumlah saham yang hanya berjumlah 100 saham sehingga tidak semua saham publik yang terdaftar dipakai di dalam penelitian ini.

#### 5.3 Saran

Beberapa saran yang dapat diberikan oleh penulis kepada berbagai pihak adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil penelitian, efek *overreaction* ini lebih berpengaruh kepada saham *loser* sehingga saham *loser* masih layak untuk dikoleksi oleh investor untuk selanjutnya dijual kembali sehingga mendapatkan keuntungan yang lebih tetapi harus memperhitungkan waktu (*timing*).
2. Untuk penggunaan strategi kontrarian terhadap saham *winner* akan tidak berpengaruh bagi investor karena hasil yang didapat bahwa saham *winner* tetap menghasilkan *abnormal return* yang positif.
3. Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan metode yang lain seperti metode *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, Fama-French model atau *Arbitrage Pricing Theory (APT)* di dalam perhitungan *abnormal return*.



## DAFTAR REFERENSI

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2008). *Investments* (7<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill.
- Corrado, Charles J., & Jordan, Bradford D. (2000). *Fundamentals of Investments: Valuation and Management*. New York: McGraw-Hill.
- De Bondt, Werner F.M., & Thaler, Richard. (1985). "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*, July Vol. 40, No.3: 793-805.
- \_\_\_\_\_, (1987). "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality." *The Journal of Finance*, July Vol. 42, No.3: 557-581.
- Dissanaike, Gishan. (1997). "Do Stock Market Investor Overreact?" *Journal of Business Finance and Accounting*, 24.
- Fama, Eugene F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance*, May Vol. 25, No. 2: 383-417.
- \_\_\_\_\_, (1991). "Efficient Capital Markets: II." *The Journal of Finance*, Dec. Vol. 46, No. 5: 1575-1617.
- \_\_\_\_\_, (1997). "Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance." *Journal of Financial Economics*, Vol. 49: 283-306.
- Jegadeesh, Narasimhan, & Titman, Sheridan. (1995). "Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits." *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4: 973-993.
- Jogiyanto. (1998). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (edisi 1). Yogyakarta: BPFE.
- Jones, Charles P. (2002). *Investments: Analysis and Management* (8<sup>th</sup> ed.). USA: John Willey & Sons, Inc.
- Jordan, Bradford D., & Miller, Thomas W. (2008). *Fundamentals of Investments: Valuation and Management* (4<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill.
- JSX Statistic Yearly 1998, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 1998.



- JSX Statistic Yearly 1999, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 1999.
- JSX Statistic Yearly 2000, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2000.
- JSX Statistic Yearly 2001, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2001.
- JSX Statistic Yearly 2002, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2002.
- JSX Statistic Yearly 2003, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2003.
- JSX Statistic Yearly 2004, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2004.
- JSX Statistic Yearly 2005, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2005.
- JSX Statistic Yearly 2006, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2006.
- JSX Statistic Yearly 2007, Jakarta: Bursa Efek Jakarta, 2007.
- Levin, Richard I., & Rubin, David S. (1998). *Statistics for Management* (7<sup>th</sup> ed.). USA: Prentice-Hall, Inc.
- Lo, Andrew W., & MacKinlay, A. Craig. (1990). "When are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?" *The Review of Financial Studies*, Vol. 3, No. 2: 175-205.
- Madura, Jeff. (2003). *Financial Market and Institutions* (6<sup>th</sup> ed.). USA: South Western-Thomson Learning.
- Manurung, Adler Haymans. (2004). *Strategi Memenangkan Transaksi Saham di Bursa*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- \_\_\_\_\_, & Permana, Ponda Nala. (2005). "Gejala Overreaction pada Saham dalam Perhitungan Indeks LQ 45." *Usahawan*, September No. 9: 3-15.
- Samsul, Mohamad. (2006). *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Susiyanto, Muhammad Fendi. (1997). "Market's Overreaction In The Indonesian Stock Market." *Kelola*, Vol. 6, No. 16: 88-100.
- Zarowin, Paul. (1990). "Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction." *The Journal of Finance and Quantitative Analysis*, March Vol. 25, No. 1: 113-125.

