

ANALISIS *OVERREACTION* SAHAM *WINNER-LOSER* PADA PERUSAHAAN INDEKS BISNIS – 27 DI BURSA EFEK INDONESIA

Ni Putu Trisna Dewanthi¹
IG. B Wiksuana²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: trisna.dewanthi@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis keberadaan reaksi berlebihan (*overreaction*) pasar saham *winner* dan *loser* pada perusahaan Indeks BISNIS – 27 Bursa Efek Indonesia. Dari 25 perusahaan terdapat 14 saham yang tergolong *winner* dan 11 saham yang tergolong *loser*. Penelitian ini menggunakan *abnormal return* sebagai variabel penelitian. *Abnormal return* diperoleh dari selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Metode yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah *market model*. Pengujian statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah *independent sample t – test*, untuk menguji perbedaan *average abnormal return winner* dan *average abnormal return loser*. Hasil penelitian berdasarkan pengujian hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat *overreaction* yang signifikan secara statistik pada perusahaan yang terdaftar dalam Indeks BISNIS – 27 sepanjang tahun 2016, yang ditandai dengan *abnormal return* saham *winner* secara lebih besar dibandingkan dengan *abnormal return* saham *loser* secara signifikan.

Kata kunci: Efisiensi Pasar, *Overreaction*, Anomali *Winner* dan *Loser*, *Abnormal Return*

ABSTRACT

This study aims to analyze the existence of overreaction of stock market winner and loser on the index companies of BISNIS -27 of the Indonesia Stock Exchange.. Of the 25 companies there were 14 stocks classified as winners and 11 stocks classified as losers. The research used abnormal return as the research variable. Abnormal return was obtained from the difference between actual return and expected return. The method used to calculate the expected return was market model. The statistical test used was independent sample t-test, to test the average difference of abnormal return winner and the average abnormal return loser. The result of the research based on hypothesis testing showed that there was no statistically significant overreaction on the companies listed in the index of BISNIS-27 throughout 2016, which was indicated by the abnormal return of winner stock consistently larger than the abnormal return of loser stock significantly

Keywords: Market Efficiency, *Overreaction*, Anomalies of *Winner* and *Loser*, *Abnormal Return*.

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki daya tarik tersendiri sebagai alternatif penghimpun dana selain perbankan. Berbeda dengan perbankan, di pasar modal terdapat berbagai pilihan investasi dengan tingkat risiko dan keuntungan masing – masing, sehingga investor dapat memilih jenis investasi yang sesuai dengan kemampuan yang dimiliki. Pasar modal memungkinkan investor untuk melakukan diversifikasi investasi serta membentuk portofolio yang sesuai dengan risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Salah satu alternatif pilihan investor untuk berinvestasi adalah melalui perdagangan saham.

Saham merupakan salah satu komoditi yang diperdagangkan dalam pasar modal. Seperti perdagangan pada umumnya, harga adalah faktor yang cukup penting untuk dipertimbangkan. Keberhasilan dan ketepatan memprediksi harga saham merupakan hal yang diharapkan oleh investor. Hal – hal yang diprediksi dan dianalisis meliputi saham mana yang akan mengalami kenaikan harga, berapa besar kenaikan harga saham tersebut, hingga nilai akhir dari *return* yang akan didapatkan di masa depan (Imandaru, 2013). Prediksi dan analisis pada pasar modal didasarkan pada bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap informasi untuk mencapai keseimbangan harga baru. Bentuk reaksi pasar tersebut akan berkaitan dengan konsep efisiensi di pasar modal.

Investor maupun emiten dapat membuat suatu keputusan yang tepat dalam melakukan transaksi, baik itu transaksi pembelian maupun transaksi penjualan saham. Salah satu hipotesis yang menjadi acuan para investor dalam melakukan pengambilan keputusan adalah *Efficient Market Hypothesis* (EMH), Fama (1970). Hipotesis tersebut

menjelaskan bahwa harga saham akan selalu tercermin secara penuh dari informasi yang tersedia dipasar. Perubahan harga saham mengikuti pola *random walk* yaitu perubahan harga bersifat *random* dan tidak dapat diprediksi. Implikasinya adalah investor tidak dapat menggunakan informasi atau data – data dimasa lampau untuk memprediksi perubahan harga dimasa yang akan datang dengan tujuan untuk memperoleh *abnormal return* yang positif. Pada pasar yang efisien pasar dapat bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia sehingga kesalahan risiko berinvestasi dapat ditekan seminimal mungkin. Menurut Tandelilin (2010:219) terdapat hubungan yang searah dan linier antara risiko dan *return* yang diharapkan dari suatu investasi sehingga investor akan bertindak rasional sesuai informasi yang diterima.

Penelitian Octavio dan Lantara (2014) menyatakan bahwa dalam teori pasar efisien, investor diasumsikan sebagai makhluk rasional, namun pada kenyataannya investor cenderung berperilaku tidak rasional. Investor berusaha menyusun strategi untuk memperoleh *return* yang lebih besar (*abnormal return*). Kondisi tersebut sangat bertolak belakang dengan teori pasar efisien, karena dalam teori pasar efisien investor tidak akan memperoleh *abnormal return* (Gunarsa & Ekayani, 2011).

Beberapa kasus ditemukan adanya investor yang berperilaku berlebihan terhadap informasi, seperti melakukan penjualan saham secara spontan ketika pasar bergerak diluar ekspektasinya atau investor membeli saham yang baru saja mengalami keuntungan tanpa memperhatikan nilai fundamental dari harga saham tersebut (Swandewi dan Mertha, 2013). Reaksi berlebihan seperti itu merupakan dasar

terjadinya peristiwa *overreaction*. Peristiwa *overreaction* ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham secara drastis karena investor melakukan *mispricing* terhadap harga saham, namun harga saham ini akan menjadi terbalik mendekati nilai intrinsiknya setelah beberapa waktu. Fenomena ini disebut fenomena pembalikan harga (*price reversal*).

Perilaku tidak rasional akan menyebabkan harga tidak mencerminkan nilai fundamentalnya. Keadaan ini akan membuat pasar menjadi tidak efisien atau menunjukkan terjadinya anomali pasar saham. Jones (2014) mendefinisikan anomali pasar (*market anomaly*) sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien. Menurut Cahyaningdyah dan Witiastuti (2008) anomali-anomali yang pernah ditemukan adalah *January effect*, *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 pasar lain yaitu *market overreaction*. *Market overreaction* pertama kali diperkenalkan oleh De Bondt dan Thaler (1985), melalui penelitiannya dengan menggunakan data saham dari New York *Stock Exchange* (NYSE). *Market overreaction* terjadi karena investor terlalu berlebihan dalam menilai informasi terbaru yang dapat merubah persepsi dan ekspektasi terhadap suatu perusahaan, sehingga kurang memperhatikan informasi yang terdahulu.

