

---

## ANALISIS *OVERREACTION* PADA SAHAM-SAHAM LQ-45 DI BURSA EFEK INDONESIA

Joshua Duta Wacana

Program Studi Magister Manajemen, Universitas Tarumanagara  
joshuamarbun@hotmail.com (*corresponding author*)

Carunia Mulya Firdausy

Program Studi Magister Manajemen, Universitas Tarumanagara

**Abstract:** The behavior of investors as individuals in taking attitudes and actions is different in addressing information. Market participants do not all consist of rational and emotional people. In some cases, some investors behave excessively in response to information by spontaneously selling stocks when the market moves beyond expectations or buying newly profitable stocks regardless of the fundamental valuation of the stock price. Such deviations include the phenomenon of the January effect, the phenomenon size effect, and the day of the week. The overreaction hypothesis is one of the deviations that occur in the capital market. The results showed LQ-45 stocks on the Indonesia Stock Exchange despite several overreaction symptoms but showed less significant results. Based on this, it can be concluded that there is no overreaction anomaly in the stock market in the Indonesia Stock Exchange especially on LQ-45 stocks in 2013-2015. The results also show that contrarian strategies cannot be performed to obtain an abnormal return.

**Keywords:** January Effect, Market Overreaction, Indonesia Stock Exchange, LQ-45

### PENDAHULUAN

Salah satu hipotesis pasar modal yang menjadi acuan para investor dalam melakukan pengambilan keputusan adalah *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Kondisi *efficient market* digunakan ketika harga saham akan selalu tercermin secara akurat dari informasi yang tersedia di pasar. Pada penelitiannya, De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa pergerakan ekstrem harga saham ke arah sebaliknya yang cenderung di luar kewajaran. Perilaku ini disebabkan karena reaksi berlebihan dari para investor terhadap informasi-informasi yang tidak terduga sehingga harga saham melewati bergerak di luar nilai teoritis yang seharusnya terjadi. Hasil penelitian Zarowin (1990) yang menyatakan bahwa *overreaction* semata-mata merupakan efek dari reinkarnasi dari *size effect* dan hanya berlaku pada perusahaan kecil dan kurang dikenal serta dinyatakan juga bahwa efisiensi pasar masih diperkirakan hanya terjadi pada perusahaan besar yang terdaftar di bursa. Penelitian *market overreaction* di negara Malaysia yang dilakukan oleh Ali et al. (2011) dimana pada penelitiannya mereka melakukan penelitian pada Bursa Malaysia periode Januari 2000 – Oktober 2010 dengan data mingguan, mereka menemukan bahwa *winner portfolios* cenderung memiliki *return* yang negatif sedangkan *loser portfolios* memiliki *return* yang positif dari bermacam periode dari 1 sampai 52 minggu. Penelitian *overreaction* di Bursa Efek Indonesia sendiri memiliki hasil yang beraneka ragam. Ada yang menunjukkan terdapat indikasi reaksi berlebihan yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, ada yang hanya terjadi pada saham *loser* dan terasosiasi positif dengan ukuran perusahaan. Ada hasil yang berbeda juga bahwa pada saham-saham LQ-45 periode 2003-2007 tidak terjadi gejala *overreaction* di Bursa Efek Indonesia pada seluruh

periode penelitian (triwulan, semester, dan tahunan). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah dalam hal pemilihan sampel dan periode penelitian. Pada penelitian Manurung (2003) digunakan sampel saham yang tergabung dalam indeks LQ-45 dengan periode replikasi 3 (tiga), 6 (enam), 12 (dua belas) bulan. Pada penelitian Pasaribu (2011), digunakan sampel saham yang tergabung dalam indeks LQ-45 dengan periode tahun 2003-2007. Dari uraian yang sudah dibahas sebelumnya, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian berjudul “Analisis *Overreaction* pada Saham-saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia”.

