

PERBANDINGAN KAPITALISASI PASAR PORTOFOLIO SAHAM WINNER DAN LOSER SAAT TERJADI ANOMALI WINNER-LOSER

Hadioetomo
Agus Sukarno

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta
Jl.Lingkar Utara (SWK) No.104 Condong Catur, Sleman, Yogyakarta-55283

Abstract: *Capital market anomaly showed that there was an anomaly in efficient capital market hypothesis. One of its types was price reversal phenomenon, which showed that previous winner portfolio became loser portfolio and vice versa. Price reversal phenomenon was also known as overreaction market hypothesis (OMH). The hypothesis stated that if stock prices were systematically valued overly as a consequence of investors' over pessimism or optimism, price reversal certainly came from previous stock price performance. In this research, the researcher analyzed price reversal phenomenon on Indonesia Stock Exchange (ISX) by considering abnormal return. The result of this research indicated that overreaction occur separate in its move. Winners and losers were not constant overtime. Analysis independent sample t test did not show the different average abnormal return significantly so there was anomaly in capitalization market winner and loser.*

Key words : *capital market anomaly, overreaction, winner-loser, Indonesia Stock Exchange*

Peristiwa yang dianggap dramatis oleh para investor, dapat menyebabkan para investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*). Para investor akan melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi berlebihan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return* yang diterima oleh sekuritas kepada para investor. *Return* saham ini akan menjadi terbalik dalam

fenomena reaksi berlebihan. Saham-saham yang biasanya diminati pasar yang mempunyai *return* tinggi, akan menjadi kurang diminati. Sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati akan mulai dicari oleh pasar. Kondisi ini akan mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi menjadi rendah, dan *return* yang sebelumnya rendah akan menjadi tinggi. Keadaan ini akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* positif dan negatif. Hipotesis ini menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah

Korespondensi dengan Penulis:

Hadioetomo: Telp. +62 274 487 275

E-mail: karno_upn@yahoo.co.id

bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai baik (*good news*). Sebaliknya, pelaku pasar juga cenderung menetapkan harga saham yang terlalu rendah sebagai reaksi terhadap informasi yang dinilai buruk (*bad news*). Fenomena ini akan mengalami pembalikan arah ketika pasar menyadari telah bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) sehingga pasar melakukan koreksi harga.

Penelitian yang dilakukan oleh Nam, Chong & Stephen (2001), dengan menggunakan model *asymetric non-linear smooth transition* (ANST) membuktikan bahwa para pelaku pasar dalam kondisi *mispricing* yaitu kurang menghargai nilai saham yang mempunyai ekspektasi yang tidak rasional. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Lakonishok (2003) menjelaskan bahwa hubungan antara *book to market* dan *stock return* akan menimbulkan *overreaction* para investor dan disebutkan bahwa investor akan bereaksi membeli saham-saham yang memiliki *performance* baik atau memiliki BE/ME yang rendah dan menjual saat nilai saham tersebut memburuk atau nilai BE/ME tinggi. Hal tersebut menimbulkan *underpricing* saham-saham yang memiliki BE/ME tinggi dan *overpricing* saham-saham yang memiliki BE/ME rendah. Jordan & Pettengill (2002) yang berpendapat bahwa pola *winner loser* dipengaruhi juga oleh pola yang muncul dalam bulan januari (*January effect*). Selanjutnya, Rosenberg (2001) dalam Jones (2004) mengatakan bahwa saham dengan PBV (*price to book value*) yang rendah secara signifikan mengurangi kinerja saham secara keseluruhan. Temuan Chan & Hamao (2004) dalam menghubungkan perbedaan *cross-sectional return* pada perusahaan manufaktur dan non-manufaktur di Jepang menyimpulkan bahwa *book to market ratio* yang merupakan kebalikan dari *price to book value* dan *cashflow yield* signifikan dengan pengaruh positif terhadap *expected return*.

Studi mengenai efisiensi pasar telah mengungkapkan beberapa contoh perilaku pasar yang tidak konsisten dengan model risiko dan *return* yang ada dan bertentangan dengan penjelasan rasional (Damodaran, 2000). Salah satu *anomaly* pasar yang ada adalah anomali rasio *price/book value*. Penemuan-penemuan sebelumnya menunjukkan hasil yang konsisten bahwa terdapat hubungan negatif antara *return* dan rasio PBV, jadi saham dengan rasio PBV yang rendah menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibanding saham dengan rasio PBV yang tinggi. Sedangkan, secara rasional rasio PBV yang tinggi menunjukkan bahwa harga saham perusahaan di bursa lebih tinggi daripada nilai bukunya. Hal ini menunjukkan bahwa saham tersebut dihargai lebih mahal (*overvalued*) daripada nilai sebenarnya. Semakin tinggi rasio PBV semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Selanjutnya Ramiah, et al. (2006) melakukan penelitian mengenai hubungan antara *return* saham dengan volume perdagangan untuk saham-saham di pasar Hong Kong. Penelitian ini mendapatkan hasil yang konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya bahwa volume saham di dalam perdagangan membantu memprediksi *return* saham. Penelitian ini juga mendapatkan hasil bahwa saham-saham dengan volume rendah akan memiliki *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham dengan volume perdagangan yang tinggi.

Penelitian mengenai *return reversal* juga telah dilakukan di Bursa Efek Jakarta. Sukamulya & Hermawan (2003) dalam Hendratmoyo (2004) melakukan penelitian mengenai *overreaction hypothesis* dan *price earning ratio anomaly* pada saham-saham di sektor manufaktur di BEJ. Temuan yang dihasilkan adalah reaksi berlebihan tidak terjadi dalam rentang waktu yang lama, namun bersifat terpisah-pisah. Selanjutnya diketahui bahwa reaksi berlebihan pada portofolio yang terbentuk berdasarkan peringkat *abnormal return*

lebih menonjol dibandingkan pada yang terjadi pada portofolio dengan peringkat PER. Hendhratmoyo (2004) lebih lanjut meneliti hal yang sama pada saham-saham di LQ-45 yang memperoleh hasil bahwa reaksi berlebihan berdasarkan pembentukan peringkat PER tidak meliputi rentang waktu yang lama, akan tetapi lebih bersifat separatis atau terpisah-pisah.

Dari beberapa penelitian tersebut, terdapat perkembangan pendapat mengenai penyebab *winner* dan *loser anomaly*. Selain bisa dilihat dari *price to book value* dan *price earning ratio*, dua faktor lainnya yang sampai saat ini masih banyak mendapat pusat perhatian adalah penolakan *overreaction hypothesis* dilihat dari faktor *size* dan risiko sebagai penyebab *winner-loser anomaly*.

