

ANALISIS OVERREACTION PADA SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2015-2017

Eko Krida Zafran Zakir R.*, Afifudin Junaidi*****
Prodi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Malang
Email : ekokrida46@gmail.com

ABSTRACT

This research aims to investigate the overreaction occurrence in Average Cumulative Abnormal Return (ACAR) of the winner and loser of the superinvestor portfolios and the ACAR difference in both portfolios. This research is a correlational study with a quantitative approach. Secondary data were the stock data of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2015-2017. The sampling technique was Purposive sampling and obtained a total sample of 126 companies. Data were analyzed statistically by using One Sample t-Test. The result demonstrates the significance value (p-value) of the ACAR overreaction data of winner portfolio, loser, and the difference in ACAR values of 0.024, 0.026, and 0.018 ($<\alpha$ 0.05), respectively. The cumulative value of abnormal returns reached an average of 1,195245. Based on the findings, it can be stated that there was no overreaction in the ACAR winner portfolio, and the winner's shares still produce a positive return. On the other hand, even though there was no overreaction ACAR of the loser portfolio, losers shares still produce a negative return (loss). In addition, overreaction was not found in the ACAR difference between winner and loser portfolios. Therefore, it is concluded that the loser portfolio performance did not outperform the winner portfolio performance during the study period. Market overreaction anomalies do not occur on the Indonesia Stock Exchange in the period 2015-2017, and indicate that the stock market on the IDX has been efficient yet in weak form.

Keywords: *Overreaction, Stock, Manufacturing companies, BEI.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pasar modal merupakan indikator perekonomian dimana saat ini pasar modal telah menjadi suatu lembaga investasi yang berperan dalam meningkatkan pertumbuhan perekonomian suatu negara, termasuk Indonesia. Bursa Efek Indonesia adalah pasar modal yang ada di Indonesia yang merupakan salah satu contoh pasar modal yang menjadi daya tarik bagi para investor, baik investor yang berasal dari luar negeri (asing) maupun investor yang berasal dari dalam negeri (domestik).

Saham merupakan salah satu komoditi yang diperdagangkan dalam pasar modal, di mana harga adalah faktor yang cukup penting untuk dipertimbangkan. Oleh karena itu harga saham menjadi penting untuk diprediksi dan dianalisis. Namun dalam prosesnya ditemukan beberapa penyimpangan-penyimpangan, yang salah satunya adalah *Overreaction*. *Overreaction* merupakan fenomena yang terjadi akibat adanya reaksi berlebihan dari para investor di pasar modal dalam menanggapi sebuah informasi baru. Implikasi dari fenomena

overreaction menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional dan tidak emosional. Yunita (2012) menjelaskan bahwa reaksi pasar terhadap harga saham menjadi penting untuk dibahas karena reaksi pasar memberikan perilaku prinsipal pelaku pasar yang akan mempengaruhi kondisi pasar modal dimana kondisi pasar yang cenderung aktif dan fluktuatif ini merupakan bagian dari pasar modal Indonesia.

Salah satu bentuk anomali pasar yang berkaitan dengan fluktuasi harga saham adalah anomali *winner-loser*. Anomali *winner-loser* menjelaskan bahwa saham yang awalnya menghasilkan *abnormal return* ekstrim positif (*winner*) atau *abnormal return* ekstrim negatif (*loser*) selanjutnya akan mengalami pembalikan (*reversal*), khususnya saham *loser* yang *outperform* terhadap saham *winner*. Kondisi ini akan mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah, dan *return* yang sebelumnya rendah akan menjadi tinggi. Akibatnya saham-saham yang biasanya diminati pasar yang mempunyai *return* tinggi, akan menjadi kurang diminati. Sebaliknya saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati akan mulai dicari oleh pasar. Keadaan ini akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* positif dan negatif. De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa fenomena harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti dari pasar yang bereaksi secara berlebihan dalam merespon suatu informasi atau mendukung hipotesis *overreaction*.

Adanya anomali ini telah mempopulerkan strategi investasi kontrarian, yaitu: membeli saham *loser* selanjutnya menjualnya pada saat menjadi *winner* sehingga menghasilkan *abnormal return* signifikan positif. Manurung dan Permana (2005) menyatakan hipotesis *market overreaction* dapat menjelaskan anomali *winner-loser*. Hipotesis *market overreaction* menjelaskan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi khususnya informasi baru yang dramatis. Pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik.