## TINJAUAN TEORITIS

Dalam pasar saham, *abnormal return* sering kali ditemukan akibat adanya penyampaian informasi, seperti kegiatan merger dan akuisisi, penerbitan laporan keuangan, gejala politik baik dalam negeri maupun luar negeri, dan aktivitas lainnya yang memicu terjadinya anomali pasar. Anomali-anomali yang pernah ditemukan adalah *small firm January effect*, *neglected firm effect*, *book to market ratio*, *post earning announcement*, *January effect*, *reversal*, *size effect*, *P/E effect*, *the holiday effect*, *market to book value effect*, dan *the day and the week effect*. Selain anomali-anomali tersebut, terdapat satu anomali yang pernah terjadi di pasar saham, yaitu *overreaction*. *Overreaction* adalah suatu anomali dimana saham periode sebelumnya menunjukkan *return* yang positif (*winner*) berbalik menjadi negatif pada periode berikutnya. Hal ini juga berlaku pada saham dengan *return* yang negatif (*loser*) yang menjadi terbalik dengan menghasilkan *return* yang positif (Pettengill & Jordan, 1990). Implikasi dari hal ini adalah bahwa *return* yang diharapkan untuk seluruh saham adalah sama untuk suatu periode tertentu, sehingga:  $R(R_j) = E(R_m)$ . Dengan demikian, *ex post abnormal return* pada sekuritas J untuk periode t yang mengontrol pada pasar efek adalah:  $U_{jt}(AR) = R_{jt} - R_{mt}$

Sedangkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) merupakan jumlah atau kumulatif dari *return* periode sekuritas tersebut selama suatu periode tertentu, dimana:  $CAR_i = \sum AR_{jt}$ .  $AR_{jt}$  merupakan *abnormal return* sekuritas J pada periode t dimana *abnormal return* portofolio (terbobot rata) merupakan rata-rata dari *abnormal return* sekuritas yang termasuk dalam portofolio pada periode tertentu, yaitu  $AR_{pt} = [\sum AR_{jt}] / N$ . Dengan N adalah jumlah sekuritas pada portofolio dan CAR portofolio merupakan kumulatif dari AR portofolio selama periode tertentu, dimana:  $CAR_{pT} = \sum AR_{pT}$ . Dengan T adalah jangka waktu kumulasi periode portofolio. Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0 : ACAR_{w,t} = 0$$

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

$ACAR_{w,t} < 0$  (rata-rata CAR portofolio *winner* pada periode observasi adalah negatif)

$$H_0 : ACAR_{L,t} = 0$$

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

$ACAR_{L,t} < 0$  (rata-rata CAR portofolio *loser* pada periode observasi adalah positif)

$$H_0 : ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} = 0$$

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

$ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$  (selisih rata-rata CAR portofolio *loser* dan *winner* adalah positif mengindikasikan adanya *abnormal return* yang diperoleh)

Dua hipotesis pertama diuji dengan *t-test* sebagai berikut.

$$tp,t = \frac{ACAvRp,t}{Sp/\sqrt{Z}}$$

Dimana:

$tp,t$  = *t* – hitung portofolio *loser/winner* pada waktu ke-*t*

$Sp$  = standar deviasi dari sampel

$Z$  = jumlah replikasi

Rumus untuk standar deviasi baik *winner* maupun *loser* adalah sebagai berikut.

$$Sp = \sqrt{\sum_{t=1}^t \left( \frac{AvRp, z, t - AvRp, t}{Z - 1} \right)}$$

Dimana:

$Sp$  = Standar Deviasi

$AvRp,z,t$  = *abnormal return* portofolio pada replikasi ke-*z* dan minggu ke-*t*

$AvRp,t$  = *abnormal return* portofolio pada minggu ke-*t*

Untuk hipotesis ketiga diuji dengan *t-test* sebagai berikut.

$$tL,t - w,t = \frac{(ACARL-t - ACARw,t)}{\sqrt{\frac{2 S^2t}{N}}}$$

Dimana:

$tL,t - w,t$  = *t-statistik*

$S^2t$  = *pooled variance* pada minggu ke – *t*

Rumus untuk mendapatkan *pooled variance* adalah sebagai berikut.

$$S^2t = \frac{\sum_{t=1}^t (CARw,z,t - ACARw,t)^2 + \sum_{t=1}^t (CARL,z,t - ACARL,t)^2}{2(Z-1)}$$

Dimana:

$S^2t$  = *pooled variance* pada minggu ke – *t*

$ACAR w,t$  = ACAR portofolio *winner* pada minggu – *t*

$ACAR L,t$  = ACAR portofolio *loser* pada minggu – *t*

$CAvRw,z,t$  = CAvR portofolio *winner* pada minggu – *t* pada replikasi ke-*z*

$CAvRL,Z,t$  = CAvR portofolio *loser* pada minggu – *t* pada replikasi ke-*z*

Dasar pengujian adalah sebagai berikut:

1. Untuk pengujian sisi kiri tolak  $h_0$  apabila  $< 0$ ,  $-t(a,df)$
2. Untuk pengujian sisi kanan tolak  $h_0$  apabila  $> 0$ ,  $-t(a,v)$
3.  $A$  adalah taraf nyata yang dipilih 5%
4.  $V$  adalah derajat kebebasan  $v = n - 1$
5. Menarik kesimpulan ada tidaknya *overreaction*