Pembalikan kinerja yang berlebihan mengakibatkan kinerja saham-saham yang baik menjadi buruk atau yang buruk menjadi baik, hal ini menjelaskan anomali *winner-loser*. Penelitian tentang anomali *winner-loser* menggunakan dua kelompok saham. Kelompok pertama adalah saham-saham yang mendapatkan *abnormal return* yang bernilai positif secara ekstrim (*extremely positive abnormal return*) disebut portofolio *winner*. Kelompok saham kedua adalah saham-saham yang pada mulanya mendapatkan *abnormal return* yang bernilai negatif secara ekstrim (*extremely negative abnormal return*) yang disebut portofolio *loser*. Pada pengujian selanjutnya ternyata terjadi pembalikan kinerja, portofolio *loser* mendapatkan *abnormal return* yang bernilai positif dan portofolio *winner* mendapatkan *abnormal return* yang bernilai negatif, sehingga kinerja portofolio *loser* mengungguli kinerja portofolio *winner*.

Berdasarkan anomali *winner-loser* dan anomali *size effect* akan diuji saham-saham dalam portofolio *winner* dan *loser* yang kenyataannya mempunyai rata-rata *abnormal return* kumulatif yang berbeda secara signifikan, apakah juga akan mempunyai rata-rata kapitalisasi pasar yang

berbeda-beda secara signifikan. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui dan menganalisis apakah terjadi *market overreaction* pada ketiga sub periode pengujian yaitu kinerja portofolio saham *loser* mengungguli kinerja portofolio saham *winner* dan apakah informasi mengenai besarnya kapitalisasi pasar akan mempengaruhi suatu saham untuk mendapatkan *abnormal return* terutama pada saat di pasar terjadi anomali *winner-loser*.

OVERREACTION HYPOTHESIS

Debondt & Thaler (1985) berargumentasi bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru (kinerja saham terbaru) untuk memproyeksikan kinerja saham di masa mendatang. Investor mempunyai bias *representativeness* dan *heuristic*. Saham yang meningkat harganya akhir-akhir dianggap sebagai saham baik, karena itu saham tersebut akhirnya dibeli. Sebaliknya, saham yang menurun harganya akhir-akhir ini dianggap jelek akan dijual. Investor dalam hal ini gagal menangkap informasi yang lebih luas. Kinerja saham mestinya tidak hanya diukur dengan informasi terbaru (yang merupakan sepenggal informasi), tetapi mestinya diukur dengan informasi yang lengkap dan komprehensif (misalnya mengamati kinerja saham yang akan dibeli selama sepuluh tahun terakhir dan digabungkan dengan informasi lainnya seperti informasi fundamental, laporan keuangan, dan sebagainya). Investor yang hanya mengambil informasi sepenggal ini bisa dikatakan mengalami *over react* (reaksi berlebihan) terhadap munculnya informasi baru tersebut. Debondt & Thaller (1985) dalam Huang (1998) menggunakan data *return* bulanan dari pasar saham US, menjelaskan bahwa saham yang memiliki *bad performance* atau kinerja buruk dalam periode masa lalu mendapatkan *abnormal return* yang positif setelah disesuaikan dengan risiko. Dan sebaliknya, saham-

saham yang memiliki kinerja baik di masa lalu mendapat *abnormal return* negatif di periode berikutnya setelah disesuaikan dengan risiko. Debondt & Thaler (1985) mengatakan bahwa kejadian atau pelanggaran yang terjadi dalam efisiensi pasar lemah ini terjadi karena *overreaction* investor dalam menerima informasi baru. Jika investor *overreaction* pada berita bagus, maka harga saham akan meningkat di atas ekuilibrium dalam periode pertama, dan kemudian di periode berikutnya harga saham akan menyesuaikan ke ekuilibrium kembali. Begitu pula jika investor *overreaction* terhadap berita buruk, maka harga saham akan bergerak di bawah ekuilibrium dalam periode pertama dan akan bergerak positif kembali ke ekuilibrium pada periode berikutnya.

Jogiyanto (2005) mengatakan bahwa pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal dalam waktu yang lama. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. (Fama & French, 1997) menyebutkan bahwa *abnormal return* dihasilkan dari kondisi pasar yang tidak efisien, model yang buruk atas ekuilibrium pasar atau masalah-masalah dalam cara model tersebut diimplementasikan. Jogiyanto (2005) lebih lanjut mengatakan bahwa *return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan investor) dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan normal dimana tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan demikian ketika ada peristiwa tertentu maka akan didapatkan *return* tidak normal yang merupakan selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* yang diharapkan. Brown & Warner (1985) dalam Jogiyanto (2005) menguji *abnormal return* dengan menggunakan *mean adjusted model* yang menganggap bahwa *return* yang diharapkan bernilai tetap dengan *return* aktual sebelumnya selama waktu atau periode observasi (*estimation period*).

Selanjutnya Brown & Warner (1985) dalam Jogiyanto (2005) juga menggunakan *market adjusted model* yang menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dalam metode ini *abnormal return* diperoleh dari selisih *return* saham i pada periode j dengan *return* pasar pada periode j . Jangka waktu terjadinya *abnormal return* dapat berlangsung pendek namun juga bisa berlangsung lama dan *abnormal return* merupakan deskripsi atas suatu peristiwa khusus yang terjadi (Jones, 2004).

MARKET OVERREACTION HYPOTHESIS DAN ANOMALI WINNER-LOSER

Menurut De Bondt & Thaler (1985), *market overreaction* adalah suatu keadaan dimana investor cenderung untuk memberikan penilaian yang terlalu berlebihan terhadap suatu informasi paling baru, berupa informasi baik (*good news*) maupun informasi buruk (*bad news*), yang mengakibatkan harga sekuritas terdorong lebih tinggi maupun lebih rendah dari nilai fundamentalnya. Hal ini terjadi karena investor adalah seorang pengambil keputusan bayesian yang lemah. Perilaku investor di atas tercermin pada keadaan di mana sekuritas-sekuritas dengan *abnormal return* positif yang tinggi (*high positive abnormal return*) di sepanjang periode pembentukan portofolio (*portfolio formation period*), akan mempunyai *abnormal return* negatif sepanjang periode pengujian portofolio selanjutnya (*portfolio subsequent test period*). Demikian juga sebaliknya, sekuritas-sekuritas dengan *abnormal return* negatif yang tinggi (*high negative abnormal return*) di sepanjang periode pembentukan, akan mempunyai *abnormal return* positif yang tinggi di sepanjang periode pengujian selanjutnya.

ANOMALI PASAR

Penelitian Husnan & Hanafi (2005) menjelaskan bagaimana perilaku harga saham di pasar perdana BEJ di tahun 2000. Setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di bursa, minggu pertama memang menunjukkan bahwa pemodal mampu memperoleh rata-rata *abnormal return* yang positif dan signifikan. Namun demikian setelah masuk ke pasar sekunder, terjadi kenaikan harga saham-saham (relatif terhadap pasar), pada minggu ke-4 kenaikan ini telah demikian tinggi sehingga terjadi *abnormal return* yang negatif dan signifikan. *Abnormal return* yang negatif berarti harga saham sudah terlalu tinggi.