Reaksi berlebihan investor terhadap informasi mengindikasikan kecenderungan terjadinya *anomali winner – loser* saham industri di pasar modal. Anomali *winner – loser* disebabkan oleh hipotesis *overreaction* yang menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam kondisi ini, para

pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik (*good news*), sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap berita buruk (*bad news*). Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan (*overreaction*). Pembalikan (*reversal*) ini ditunjukkan oleh turunnya secara drastis saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser* (De Bondt dan Thaler, 1985).

Hsieh dan Kathleen (2011) menunjukkan adanya pembalikan rata-rata saham *loser* dari *winner* yang menyiratkan bahwa terdapat koreksi yang cepat untuk *loser* dibandingkan *winner*, fenomena ini menunjukkan bahwa para investor dengan cepat melakukan tindakan pembelian maupun penjualan saham. Ali *et al.* (2011) menemukan bukti kuat yang mendukung hipotesis reaksi berlebihan di pasar saham Malaysia. Reaksi berlebihan paling kuat terjadi pada periode satu sampai empat minggu. Saham *loser* mengalami pembalikan dan pengembalian yang lebih besar dan lebih tinggi untuk saham dengan transaksi yang volume rendah.

Perilaku investor sebagai individu yang mengalami sikap atau tindakan yang berbeda dalam menyikapi suatu informasi baik dari segi waktu, frekuensi, dan kuantitas pembelian saham memang sering terjadi di pasar dan penelitian mensinyalir adanya perilaku *overreaction* terhadap informasi yang diterima investor. Apabila perilaku tersebut memang terjadi maka terdapat kesempatan bagi investor untuk melakukan strategi kontrarian untuk memperoleh *abnormal return*. Strategi investasi *contrarian* merupakan strategi menyarankan untuk membeli saham – saham *loser* dan menjual

saham – saham yang dimiliki melebihi saham – saham yang sebelumnya saham *winner*. Jadi dengan adanya anomali *winner – loser* di pasar modal memungkinkan investor untuk melakukan strategi membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner* sehingga investor dapat memperoleh keuntungan *abnormal return* yang signifikan (Suroso, 2016).

Fenomena praktik yang terjadi mengenai pembalikan saham di Indonesia terjadi pada perusahaan Sari Roti. Saham PT Nippon Indosari Corpindo Tbk (ROTI) berhasil bangkit setelah sempat merosot akibat *hoax* pada tahun 2016. Jelang jeda siang hari pada tanggal 08 Desember 2016, saham ROTI diperdagangkan seharga Rp. 1.535 per unitnya, naik 2,33 persen dibanding saat pembukaan. Pagi hari pada tanggal yang sama, saham Sari Roti dibuka seharga Rp 1.510 per unit. Nilainya terus naik hingga sempat mencapai Rp 1.550 sekitar pukul 11.00. Sebagai perbandingan, sehari sebelumnya saham ROTI sempat menyentuh level terendahnya di Rp 1.500 dan tertingginya di Rp 1.525. Pembalikan harga saham yang terjadi pada Sari Roti disebabkan adanya *overreaction*, artinya investor menyikapi berita tersebut dengan secara berlebihan. (<http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/>).

Sartono dan Yarmanto (1996) mendokumentasikan reaksi berlebihan (*overreaction*) pada pasar saham Indonesia dengan menggunakan model Damodoran. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengukur penyesuaian pasar dan bagaimana informasi baru diserap secara efektif. Peneliti membuktikan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi baru.

Azhar *et. al* (2008) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Efek reaksi berlebihan ini terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi hanya hitungan hari secara terpisah – pisah atau separatis.

Peristiwa yang dianggap dramatis oleh investor, dapat menyebabkan investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*). Investor akan melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi berlebihan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return* dari sekuritas yang ada. *Return* saham ini akan menjadi terbalik dalam fenomena reaksi berlebihan. Saham-saham yang biasanya diminati pasar dan mempunyai *return* tinggi, akan menjadi kurang diminati, sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati akan mulai dicari oleh pasar. Kondisi ini akan mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah, dan *return* yang sebelumnya rendah akan menjadi tinggi. Keadaan ini akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* positif dan negatif.

Abnormal return digunakan dalam penelitian *overreaction* untuk mengetahui seberapa rasional investor dalam suatu negara. Ketika terdapat *abnormal return* yang signifikan, itu menandakan bahwa investor mulai bertindak tidak rasional dalam mengambil keputusan investasi saham. Investor yang tidak rasional mengambil keputusan merupakan indikator terjadi tidaknya *overreaction* di Indonesia.

Penelitian mengenai reaksi berlebihan pasar seringkali menggunakan data saham yang dikelompokkan menjadi dua, yaitu kelompok saham (*portofolio*) *loser* dan kelompok saham (*portofolio*) *winner*. Kelompok saham yang disebut *loser* yaitu kelompok saham yang konsisten mengalami penurunan besar harga, sedangkan kelompok saham yang disebut kelompok *winner* yaitu kelompok saham yang konsisten mengalami kenaikan harga besar. Penyebab perubahan besar harga pada saham golongan *loser* dan saham golongan *winner*, antara lain disebabkan karena adanya informasi buruk (*bad news*) dan informasi bagus (*good news*) yang diterima oleh para pelaku pasar, sehingga para pelaku pasar melakukan reaksi (Fahamsyah, 2009).

Swandewi dan Mertha (2013) dalam penelitiannya menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Hanya sebagian kecil saham yang memperlihatkan *return* yang tetap positif dan sebagian besar portofolio saham *winner* mengalami pembalikan *return* ke arah negatif. Uji beda rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* memiliki perbedaan yang negatif dan signifikan, demikian juga dengan portofolio *loser* memiliki perbedaan yang positif dan signifikan untuk berbagai kelompok portofolio saham. Hal ini menunjukkan bahwa hasil dari portofolio *winner – loser* memenuhi anomali *overreaction* dan terjadi efek pembalikan (*reversal*) pada kedua portofolio saham.

Campbell dan Limmack (1997) menguji pembalikan harga *abnormal return* jangka panjang perusahaan – perusahaan di United Kingdom (UK). Penelitian ini membagi perusahaan – perusahaan menjadi portofolio *winner* dan portofolio *loser* selama periode Januari 1979 sampai dengan Desember 1990. Hasil penelitian

menemukan indikasi bahwa perusahaan – perusahaan portofolio *loser* menghasilkan *abnormal return* positif. Perusahaan – perusahaan *loser* terkecil mengalami pembalikan harga *abnormal return* selama 12 bulan, sedangkan perusahaan – perusahaan *winner* kecil tidak mengalami pembalikan harga *abnormal return*. Bukti tentang *overreaction* ini didukung juga oleh Patz *et. al* (1995).