## METODE PENELITIAN

Peneliti akan meneliti saham-saham likuid atau sering ditransaksikan yang telah dikumpulkan oleh Bursa Efek Indonesia yang dikenal dengan nama “LQ-45” sehingga jumlah saham yang diambil sebanyak 45 (empat puluh lima) saham. Peneliti akan membatasi waktu penelitian, yaitu periode Januari 2013 sampai dengan Desember 2015. Selain data saham, peneliti meneliti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode tersebut di atas dimana kedua data tersebut masih merupakan data dari Bursa Efek Indonesia. Metode penelitian yang digunakan adalah metode deskriptif. Data yang digunakan merupakan data sekunder historis yaitu berupa harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan yang terdapat di pusat data Bursa Efek Indonesia. Saham-saham yang terpilih hanya berjumlah 26 (dua puluh enam) saham. Dari sampel tersebut akan mulai dilakukan proses formasi dengan membentuk portofolio *winner* dan *loser*.

**Tabel 1**

### **Pemilihan Sampel**

No.	Kode Saham	Nama Emiten
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.
2	ADRO	Adaro Energy Tbk.
3	ASII	Astra International Tbk.
4	BBCA	Bank Central Asia Tbk.
5	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk.
6	BBRI	Bank Rakyat Indonesia
7	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.
8	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.
9	GGRM	Gudang Garam Tbk.
10	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
11	INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk.
12	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
13	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.
14	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
15	LPKR	Lippo Karawaci Tbk.
16	LSIP	PP London Sumatera Tbk.
17	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk,
18	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk.
19	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
20	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
21	UNTR	United Tractors Tbk.
22	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
23	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk,
24	EXCL	XL Axiata Tbk.
25	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk,
26	INCO	Vale Indonesia Tbk.

Sumber: Peneliti (2017)

Dalam melakukan penelitian ini, peneliti membagi beberapa variabel penelitian sebagai berikut.

## Harga Saham

Harga saham yang dimaksud merupakan data penutupan transaksi harian harga saham yang konsisten berada pada perhitungan saham-saham sektor konsumsi selama periode Januari 2013 sampai dengan Desember 2015 di Bursa Efek Indonesia.

## Indeks Harga Saham Gabungan

Guna menghitung *return* pasar harian, peneliti menggunakan data Indeks Harga Saham Gabungan selama periode Januari 2013 sampai dengan Desember 2015 di Bursa Efek Indonesia. Kegunaan data *return* harian saham dan data *return* pasar adalah peneliti dapat menghitung *abnormal return*, *cumulative abnormal return*, dan *average cumulative abnormal return* dari masing-masing saham.

Metode yang digunakan dalam pembentukan atau formasi portofolio dan periode observasi, peneliti menggunakan tiga periode antara lain:

1. Periode formasi 3 (tiga) bulan dilanjutkan dengan periode observasi selama 3 (tiga) bulan.
2. Periode formasi 6 (enam) bulan dilanjutkan dengan periode observasi selama 6 (enam) bulan.
3. Periode formasi 1 (satu) tahun dilanjutkan dengan periode observasi selama 1 (satu) tahun.

Pada tahap lebih lanjut, peneliti akan melakukan tahap-tahap pembentukan portofolio dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Menghitung *return* harian dari harga saham yang ada selama periode pembentukan, yaitu selama triwulan, semester, dan tahunan dengan rumus:

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

Ket:

$R_{j,t}$  = *return* saham ke-j pada hari ke-t.

$P_{j,t}$  = harga saham ke-j pada hari ke-t.

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

2. Menghitung *return* pasar harian, dengan rumus:

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Ket:

$R_{m,t}$  = *return* pasar pada hari ke-t.

$IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t.

$IHSG_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1.

3. Menghitung *abnormal return* saham harian, yaitu dengan rumus:

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

Ket:

$AR_{j,t}$  = *abnormal return* saham ke-j pada hari ke-t.

$R_{j,t}$  = *return* saham ke-j pada hari ke-t.

$R_{m,t}$  = *return* pasar pada hari ke-t.

4. Mengumulatifkan *return* selama tiga bulan dan satu tahun tersebut (*formation period*) untuk membentuk CAR triwulan, semester, tahunan:

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

Ket:

$CAR_{j,T}$  = *cumulative abnormal return* saham ke-j selama T triwulan, semester, dan tahun ke-t, dimana  $t = 1, 2, 3$ .