ANOMALI SIZE EFFECT

Anomali ini merupakan salah satu dari beberapa anomali pasar yang terjadi yang bertentangan dengan efisiensi pasar modal terutama pada efisiensi pasar modal dalam bentuk setengah kuat. Konsep anomali *size effect* menghubungkan antara besarnya perusahaan (emiten) dengan *return* masing-masing saham. Beberapa penelitian dilakukan untuk membuktikan anomali ini, salah satunya dilakukan oleh Fama & French (1997) dengan menghitung *return* saham berdasarkan peringkat ukuran perusahaan.

Size effect dituding sebagai pembenaran atas kesalahan yang terjadi dalam *overreaction hypothesis*. Jones (2000) mengatakan terdapat kecenderungan bagi perusahaan yang lebih kecil untuk memperoleh *return* yang lebih tinggi

Pengujian hipotesis *market overreaction* menggunakan metodologi penelitian dengan membentuk 2 kelompok saham, yaitu portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Portofolio *winner* adalah portofolio yang mempunyai *abnormal return* positif secara ekstrim. Portofolio *loser* adalah portofolio yang mempunyai *abnormal return* negatif secara ekstrim. Pada pengujian selanjutnya, ternyata kedua portofolio mengalami pembalikan kinerja. Portofolio *winner* akan mendapatkan *abnormal return* yang negatif dan portofolio *loser* akan mendapatkan *abnormal return* yang positif. Kinerja portofolio *loser* mengalahkan kinerja portofolio *winner*. Fenomena ini menunjukkan adanya pelanggaran terhadap hipotesis mengenai efisiensi pasar modal, khususnya terkait dengan efisiensi pasar bentuk lemah (*violation of weak form market efficiency*). Peristiwa pembalikan kinerja antara kedua portofolio merupakan anomali dari efisiensi pasar. Anomali ini disebut anomali *winner-loser*.

Anomali *winner-loser* berimplikasi pada timbulnya suatu *trading rule* tertentu, yang dapat dimanfaatkan oleh investor untuk mendapatkan *abnormal return* di pasar modal, dengan jalan mempelajari catatan pergerakan harga saham di masa lalu. Bukti-bukti empiris mengenai fenomena *market overreaction* yang tercermin pada anomali diindikasikan dengan diterimanya dua hipotesis *market overreaction*, yaitu: (a) pergerakan harga saham yang ekstrim ke satu arah (naik atau turun) pada periode pembentukan portofolio akan diikuti oleh pergerakan harga saham kearah yang berlawanan pada periode pengujian portofolio selanjutnya; (b) semakin ekstrim pergerakan harga saham kesatu arah, semakin besar pula penyesuaian harga saham pada periode selanjutnya.

daripada perusahaan yang lebih besar. Ukuran perusahaan dipandang mempengaruhi pembalikan *return* saham karena dalam beberapa penelitian sebelumnya didapatkan bahwa saham-saham *loser* pada umumnya adalah perusahaan kecil. Banyak peneliti yang mengatakan bahwa *size effect* berpengaruh pada terjadinya *overreaction*, tetapi peneliti-peneliti seperti Chang (2005) setelah melakukan pengontrolan terhadap *size* tidak menemukan pengaruh *size* terhadap *winner-loser anomaly*.

Pada penelitian ini didapat adanya hubungan yang positif antara *return* saham dengan kapitalisasi pasar. Saham perusahaan yang kecil, saham perusahaan yang berkapitalisasi pasar kecil akan mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada saham perusahaan yang besar. Penelitian tentang ukuran perusahaan banyak digunakan besarnya kapitalisasi pasar saham sebagai ukuran perusahaan. Kapitalisasi pasar saham dihitung dengan mengalikan harga pasar saham terakhir periode penelitian dengan jumlah saham yang siap ditransaksikan.

HIPOTESIS

Hipotesis Market Overreaction :

- H₁ : *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) portofolio *loser* memiliki perbedaan yang signifikan dengan nol.
- H₂ : *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) portofolio *winner* memiliki perbedaan yang signifikan dengan nol.
- H₃ : *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) portofolio *loser* lebih besar dibandingkan dengan CAAR portofolio 'Winner'.

Hipotesis Anomali Size Effect:

Rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* berbeda secara signifikan pada saat terjadi anomali *winner-loser*.

METODE

Penelitian ini menggunakan uji beda rata-rata antara dua kelompok saham. Kelompok pertama adalah saham-saham yang mendapatkan *abnormal return* yang bernilai positif secara ekstrim (*extremely positive abnormal return*) disebut portofolio *winner*. Kelompok saham kedua adalah saham-saham yang pada mulanya mendapatkan *abnormal return* yang bernilai negatif secara ekstrim (*extremely negative abnormal return*) yang disebut portofolio *loser*. Pada pengujian selanjutnya diuji apakah ternyata terjadi pembalikan kinerja, portofolio *loser* mendapatkan *abnormal return* yang bernilai positif dan portofolio *winner* mendapatkan *abnormal return* yang bernilai negatif, sehingga apakah kinerja portofolio *loser*; mengungguli kinerja portofolio *winner*.

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia dengan mengambil sampel perusahaan manufaktur yang *listing* pada awal tahun 2006 sampai akhir tahun 2007. Saham perusahaan manufaktur yang aktif diperdagangkan di BEI selama periode Januari 2006 sampai Desember 2007. Suatu saham dianggap aktif diperdagangkan (likuid) apabila frekuensi perdagangan saham tersebut tidak kurang dari 150 kali perdagangan dalam periode pengamatan. Data saham perusahaan manufaktur selama periode yang diteliti dari Januari 2006 hingga Desember 2007 tersedia secara lengkap.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel Pendapatan sesungguhnya (actual return)

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

- R_{it} = *Return* saham i pada bulan t
- P_{it} = Harga saham pada bulan t
- P_{it-1} = Harga saham i pada bulan t-1

Pendapatan yang diharapkan (expected return)

Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = (\alpha_i + b_i) R_{m,t} + e \dots \dots \dots (2)$$

Dimana:

$E(R_{i,t})$ = Pendapatan yang diharapkan dari saham i pada bulan t.

α_i = *Intercept* dari regresi atau tingkat keuntungan konstan saham i.

b_i = Koefisien kemiringan (*slope*) dari garis regresi atau konstanta tingkat keuntungan saham i terhadap tingkat keuntungan pasar.

$R_{m,t}$ = Pendapatan pasar pada bulan t.

Pendapatan abnormal (abnormal return)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (a_i + b_i R_{m,t}) \dots \dots \dots (3)$$

Dimana:

$AR_{i,t}$ = Pendapatan abnormal saham i pada bulan t.

$R_{i,t}$ = Pendapatan aktual saham i pada bulan t.

$(a_i + b_i R_{m,t})$ = Pendapatan yang diharapkan dari saham i pada bulan t.