Penelitian mengenai *overreaction* masih menunjukkan adanya inkonsistensi, yang diantaranya hasil penelitian Warnida dan Asri (1998) menunjukkan tidak terdapat anomali *loser – winner* atau dapat dikatakan tidak terdapat *overreaction*. Pada periode pengujian tidak terdapat *reversal effect* yang simetris dimana saham *loser* tidak mampu memberikan keuntungan *abnormal return* positif yang signifikan pada periode pengujian. Pasaribu (2011) melakukan penelitian dengan menggunakan data saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang tergabung dalam LQ – 45 periode 2003 – 2007. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala anomali *overreaction* di BEI pada seluruh periode penelitian, sehingga strategi kontrarian secara teoritis menghasilkan pertimbangan risiko yang perlu dicermati bagi investor dalam berinvestasi.

Bervariasinya hasil penelitian yang didapatkan oleh peneliti terdahulu dan argumentasi mengenai *overreaction* pada pasar saham, menjadikan fenomena *winner* dan *loser* menarik untuk dilakukan penelitian lebih lanjut. Penelitian ini menggunakan kelompok saham indeks BISNIS-27 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016. Indeks BISNIS-27 terbentuk berdasarkan kerja sama Bursa Efek Indonesia dengan Harian Bisnis Indonesia. Indeks BISNIS-27 terdiri dari 27 saham perusahaan

tercatat dari berbagai sektor industri yang dipilih berdasarkan kriteria fundamental, teknikal atau likuiditas transaksi dan akuntabilitas serta tata kelola perusahaan. Indeks BISNIS-27 sebagai salah satu indikator indeks saham di BEI yang dapat dijadikan acuan sebagai bahan untuk menilai kinerja perdagangan saham. Hal ini dikarenakan saham Indeks BISNIS-27 memiliki kapitalisasi tinggi serta frekuensi perdagangan yang tinggi sehingga prospek pertumbuhan dan kondisi keuangan saham baik.

Pemilihan Indeks BISNIS-27 didasarkan pada kriteria pemilihan perusahaan yang terdaftar di indeks tersebut yaitu likuiditas. Analisis *market overreaction* mensyaratkan perusahaan yang dianalisis harus memiliki likuiditas perdagangan saham dengan volume yang tinggi. Likuiditas volume perdagangan saham menjadi salah satu persyaratan analisis yang penting agar dapat menghindari terjadinya bias analisis. Perusahaan yang terdaftar di Indeks BISNIS-27 memiliki profil perusahaan yang diperlukan untuk melakukan analisis *market overreaction*.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka judul penelitian yang diambil adalah “Analisis *Overreaction* Saham *Winner-Loser* Pada Perusahaan Indeks BISNIS – 27 Di Bursa Efek Indonesia”.

Overreaction pada dasarnya menyatakan bahwa pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap suatu informasi, beberapa penelitian yang berkaitan dengan *overreaction* (reaksi berlebihan) antara lain penelitian De Bondt dan Thaler (1985) memperkenalkan *market overreaction hypothesis*. Penelitian ini menggunakan sampel data bulanan pasar saham Amerika New York *Stock Exchange* (NYSE) tahun 1933 – 1980. Penelitian meneliti *market overreaction* dengan membentuk dua portofolio yaitu

portofolio *winner* dan portofolio *loser*, serta membagi periode pengamatan selama 36 bulan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa saham – saham yang semula adalah saham *loser* mengungguli portofolio *winner* sebesar 19.6 persen pada periode pengujian, sedangkan saham *winner* berada 5 persen di bawah rata – rata *return* pasar. De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa *market overreaction* terjadi karena investor cenderung untuk menilai terlalu tinggi informasi terbaru yang mengubah persepsi dan ekspektasi terhadap perusahaan, sehingga kurang memperhatikan informasi terdahulu. Kecenderungan ini mengakibatkan terjadinya *overvaluation* terhadap prospek perusahaan karena adanya berita baik dan *undervaluation* karena adanya berita buruk. Namun hal ini tidak berlangsung lama karena akan mengoreksi kesalahan tersebut dan harga akan kembali ke bentuk fundamentalnya.

Sukmawati dan Hermawan (2003) melakukan penelitian mengenai *Overreaction Hypotesis* dengan cara pembentukan portofolio yang dijadikan enam portofolio, dimana portofolio tersebut terdiri dari tiga portofolio golongan *loser* dan tiga portofolio golongan *winner*. Penelitian ini menguji keberadaan reaksi berlebihan yang digunakan untuk memprediksikan pola portofolio *loser* mengungguli pola portofolio *winner*. Hasil penelitian menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti mengungguli portofolio *winner*, dan terjadi secara separatis dan terpisah-pisah selama beberapa waktu.

Wibowo dan Sukarno (2004) meneliti tentang reaksi berlebihan dengan melihat ukuran perusahaan. Penelitian ini melakukan pengujian terhadap saham harian selama tahun 2000 di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian tersebut tidak ditemukan bahwa reaksi berlebihan berhubungan dengan ukuran perusahaan, baik perusahaan kecil

maupun perusahaan besar. Penelitian ini juga menemukan bahwa saham *loser* mempunyai kecenderungan untuk menjadi *winner*, tetapi *winner* tidak mempunyai kecenderungan untuk menjadi *loser*.

Rahmawati dan Suryani (2005) mengemukakan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Efek reaksi berlebihan ini terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis. Penelitian ini dapat juga memberikan penjelasan bahwa pasar modal di Indonesia, khususnya sektor manufaktur dalam kondisi efisiensi pasar dalam bentuk lemah (*weak form*). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) dan penelitian Sukmawati dan Hermawan (2003).

Swandewi dan Mertha (2013) meneliti saham pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI periode Januari 2009 – Desember 2012. Perhitungan *abnormal return* portofolio saham menggunakan model disesuaikan pasar (*market – adjusted model*) dan teknik analisis data uji beda dua rata – rata (uji *t – paired*). Hasil penelitian menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Hanya sebagian kecil saham yang memperlihatkan *return* yang tetap positif dan sebagian besar portofolio saham *winner* mengalami pembalikan *return* ke arah negatif. Uji beda rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* memiliki perbedaan yang negatif dan signifikan, demikian juga dengan portofolio *loser* memiliki perbedaan yang positif dan signifikan untuk berbagai kelompok portofolio saham. Hal

ini menunjukkan bahwa hasil dari portofolio *winner* – *loser* memenuhi anomali *overreaction* dan terjadi efek pembalikan (*reversal*) pada kedua portofolio saham.

Abarghoohi *et al.* (2013) dengan periode waktu penelitian adalah delapan tahun sejak 1999 hingga 2006. Sampel yang digunakan yaitu semua saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Teheran (TSE) menyimpulkan bahwa *reversal* hanya terjadi pada saham *loser* atau *winner* saja.