$AR_{j,t}$  = *abnormal return* saham ke-j pada triwulan, semester, dan tahun ke-t, di mana  $t = 1, 2, 3$ .

Setelah terbentuk *portfolio winner* dan *loser*, maka tahap berikutnya adalah mengamati perilaku *return* pada periode observasi atau pengujian. Secara lebih jelas, tahap-tahap pada periode observasi dengan metode sebagai berikut:

1. Menghitung *return* pasar harian dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan. Perhitungan *return* pasar dilakukan sesuai dengan periode observasi selama triwulan, semester, dan tahunan.
2. Menghitung *abnormal return* saham triwulan, semester, dan tahunan, untuk saham-saham pada *portfolio winner* dan *loser*, dengan rumus:

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

Ket:

$AR_{j,t}$  = *abnormal return* saham ke-j pada hari ke-t.

$R_{j,t}$  = *return* saham ke-j pada hari ke-t.

$R_{m,t}$  = *return* pasar pada hari ke-t.

3. Menghitung CAR *portfolio winner* dan *loser* selama jangka waktu periode observasi, dengan rumus:

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

Ket:

$CAR_{p,T}$  = *cumulative abnormal return portfolio* (baik *winner* maupun *loser*) selama T hari.

$AR_{p,t}$  = *abnormal return portfolio* pada hari ke-t.

Setelah CAR *portfolio winner* dan *loser* diperoleh, maka tahap selanjutnya adalah mencari abnormal profit yang ada. Abnormal profit ini diperoleh dengan cara mengurangi CAR *portfolio loser* dengan CAR *portfolio winner* selama periode observasi.

4. Menghitung rata-rata CAR (ACAR) *portfolio winner*. ACAR dengan rumus:

$$ACAR_{W,t} = \frac{\sum CAR_{W,n,t}}{N}$$

$$ACAR_{L,t} = \frac{\sum CAR_{L,n,t}}{N}$$

Ket:

$ACAR_{W,t}$  = *average CAR portfolio winner* pada hari ke-t

$ACAR_{L,t}$  = *average CAR portfolio loser* pada hari ke-t

$CAR_{W,n,t}$  = CAR *portfolio winner* pada hari ke-t pada replikasi ke-n

$CAR_{L,n,t}$  = CAR *portfolio loser* pada hari ke-t pada replikasi ke-n

N = jumlah replikasi

5. Menghitung selisih CAR *portfolio loser* dengan CAR *portfolio winner* dengan rumus:

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

Ket:

$\Delta ACAR_t$  = selisih antara  $ACAR_{L,t}$  dengan  $ACAR_{W,t}$  pada hari ke-t

$ACAR_{W,t}$  = *average CAR portfolio winner* pada hari ke-t

$ACAR_{L,t}$  = *average CAR portfolio loser* pada hari ke-t

Proses selanjutnya adalah pengujian ketiga hipotesis apakah signifikan secara statistik. Dengan adanya uji signifikansi, maka dapat ditarik kesimpulan apakah terjadi *overreaction* secara konsisten dan signifikan pada hasil penelitian terhadap saham-saham LQ-45.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gejala *overreaction* yang dianalisis oleh peneliti akan dilakukan terhadap masing-masing grafik CAvR beserta dengan pembahasan masing-masing yang dilakukan dari satu periode ke periode berikutnya. Berdasarkan tabel tersebut, terlihat beberapa saham yang memiliki rata-rata tertinggi keuntungan (*return*) per hari adalah saham UNVR dengan *return* rata-rata sebesar -0,00219 dan tingkat risiko yang diwakili standar deviasi sebesar 0,09277, diikuti oleh saham BBRI dengan *mean* sebesar -0,00226 dan standar deviasi sebesar 0,09922, sedangkan saham BBKA mendapati posisi paling bawah dalam perolehan keuntungan rata-rata per hari, yaitu sebesar -0,04950 dengan risiko atau standar deviasi sebesar 0,09168. Bagi saham-saham yang memiliki tingkat risiko terendah dimiliki oleh saham JSMR dan saham TLKM dengan risiko sebesar 0,09111 dan 0,08927, sedangkan tingkat risiko terbesar dimiliki oleh saham CPIN yang memiliki *return* rata-rata tertinggi.

