

**OVER REAKSI PASAR PADA HARGA SAHAM
PERUSAHAAN NON MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Skripsi
untuk memenuhi sebagian persyaratan
untuk mencapai derajat Sarjana Ekonomi**



Program Studi Akuntansi Keuangan

Oleh :

RONALD FAHAMSYAH

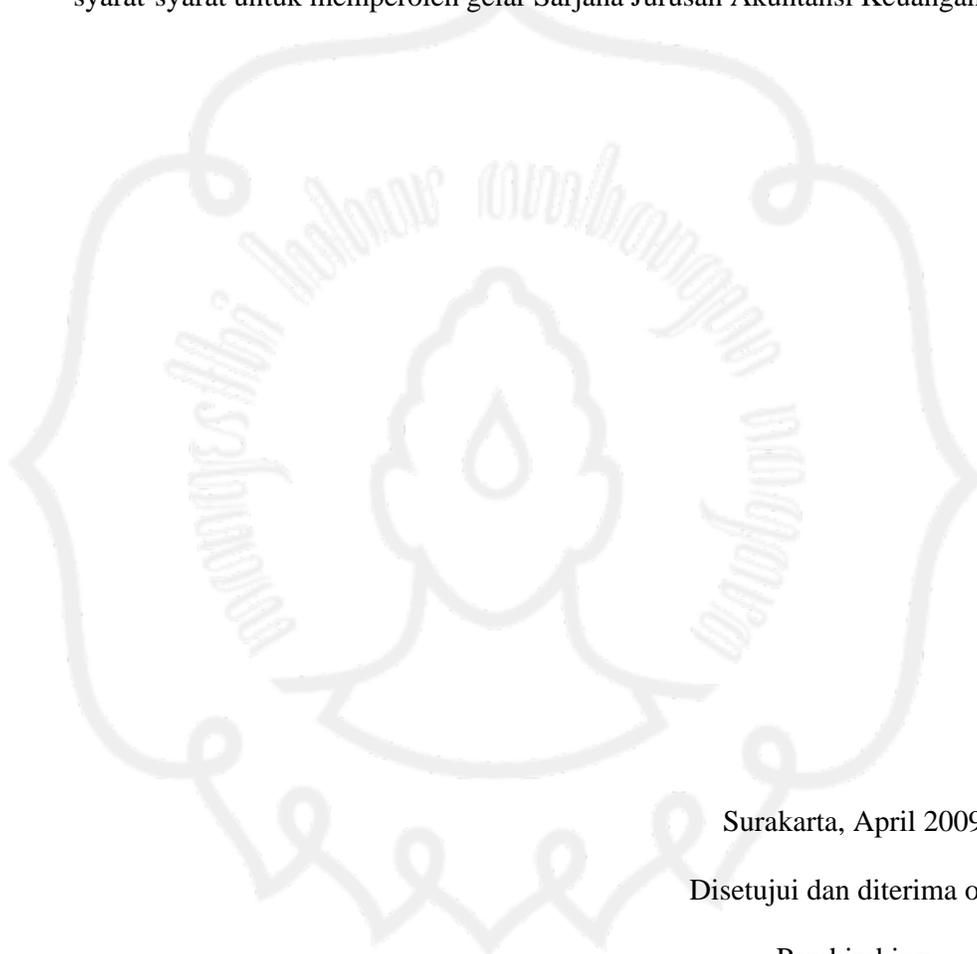
NIM F.1306605

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA**

2009

HALAMAN PERSETUJUAN

Telah dibaca dan disetujui dengan baik oleh Pembimbing Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Jurusan Akuntansi Keuangan.



Surakarta, April 2009

Disetujui dan diterima oleh

Pembimbing

Agus Widodo, SE, Msi, Ak.

NIP. 197308252000121001

HALAMAN PENGESAHAN

Telah disetujui dan diterima dengan baik oleh tim penguji Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Jurusan Akuntansi Keuangan.

Surakarta, 31 Juli 2009

Tim Penguji Skripsi

- 1) Hanung Triatmoko, Drs, Ak. (.....)
NIP. 196610281992031001

- 2) Agus Widodo, SE, M.Si., Ak. (.....)
NIP. 197308252000121001

- 3) Doddy Setiawan, SE, M.Si., Ak. (.....)
NIP. 197502182000121001

MOTTO

Motto:

“.....niscaya Allah akan meninggikan orang-orang yang beriman diantaramu dan orang-orang yang diberi ilmu beberapa derajat...”

(Al-Mujadilah: 11)

“Jadilah orang yang sabar, Allah mencintai hamba-Nya yang sabar, manusia juga mencintai manusia lain yang sabar”

(Ronald)

“Jika kalian berbuat baik (berarti) kalian berbuat baik bagi diri kalian sendiri dan jika kalian berbuat jahat maka kejahatan itu bagi diri kalian sendiri...”

(QS. Al-Israa' (17): 7)

“Hidup ini ibadah, maka penuhi dengan kebaikan dan hidup ini sebentar, maka pergunakan dengan sebaik-baiknya”

(Ronald)

“Jauhkan dirimu dari api neraka, sekalipun dengan menyedekahkan separo kurma. Barang siapa tidak mendapati kurma maka cukuplah dengan kata-kata yang baik”

(HR. Bukhari dan Muslim)

PERSEMBAHAN

Skripsi ini penulis persembahkan kepada:

- >>Kedua orang tuaku.
- >>Keluarga besarku.
- >>Generasiku.
- >>Guruku.
- >>Masyarakat.
- >>Dunia penelitian.
- >>Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.