Chaouachi dan Douaghi (2014) meneliti keberadaan efek reaksi berlebihan di pasar saham Tunisia selama periode Januari 1999 sampai Desember 2013. Penelitian ini memperoleh bukti yang mendukung adanya *overreaction*, dalam tiga puluh enam bulan setelah pembentukan portofolio, saham *loser* mengungguli 25,89 persen lebih dari saham *winner*. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa reaksi berlebihan bukanlah manifestasi dari *JanuaryEffect*. Kelebihan pengembalian dari portofolio *loser* tidak didasari pada bulan Januari. Perbedaan kinerja antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* tidak dikaitkan dengan efek ukuran. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa efek reaksi berlebihan di *TSE* dapat dijelaskan oleh perbedaan dalam risiko *winner* dan *loser*.

Penelitian Octavio dan Lantara (2014) dilakukan pada saham yang termasuk Indeks Kompas 100 periode Januari 2010 – Juli 2010 dengan periode observasi pada Januari 2010 – Desember 2012. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa *market overreaction* hanya ditemukan pada portofolio *loser* dan terjadi hanya pada periode jangka pendek (6 bulan). Dari pola pergerakan masing – masing portofolio, terlihat bahwa ada kecenderungan terjadinya pembalikan *return* terutama setelah periode

jangka pendek. Hasil uji beda *abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* menunjukkan bahwa tidak terdapat *market overreaction* pada portofolio *winner*, sedangkan pada portofolio *loser market overreaction* terjadi hampir seluruh periode pengujian.

Maharani dan Witiastuti (2015) meneliti Fenomena *Market Overreaction* di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian tahun 2009 sampai 2013. Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini adalah saham – saham yang tergolong dalam saham aktif menggunakan metode *purposive sampling*. *Market overreaction* diukur dengan *abnormal return* dan ditunjukkan dengan *cumulative abnormal return* portofolio *loser* mengungguli *cumulative abnormal return* portofolio *winner*. Hasil pengujian pada periode triwulan menunjukkan bahwa portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* pada bulan kedua dan ketiga. Hasil pada periode semester terjadi pada bulan ketiga, bulan kelima dan bulan keenam. Hasil pengujian periode tahunan, pembalikan terjadi pada bulan ketiga, keenam, kesembilan, dan keduabelas. Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa terjadi *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia. *Market overreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi tidak secara konstan melainkan secara sporadis. Atkins dan Dyl (1990) melakukan pengujian mengenai reaksi berlebihan jangka pendek dan perilaku *return* saham setelah satu hari perubahan besar harga saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perubahan harga yang terjadi merupakan suatu bentuk reaksi berlebihan.

Pratama, dkk (2016) meneliti Fenomena *Market Overreaction* di Bursa Efek

Indonesia selama tahun 2014. Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham yang tergolong dalam saham aktif menggunakan metode *purposive sampling*. *Market overreaction* diukur dengan *abnormal return* dan ditunjukkan dengan *cumulative abnormal return* portofolio *loser* mengungguli *cumulative abnormal return* portofolio *winner*. Hasil pengujian pada periode triwulan menunjukkan bahwa portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* pada bulan kedua dan ketiga. Hasil pada periode semester terjadi pada bulan ketiga, bulan kelima dan bulan keenam. Hasil pengujian periode tahunan, pembalikan terjadi pada bulan ketiga, keenam, kesembilan, dan duabelas. Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa terjadi *marketoverreaction* di Bursa Efek Indonesia. *Marketoverreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi tidak secara konstan melainkan secara sparatis.

Soomro *et al.* (2016) mengkaji hipotesis *overreaction* di perusahaan yang terdaftar dari KSE khususnya untuk semen sektor Pakistan. Data empiris dikumpulkan dari AKD sekuritas portofolio bulan Januari 2001 sampai Desember 2012 atau selama 11 tahun. Studi ini menemukan bukti adanya *overreaction* pada saham sektor semen pada bulan kesebelas dan duabelas dimana saham *loser* signifikan mengungguli saham *winner*.

Berdasarkan kajian teori serta hasil penelitian terdahulu, maka jawaban sementara (hipotesis) dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H: *Abnormal return* saham *winner* lebih kecil dibandingkan dengan *abnormalreturn* saham *loser* secara signifikan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian komparatif dimana penelitian ini bersifat membandingkan dan membedakan dua atau lebih fakta-fakta dan sifat – sifat objek yang diteliti berdasarkan kerangka pemikiran tertentu. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *abnormal return* saham *winner* dan *abnormal return* saham *loser*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *nonprobability sampling* yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak memberi peluang atau kesempatan yang sama bagi setiap unsur atau anggota populasi untuk dipilih menjadi sampel. Bagian dari teknik *nonprobability sampling* yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *sensus* (sensus) yaitu teknik penentuan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel, hal ini sering dilakukan bila jumlah populasi relative kecil, kurang dari 30 orang (Sugiyono, 2012:126). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Indeks BISNIS – 27 di Bursa Efek Indonesia (BEI) bulan Januari sampai Desember tahun 2016.

Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah *independent sample t-test* dan analisis dalam penelitian ini menggunakan program *software SPSS*. *Independent sample t-test* atau uji t sampel independen merupakan uji parametrik yang digunakan untuk menguji hipotesis sama atau tidak berbeda (H_0) antara dua variabel. Prinsip pengujian uji ini adalah melihat perbedaan variasi kedua kelompok data, sehingga sebelum dilakukan pengujian, terlebih dahulu harus diketahui apakah variannya sama (*equal variance*) atau variannya berbeda (*unequal variance*).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Indeks BISNIS – 27 adalah istilah untuk daftar indeks saham yang dibuat oleh Bursa Efek Indonesia, dan bekerjasama dengan beberapa pihak independen media bisnis di Indonesia. Pemilihan rekan kerjasama dengan beberapa media bisnis di Indonesia dimaksudkan sebagai sarana untuk menetapkan pilihan paling akurat berdasarkan kondisi iklim bisnis dan investasi teranyar di Indonesia dan juga untuk memastikan bahwa pihak yang membantu Bursa Efek Indonesia memutuskan daftar pemilik indeks saham adalah pihak yang tidak hanya kompeten, namun juga independen dan tidak memiliki kepentingan tertentu.

Bagi para pelaku bisnis atau investasi saham di Indonesia, mengetahui daftar perusahaan pemilik saham yang sehat dan potensial sangat penting. Akan tetapi, lebih penting lagi jika bisa mengetahui daftar perusahaan pemegang saham yang potensial sesuai dengan periode waktu paling terbaru, sehingga pelaku bisnis saham bisa membuat keputusan yang relevan. Indeks BISNIS – 27 adalah daftar pemilik saham yang wajib diketahui oleh para pebisnis dan investor Indonesia.