Tabel 2

Statistik Data Return Saham

Kode Saham	Mean	Median	Max	Min	Std Dev	Skewness
AAALI	-0,00618	-0,00222	0,29787	-0,22785	0,10551	-5,44334
ADRO	-0,01248	-0,01028	0,30841	-0,16216	0,10654	-5,05602
ASII	-0,00730	-0,00500	0,25822	-0,12692	0,09428	-7,70713
BBKA	-0,04950	0,00210	0,14159	-0,18412	0,09168	-8,71400
BBNI	-0,04536	0,00117	0,20548	-0,15644	0,09946	-6,71702
BBRI	-0,00226	0,00120	0,19217	-0,13475	0,09922	-6,76969
BMRI	-0,00478	0,00104	0,28777	-0,15169	0,09651	-7,25424
CPIN	-0,00517	-0,00368	0,31690	-0,36889	0,11163	-4,67701
GGRM	-0,00552	0,00000	0,15062	-0,12129	0,09576	-7,53001
INDF	-0,00648	0,00000	0,12830	-0,18099	0,09347	-8,15006
INTP	-0,00505	0,00000	0,18401	-0,16288	0,09781	-7,10037
ITMG	-0,01769	-0,01276	0,22993	-0,17813	0,10256	-5,83093
JSMR	-0,00630	0,00000	0,14433	-0,11376	0,09111	-8,75459
KLBF	-0,00440	0,00000	0,15833	-0,14052	0,09287	-8,30855
LPKR	-0,00453	0,00000	0,16901	-0,20946	0,10254	-6,17495
LSIP	-0,00825	-0,00871	0,34653	-0,25498	0,11024	-4,61940
PGAS	-0,00848	0,00000	0,27957	-0,20222	0,09852	-6,76100
PTBA	-0,01347	-0,00879	0,16355	-0,19667	0,10083	-6,27172
SMGR	-0,00734	-0,00079	0,28472	-0,25773	0,10114	-6,28682
TLKM	-0,00252	0,00368	0,09787	-0,10549	0,08927	-9,46222
UNTR	-0,00734	0,00202	0,14204	-0,14500	0,09622	-7,40985
UNVR	-0,00219	-0,00044	0,17391	-0,11573	0,09277	-8,31030
ASRI	-0,00860	-0,00853	0,20235	-0,32871	0,10776	-5,33756
EXCL	-0,00782	-0,00732	0,27692	-0,16234	0,10108	-6,21069
ICBP	-0,00253	0,00091	0,16062	-0,14403	0,09192	-8,62518
INCO	-0,00253	0,00091	0,16062	-0,14403	0,09192	-8,62518

Sumber: Peneliti (2017)

Peneliti pun melakukan metode yang sama terhadap data *abnormal return* saham. Hasil pengolahan data tersebut dapat dilihat pada Tabel 3 di bawah ini.

**Tabel 3**  
**Statistik Data Abnormal Return Saham**

Kode Saham	Mean	Median	Max	Min	Std Dev	Skewness
AALI	-0,00014	-0,00013	0,34258	-0,16462	0,06358	1,15352
ADRO	-0,00644	-0,00888	0,24234	-0,15752	0,06151	0,91796
ASII	-0,00126	-0,00384	0,19214	-0,05744	0,03246	1,78165
BBCA	0,00269	-0,00087	0,08962	-0,06701	0,02439	0,56858
BBNI	0,00277	-0,00037	0,12651	-0,08910	0,03567	0,58032
BBRI	0,00378	0,00098	0,14745	-0,07151	0,03531	0,86491
BMRI	0,00126	-0,00095	0,20880	-0,07972	0,03132	2,02808
CPIN	0,00087	-0,00182	0,23383	-0,24566	0,05708	0,33570
GGRM	0,00052	-0,00052	0,10297	-0,11489	0,04087	0,07704
INDF	-0,00044	-0,00156	0,12026	-0,08467	0,03381	0,52950
INTP	0,00099	-0,00194	0,10094	-0,09562	0,03838	0,06729
ITMG	-0,01165	-0,01354	0,18348	-0,15449	0,05671	0,39670
JSMR	-0,00026	-0,00006	0,10048	-0,10011	0,03029	0,29184
KLBF	0,00164	-0,00185	0,12197	-0,08212	0,03018	0,60829
LPKR	0,00151	-0,00095	0,15529	-0,13749	0,05173	0,47037
LSIP	-0,00221	-0,00563	0,39124	-0,20999	0,07337	1,20453
PGAS	-0,00245	-0,00193	0,20101	-0,14066	0,04367	0,55525
PTBA	-0,00743	-0,00979	0,20826	-0,18393	0,05421	0,16735
SMGR	-0,00130	-0,00490	0,20165	-0,13450	0,04213	1,25904
TLKM	0,00352	0,00322	0,07711	-0,07527	0,02659	0,02083
UNTR	-0,00130	0,00051	0,11104	-0,09991	0,04305	0,28869
UNVR	0,00385	-0,00003	0,17549	-0,07428	0,03344	1,54045
ASRI	0,00111	-0,00099	0,39124	-0,20999	0,07448	1,23630
EXCL	-0,00178	-0,00596	0,21085	-0,15166	0,05590	0,71938
ICBP	0,00351	0,00251	0,11539	-0,07516	0,03210	0,29303
INCO	0,00351	0,00251	0,11539	-0,07516	0,03210	0,29303