Penelitian pada saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2017 dilihat dengan perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) antara kelompok portofolio *winner* dan portofolio *loser* untuk mengetahui ada tidaknya gejala *market overreaction*. Portofolio *winner* adalah kelompok saham yang konsisten mengalami kenaikan harga, sedangkan portofolio *loser* adalah kelompok saham yang konsisten mengalami penurunan harga.

Berdasarkan peneliti terdahulu dan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka judul penelitian ini “Analisis *Overreaction* Pada Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2015-2017”.

Rumusan Masalah

1. Apakah terjadi *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017?
2. Apakah terjadi *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017?
3. Apakah terjadi *overreaction* pada selisih *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* dan portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017?

Tujuan Penelitian

1. Mengetahui terjadi dan tidaknya *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.
2. Mengetahui terjadi dan tidaknya *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.
3. Mengetahui terjadi dan tidaknya *overreaction* pada selisih *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* dan portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.

Kontribusi Penelitian

a. Bagi Peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai gejala *market overreaction* yang ada di pasar modal. Selain itu juga diharapkan penelitian ini dapat menambah pengetahuan peneliti mengenai mekanisme penelitian.

b. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberi informasi kepada investor apabila ada perilaku *overreaction* di pasar modal.

c. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan khususnya dalam bidang pasar modal, dan diharapkan dapat digunakan sebagai referensi pada penelitian berikutnya.

Tinjauan Teori

Pasar modal

Pasar modal adalah sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Untuk menarik pembeli dan penjual supaya ikut berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Pasar modal dikatakan likuid apabila pelaku pasar dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat. Selain itu, pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga yang diperdagangkan mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat (Jogiyanto, 2010).

Saham

Saham merupakan surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan yang *go public* dalam rangka memenuhi kebutuhan modalnya secara murah melalui mekanisme yang disebut pasar modal untuk menambah modal disetor perusahaan tanpa perlu mengeluarkan biaya untuk membayar bunga. Sebagai imbalannya manajemen perusahaan akan berusaha sekuat tenaga menjaga agar harga saham yang diperdagangkan melalui pasar bursa tetap tinggi agar investor mendapatkan *dividen* ataupun *gain* dari nilai sahamnya.

Menurut Anoraga (2006) harga pasar (*market price*) merupakan harga pada pasar riil dan merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena merupakan harga dari suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung atau jika pasar sudah tutup, maka harga pasar adalah harga penutupan (*closing price*) dari suatu saham.

Anomali Pasar Modal

Meskipun hipotesis pasar efisien telah menjadi konsep yang dapat diterima di bidang keuangan, namun pada kenyataannya beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan yang disebut anomali pasar. Menurut Jones (2014) anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah. Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain :

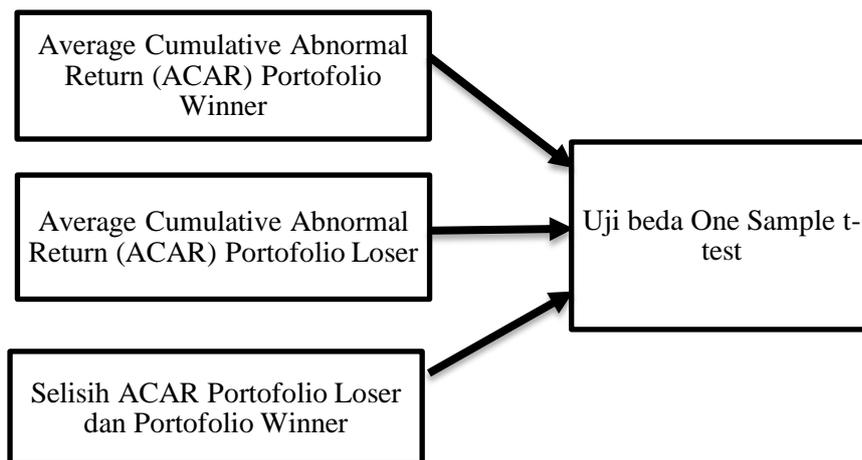
Price earning (P/E) effect, Size effect, January effect, Neglected firm effect, Reversal effect

Market Overreaction

Hipotesis *market overreaction* pertama kali dinyatakan oleh DeBondt dan Thaler pada tahun 1985. Mereka menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Investor cenderung untuk bereaksi berlebihan pada peristiwa luar biasa dan informasi baru, serta mengabaikan informasi yang lebih lama (Jones, 2014). Pelaku pasar menetapkan harga saham terlalu tinggi dalam menanggapi berita baik (*good news*). Sebaliknya, mereka akan menetapkan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Pasar akan melakukan koreksi atas reaksi berlebihan tersebut. Tindakan koreksi tersebut berupa pembalikan yang ditunjukkan oleh penurunan harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* serta naiknya saham *loser*. Fenomena ini dikenal dengan efek pembalikan (*reversal effect*) yang merupakan nama lain untuk anomali *winner-loser*.

Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dari penelitian ini dijelaskan melalui bagan berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

HIPOTESIS PENELITIAN

- H₁: terjadi *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)* portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.
- H₂: terjadi *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)* portofolio *loser* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.

H₃: terjadi *overreaction* pada Selisih *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* dan portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan desain penelitian korelasional dengan pendekatan kuantitatif. Data penelitian berupa data saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2017. Yang diperoleh dari Galeri Investasi IPOT Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Malang. Penelitian ini menggunakan variabel dependen dan independen. Variabel dependen (Y) yaitu saham perusahaan manufaktur, sedangkan variabel independennya (X) adalah *overreaction*. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan 2015-2017. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dan diperoleh jumlah sampel sebanyak 126 perusahaan. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan metode yang digunakan oleh De Bondt dan Thaler (1985), yaitu melalui metode *One Sample t-test* terhadap nilai ACAR dengan tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 0,05$).

Sampel

. Kriteria untuk ketentuan sampel yaitu:

1. Perusahaan manufaktur yang sudah tercatat pada Bursa Efek Indonesia selama jangka waktu 2015-2017.
2. Perusahaan manufaktur dengan sahamnya yang aktif diperjualbelikan pada BEI selama periode Januari 2015 hingga Desember 2017.
3. Data ekuitas perusahaan manufaktur pada periode penelitian selama bulan Januari tahun 2015 hingga bulan Desember tahun 2017 ada dengan lengkap.

Definisi Operasional

Overreaction adalah reaksi berlebihan terhadap suatu informasi di pasar saham. Selanjutnya, saham adalah surat berharga yang bersifat kepemilikan baik individu maupun badan yang artinya pemilik saham adalah pemilik perusahaan, dengan demikian semakin besar saham yang dimiliki maka semakin besar pula kekuasaannya dalam perusahaan tersebut. Kelengkapan data sampel menjadi syarat utama dalam penelitian ini, pengukuran variabel dengan:

1. Perhitungan *Daily Return* Saham

Dengan menggunakan data harga saham penutupan pada setiap perdagangan maka dapat dihitung return harian untuk masing-masing saham. Suciningtyas (2011). *Return* harian yang diperhitungkan adalah *capital gain/loss* harian dengan rumus:

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

Keterangan:

$R_{i,t}$: *return* saham i pada hari ke t

$P_{i,t}$: harga saham i pada hari ke t
 $P_{i,t-1}$: harga saham i pada hari ke t-1

2. Perhitungan *Daily Return Market*

Dengan menggunakan data penutupan Jakarta Islamic Index pada tiap hari perdagangan, Suciningtyas (2011). Maka dapat dihitung *return market* harian.

$$R_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$: *Return* pasar pada hari ke-t
 I_t : Jakarta Islamic Index pada hari ke- t
 I_{t-1} : Jakarta Islamic Index pada hari ke- t-1

3. Perhitungan *Abnormal Return*

Abnormal return merupakan kelebihan *return* aktual dibandingkan dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). *Expected return* diperoleh dari estimasi. Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah *market adjusted model*. Suciningtyas (2011). Pada model tersebut yang menjadi *expected return* adalah *return* ekpektasi pasar.

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

$AR_{i,t}$: *abnormal return* saham i pada hari ke- t

$R_{i,t}$: *return* saham i pada hari ke- t

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

4. Proses Formasi Portofolio *Winner Loser*

Setelah menghitung *abnormal return* dari masing-masing saham maka proses selanjutnya adalah menghitung CAR. *Cumulative Abnormal Return* merupakan jumlah atau *cumulative market adjusted abnormal return* periode tunggal suatu saham selama periode tertentu dalam hal ini adalah periode formasi. Dalam penelitian ini diakumulasikan *abnormal return* saham selama enam bulan untuk membentuk CAR enam bulanan dari tiap saham, Suciningtyas (2011).