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Lampiran 1: Tabel Uji Signifikansi Portofolio Winner 1 Tahun

CAAR	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Junl	Juli	Agt	Sep	Okt	Nov	Des
<b>Winner</b>												
Replikasi 1	-0,13509	-0,15699	-0,23455	-0,35714	0,20657	0,53736	0,55110	0,43339	0,34791	0,43229	0,61058	0,66169
Replikasi 2	-0,05245	0,02602	-0,07251	-0,08520	-0,17631	-0,23343	-0,21665	-0,16144	-0,26217	-0,24980	-0,34377	-0,35133
Replikasi 3	-0,11130	-0,15746	-0,22419	-0,19129	0,01866	-0,06900	-0,18395	-0,18782	-0,20173	-0,27950	-0,30502	-0,33660
Replikasi 4	-0,14520	-0,17742	-0,08985	0,11244	0,13176	0,06795	0,03444	-0,02038	-0,02399	0,00414	-0,00631	-0,03616
Replikasi 5	-0,02777	0,07074	0,10826	0,08928	0,17383	0,18237	0,27969	0,33198	0,27767	0,15331	0,10805	0,19416
Replikasi 6	0,18048	0,34950	0,27429	0,23638	0,14113	0,10584	0,27174	0,19427	0,18663	1,01038	0,95184	0,92583
Replikasi 7	-0,01722	0,04036	0,18024	0,11630	0,09728	0,03079	-0,01209	-0,03533	-0,18120	-0,17551	-0,19910	-0,13241
Replikasi 8	-0,01878	-0,03297	-0,07256	-0,11403	-0,12125	-0,13062	-0,08443	-0,11630	-0,13069	-0,13982	-0,16978	-0,07161
Replikasi 9	0,21194	0,43857	0,49429	0,62511	0,76218	0,69810	0,71480	0,61830	0,55664	0,52904	0,56423	0,65862
<b>ACAR(W)</b>	-0,01282	0,04448	0,04038	0,04798	0,13710	0,13215	0,15052	0,11741	0,06323	0,14273	0,13452	0,16802
<b>Std Dev</b>	0,12841	0,21966	0,24314	0,28383	0,26868	0,30522	0,32635	0,28951	0,28869	0,43570	0,46445	0,47078
<b>T-Hitung</b>	-0,29956	0,60755	0,49822	0,50717	1,53074	1,29892	1,38361	1,21659	0,65705	0,98274	0,86894	1,07059
<b>T-Tabel (10%,8)</b>	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700	-1,39700