Sumber: Peneliti (2017)

Berdasarkan tabel di atas yang menggambarkan statistik deskriptif *abnormal return* saham, ditemukan bahwa saham yang memiliki rata-rata *abnormal return* tertinggi adalah saham UNVR dengan nilai *mean* 0,00385 dan tingkat risiko 0,03344 diikuti oleh saham BBRI dengan nilai *mean* 0,00378 dan tingkat risiko 0,03531. Saham yang memiliki tingkat pengembalian rendah dimiliki oleh saham PTBA dan ITMG, yaitu dengan nilai *mean* -0,00743 dan -0,01165 dengan tingkat risiko masing-masing 0,05421 dan 0,05671. Kemudian pada Tabel 4, memperlihatkan selisih CAVR dan rata-rata selisih ACAR dari saham *loser* dan *winner* serta tingkat signifikansi untuk seluruh replikasi.

**Tabel 4**  
**Average Cumulative Abnormal Return Periode Tiga Bulanan Saham Winner dan Loser**

Replika	ACAR winner pada akhir bulan ke-			ACAR loser pada akhir bulan ke-			
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Replika	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
1	0,03209	0,08612	0,10046	1	-0,09704	-0,24439	-0,38030
2	0,19407	0,26622	0,60129	2	-0,06723	-0,21025	-0,52048
3	0,02782	0,18827	0,33318	3	-0,15154	-0,13020	-0,33948
4	0,15232	0,29189	0,34762	4	-0,05669	-0,04200	-0,23794
5	0,14537	0,20715	0,23270	5	-0,07319	-0,17736	-0,24550
6	0,12503	0,22323	0,40026	6	-0,13488	-0,16026	-0,28570
7	0,07803	0,12473	0,15769	7	-0,08492	-0,17904	-0,19977
8	0,01459	0,11442	0,27595	8	-0,20187	-0,29305	-0,67664
9	0,04806	0,03552	0,43022	9	-0,11453	-0,09907	-0,30601
10	0,07888	0,04001	0,11305	10	-0,05772	-0,03518	-0,17049
11	0,06406	0,06510	0,12244	11	-0,05099	-0,33922	-0,29319
rata-rata	0,08730	0,14933	0,28317		-0,09914	-0,17364	-0,33232
st. Dev	0,05877	0,09062	0,15802		0,04748	0,09602	0,14863
	11	11	11		11	11	11
t-hitung	4,9272	5,4653	5,9435		-6,9250	-5,9979	-7,4155

Sumber: Peneliti (2017)

**Tabel 5****Selisih ACAR Loser 3 Bulanan**

Replika	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
1	-0,12913	-0,33051	-0,48076
2	-0,26130	-0,47646	-1,12177
3	-0,17936	-0,31848	-0,67266
4	-0,20901	-0,33389	-0,58556
5	-0,21857	-0,38450	-0,47821
6	-0,25991	-0,38350	-0,68596
7	-0,16295	-0,30377	-0,35746
8	-0,21646	-0,40747	-0,95259
9	-0,16259	-0,13459	-0,73623
10	-0,13660	-0,07519	-0,28354
11	-0,11505	-0,40433	-0,41563
rata-rata	-0,18645	-0,32297	-0,61549
st. Dev	0,05048	0,11925	0,25444
	11	11	11
t-hitung	-12,2502	-8,9822	-8,0230
t-tabel 5%	1,79600	1,79600	1,79600

Sumber: Peneliti (2017)