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^t AR_{it}$$

Keterangan:

CAR_{it} : *Cumulative Abnormal Return* saham i pada waktu t

AR_{it} : *Abnormal Return* saham i pada waktu t

Setelah mendapatkan nilai CAR untuk tiap saham kemudian diurutkan sesuai dengan urutan kinerja dari masing-masing saham. Dari urutan tersebut dapat dikategorikan mana saja yang termasuk saham *winner* atau saham *loser*. Saham-saham yang termasuk dalam desil pertama ke atas (20%) maka dapat dikategorikan sebagai saham *Winner* dalam periode formasi. Saham-saham yang termasuk dalam desil terbawah (20%) dikategorikan sebagai saham *Loser* dalam periode formasi. Setelah didapatkan formasi kemudian kinerja

dan masing-masing portofolio dilakukan observasi selama 6 (enam) bulan bagi pembentukan formasi 6 (enam) bulanan.

5. Proses Observasi Portofolio *Winner Loser*

Setelah portofolio saham *winner* dan terbentuk maka dilakukan observasi terhadap *abnormal return* yang dihasilkan oleh kedua portofolio tersebut. Suciningtyas (2011). Rumus yang digunakan dalam mengukur nilai CAR portofolio *loser* dan *winner* adalah sebagai berikut:

$$CAAR_{p,z,t} = \sum_t \left[\left(\frac{1}{N} \right) \sum_{j,t}^N AR_{j,t} \right]$$

Keterangan:

$CAAR_{p,z,t}$: *cumulative average abnormal return* dalam bulan pada test periode tiga bulanan dan enam bulanan pada portofolio *loser/winner*

N : Jumlah saham dalam portofolio

P : portofolio (*winner* atau *loser*)

Z : tes periode observasi

Proses observasi dilanjutkan dengan menghitung rata-rata CAR (ACAR) masing-masing portofolio selama periode observasi. ACAR diperoleh berdasarkan CAAR dari setiap replikasi yang dilakukan. Adapun rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$ACAR_{p,t} = \frac{\sum_{z-1}^t CAAR_{p,z,t}}{Z}$$

Keterangan:

$ACAR_{p,t}$: *average CAR* portofolio *loser/winner* pada hari ke-t

$CAAR_{p,z,t}$: CAR portofolio pada hari ke- t pada replikasi ke- z

Z : jumlah replikasi

Nilai ACAR dihitung setiap akhir bulan untuk tiap periode observasi (replikasi). Sehingga untuk periode penelitian enam bulanan maka akan ada enam ACAR yang bisa dihitung. Nilai ACAR yang diperoleh untuk kedua portofolio baik *winner* maupun *loser* akan digunakan untuk menjawab dua hipotesis pertama dari uji *overreaction*. Proses selanjutnya adalah menghitung selisih *average CAR* portofolio *loser* dengan CAR portofolio *winner* dari replikasi yang telah dilakukan. Suciningtyas (2011). Selisih ACAR dihitung dengan tujuan untuk menguji hipotesis ketiga yaitu $ACAR_{loser} - ACAR_{winner} > 0$. Rumus yang digunakan antara lain:

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

Keterangan:

$ACAR_t$: Selisih antara $ACAR_{L,t}$ dengan $ACAR_{W,t}$ pada hari ke-t

$ACAR_{W,t}$: *average CAR* portofolio *winner* pada hari –t

$ACAR_{L,t}$: *average CAR* portofolio *loser* pada hari –t

Selisih ACAR dihitung dengan tujuan untuk mengetahui keberadaan gejala *overreaction* dimana portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini dilakukan di seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2015-2017 yang menjadi sampel penelitian sebanyak 126 perusahaan dari 167 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia:

Tabel 1. Perincian Pemilihan Sampel Berdasarkan Kriteria.