Sumber: Data Olahan

Lampiran 2: Tabel Uji Signifikansi Portofolio *Loser* 1 Tahun

CAAR	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Juni	Juli	Agt	Sep	Okt	Nov	Des
<b>Loser</b>												
Replikasi 1	-0,05641	-0,11768	-0,27292	-0,16532	0,86225	1,47534	1,40780	1,32250	1,28388	1,44132	1,51859	1,51802
Replikasi 2	-0,01804	-0,00484	-0,07086	-0,06114	-0,00459	-0,03015	-0,03974	-0,06759	-0,14016	-0,16469	-0,22589	-0,25669
Replikasi 3	0,01034	-0,07585	-0,12545	-0,11574	-0,16893	-0,15379	-0,03274	-0,08594	-0,10655	-0,17125	-0,21720	-0,24774
Replikasi 4	-0,04840	-0,00647	-0,07544	0,01388	-0,09178	-0,03024	-0,09122	-0,16657	-0,26093	-0,22420	-0,25009	-0,24577
Replikasi 5	0,03674	0,06603	1,00861	1,14836	1,23702	1,18436	1,35572	1,89188	1,76045	1,75428	2,08075	2,16281
Replikasi 6	-0,00127	-0,01583	-0,01689	-0,04244	-0,03676	-0,03886	-0,05970	0,00905	-0,03978	-0,01554	-0,06857	-0,05884
Replikasi 7	-0,01198	0,08134	0,06077	0,06258	0,03765	0,07817	0,10626	0,06529	0,05926	0,16984	0,13538	0,18591
Replikasi 8	0,09557	0,09695	0,05857	0,15169	0,22386	0,28276	0,27850	0,23361	0,19245	0,21254	0,08899	0,06708
Replikasi 9	0,01189	0,04263	0,00571	0,27828	0,26200	0,22011	0,24923	0,14403	0,19667	0,04170	-0,06621	-0,10480
<b>ACAR(L)</b>	0,00205	0,00736	0,06357	0,14113	0,25786	0,33197	0,35268	0,37181	0,32725	0,33822	0,33286	0,33555
<b>Std Dev</b>	0,04568	0,07213	0,36900	0,40161	0,47877	0,58620	0,59853	0,72486	0,70388	0,73383	0,85400	0,88105
<b>T-Hitung</b>	0,13464	0,30630	0,51680	1,05421	1,61575	1,69891	1,76770	1,53880	1,39479	1,38270	1,16930	1,14257
<b>T-Tabel (10%,8)</b>	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700	1,39700

Sumber: Data Olahan

Lampiran 3: Tabel Uji Signifikansi Portofolio *Loser - Winner* 1 Tahun

CAAR	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Juni	Juli	Agt	Sep	Okt	Nov	Des
<b>Loser-Winner</b>												
Replikasi 1	0,07868	0,03931	-0,03837	0,19183	0,65569	0,93798	0,85670	0,88911	0,93596	1,00904	0,90800	0,85633
Replikasi 2	0,03441	-0,03087	0,00166	0,02406	0,17171	0,20327	0,17691	0,09385	0,12201	0,08511	0,11788	0,09464
Replikasi 3	0,12165	0,08161	0,09873	0,07554	-0,18759	-0,08479	0,15121	0,10188	0,09518	0,10825	0,08782	0,08886
Replikasi 4	0,09680	0,17095	0,01441	-0,09856	-0,22354	-0,09819	-0,12566	-0,14618	-0,23694	-0,22834	-0,24378	-0,20961
Replikasi 5	0,06452	-0,00471	0,90035	1,05908	1,06319	1,00199	1,07603	1,55991	1,48278	1,60097	1,97269	1,96865
Replikasi 6	-0,18176	-0,36532	-0,29117	-0,27882	-0,17789	-0,14470	-0,33144	-0,18522	-0,22641	-1,02592	-1,02041	-0,98467
Replikasi 7	0,00525	0,04098	-0,11947	-0,05372	-0,05963	0,04739	0,11835	0,10062	0,24046	0,34535	0,33448	0,31832
Replikasi 8	0,11436	0,12992	0,13113	0,26572	0,34511	0,41338	0,36292	0,34991	0,32314	0,35236	0,25877	0,13869
Replikasi 9	-0,20005	-0,39594	-0,48857	-0,34683	-0,50018	-0,47798	-0,46557	-0,47426	-0,35997	-0,48733	-0,63044	-0,76343
<b>ACAR(L-W)</b>	0,01487	-0,03712	0,02319	0,09314	0,12076	0,19982	0,20216	0,25440	0,26402	0,19550	0,19834	0,16753
<b>Varians</b>	0,00929	0,02673	0,09764	0,12092	0,15071	0,21839	0,23238	0,30462	0,28939	0,36417	0,47251	0,49894
<b>T-Hitung</b>	0,32736	-0,48166	0,15741	0,56821	0,65989	0,90702	0,88963	0,97779	1,04113	0,68722	0,61207	0,50313
<b>T-Tabel (10%,16)</b>	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700	1,33700

Sumber: Data Olahan