Dari penelitian ini menunjukkan tidak ada tanda-tanda terjadinya *overreaction* pada periode tiga bulanan. ACAR *loser* selalu berada di area negatif. Nilai ACAR *winner* pada akhir bulan seluruhnya bernilai positif (0,08730; 0,14933; 0,28317) menyebabkan nilai *t-statistic* untuk hipotesis kedua bernilai positif (4,9272; 5,4653; 5,9435). Hal ini menunjukkan nilai *t-statistic* untuk portofolio *winner* tidak ada yang signifikan (lebih kecil dari *t-critical* -1,7960). Hasil ini menunjukkan hipotesis 1 belum terpenuhi. Seluruh nilai ACAR *loser* yang bernilai negatif (-0,09914; -0,17364; -0,33232). Hal ini menyebabkan nilai *t-statistic* untuk hipotesis pertama bernilai negatif (-6,9250; -5,9979; -7,4155), berarti tidak terdapat nilai ACAR *loser* yang signifikan (tidak lebih besar dari *t-critical* 1,7960). Hasil ini menunjukkan hipotesis 2 belum terpenuhi. Berikut akan dibahas mengenai hipotesis 3. Selisih ACAR *loser* dan *winner* periode ini tidak ada yang bernilai lebih besar dari nol (-0,18645; -0,32297; -0,61549), akibatnya nilai *t-statistic* pun menjadi negatif seluruhnya (-12,2502; -8,9822; -8,0230).

Pada periode semesteran, dari grafik ACAR terlihat bahwa tidak ada tanda-tanda terjadinya *overreaction* pada periode enam bulanan. Nilai ACAR *winner* seluruhnya bernilai positif (0,0041; 0,0966; 0,1446; 0,2185; 0,2534; 0,2716) menyebabkan *t-statistic* juga seluruhnya bernilai positif sehingga nilai *t-statistic* untuk portofolio *winner* signifikan (lebih besar dari *t-critical* -2,0150). Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 sudah terpenuhi. Nilai ACAR *loser* seluruhnya bernilai negatif (-0,0328; -0,1022; -0,2027; -0,2511; -0,3113; -0,3685) sehingga *t-statistic* juga bernilai negatif pada bulan yang sama (-1,1337; -2,9699; -6,2571; -5,7314; -3,9193; -4,7353) oleh karena itu nilai *t-statistic* untuk portofolio *loser* tidak ada yang signifikan (lebih besar dari *t-critical* -2,0150). Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 belum terpenuhi. Terpenuhinya hipotesis 1 dan tidak terpenuhinya hipotesis 2 menyebabkan tidak terpenuhinya hipotesis 3. Selisih ACAR *loser* dan *winner* periode ini tidak ada yang bernilai lebih besar dari nol (-0,0370; -0,1988; -0,3473; -0,4695; -0,5647; -0,6401), akibatnya nilai *t-statistic* juga menjadi negatif seluruhnya (-0,6924; -3,2646; -12,073; -6,6952; -5,277; -6,3845).

**Tabel 6****Selisih Winner Loser Periode 6 Bulanan**

Selisih ACAR LOSER WINNER Periode 6 Bulanan						
Replika	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
1	-0,0281	-0,1267	-0,4390	-0,6727	-0,9569	-0,9743
2	0,1118	-0,4218	-0,3078	-0,4179	-0,5840	-0,6407
3	-0,0932	-0,1371	-0,3308	-0,3364	-0,3376	-0,3549
4	0,0274	-0,0786	-0,2763	-0,3252	-0,4165	-0,6735
5	-0,2027	-0,2298	-0,3828	-0,5954	-0,5285	-0,5571
rata-rata	-0,0370	-0,1988	-0,3473	-0,4695	-0,5647	-0,6401
st. Dev	0,1194	0,1362	0,0643	0,1568	0,2393	0,2242
	5	5	5	5	5	5
t-hitung	-0,6924	-3,2646	-12,073	-6,6952	-5,277	-6,3845
t-table 5%	2,015	2,015	2,015	2,015	2,015	2,015

Sumber: Peneliti (2017)

Pada periode tahunan, ACAR *winner* memiliki nilai yang cukup stabil dalam setahun dimana posisi ACAR *winner* selalu berada pada nilai yang positif sehingga *t-statistic* juga menjadi positif. Oleh karena itu, semua nilai *t-statistic* bernilai signifikan (lebih kecil dari *t-critical* 2,9200). Hasil ini menunjukkan hipotesis 1 belum terpenuhi. Pada ACAR *loser* sebagian besar bernilai negatif sehingga *t-statistic* juga bernilai negatif. Oleh karena itu, nilai *t-statistic* untuk portofolio *loser* ada sebagian signifikan dan ada yang tidak (*t-critical* sama dengan -2,9200) khususnya pada bulan 1, 2, 3, 4, 8 dan 9 (-0,0818; -0,1692; -0,2323; -0,2287; -0,1969; -0,2693). Berdasarkan hasil-hasil ini, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 sudah terpenuhi sebagian. Seperti dijelaskan periode sebelumnya, tidak terpenuhinya hipotesis 1 dan terpenuhi sebagian hipotesis 2 secara tidak langsung menyebabkan tidak terpenuhinya hipotesis 3. Jika dicermati, tidak terdapat pola pergerakan yang jelas antara portofolio *winner* dan *loser*. Tingkat signifikansi yang diperoleh juga cenderung rendah, karena dari dua belas bulan tidak ada ACAR yang signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 tidak signifikan, walaupun ada kecenderungan mengarah kepada *overreaction*.