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan Yang Terdaftar di BEI periode 2015 - 2017	167
2	Perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak aktif di perdagangan periode 2015 -2017	0
3	Data saham perusahaan manufaktur tidak tersedia secara lengkap periode 2015 - 2017	(41)
	Jumlah sampel	126

Sumber : Data diolah (2019)

Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif meliputi nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Hasil analisis deskriptif disajikan sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Return Realisasi	200	,555133	1,879975	1,217554	4,7506432
Return Market	30	-,008768	,017259	,004245	,0348511
Abnormal Return	215	,236134	1,372535	,804335	4,2267787
Cumulative Abnormal Return	200	,531599	1,858891	1,195245	4,7594218

Sumber : Data diolah (2019)

1. Variabel *Return Realisasi* setelah dilakukan pengujian dengan statistik uji deskriptif mempunyai nilai *minimum* sebesar 0,555133 nilai *maksimum* sebesar 1,879975 *mean* sebesar 1,217554 dengan *standar deviasi* sebesar 4,7506432.
2. Variabel *Return Market* setelah dilakukan pengujian dengan statistik uji deskriptif mempunyai nilai *minimum* sebesar -0,008768 nilai *maksimum* sebesar 0,017259 *mean* sebesar 0,004245 dengan *standar deviasi* sebesar 0,0348511.
3. Variabel *Abnormal Return* setelah dilakukan pengujian dengan statistik uji deskriptif mempunyai nilai *minimum* sebesar 0,236134 nilai *maksimum* sebesar 1,372535 *mean* sebesar 0,804335 dengan *standar deviasi* sebesar 4,2267787.
4. Variabel *Cumulative Abnormal Return* setelah dilakukan pengujian dengan statistic uji deskriptif mempunyai nilai *minimum* sebesar 0,531599 nilai *maksimum* sebesar 1,858891 *mean* sebesar 1,195245 dan standar deviasi sebesar 4,7594218.

Pengujian Portofolio

Pada setiap portofolio dilakukan perhitungan *average abnormal return* (AAR) bulanan. Perhitungan AAR dilakukan dengan menghitung rata-rata *abnormal return* setiap bulan baik

pada periode pembentukan maupun periode pengujian. Nilai AAR akan digunakan untuk mencari nilai *cumulative average abnormal return* (CAAR), yaitu nilai rata-rata *average abnormal return* periode pembentukan dan periode pengujian. Dalam penelitian dengan formasi enam bulanan, maka akan didapatkan enam nilai CAAR setiap periode observasi. Pengujian dilakukan dengan uji signifikansi dengan *One Sample t-test* pada nilai CAAR hasil disajikan sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Signifikansi Nilai CAAR *Winner*

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
W1	2,196	5	,080	1,383800	-,236136	3,003736
W2	2,239	5	,075	,616733	-,091210	1,324677
W3	3,863	5	,012	,543417	,181850	,904983
W4	4,015	5	,010	,255017	,091745	,418288
W5	3,097	5	,027	,176317	,029960	,322673

Sumber: Data diolah (2019)

Tabel 4. Hasil Uji Signifikansi Nilai CAAR *Loser*

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
L1	-5,506	5	,003	-,083067	-,121845	-,044288
L2	,100	5	,924	,003333	-,082074	,088741
L3	-,283	5	,788	-,009967	-,100357	,080423
L4	-3,243	5	,023	-,054050	-,096891	-,011209
L5	-1,539	5	,185	-,048200	-,128726	,032326

Sumber: Data diolah (2019)

Berdasarkan nilai CAAR dari setiap periode observasi, selanjutnya dihitung untuk mendapatkan nilai ACAR. Nilai ACAR dihitung setiap akhir bulan pada setiap periode observasi, sehingga terdapat enam nilai ACAR untuk setiap portofolio. Selanjutnya dilakukan perhitungan selisih dari ACAR *loser* dengan *winner* setiap periode observasi. Selisih ACAR dihitung untuk mengetahui keberadaan gejala *overreaction* dimana portofolio *loser*. Analisis kemudian dilanjutkan dengan pengujian hipotesis yang akan dibahas pada bagian selanjutnya.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan terhadap nilai ACAR yang diperoleh dari pembagian antara jumlah CAAR seluruh periode pada setiap bulan observasi terhadap banyaknya periode observasi pada masing-masing portofolio. Dari hasil perhitungan ini didapatkan 6 nilai ACAR untuk masing-masing portofolio. Tabel 4 menampilkan data nilai ACAR *Winner*, ACAR *Loser*, dan selisih ACAR *Loser-Winner*.

Tabel 5. Nilai *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) Seluruh Portofolio

Bulan	ACAR Winner	ACAR Loser	ACAR Loser - Winner
Bulan 1	1.06232	-0.04623	-1.10856
Bulan 2	1.16966	-0.03447	-1.20414
Bulan 3	0.69224	-0.02757	-0.71981
Bulan 4	0.37236	-0.01905	-0.39141
Bulan 5	0.15202	-0.00905	-0.16108
Bulan 6	0.12171	-0.09395	-0.21567

Sumber : Data diolah (2019)

Untuk menjawab hipotesis penelitian, dilakukan uji signifikansi dengan *one sample t-test*, pada taraf signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 0,05$). Tabel 5 menampilkan hasil uji signifikansi terhadap ACAR *winner* dengan *One sample t-test*.