Kapitalisasi pasar

Kapitalisasi pasar dihitung dengan mengalikan harga saham bulan terakhir periode pembentukan dengan jumlah saham yang siap untuk ditransaksikan. Data yang diperlukan adalah rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dan *loser* pada bulan terakhir sub periode pembentukan, yaitu bulan Januari 2006, Juni 2006, Juli 2006, Desember 2006 dan Januari-Juni 2007 dengan periode pembentukan dan periode pengujian portofolio *winner* dan *loser* yang disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Sub Periode Pembentukan dan Sub Periode Pengujian Portofolio Winner dan Loser

Sub Periode	Periode Pembentukan	Periode Pengujian
I	Jan – Jun 2006	Jul – Des 2006
II	Jul – Des 2006	Jan – Jul 2007
III	Jan – Jun 2007	Jul – Des 2007

HASIL

Penentuan Portofolio Winner dan Portofolio Loser

Pada penelitian ini dilakukan pengujian adanya anomali *winner-loser* dengan menguji hipotesis market *overreaction* pada perilaku harga saham di BEI pada tahun 2006-2007, dengan prosedur pemilihan sampel seperti yang telah dikemukakan sebelumnya. Sampel penelitian ini berjumlah 77 saham dari semua perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI. Kemudian tiap-tiap sub periode pembentukan portofolio di sepanjang periode yang diamati akan dibentuk dua portofolio saham yang saling berbeda secara ekstrim satu dengan yang lainnya. Portofolio *winner* terdiri dari saham-saham yang memiliki *cumulative abnormal return* positif secara ekstrim (*extremely positive cumulative abnormal return*) berjumlah 7 saham. Portofolio *loser* terdiri dari saham-saham yang memiliki *cumulative abnormal return* negatif secara ekstrim (*extremely negative cumulative abnormal return*) berjumlah 7 saham. Penentuan saham-saham yang masuk dalam portofolio *winner* dan portofolio *loser* didasarkan pada peringkat yang disusun dari nilai tertinggi sampai dengan nilai terendah atas nilai CAR

(cumulative abnormal return) yang dicapai oleh keseluruhan sampel saham pada akhir tiap-tiap sub periode pembentukan portofolio.

Analisis dilakukan pada ketiga pasang sub periode yang masing-masing terdiri dari sub periode pem-bentukan dan sub periode pengujian. Apabila pada sub periode pengujian portofolio ditemukan perbedaan yang signifikan antara CAAR portofolio *winner* dan portofolio *loser*, berarti hipotesis *market overreaction* terbukti dan menunjukkan terjadinya anomali *winner-loser*. Selanjutnya akan dilakukan pengujian anomali *size effect* dengan membandingkan rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dengan rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *loser*. Bila pada sub periode pengujian tidak terjadi anomali *winner-loser* maka pengujian anomali *size effect* tidak dilakukan. Setelah analisis pada masing-masing sub periode maka pada akhir pembahasan akan dilakukan analisis pada keseluruhan periode.

Analisis Sub Periode Penelitian I

Sub periode penelitian I terdiri dari sub periode pembentukan Januari – Juni 2006 dan sub periode pengujian Januari – Juni 2006. Hasil perhitungan CAAR selengkapnya disajikan pada Tabel 2 Sub periode I ini juga terjadi pembalikan kinerja antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*.

Kinerja portofolio *loser* menjadi positif, ditunjukkan dengan nilai CAAR saat pengujian sebesar 88.125%. Sebaliknya, kinerja portofolio *winner* menjadi negatif, ditunjukkan dengan nilai CAAR saat pengujian sebesar -96.742%. Portofolio *loser* menunjukkan nilai CAAR yang positif signifikan dengan nol sedangkan CAAR portofolio *winner* bernilai negatif atau sama dengan nol.

Tabel 2. Hasil Perhitungan CAAR Portofolio Winner dan Loser pada Sub Periode Penelitian I

Sub Periode	Portofolio Winner	Portofolio Loser	Selisih
Pembentukan			
CAAR	96,74%	-88,12%	
(Januari-Juni 2006)			
SD	0,56624	0,28330	
t Test	4,520	-8,230	
Significant at	5%	5%	
Pengujian			
CAAR	-96,742%	88,125%	-184,867
(Juli-Desember 2006)			
SD	0,56624	0,28330	
t Test	-4,520	8,230	-12,849
Significant at	5%	5%	5%

Sumber: Data yang diolah, 2008.

Pada saat pembentukan, kinerja portofolio *loser* menunjukkan nilai CAAR sebesar -88.12%. Nilai *abnormal return* kumulatif yang bernilai negatif mengisyaratkan bahwa portofolio *loser* merupakan portofolio yang merugi. Kerugian portofolio ini menunjukkan nilai signifikansi, hal ini dibuktikan dengan uji beda dengan nol yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 5%. Fenomena ini membuktikan bahwa portofolio *loser* mengalami *undervalued* dan *overreaction*.

Pada saat pengujian, portofolio *loser* mengalami pembalikan kinerja. Nilai CAAR menjadi 88.125% atau berubah sebesar 176.245%. Pembalikan kinerja ini merupakan isyarat bahwa pasar melakukan koreksi atas harga saham dalam portofolio *loser* yang mengalami *undervalued*. Kenaikan harga saham dalam portofolio *loser* direspon oleh pasar sehingga menghasilkan nilai CAAR yang positif signifikan. Hal ini ditunjukkan

Kapitalisasi pasar yang dibandingkan adalah rata-rata kapitalisasi pasar bulan Januari 2006. Pada Tabel 3 tampak bahwa rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *loser* sebesar Rp.466.627 juta dan rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *winner* sebesar Rp.141.051 juta. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi anomali *size effect*, yaitu saham-saham yang berkapitalisasi pasar kecil memberikan *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham yang berkapitalisasi pasar besar. Uji beda menunjukkan bahwa meskipun terjadi perbedaan tetapi perbedaan tersebut tidak signifikan.

Portofolio *winner* dan portofolio *loser* diuji kinerjanya menunjukkan terjadi *market overreaction* dan anomali *winner-loser*, ternyata rata-rata kapitalisasi pasar saat pembentukan kedua portofolio tersebut tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Hal ini berarti besarnya kapitalisasi pasar tidak atau belum menentukan suatu portofolio saham mempunyai *return* yang berbeda-beda.

Anomali *winner-loser* di BEI khususnya perusahaan manufaktur pada sub periode I terjadi karena investor ketika melakukan transaksi saham kurang atau tidak sama sekali mendasarkan analisisnya pada fundamental perusahaan. Fenomena ini ditunjukkan dengan terjadinya koreksi harga, yaitu harga saham yang bergerak dengan arah berlawanan pada saham-saham dalam portofolio *winner* maupun portofolio *loser*. Koreksi harga terjadi karena investor di BEI bereaksi secara berlebihan (*overweight*) atas informasi-informasi yang berkaitan dengan saham-saham tersebut, terutama yang dipersepsikan negatif (*bad news*) maupun positif (*good news*). Informasi ini mendorong harga saham menurun atau naik melebihi harga wajar-nya, dibuktikan pada portofolio *winner* dan portofolio *loser* yang mengalami koreksi tajam sehingga mengalami *overvalued* dan *undervalued*. Hal ini mengakibatkan harga saham-saham dalam portofolio *winner* maupun portofolio *loser* tidak mencerminkan nilai fundamentalnya.