## KESIMPULAN

Berikut ini beberapa kesimpulan hasil analisis secara umum yang diperoleh dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Analisis *overreaction* pada periode tiga bulanan menyimpulkan untuk sementara gejala *overreaction* belum terlihat, walaupun ada beberapa kali terjadi kecenderungan *overreaction* di beberapa replikasi, akan tetapi uji signifikansi gejala *overreaction* pada ACAR *winner*  $< 0$ , ACAR *loser*  $> 0$  dan selisih ACAR *loser winner*  $> 0$  tidak terbukti secara statistik dan tingkat konsistensi anomali *overreaction* rendah.
2. Analisis *overreaction* pada periode enam bulanan pun mendapatkan hasil yang relatif sama dengan periode 3 bulanan dimana gejala *overreaction* belum terlihat, walaupun sempat ada kecenderungan pada beberapa replikasi. CAVR *loser* sempat beberapa kali positif, tetapi setelah diuji tidak terbukti secara signifikan, sedangkan CAVR *winner* dua kali menunjukkan nilai negatif yang terbukti tidak signifikan juga. Selisih ACAR *loser* dan *winner* bernilai negatif tertinggi dicapai pada bulan 6 sebesar -0,6401 dan t-hitung -6,3845. Secara keseluruhan anomali *overreaction* tidak terbukti secara statistik pada periode observasi enam bulanan.

3. Periode observasi satu tahunan merupakan periode observasi terpanjang selama penelitian ini. Pada grafik pergerakan ACAR periode tahunan, menunjukkan portofolio *winner* mengungguli portofolio *loser* dengan konstan dan stabil. Secara umum dapat dikatakan bahwa pada replikasi ini, hipotesis *overreaction* belum terpenuhi. Hasil penelitian statistik pada nilai CAVR dan ACAR *loser* dan *winner* pada periode observasi ini masih memiliki fakta yang sama dengan periode observasi sebelumnya, yaitu tidak signifikan dan gejala *overreaction* tidak terbukti secara statistik.
4. Dengan tidak terjadinya anomali *overreaction* beberapa kali pada seluruh periode observasi khususnya pada saham-saham yang tergabung dalam saham LQ-45, maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia pada Bursa Efek Indonesia memiliki bentuk pasar yang efisien.
5. Sesuai dengan fakta yang ditemukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) bahwa gejala *overreaction* akan terjadi apabila jangka waktu pembentukan formasi dan observasi dilakukan dengan periode yang panjang.
6. Seperti apa yang ditemukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) bahwa lonjakan CAVR terbesar dari saham *loser* pada penelitian ini biasanya terjadi pada bulan Januari yang kemungkinan akibat adanya *January effect*. Pada penelitian ini, pergerakan portofolio *loser* ke area *abnormal return* positif sering terlihat pada awal bulan pada setiap replikasi, yaitu pada sekitar bulan Januari sampai dengan Maret namun tidak selalu terjadi setiap tahun di Indonesia sebagaimana dikemukakan oleh Manurung (2004).

## REFERENSI

- Ali, R., Ahmad, Z., & Anusakumar, S. V. (2011). Stock market overreaction and trading volume: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(2), 103–119.  
[https://ejournal.usm.my/aamjaf/article/view/aamjaf\\_vol7-no2-2011\\_4](https://ejournal.usm.my/aamjaf/article/view/aamjaf_vol7-no2-2011_4)
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- Manurung, A. H. (2003). *Memahami seluk-beluk instrumen investasi*. Adler Manurung Press.
- Manurung, A. H. (2004). *Strategi memenangkan transaksi saham di bursa*. PT Elex Media Komputindo.
- Pasaribu, R. B. F. (2011). Anomali overreaction di Bursa Efek Indonesia: Penelitian saham LQ-45. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2), 87–115. <https://doi.org/10.20961/jab.v9i2.101>
- Pettengill, G. N., & Jordan, B. D. (1990). The overreaction hypothesis, firm size, and stock market seasonality. *The Journal of Portfolio Management*, 16(3), 60–64.  
<https://doi.org/10.3905/jpm.1990.409264>
- Zarowin, P. (1990). Size, seasonality, and stock market overreaction. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 113–125. <https://doi.org/10.2307/2330891>