Pemilihan daftar Indeks BISNIS – 27 dilakukan setiap 6 bulan sekali, dikarenakan iklim bisnis dan investasi yang bisa saja berubah dengan cepat serta mengantisipasi berbagai tren saham. Indeks BISNIS-27 diluncurkan pada tanggal 27 Januari 2009, akan tetapi untuk mendapatkan data historikal hari dasar yang digunakan untuk perhitungan indeks adalah tanggal 28 Desember 2004 dengan nilai indeks adalah 100. Penentuan periode terbaru dilakukan untuk periode November hingga April, Mei

dan Oktober menjadi bulan-bulan dimana Bursa Efek Indonesia dan Bisnis Indonesia menyeleksi daftar perusahaan yang akan menjadi anggota Indeks BISNIS – 27.

Penentuan perusahaan yang berhak masuk daftar Indeks BISNIS – 27 memiliki beberapa kriteria yang harus diseleksi. Hal ini penting karena setiap pilihan akan bergantung pada keputusan banyak pelaku bisnis dan investor saham. Kriteria khusus yang harus dipenuhi dalam menentukan daftar Indeks BISNIS – 27 antara lain fundamental, teknikal, likuidasi transaksi dan akuntabilitas serta tata kelola perusahaan.

Kriteria fundamental merupakan kriteria paling mendasar yang digunakan untuk menentukan daftar perusahaan di dalam indeks BISNIS – 27 yang menyangkut laba, faktor balik modal dan faktor aset. Faktor-faktor yang dianalisa dan diseleksi antara lain laba bersih dan laba usaha, ROA, ROE, LDR (untuk bank) dan DER. Seluruh kriteria fundamental harus menunjukkan hasil positif secara konsisten.

Perusahaan yang berhak masuk dalam daftar indeks saham unggulan harus memiliki sistem pengelolaan yang baik dan akuntabilitas dari kinerja serta saham – saham yang dimiliki perusahaan tersebut. Bursa Efek Indonesia membentuk sebuah badan atau komite yang fungsinya menganalisa dan menyeleksi setiap perusahaan berdasarkan jenisnya. Dalam melaksanakan tugas tersebut, setiap anggota komite khusus harus terdiri dari orang-orang yang memiliki pengetahuan khusus sesuai dengan bidang kerja semua perusahaan yang sedang diseleksi untuk masuk ke dalam indeks saham. Setiap perusahaan yang hendak masuk ke dalam daftar indeks saham BEI harus

memiliki transaksi likuid yang baik dalam hal jumlah maupun volume dan kondisi ini harus dicapai secara konsisten.

Tabel 1.
Perusahaan Yang Terdaftar di Indeks BISNIS – 27
Periode November-April 2016 dan Mei-Oktober 2016

November-April		Mei-Oktober	
Kode	Nama Perusahaan	Kode	Nama Perusahaan
AALI	Astra Agro Lestari Tbk	AALI	Astra Agro Lestari Tbk
ADRO	Adaro Energy Tbk	ADRO	Adaro Energy Tbk
AKRA	AKR Corporindo Tbk	AKRA	AKR Corporindo Tbk
ASII	Astra International Tbk	ASII	Astra International Tbk
BBCA	Bank Central Asia Tbk	BBCA	Bank Central Asia Tbk
BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
BDMN	Bank Danamon Tbk	BDMN	Bank Danamon Tbk
BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk
BMTR	Global Mediacom Tbk	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk
BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CTRA	Ciputra Development Tbk
GGRM	Gudang Garam Tbk	GGRM	Gudang Garam Tbk
ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
INCO	Vale Indonesia Tbk	INCO	Vale Indonesia Tbk
INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk
KLBF	Kalbe Farma Tbk	KLBF	Kalbe Farma Tbk
LPKR	Lippo Karawaci Tbk	LPKR	Lippo Karawaci Tbk
MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk
PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk
PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk	PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk
PWON	Pakuwon Jati Tbk	PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk
SCMA	Surya Citra Media Tbk	PWON	Pakuwon Jati Tbk
SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
UNTR	United Tractors Tbk	UNTR	United Tractors Tbk

Sumber: Data diolah, 2017

Penelitian ini menggunakan periode 2016 sebagai dasar dalam penentuan sampel perusahaan. Perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan yang dapat secara konsisten berada dalam daftar Indeks BISNIS – 27 selama 2 periode berturut-turut.

Tabel 1 menunjukkan bahwa dari 27 perusahaan yang terdaftar di masing-masing periode November–April 2016 dan Mei–Oktober 2016, hanya terdapat 25 perusahaan yang masuk dalam kriteria pengambilan sampel. Perusahaan yang terdaftar di periode November–April 2016 namun tidak terdaftar di Mei–Oktober 2016 adalah Global Mediacom Tbk. dan Surya Citra Media Tbk. Sedangkan perusahaan yang baru terdaftar di Mei–Oktober 2016 juga tidak termasuk sampel penelitian yaitu Ciputra Development Tbk. dan Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.

Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah 25 perusahaan yang kemudian dibagi menjadi saham *winner* dan saham *loser*. Perusahaan yang memiliki *return* saham diatas rata-rata *return* saham industri disebut kelompok saham *winner*, sedangkan kelompok saham yang memiliki *return* dibawah rata-rata *return* saham industri disebut dengan saham *loser*. *Cut-off* yang digunakan untuk menentukan perusahaan tersebut tergolong saham *winner* dan *loser* adalah nilai *abnormal return* rata-rata. Penentuan saham *winner* dan *loser* ditampilkan pada Tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2.

Perusahaan *Winner* dan *Loser*

Kode Saham	Nama Perusahaan	AR	Status
AALI	Astra Agro Lestari Tbk	0,033255	WINNER
ADRO	Adaro Energy Tbk	0,099915	WINNER
AKRA	AKR Corporindo Tbk	-0,02777	LOSER
ASII	Astra International Tbk	0,042673	WINNER
BBCA	Bank Central Asia Tbk	0,018092	LOSER
BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	0,031849	WINNER
BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	0,00672	LOSER
BDMN	Bank Danamon Tbk	-0,00599	LOSER
BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	-0,16075	LOSER
BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	0,019756	WINNER
CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	0,037087	WINNER
GGRM	Gudang Garam Tbk	0,010176	LOSER
ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	-0,00677	LOSER
INCO	Vale Indonesia Tbk	0,057452	WINNER
INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	0,001118	LOSER
KLBF	Kalbe Farma Tbk	0,033137	WINNER
LPKR	Lippo Karawaci Tbk	-0,00557	LOSER
MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	0,037638	WINNER
PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	0,048912	WINNER
PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	0,02703	WINNER
PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk	0,105799	WINNER
PWON	Pakuwon Jati Tbk	0,023042	WINNER
SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk	0,017925	LOSER
TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	0,017639	LOSER
UNTR	United Tractors Tbk	0,020976	WINNER
<i>Cut Off</i>		0,019333668	

Sumber: Data diolah, 2017

Tabel 2 menunjukkan bahwa dari 25 perusahaan terdapat 14 saham yang tergolong *winner* dan 11 saham yang tergolong *loser*. *Cut-off* yang digunakan sebesar 0,01933. Perusahaan yang memiliki nilai *abnormal return* di bawah nilai *cut off* adalah AKR Corporindo Tbk., Bank BCA, Bank BRI, Bank Danamon, Bank Mandiri, Gudang

Garam Tbk., Indofood CBP Sukses Makmur Tbk., Indocement Tunggul Prakasa Tbk., Lippo Karawaci Tbk., Semen Indonesia Tbk. dan Telekomunikasi Indonesia Tbk.