Salah satu informasi yang terkait dengan kinerja saham adalah pasar saham. Analisis sebelumnya mengisyaratkan bahwa penggunaan informasi kapitalisasi pasar bukan merupakan langkah yang tepat dalam mengambil keputusan dalam menentukan harga saham. Investor di BEI mempunyai kecenderungan melakukan transaksi saham yang mendasarkan pada kecenderungan ramai-ramai menjual atau membeli menjadikan informasi besarnya kapitalisasi pasar portofolio *winner* dan portofolio *loser* tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan meskipun kedua portofolio tersebut mempunyai *abnormal return* yang berbeda secara ekstrim.

Adanya pergerakan harga-harga saham dalam portofolio *winner* ke arah negatif dan portofolio *loser* ke arah positif pada periode pengujian portofolio, yang dapat diprediksi sebelumnya dengan mempelajari catatan pergerakan harga-harga saham yang memiliki nilai CAR tertinggi dan nilai CAR terendah dari keseluruhan saham pada periode pembentukannya, menunjukkan dilanggarnya hipotesis efisiensi pasar modal bentuk lemah.

Analisis Sub Periode Penelitian II

Sub periode penelitian II terdiri dari sub periode pembentukan Juli – Desember 2006 dan sub periode pengujian Januari – Juni 2007. Hasil perhitungan CAAR selengkapnya disajikan pada Tabel 4. Pada Tabel 4 sub periode II juga terjadi pembalikan kinerja antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Kinerja portofolio *loser* menjadi positif, ditunjukkan dengan nilai CAAR saat pengujian sebesar 88.125%. Sebaliknya, kinerja portofolio *winner* menjadi negatif, ditunjukkan dengan nilai CAAR saat pengujian sebesar -96.742%. Portofolio *loser* menunjukkan nilai CAAR yang positif signifikan dengan nol sedangkan CAAR portofolio *winner* bernilai negatif atau sama dengan nol.

Tabel 4. Hasil Perhitungan CAAR Portofolio Winner dan Loser pada Sub Periode Penelitian II

Sub Periode	Portofolio Winner	Portofolio Loser	Selisih
Pembentukan			
CAAR	88,12%	-96,74%	
(Juli-Desember 2006)			
SD	0,28330	0,56624	
t Test	8,230	-4,520	
Significant at	5%	5%	
Pengujian			
CAAR	-88,125%	96,742%	-184,867
(Januari-juni 2007)			
SD	0,28330	0,56624	
t Test	-8,230	4,520	-12,849
Significant at	5%	5%	5%

Sumber: Data yang diolah, 2008.

Pada saat pembentukan, kinerja portofolio *loser* menunjukkan nilai CAAR sebesar -96.74 *abnormal return* kumulatif yang bernilai negatif mengisyaratkan bahwa portofolio *loser* merupakan portofolio yang merugi. Kerugian portofolio ini menunjukkan nilai signifikansi, hal ini dibuktikan dengan uji beda dengan nol yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 5%. Fenomena ini membuktikan bahwa portofolio *loser* mengalami *undervalued* dan *overreaction*.

Pada saat pengujian, portofolio *loser* mengalami pembalikan kinerja. Nilai CAAR menjadi 96.742% atau berubah sebesar 290.222%. Pembalikan kinerja ini merupakan isyarat bahwa pasar melakukan koreksi atas harga saham dalam portofolio *loser* yang mengalami *undervalued*. Kenaikan harga saham dalam portofolio *loser* direspon oleh pasar sehingga menghasilkan nilai CAAR yang positif signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji statistik yang menyimpulkan nilai CAAR signifikan dengan nol pada tingkat 5%.

Berikut ini akan dianalisis kinerja portofolio *winner* yang mengalami pembalikan kinerja.

Pada sub periode pembentukan, portofolio *winner* menunjukkan nilai CAAR sebesar 88.12%. Rata-rata *abnormal return* kumulatif yang bernilai positif mengisyaratkan bahwa portofolio *winner* merupakan portofolio yang menguntungkan. Uji beda dengan nol menunjukkan nilai signifikan pada tingkat 5%. Hal ini menunjukkan bahwa portofolio *winner* pada saat pembentukan adalah portofolio yang harga saham-saham didalamnya mengalami *overreaction* sehingga mengalami *overvalued*.

Pada saat pengujian, kinerja portofolio *winner* menunjukkan pembalikan kinerja. Nilai CAAR berubah sebesar -176.245% dari 88.12% menjadi -88.125%. Perubahan ini mengisyaratkan bahwa kinerja portofolio *winner* merosot secara tajam. Pasar melakukan koreksi atas harga saham-saham pada portofolio *winner* signifikan dengan nol. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji statistik yang menunjukkan nilai yang signifikan pada tingkat 5%.

Pada pengujian selisih CAAR antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* menunjukkan perbedaan kinerja yang signifikan. Perbedaan yang terjadi antara kedua portofolio tersebut sebesar -184.867%. Uji beda dua rata-rata yang dilakukan menunjukkan perbedaan ini signifikan pada tingkat 5%. Berdasarkan seluruh hasil perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa pada sub periode II di BEI terjadi fenomena *market overreaction* pada portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Hal ini membuktikan bahwa terjadi anomali portofolio *winner-loser* dengan pembalikan kinerja yang simetris. Selanjutnya, portofolio *winner* dan portofolio *loser* akan diuji rata-rata kapitalisasi pasar untuk mengetahui apakah portofolio yang mengalami pembalikan kinerja ini mempunyai rata-rata kapitalisasi pasar yang berbeda. (Tabel 5).

Tabel 5. Uji Beda 2 Rata-Rata Kapitalisasi Pasar Portofolio *Winner* dan Portofolio *Loser* Sub Periode Pembentukan II (dalam Jutaan Rupiah)

No	Winner		Loser		Hasil
	Emiten	Kapitalisasi Pasar	Emiten	Kapitalisasi Pasar	
1	IIKP	88.000	ALMI	137.060	t _{hitung} = -0.451 Kesimpulan : Ho diterima, Rata-rata Kapitalisasi pasar tidak berbeda secara signifikan
2	KDSI	39.130	DAVO	1.240.371	
3	SIPD	759.975	HEXA	516.600	
4	KLBF	4.466.880	SIMM	220.000	
5	EKAD	54.783	POLY	197.726	
6	SRSN	180.600	JKWS	9.750	
7	PYFA	32.104	RICY	227.809	
Rata-rata		791.754		364.188	

Sumber: Data yang diolah, 2008.

Kapitalisasi pasar yang dibandingkan adalah rata-rata kapitalisasi pasar pada bulan Desember 2006. Pada Tabel 5 tampak bahwa rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *loser* sebesar 364.188 juta rupiah dan rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *winner* sebesar 791.754 juta rupiah. Terlihat bahwa rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *loser* lebih kecil daripada rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *winner*.