Tabel 6. Hasil Uji Signifikansi Nilai ACAR *Winner*, *Loser*, dan Selisih ACAR

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
W	3,215	5	,024	,595050	,119224	1,070876
L	-3,131	5	,026	-,038417	-,069952	-,006881
LW	-3,444	5	,018	-,633450	-1,106298	-,160602

Sumber : Data diolah (2019)

Secara keseluruhan, hasil analisis tersebut menunjukkan nilai signifikansi $< \alpha 0,05$ pada seluruh variabel atau data, sehingga dapat dinyatakan bahwa data berbeda signifikan. pembahasan lebih rinci akan dijabarkan pada bagian selanjutnya.

Pembahasan

Hasil analisis pada pengujian hipotesis pertama (terjadi *Overreaction* ACAR portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017) menunjukkan nilai t yang bertanda positif (3,215) dan nilai signifikansi kurang dari α ($0,024 < 0,05$). Sehingga, dapat dinyatakan bahwa ACAR *winner* memiliki nilai positif dan signifikan. Dengan demikian tidak terbukti secara statistik bahwa nilai ACAR *winner* memiliki nilai negatif. Berdasarkan hasil uji signifikansi dan kriteria pengujian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa **“Ho1 diterima” dan “Ha1 ditolak”**. Hasil penelitian ini menolak hasil penelitian Maharani dan Widiastuti (2015), yang menyatakan bahwa terjadi *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia. *Market overreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi tidak secara konstan melainkan secara sporadis.

Selanjutnya, hasil uji hipotesis kedua (terjadi *Overreaction* ACAR portofolio *loser* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017) menunjukkan nilai t yang bertanda negatif (-3,131) dan nilai signifikansi kurang dari α ($,026 < 0,05$). Sehingga dapat dinyatakan bahwa ACAR *loser* memiliki nilai negatif dan signifikan. Dengan demikian, tidak terbukti secara statistik bahwa nilai ACAR *loser* memiliki nilai positif. Berdasarkan hasil uji signifikansi dan kriteria pengujian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa **“Ho2 diterima” dan “Ha2 ditolak”**. Hasil penelitian ini menolak dengan penelitian Octavio dan

Lantara (2014), yang menyatakan bahwa *market overreaction* hanya ditemukan pada portofolio *loser* dan terjadi pada periode jangka pendek (6 bulan). Hasil pengujian regresi juga menunjukkan bahwa anomali *market overreaction* terasosiasi secara positif dengan ukuran perusahaan (*firm size*).

Analisis statistik inferensia pada hipotesis ketiga (terjadi *Overreaction* pada Selisih ACAR portofolio *loser* dan portofolio *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017) menunjukkan nilai t yang bertanda negatif (-3,444) dan nilai signifikansi kurang dari α (-,018 < 0,05). Hasil tersebut menandakan bahwa selisih ACAR *loser* dan ACAR *winner* memiliki nilai negatif dan signifikan. Dengan demikian, tidak terbukti secara statistik bahwa selisih ACAR *loser* dan ACAR *winner* memiliki nilai positif. Berdasarkan hasil uji signifikansi dan kriteria pengujian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa “**Ho3 diterima**” dan “**Ha3 ditolak**”.

Hasil penelitian ini menolak penelitian Lisa dan Rahmawaty (2018) yang menyatakan bahwa telah terjadi *price reversal* diantara periode formasi portofolio dan periode pengujian portofolio pada semua ukuran, baik pada ukuran besar, sedang, maupun kecil. Saham *loser* pada periode formasi menjadi saham *winner* pada periode pengujian dan saham *winner* pada periode formasi menjadi saham *loser* pada periode pengujian, Hasil ini merupakan indikator telah terjadinya *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian hasil penelitian ini menyatakan bahwa tidak terjadi gejala *market overreaction* pada saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2017.