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Keterangan	N	Mean	Std. Deviasi
<i>Loser</i>	11	-0.0123	0.05116
<i>Winner</i>	14	0.0442	0.02698

Sumber: Data diolah, 2017

Tabel 3 menunjukkan bahwa saham *loser* memiliki nilai rata-rata sebesar -0.0123 tidak mampu mengungguli saham *winner* yang memiliki nilai rata-rata sebesar 0.0442. Standar deviasi yang dimiliki oleh saham *loser* adalah sebesar 0.05116 lebih rendah dibandingkan standah deviasi yang dimiliki saham *winner* yaitu 0.02698 yang artinya sejalan dengan konsep *high risk high return*. Perusahaan yang memiliki kemungkinan tinggi memperoleh *return* maka potensi untuk menderita *loss* juga semakin tinggi.

Tabel 4.
Hasil Pengujian Normalitas

Nilai Kolmogorov-Smirnov
0.205

Sumber: Data diolah, 2017

Hasil pengujian menunjukkan Sig. > alpha (0.205>0.05) maka dapat ditarik kesimpulan bahwa data berdistribusi normal. Hasil pengujian menjadi dasar pengujian hipotesis untuk menggunakan uji parametrik yaitu uji *independent sample t - test*.

Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa *abnormal return* saham *winner* lebih kecil dibandingkan dengan *abnormalreturn* saham *loser* secara signifikan. Hasil perhitungan uji *levene's* menentukan apakah akan menggunakan varian yang diasumsikan sama atau tidak. *Levene's Test for Equality of Variances* menunjukkan nilai signifikansi saham *winner* dan *loser* sebesar 0.395 yang berarti bahwa nilai signifikan tersebut diatas α yang diisyaratkan sebesar 0.05, oleh karena signifikansi pengujian diatas 0.05 maka dasar pengujian hipotesis menggunakan tabel asumsi varian yang tidak sama (*equal variance not assumed*). Pengujian hipotesis *abnormal return* saham *winner* lebih kecil dibandingkan dengan *abnormal return* saham *loser* dikonfirmasi dari Tabel 3 menunjukkan angka yang signifikan dengan nilai *winner* lebih besar dari nilai *loser* (0.0442 > -0.0123).

Tabel 5.
Uji Independent Sample T - test.

	Levene's Test for Equality of Variances		t	df	Sig. (2-tailed)
	F	Sig.			
Equal variances assumed	0.753	0.395	-3.560	23	0.002
Equal variances not assumed			-3.316	14.323	0.005

Sumber: Data diolah, 2017

Hasil pengujian menunjukkan penolakan hipotesis yang berarti bahwa *overreaction* tidak terjadi pada perusahaan yang terdaftar di Indeks BISNIS – 27 selama tahun 2016. Pengujian hipotesis juga diperkuat oleh fakta bahwa rata-rata *cumulative abnormal returns* saham *winner* mengungguli saham *loser*. Secara

keseluruhan nilai kelompok saham *winner* memiliki nilai positif sedangkan kelompok saham *loser* memiliki nilai negatif. Kelompok saham *winner* yang memiliki nilai rata-rata *abnormal return* positif menunjukkan bahwa perusahaan cenderung memilih untuk melakukan pembelian dibandingkan penjualan selama tahun 2016. Implikasi dari aktivitas tersebut adalah *abnormal return* cenderung bernilai positif di kelompok saham *winner*. Kondisi sebaliknya terjadi pada kelompok saham *loser* yang memiliki rata-rata *abnormal return* negatif di sepanjang tahun 2016. Perolehan *abnormal return* negatif di sepanjang 2016 menunjukkan bahwa perusahaan yang terklasifikasi ke dalam kelompok *loser* cenderung untuk melakukan penjualan dibandingkan pembelian. Implikasi dari aktivitas ini adalah harga saham cenderung turun yang mengakibatkan *abnormal return* menjadi negatif.

Tabel 6.
Average Abnormal Return Saham Winner Dan Loser
Selama Periode Penelitian

Periode	<i>Average Abnormal Return Saham Winner</i>	<i>Average Abnormal Return Saham Loser</i>
1	-0,017248709	-0,001822272
2	0,062833598	0,018453074
3	0,140081079	-0,019444618
4	0,001360838	-0,028670301
5	-0,061562431	-0,031642992
6	0,159848742	0,063828608
7	0,173274177	-0,008320575
8	0,086508375	0,006704151
9	-0,001363239	-0,029239543
10	0,063849297	-0,009702348
11	-0,137653992	-0,125112589
12	0,060233705	0,01031637

Rata-rata	0,04418012	-0,012887753
------------------	-------------------	---------------------

Sumber: Data diolah, 2017

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang ditemukan oleh Manurung & Priotomo (2005) dan Maharani & Setyo (2005). Hasil penelitian Manurung dan Priotomo (2005) menunjukkan bahwa anomali *overreaction* atau pembalikan CAR *loser* dan *winner* (dimana CAR saham *loser* mengungguli CAR saham *winner*) hanya terdapat pada dua periode saja selama periode penelitian. Secara simultan, gejala anomali *overreaction* baru terjadi pada periode tahunan (tahun 2001–2002 dan 2002–2003). Hasil empiris menyatakan bahwa semakin lama periode pembentukan dan observasi akan menyebabkan hasil yang diperoleh menjadi semakin baik atau signifikan. Lebih lanjut, mereka menyarankan bahwa strategi kontrarian sangat berisiko dilakukan oleh investor dalam melakukan kegiatan investasinya terlebih setelah terbukti bahwa anomali *overreaction* tidak terjadi di BEJ khususnya pada sektor industri tekstil, perdagangan besar dan perdagangan eceran.

Hasil penelitian Manurung dan Priotomo (2005) menyimpulkan bahwa dengan menggunakan periode triwulan tidak membuktikan terjadinya anomali *overreaction* di Bursa Efek Jakarta, khususnya pada sektor industri tekstil, perdagangan besar produksi dan perdagangan eceran. Kondisi tidak terjadinya *overreaction* disebabkan karena saham *winner* mengalami penurunan tetapi tidak mengalami pembalikan (*reversal*), yang ditunjukkan dengan nilai CAR *winner* yang tetap positif. Selama periode penelitian ini investor pemegang saham *winner* tetap mendapatkan *return* yang positif.