Fenomena ini menunjukkan bahwa pada kedua portofolio yang dibentuk tidak terjadi anomali *size effect*. Uji beda menunjukkan bahwa meskipun terjadi perbedaan tetapi perbedaan tersebut tidak signifikan.

Kesimpulannya, meskipun portofolio *winner* dan portofolio *loser* ketika diuji kinerjanya menunjukkan terjadinya anomali *winner-loser* dan fenomena *market overreaction*, ternyata rata-rata kapitalisasi pasar, saat pembentukan tidak menunjukkan perbedaan signifikan. Hal ini berarti besarnya kapitalisasi tidak atau belum menentukan suatu saham mempunyai *return* yang berbeda.

Fenomena *market overreaction* terjadi karena investor di BEI pada sub periode II ini, ketika melakukan transaksi saham kurang atau tidak sama sekali mendasarkan analisisnya pada fundamental perusahaan. Fenomena ini

ditunjukkan dengan terjadinya koreksi harga yaitu harga saham yang bergerak dengan arah berlawanan pada saham-saham dalam portofolio *loser* maupun portofolio *winner*. Koreksi yang paling besar terjadi pada portofolio *loser*. Koreksi harga pada portofolio *loser* terjadi karena investor di BEI menyadari bahwa saham dalam portofolio *loser* mengalami *undervalued*. Di pihak lain, informasi yang dipersepsikan secara positif (*good news*) direspon secara berlebihan (*overweight*). Persepsi positif ini mendorong harga saham meningkat melebihi harga yang wajar sehingga harga saham tidak lagi mencerminkan nilai fundamental dari masing-masing saham.

Penggunaan informasi kapitalisasi pasar bukan langkah yang tepat untuk mengambil keputusan dalam menentukan harga saham. Investor di BEI yang mempunyai kecenderungan melakukan transaksi saham yang mendasarkan pada kecenderungan ramai-ramai menjual atau membeli menjadikan informasi besarnya kapitalisasi pasar kurang relevan. Terbukti dengan besarnya kapitalisasi portofolio *winner* dan *loser*, merupakan portofolio yang mempunyai *abnormal return* yang berbeda secara ekstrim, tidak menunjukkan perbedaan kapitalisasi pasar yang signifikan.

KEUANGAN ■■■■■

dibuktikan dengan hasil uji beda nol menunjukkan nilai signifikan 5%. Hal ini membuktikan bahwa portofolio *loser* merupakan portofolio yang mengalami *undervalued* dan *overreaction*.

Pada saat pengujian, portofolio *loser* mengalami pembalikan kinerja. Nilai CAAR menjadi 50.980% atau berubah sebesar 101.96%. Pembalikan kinerja ini merupakan isyarat bahwa pasar melakukan koreksi atas harga saham dalam portofolio *loser* yang mengalami *undervalued*. Kenaikan harga saham dalam portofolio *loser* direspon oleh pasar sehingga menghasilkan nilai CAAR yang positif signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji statistik yang menyimpulkan nilai CAAR signifikan dengan nol pada tingkat 5%. Berikut ini akan dianalisis kinerja portofolio *winner* yang mengalami pembalikan kinerja (Tabel 6).

Pada sub periode pembentukan, portofolio *winner* menunjukkan nilai CAAR sebesar 96.90%. Rata-rata *abnormal return* kumulatif yang bernilai positif mengisyaratkan bahwa portofolio *winner* merupakan portofolio yang menguntungkan. Uji beda dengan nol menunjukkan nilai signifikan pada tingkat 5%. Hal ini menunjukkan bahwa portofolio *winner* pada saat pembentukan adalah portofolio yang harga saham-saham didalamnya mengalami *overreaction* sehingga mengalami *overvalued*.

Pada saat pengujian, kinerja portofolio *winner* menunjukkan pembalikan kinerja. Nilai CAAR berubah sebesar -193.801% dari 96.90% menjadi -96.901%. Perubahan ini mengisyaratkan bahwa kinerja portofolio *winner* merosot secara tajam. Pasar melakukan koreksi atas harga saham-saham pada portofolio *winner* signifikan dengan nol. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji statistik yang menunjukkan nilai yang signifikan pada tingkat 5%.

Pada pengujian selisih CAAR antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* menunjukkan perbedaan kinerja yang signifikan. Perbedaan yang terjadi antara kedua portofolio tersebut sebesar -198.861%. Uji beda dua rata-rata yang dilakukan menunjukkan perbedaan ini signifikan pada tingkat 5%. Berdasarkan seluruh hasil perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa pada sub periode III di BEI terjadi fenomena *market overreaction* pada portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Hal ini membuktikan bahwa terjadi anomali portofolio *winner-loser* dengan pembalikan kinerja yang simetris. Selanjutnya, portofolio *winner* dan portofolio *loser* akan diuji rata-rata kapitalisasi pasar untuk mengetahui apakah portofolio yang mengalami pembalikan kinerja ini mempunyai rata-rata kapitalisasi pasar yang berbeda.

Tabel 6. Uji Beda 2 Rata-rata Kapitalisasi Pasar Portofolio *Winner* dan *Loser* Sub Periode Pembentukan III (dalam Jutaan Rupiah)

No	Winner		Loser		Hasil
	Emiten	Kapitalisasi Pasar	Emiten	Kapitalisasi Pasar	
1	IIKP	114.240	DYNA	440.587	$t_{hitung} = -0.693$ Kesimpulan: Ho diterima, rata-rata kapitalisasi pasar tidak berbeda secara signifikan
2	RYAN	24.752	MYOR	835.576	
3	SSTM	246.828	SRSN	210.700	
4	MYRX	834.304	SMAR	3.044.534	
5	BRPT	1.806.047	ULTJ	823.188	
6	AUTO	2.390.587	DAVO	899.269	
7	HEXA	806.400	MLPL	262.047	
Rata-rata		889.023		930.842	

Sumber: Data yang diolah, 2008.

Kapitalisasi pasar yang dibandingkan adalah rata-rata kapitalisasi pasar bulan Juni 2007. Pada Tabel 6 tampak bahwa rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *loser* sebesar Rp.930.842 juta dan rata-rata kapitalisasi pasar portofolio *winner* sebesar Rp.889.023 juta. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi *anomaly size effect*, yaitu saham-saham yang berkapitalisasi pasar kecil memberikan *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham yang berkapitalisasi pasar besar. Uji beda menunjukkan bahwa meskipun terjadi perbedaan tetapi perbedaan tersebut tidak signifikan.

Portofolio *winner* dan portofolio *loser* diuji kinerjanya dan menunjukkan terjadi *market overreaction* dan anomali *winner-loser*, ternyata rata-rata kapitalisasi pasar saat pembentukan kedua portofolio tersebut tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Hal ini berarti besarnya kapitalisasi pasar tidak atau belum menentukan suatu portofolio saham mempunyai *return* yang berbeda-beda.