Secara keseluruhan, 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 BEI ini dapat disebabkan oleh semakin banyaknya investor yang aktif di pasar saham. Seperti diketahui saat ini masyarakat semakin menyadari pentingnya berinvestasi. Sebagai salah satu sarana investasi, pasar saham menjadi alternatif yang diminati masyarakat. Hal ini membuat jumlah investor yang aktif di Bursa Efek Indonesia semakin meningkat.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada penelitian ini, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Tidak terjadi *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* di seluruh periode observasi, saham *winner* tetap menghasilkan *return* yang positif.
2. Tidak terjadi *overreaction* pada *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* di seluruh periode observasi, saham *loser* tetap menghasilkan *return* yang negative (rugi).
3. Tidak terjadi *overreaction* pada selisih *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *loser* dan portofolio *winner*. Artinya bahwa kinerja portofolio *loser* tidak mengungguli kinerja portofolio *winner* selama periode penelitian.
4. Tidak adanya anomali *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2017, yang menunjukkan bahwa pasar saham di Bursa Efek Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah.

Keterbatasan

Penelitian hanya menggunakan satu metode perhitungan *abnormal return* yaitu *market adjusted return*. Selain itu, penelitian ini menggunakan data *abnormal return* bulanan, dimana data bulanan kemungkinan kurang dapat merefleksikan reaksi yang terjadi, mengingat perubahan yang terjadi di pasar saham sangat cepat hari ke hari.

Saran

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan dua metode perhitungan *abnormal return* yaitu *mean adjusted model* dan *market model*. Selain itu, disarankan untuk menggunakan data *abnormal return* harian agar mampu menggambarkan reaksi di pasar saham dengan lebih detail.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Kane, Marcus. (2014). Manajemen Portofolio dan Investasi. Jakarta: Salemba Empat.
- DeBondt, W.F.M., dan R.H. Thaler. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*. Vol.40.
- Gumanti, T.A. dan Elok Sri Utami. (2002). Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.4. No.1, hal 54-68
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2014, *Metode Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. BPFE: Yogyakarta, hal 12-14
- Imandari, Karditya. (2013). Analisis Market Overreaction Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010. Skripsi diterbitkan. Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta.
- Jemmy, Haensri. (2012). Analisis Overreaction Saham Sektor Industri Dasar dan Kimia Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2011. Tesis diterbitkan. Magister Manajemen: Universitas Indonesia.
- Jogiyanto. (2010). Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE.
- Maharani, Santi dan Rini Witiastuti. (2015). Fenomena Market Overreaction di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal*. Vol.4 (1). Universitas Negeri Semarang.
- Ottemoesoe, Ridhotama dan Mariana Ing Malelak. (2014). Fenomena Reaksi Berlebihan Atau Overreaction Pada Transaksi Saham Di Asia Tenggara. *Jurnal Forum Manajemen Indonesia* 6 Medan.
- Pasaribu, Rowland B.F. (2011). Anomali Overreaction Di Bursa Efek Indonesia: Penelitian Saham LQ-45. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 5. No. 2. Juli 2011.
- Pinilih, Muliastuti. (2012). Analisis Overreaction Di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2008. *Jurnal Pro Bisnis* Vol. 7 No. 4 Agustus 2012.
- Samsul, Mohamad. (2006). Pasar Modal dan Manajemen Portofolio. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Suciningtias. (2011). Gejala Overreaction Pada Saham-Saham yang Tergabung Dalam Jakarta Islamic Index Di Bursa Efek Jakarta. *EKOBIS* Vol.12, No.1, Januari 2011

- Sugiyono. (2015). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung : Alfabeta.
- Sugiyono. (2005). *Statistik Untuk Penelitian*. Bandung: CV. Alfabeta.
- Sunariyah. (2004). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Keempat. Yogyakarta: UMP AMP YKPN.
- Swandewi, Gusti Ayu Era dan I Made Mertha. (2013). *Abnormal Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur Di PT. Bursa Efek Indonesia*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 5.1.
- Trihendradi, C. (2013). *Langkah Mudah Menguasai SPSS 21*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Undang-Undang Pasar Modal No.8 tahun 1995 Pasal 1 Ayat 13 tentang Pasar Modal.
- Yunita, Ellya. (2012). *Analisis Overreaction Hypothesis Pada Sektor Perusahaan Properti dan Keuangan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya. Vol.1. No. 5.

*) **Eko Krida Zafran Zakir R.** adalah Alumni Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Malang.

) **Afifudin adalah Dosen Tetap Universitas Islam Malang.

) **Junaidi adalah Dosen Tetap Universitas Islam Malang.