Hasil penelitian Yunita (2012) juga sejalan dengan hasil penelitian Manurung dan Priotomo(2005), yang menyatakan bahwa terjadipenurunan pada kelompok saham *winner* tetapi penurunan tersebut tidaksignifikan. Sebaliknya, saham *loser* tidak mengalami pembalikan ke arah positif, tetapi justru mengalami penurunan nilai. Investor pemegang saham *loser* tetapmendapatkan *return* negatif selama periode penelitian ini. Hasil penelitianini sejalan dengan penelitian Najmudin (2012), yang menyatakan bahwaterjadi penurunan pada kelompok saham *loser* sehingga saham *loser* tetap dalamposisi *loser*.

Secara keseluruhan, kinerja kelompok saham *loser* tidak mengunggulikinjerja kelompok saham *winner*. Dengan demikian hasil penelitian inimenyatakan bahwa tidak terjadi gejala *market overreaction* pada sahamperusahaan yang terdaftar di Indeks BISNIS – 27. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis pasar efisien sekaligusmenunjukkan bahwa pasar saham di Bursa Efek Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah. Investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* denganmengandalkan informasi historis yang ada, sehingga investor cenderung lebihaktif. Bentuk efisien pasar di BEI ini dapat disebabkan oleh semakinbanyaknya investor yang aktif di pasar saham.Seperti diketahui saat inimasyarakat semakin menyadari pentingnya berinvestasi. Sebagai salah satusarana investasi, pasar saham menjadi alternatif yang diminati masyarakat.Hal ini membuat jumlah investor yang aktif di Bursa Efek Indonesia semakin meningkat.

Gejala *market overreaction* yang tidak terjadi pada perusahaan di Indeks BISNIS – 27 tidakmendukung penerapan strategi investasi kontrarian. Investor tidak

dapat membeli saham *loser* pada periode pembentukan dan menjualnya pada periode berikutnya, karena *return* yang dihasilkan tetap negatif. Strategi ini cukup berisiko untuk diterapkan di Bursa Efek Indonesia terutama pada perusahaan yang terdaftar di Indeks BISNIS – 27.

Hipotesis pasar efisien yang dijelaskan oleh Fama (1997) merupakan kontrarian penjelasan dari keputusan *overreaction*, sehingga keadaan pasar modal suatu negara dapat efisien atau *overreaction* jika dilihat dari perspektif rasional investor. Hasil penelitian yang menunjukkan tidak terjadinya *overreaction* dan cenderung efisien ditemukan oleh Pratama dkk (2016). Penelitiannya menemukan bahwa pasar modal di Indonesia sudah mengalami perkembangan dan mapan dalam perspektif pengambilan keputusan. Proses edukasi yang dilakukan oleh pihak BEI dan OJK selama ini dapat dikatakan cukup berhasil. Investor menjadi semakin rasional dan pasar modal di Indonesia tidak lagi abnormal.

Investor yang rasional dapat berimplikasi pada pengambilan keputusan investasi. Investor yang rasional tidak lagi mengambil keputusan investasi kontrarian dengan memanfaatkan situasi pasar yang abnormal. Konsekuensi dari pasar yang tidak abnormal adalah timbulnya pasar modal yang mulai efisien. Pasar modal yang efisien merupakan salah satu justifikasi mengapa tidak adanya *reversal effect* di Indonesia atau tidak adanya *overreaction*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi *overreaction* pada saham Indeks BISNIS – 27 di Bursa Efek Indonesia. Penolakan hipotesis penelitian dapat dilihat dari hasil pengujian hipotesis yang menunjukkan bahwa tidak terdapat *overreaction* yang signifikan secara statistik yang ditandai dengan *abnormal return* saham *winner* secara konsisten lebih besar dibandingkan dengan *abnormal return* saham *loser* secara signifikan. Nilai *abnormal return* saham *winner* cenderung lebih besar dibandingkan nilai *abnormal return* saham *loser* pada Indeks BISNIS – 27 di sepanjang tahun 2016.

Kelompok saham *loser* mengungguli saham *winner* pada bulan Januari, Mei dan November 2016. Hasil ini menunjukkan bahwa *market overreaction* di Indeks BISNIS – 27 terjadi tidak secara konstan melainkan hanya secara separatis. Situasi pasar abnormal yang terjadi secara separatis tidak dapat dijadikan acuan sebagai indikasi terjadinya *market overreaction*.

Hasil penelitian ini mendukung hipotesis pasar efisien sekaligus menunjukkan bahwa pasar saham di Bursa Efek Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah. Investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan informasi historis yang ada, sehingga investor cenderung lebih aktif. Bentuk efisien pasar di Bursa Efek Indonesia ini dapat disebabkan oleh semakin banyaknya investor yang aktif di pasar saham dan pengambilan keputusan yang lebih rasional.

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan, disarankan beberapa hal penting sebagai berikut. 1). Keterbatasan penelitian ini adalah penggunaan sampel yang masih relatif sedikit dengan jumlah periode pengamatan yang cukup pendek, sehingga

penelitian yang akan datang disarankan untuk menggunakan kelompok saham yang lebih representatif dan periode penelitian yang lebih panjang agar dapat menunjukkan kondisi pasar modal di Indonesia secara keseluruhan; 2). Penelitian yang akan datang juga disarankan untuk mengkaji informasi selain harga atau *return* saham dimasa lalu, seperti *corporate action* yang dilakukan oleh perusahaan publik (emiten) untuk menunjukkan efisiensi pasar dengan cakupan yang lebih luas; 3). Investor dapat menerapkan strategi investasi pasif dalam berinvestasi di pasar modal dan juga sebagai pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi agar tidak *overreaction* menyikapi informasi sehingga kondisi pasar modal di Indonesia tetap efisien.

REFERENSI

- Abarghoohi, Ahmad F., Asghar K. Khorami and Atoosa Yazdani. 2013. The Investigation of Investors Overreaction to Patterns of Past Financial Performance Measure: Evidence from Tehran Stock. *Journal of Bussines and Finance* 01 (3) h: 105-111
- Ali, Ruhaini., Ahmad, Zamri and Shangkari V Anusakumar. 2011. Stock Market Overreaction and Trading Volume: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol. 7 No. 2 h:103 -119.
- Atkins, Allen B dan Edward A Dyl. 1990. Price Reversal, Bid Ask Spreads and Market Efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 25, No. 4, pp. 535 – 547.