Anomali *winner-loser* di BEI khususnya perusahaan manufaktur pada sub periode III, terjadi karena investor ketika melakukan transaksi saham kurang atau tidak sama sekali mendasarkan analisisnya pada fundamental perusahaan. Fenomena ini ditunjukkan dengan terjadinya koreksi harga, yaitu harga saham yang bergerak dengan arah berlawanan pada saham-saham dalam portofolio *winner* maupun portofolio *loser*. Koreksi harga terjadi karena investor di BEI bereaksi secara berlebihan (*overweight*) atas informasi-informasi yang berkaitan dengan saham-saham tersebut, terutama yang dipersepsikan negatif (*bad news*) maupun positif (*good news*). Informasi ini mendorong harga saham menurun atau naik melebihi harga wajarnya, dibuktikan pada portofolio *winner* dan portofolio *loser* yang mengalami koreksi tajam sehingga mengalami *overvalued* dan *undervalued*. Hal ini mengakibatkan harga saham-saham dalam portofolio *winner* maupun portofolio *loser* tidak mencerminkan nilai fundamentalnya.

Salah satu informasi yang terkait dengan kinerja saham adalah pasar saham. Analisis sebelumnya mengisyaratkan bahwa penggunaan informasi kapitalisasi pasar bukan merupakan langkah yang tepat dalam mengambil keputusan dalam menentukan harga saham. Investor di BEI mempunyai kecenderungan melakukan transaksi saham yang mendasarkan pada kecenderungan ramai-ramai menjual atau membeli menjadikan informasi besarnya kapitalisasi pasar portofolio *winner* dan portofolio *loser* tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan meskipun kedua portofolio tersebut mempunyai *abnormal return* yang berbeda secara ekstrim.

PEMBAHASAN

Selama 3 sub periode penelitian, tampak bahwa di Bursa Efek Indonesia anomali *winner-loser* terjadi di setiap sub periode. Fenomena perubahan ini menunjukkan bahwa investor di BEI belum tentu bereaksi berlebihan karena salah satu jenis informasi saja. Pada saat pasar berubah dari *bullish* ke *bearish*, investor bereaksi berlebihan terhadap informasi yang dipersepsikan buruk (*bad news*). Begitu juga sebaliknya, saat pasar berubah dari *bearish* ke *bullish*, investor bereaksi berlebihan terhadap informasi yang dipersepsikan baik (*good news*).

Fenomena ini menunjukkan bahwa investor di BEI cenderung kurang mendasarkan analisisnya pada analisis kinerja harga saham jangka panjang, tetapi lebih banyak dipengaruhi oleh motivasi investor untuk memperoleh keuntungan jangka pendek (spekulasi), dengan aksi ramai-ramai membeli (*herd instinct*) apabila menerima informasi baru yang dipersepsikan sebagai kabar baik maupun buruk di pasar modal.

Reaksi berlebihan dari *loser* ini menunjukkan bahwa pasar merespon secara berlebihan terhadap informasi baru, kemudian

pasar menyadari bahwa reaksi awal terlalu besar. Koreksi pasar ini tercermin dengan adanya pembalikan harga. Hasil ini konsisten dengan hipotesis reaksi berlebihan, bahwa pasar menilai harga saham terlalu rendah terhadap berita atau informasi buruk (*bad news*). Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan Dissanaïke (2005) menyatakan bahwa jika investor secara rutin bereaksi berlebihan terhadap informasi baru, harga saham yang biasanya cenderung *loser* akan berubah dan bergerak menjadi *winner*, penelitian ini membuktikan terjadi anomali, hal yang serupa juga diungkapkan oleh penelitian tentang *overreaction hypothesis* yang dilakukan oleh Sukmawati & Hermawan (2003) menemukan bahwa terjadi indikasi adanya *overreaction* dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, juga menemukan adanya fenomena anomali.

Fenomena tersebut pada dasarnya menyatakan bahwa pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus oleh para pelaku pasar dan sebaliknya, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh Susiyanto (1997) menguji keberadaan reaksi berlebihan di Bursa Efek Jakarta. Susiyanto menggunakan data mingguan selama periode 1994-1996 dan dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa portofolio saham yang tiga bulan sebelumnya memperlihatkan *abnormal return* positif (*winner*) mengalami reaksi yang berlebihan yaitu memperoleh *abnormal return* negatif dalam periode tiga bulan sesudahnya. Namun Susiyanto tidak menemukan adanya reaksi berlebihan pada portofolio saham yang sebelumnya memperlihatkan *abnormal return* negatif (*loser*). Susiyanto (1997) menginterpretasikan penelitiannya bahwa para investor di Bursa Efek Jakarta lebih sering merespon secara

berlebihan pada informasi positif dibandingkan dengan informasi negatif. Reaksi berlebihan dalam penelitian ini konsisten dengan Fenomena pembalikan harga jangka pendek oleh Iswandari (2001) dengan menggunakan data harga saham harian selama tahun 1998 dan ditemukan bahwa reaksi berlebihan hanya terjadi pada saham-saham *loser* dan bukan pada saham *winner* dengan menggunakan model market dan model disesuaikan rata-rata

Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang jelek. Hal tersebut dipertegas oleh Dissnaïke (2005) membagi *portofolio* dalam kelompok *portofolio* yang konsisten mendapatkan *earning* (*winner*) dan *portofolio* yang konsisten tidak mendapat *earning* (*loser*). Koreksi terhadap informasi tersebut pada periode berikutnya jika dalam jangka pendek, koreksi dilakukan secara berlebihan, signifikan dan berulang. Inilah yang dikatakan *overreaction*. Beberapa teori secara umum menyebutkan bahwa perilaku para investor bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap adanya berita mengenai informasi peristiwa, baik itu peristiwa keuangan maupun bukan peristiwa keuangan yang tak terduga dan dramatis yang tidak diantisipasi sebelumnya. Beberapa *event* yang tidak diantisipasi mempengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan mempengaruhi harga saham secara signifikan, baik itu apresiasi saham maupun depresiasi saham.

Reaksi berlebihan menjadi penting untuk dibahas, karena reaksi berlebihan memberikan perilaku prinsipal terhadap para pelaku pasar yang akan mempengaruhi banyak konteks. Ketika para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi tak terduga sebelumnya, maka saham-saham yang golongan *loser* akan mengungguli *winner* (Wibowo, 2004). Akibat dari adanya reaksi berlebihan ini mendorong orang melakukan strategi membeli saham *loser* dan menjual saham *winner*. Strategi ini diuji oleh Elton (2000) dalam Sukmawati & Hermawan (2003) dengan

KESIMPULAN DAN SARAN

menggunakan Sharpe Litner CAPM dan juga dengan menggunakan prosedur yang telah digunakan oleh DeBondt & Thaler (1985) menyatakan bahwa ternyata rasio *winner* dan *loser* tidak konstan sepanjang waktu. Ini berarti bahwa estimasi *return* dari strategi ini sangat sensitif terhadap metode yang digunakan sehingga hanya sedikit *abnormal return* yang diperoleh pada saat ada perubahan risiko yang mengontrolnya.