- Azhar Ardi, Kiryanto dan Amalia. 2008. Overreaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan – Perusahaan di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi ke 11*. Pontianak.
- Brown, S. J and J. B Warner. 1985. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3 – 31.
- Cahyaningdyah, D dan Witiastuti, R S. 2010. Analisis Monday Effect dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 1 (2): 154-168.
- Chaouachi, Olfa and Douagi, Fatma Wyème Ben Mrad. 2014. Overreaction Effect in the Tunisian Stock Market. *Journal of Asian Business Strategy*. Vol. 4 (11) h: 134-140.
- De Bond, W dan R Thaler. 1985. Does Security Analysts Overreact? *The American Economic Review*. Volume 80. 52-57.
- Dhouib, Fatma Hammami and Abouib, Ezzeddine. 2007. Doest the Tunisian Stock Market Overreact? *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finnace*. AAMJAF. Vol. 3. No. 2, 83-107.
- Dissnaike, Gishan. 1997. Do Stock Market Investor Overreact? *Journal of Business Finance and Accounting*. 24.
- Elton, E.J dan Gruber. 2005. *Modern Portofolio Theory and Investment Analyst 6th Edition*. Canada: John Willey and Sons Inc.
- Fahamsyah, Ronald. 2009. Over Reaksi Pasar Pada Harga Saham Perusahaan Non Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Fama, F Eguene. 1997. Market Efficiency, Long – Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49 283-306.
- Ghozali, Imam. 2012. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS. Edisi Keenam. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gumanti, Tatang Ary dan Elok Sri Utami. 2002. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol. 4 No. 1, 54 – 68.

- Gunarsa & Ekayani, S. 2011. Pengujian Eksistensi Anomali *Winner-Loser* Saham Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen & Akuntansi STIE Triatma Mulya*. 16 (2): 34-40.
- Hsieh, Heng Hsing and Kathleen Hodnett. 2011. Timing of Mean Reversals on JSE Securities Exchange (JSE): The Case of South Africa. *Journal of Applied Finance and Banking*. 1 (1) h: 107 -130.
- Husnan, Suad.2009. Dasar – Dasar *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi keempat. AMP YPKN. Yogyakarta.
- Imandaru, Karaditya. (2013). Analisis Market Overreaction Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008 – 2010. *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta.
- Indriantoro, Nur, Bambang Supomo. 2011. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen*, Edisi Pertama, BPFE – Yogyakarta.
- Jensen, M. C and Meckling W. H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4. Pp. 305 – 360.
- Jogiyanto, Hartono. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPFE.
- Jones, Charles P. 2014. *Investment: Principles and Concepts*. 12th edition. International Student Version. New York: John Wiley and Sons.
- Maharani, Santi dan Witiastuti, Rini Setyo. 2015. Fenomena Market Overreaction di Bursa Efek Indonesia. *Management Analyst Journal* Vol. 4 (1).
- Manurung, A. H. 2008. *Strategi Memenangkan Transaksi Saham di Bursa*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Marina, Transiska Luis. 2005. Analisis Perbedaan BID-ASK Spread dan Abnormal Return Saham Seputar Pengumuman Right Issue. *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Najmudin. 2012. Eksistensi Anomali Winner – Loser Pada Saham Jakarta Islamic Index. *Solusi* ISSN 1412 – 5331. Vol. 10, No. 3. Universitas Jenderal Soedirman Purwokerto.

- Nazir, Moh. 2011. *Metodologi Penelitian*. Cetakan 6 Bogor: Ghalia Indonesia
- Octavio, D. Q & Lantara, I. W. N. 2014. Market Overreaction, Size Effect, atau Liquidity Effect? Studi Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Strategis Bisnis dan Kewirausahaan*. 8 (1): 11-17.
- Pasaribu, Rowland Bismark. 2011. Overreaction Anomaly in Indonesia Stock Exchange: Case Study of LQ-45 Stocks. *Journal of Economics and Business*, Vol. 5, No. 2, pp. 87-115.
- Pratama, Surya, I. B Anom Purbawangsa dan Luh Gede Sri Artini. 2016. Analisis *Overreaction* Pasar Pada Saham *Winner* dan *Loser* Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*. Vol. 5, No. 12.
- Rahmawati dan Tri Suryani. 2005. Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Seminar Nasional Akuntansi ke 8*.
- Rosenberg, B., Reid, K. dan Lastein, R. 1985. Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portofolio Management*. Winter, h: 9-17.
- Samsul, Mohammad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta, Penerbit Erlangga
- Sartono, A dan Yarmanto. 1996. Analisis Koefisien Penyesuaian Harga dan Efektifitas Penyerapan Informasi Baru di Bursa Efek Jakarta. *Kelola*. Vol. 12.
- Sartono, Agus. 2000. Overreaction of The Indonesian Capital Market. *Gadjah Mada International Journal ff Business*. Vol. 2, No. 2: 163 – 184.
- Soomro, Rizal H., Ahmed, Syad Faizan., and Husain, Hamjad. 2016. Contrarian Strategy after Testing Overreaction Hypothesis in Cement Sector Companies Listed in Karachi Stock Exchange. *Journal of Advanced Management Science* Vol. 4, No. 3.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suhermini. 2004. Reaksi Berlebihan dan Antisipasi Berlawanan di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. 5(2), h: 201 – 206.

- Sukmawati dan Daniel H. 2003. Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham – Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*. Vol. 3, No. 1.
- Suroso, Yohana Ofi. 2016. Analisis Market Overreaction Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Swandewi, Gusti Ayu Era dan Mertha, I Made. 2013. Abnormal Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *E-Journal Akuntansi Universitas Udayana* 5.1: 85-99.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta, Penerbit Kanisius.
- Warnida, Titi Dewi dan Marwan Asri Sw. 1998. Dapatkan Strategi Kontrarian Diterapkan di Pasar Modal Indonesia? *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13.
- Wibowo, Agus dan Agus Sukarno. 2004. Reaksi Pasar Berlebihandan Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Pembalikan Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta. *Wahana*. Februari, Vol. 7. No 1: 57-73.
- Wiksuana, I Gst Bgs. 2009. Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Momentum di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 11 No. 1 :73-84.
- Yulianita, Eenny. 2003. Pengujian Anomali Winner-Loser di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Yunita, Elya. 2012. Analisis Overreaction Hypothesis Pada Sektor Perusahaan Properti dan Keuangan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya*. Vo. 1, No. 5.
- Yull, Eline dan Kirmizi. 2012. Analisis Overreaction Hypotesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Price Reversal. *Pekbis Jurnal*. 4(1), h: 1-16.

Ziobrowski, Alan J. James W. Boyd. Ping Cheng and Brigitte J. Ziobrowski. 2011.
Abnormal Returns from the Common Stock Investments of Members of the U.S.
House of Representatives. *Business and Politics*. Vol. 13 Issue 1.

www.cnnindonesia.com/ekonomi/

www.detikfinance.co.id

www.duniainvestasi.com

www.idx.co.id