Penggunaan informasi kapitalisasi pasar bukan merupakan langkah yang tepat dalam mengambil keputusan dalam menentukan harga saham. Tiga kali pengujian menunjukkan bahwa besarnya kapitalisasi pasar portofolio *winner* dan portofolio *loser*, tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan meskipun portofolio ini dibentuk berdasarkan *abnormal return* yang berbeda secara ekstrim. Hal ini merupakan salah satu bukti bagi investor di BEI yang mempunyai kecenderungan melakukan transaksi saham berdasarkan pada kecenderungan ramai-ramai menjual atau membeli (Manurung, 2005).

Kapitalisasi pasar bukan informasi yang mempengaruhi suatu saham menjadi *loser* maupun *winner* dan kapitalisasi pasar saham juga tidak mempengaruhi *abnormal return*. Investor tidak dapat menjadikan pedoman bahwa saham akan menjadi saham *loser* maupun saham *winner* berdasarkan kapitalisasi pasarnya. Hal ini didukung oleh penelitian Waninda & Asri (2003) yang mengemukakan bahwa saham-saham yang berkapitalisasi pasar besar belum tentu memberikan *return* yang lebih kecil daripada saham-saham yang berkapitalisasi pasar kecil. Sebaliknya, saham-saham yang berkapitalisasi pasar kecil belum tentu memberikan *return* yang lebih besar daripada saham-saham yang berkapitalisasi pasar besar.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis apakah terjadi *market overreaction* pada ketiga sub periode pengujian yaitu kinerja portofolio saham *loser* mengungguli kinerja portofolio saham *winner* dan apakah informasi mengenai besarnya kapitalisasi pasar akan mempengaruhi suatu saham untuk mendapatkan *abnormal return* terutama pada saat di pasar terjadi anomali *winner-loser*.

Hasil penelitian menunjukkan terjadi *market overreaction* pada ketiga sub periode pengujian yaitu kinerja portofolio saham *loser* mengungguli kinerja portofolio saham *winner*. Anomali ini dijelaskan dengan pembalikan kinerja portofolio *loser* dan *winner* dengan selisih CAAR yang berbeda secara signifikan dan tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* sebab besarnya kapitalisasi pasar saham portofolio *winner* dan *loser* tidak mempengaruhi *abnormal return*. Hal ini berarti anomali *size effect* tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi anomali *winner-loser*.

Saran

Dengan ditemukannya bukti-bukti bahwa terjadinya *market overreaction* sehingga terjadi anomali *winner-loser* pada saham-saham yang terdapat dalam portofolio *winner* maupun portofolio *loser*, maka investor hendaknya lebih kritis dalam menanggapi suatu informasi baru yang masuk ke pasar modal, baik informasi yang dipersepsikan oleh investor sebagai suatu kabar baik maupun kabar buruk. Seluruh informasi yang

masuk sebaiknya dianalisis secara lebih seksama dan mendalam, terutama dampak informasi baru tersebut terhadap kinerja harga saham dalam jangka panjang dan para investor sebaiknya juga tidak menggunakan informasi besarnya kapitalisasi pasar saham untuk mendapatkan *abnormal return*.

Untuk penelitian selanjutnya yang akan mengembangkan penelitian tentang fenomena *market overreaction* di pasar modal Indonesia dapat dilakukan dengan memperpanjang periode pembentukan dan pengujian portofolio dengan menambah jumlah sampel saham pada masing-masing portofolio dan memasukkan kriteria-kriteria *size effect*, *bid-ask effect*, *infrequent trading*.

DAFTAR PUSTAKA

- Chang, R. P., McLeavy, D. W., & Rhoe, S. G. 2005. Short-term Abnormal Returns of the Contrarian Strategy in the Japanese Stock Market. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.22 (October), No.7, pp.1035-1048.
- De Bondt, W.F.M., & Thaler, R.H. 1985. *Does The Stock Market Overreact?* *Journal of Finance*, Vol.40, pp.793-808.
- Dissanaike, G. 2005. Do Stock Market Investor Overreact? *Journal of Bussiness Finance and Accounting*, Vol. 24.
- Elton, E. J., & Gruber, M.J. 2005. *Modern Portfolio Theory and Invesment Analysis*. Fourth Edition. Canada: John Willey and Sons Inc.
- Fama, E. F., & French, K. R. 1997. Size and Book-to-Market Actors In Earnings and Returns. *Journal of Finance*, Vol.50, pp.131-155.
- Hendhratmoyo, A. 2004. Analisis Overreact Hypothesis (OH) dan Anomali Price Earning Ratio (PER) Saham-saham LQ 45 di Bursa Efek Jakarta (Periode Pengamatan Tahun 1999-2003). *Thesis MM UGM* (Tidak dipublikasikan).
- Husnan, S. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Iswandari, L. 2001. Pembalikan Harga di Bursa Efek Jakarta. *Kompak*, Vol.3, hal.299-321.
- Jogianto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE.
- Jones, C.P. 2004. *Investment Analysis and Management*. Third Edition. New York: John Willey and Sons.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishry, R.W. 2003. *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk*. *The Journal of Finance*, Vol XLIX, No.5, pp.1541-1578.
- Manurung, A.H. 2005. Gejala Overreaction pada Saham dalam Perhitungan Indeks LQ 45. *Usahawan*, No.09, TH XXXIV.
- Nam, K., Pyun, C.S. & Stephen. 2001. Asymmetric Reverting Behaviour of Short Horizon Stock Return: An Evidence of Stock Market Overreaction. *Journal Of Banking And Finance*. Vol.25, pp.807-824.
- Pettengil, G. N., & Bradford D. J. 2002. The Overreaction Hypothesis Firm Size, and Stock Market Seasonality. *The Journal Portofolio Management*, (Spring).
- Rachmawati. 2005. Over Reaksi Pasar terhadap Harga Saham. *Prosiding*. Simposium Nasional Akuntansi VIII.

- Ramiah, V. C., Orriol, K.Y, Naughton, J., & Hallahan, T. 2006. *Contrarian Investment Strategies Work Better for Dually-Traded Stocks: Hongkong Evidence*. Melbourne Australia: RMIT University.
- Reilly, F.K. 2003. *Investment*. Third Edition. New York: The Dryden Press International Edition.
- Sukmawati & Hermawan, D. 2002. Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham-saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*, Vol.2, hal. 57-76.
- Susiyanto, F. 1997. Market's Overreaction In The Indonesian Stock Market. *Kelola*, Vol.6, No.16.
- Waninda & Asri. 2003. Dapatkah Strategi Kontrarian Diterapkan di Pasar Modal Indonesia? (Pengujian Anomali *Winner-Loser* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, pp.71-77.
- Wibowo, 2004, Reaksi Berlebihan Pembalikan Saham Winner-Loser di Bursa Efek Jakarta. *Wahana*. Akademi Akuntansi Yogyakarta.
- Zarowin, P. 1990. Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol.25, pp.113-125.