KATA PENGANTAR

Assalammualaikum Wr. Wb.

Segala puji bagi Allah atas rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan pembuatan skripsi yang berjudul **“Over Reaksi Pasar pada Harga Saham Perusahaan Non Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”**.

Penulisan Skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi persyaratan dalam rangka memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Atas selesainya Skripsi ini, penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada:

- 1) Allah SWT, Rob semesta alam yang telah memberikan rahmat dan petunjuk kepada penulis.
- 2) Bapak dan Ibuku yang telah memberikan dukungan riil dan materiil kepada penulis.
- 3) Bapak Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com., Ak., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- 4) Bapak Drs. Jaka Winarna, M.Si., Ak., selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- 5) Bapak Agus Widodo, SE., Msi., Ak., selaku Pembimbing yang telah memberikan waktu dan saran-saran kepada penulis.
- 6) Bapak Timin, terimakasih atas kemudahan-kemudahan dan info-info dalam hal administratif, yang telah diberikan kepada penulis.

- 7) Ibu Ning, terimakasih atas waktu dan saran-saran tambahan tentang skripsi.
- 8) Kawan-kawanku Akuntansi Ekstensi yang paling kompak dan paling rame, terimakasih atas bantuan dan infonya. Semoga persahabatan kita tak lekang oleh waktu.
- 9) Semua pihak yang telah membantu penulis yang tidak penulis sebutkan semuanya disini.

Penulis menyadari masih terdapat kekurangan-kekurangan dalam Skripsi ini, untuk itu penulis mengharapkan saran-saran yang sifatnya membangun. Semoga Skripsi ini memberikan manfaat yang besar bagi banyak orang, Amin.

Wassalammualaikum Wr. Wb.

Surakarta, September 2009

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
ABSTRACT	ii
ABSTRAKSI	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
MOTTO	vi
PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL	xiii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan Masalah	7
C. Tujuan Penelitian	7
D. Manfaat Penelitian	7
E. Sistematika Penulisan	8
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	9
A. Efisiensi Pasar	9
B. Over Reaksi	10

C. Penelitian Terdahulu	11
D. Kerangka Pemikiran	19
E. Hipotesis	20
BAB III METODE PENELITIAN	21
A. Desain Penelitian	21
B. Populasi, Sampel, dan Metode Pengambilan Sampel	21
C. Definisi Operasional Variabel	23
D. Metode Analisis Data	27
E. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	28
BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	29
A. Hasil pengumpulan data	29
B. Hasil Penelitian dengan Menggunakan Mean Adjusted Model	32
C. Hasil Penghitungan dengan Menggunakan Market Adjusted Model	38
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	45
A. Kesimpulan	45
B. Keterbatasan dan Saran	46
1. Keterbatasan	46
2. Saran	47

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 4.1 Grafik AAR portofolio winner dan portofolio loser model mean adjusted	32
Gambar 4.2 Grafik CAR portofolio winner dan portofolio loser model mean adjusted	34
Gambar 4.3 Grafik AAR portofolio 1 dan portofolio 4 model mean adjusted	35
Gambar 4.4 Grafik AAR portofolio winner dan portofolio loser model market adjusted	39
Gambar 4.5 Grafik CAR portofolio winner dan portofolio loser model market adjusted	40
Gambar 4.6 Grafik AAR portofolio 1 dan portofolio 4 model market adjusted	41

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1	Perusahaan-perusahaan portofolio winner dan loser model market adjusted model..... 30
Tabel 4.2	Perusahaan-perusahaan portofolio winner dan loser model mean adjusted model..... 31
Tabel 4.3	Tabel signifikansi perbedaan antara average abnormal return portofolio winner dengan average abnormal return portofolio loser selama dua tahun model mean adjusted 36
Tabel 4.4	Tabel signifikansi perbedaan antara abnormal return portofolio winner dengan abnormal return portofolio loser tiap bulan model mean adjusted 37
Tabel 4.5	Tabel signifikansi perbedaan antara average abnormal return portofolio winner dengan average abnormal return portofolio loser selama dua tahun model market adjusted..... 42
Tabel 4.6	Tabel signifikansi perbedaan antara abnormal return portofolio winner dengan abnormal return portofolio loser tiap bulan model market adjusted 43

ABSTRACT

The purpose of this research is to know is there overreaction in non manufacturing company stock price at Indonesian Stock Exchange (IDS). Researches about market overreact toward stock value emphasize that there is phenomenon of stock value reversal which negative return for same period of time move toward positive return, at the other hand high-return stocks for while become worse and stock value go down. Hypothesize about this, usually use winner portfolio as parameter for stock value which have good performance and loser portfolio for the bad one. The overreaction hypothesize is marked by loser portofolio exceed winner portofolio.

This research examines overreaction in non manufacturing company at Indonesian Stock Exchange (IDS) troughout the years between 2007 to 2008. This research use market adjusted model and mean adjusted model. Sample divide into two group; 15 companies as winner portfolio and 15 companies for loser portfolio.

The result of this research seems to indicate that overreaction occurs separately in its move and are not constant overtime. The result of analysis independent sample t-test, between winners and losers do not show the different average abnormal return significantly.

Keywords: Overreaction, loser-winner, indonesian stock exchange, mean adjusted model, market adjusted model

ABSTRAKSI

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah ada over reaksi pada harga saham perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian tentang over reaksi pasar terhadap nilai saham menekankan bahwa terdapat fenomena pembalikan nilai saham dimana return negatif untuk beberapa periode waktu bergerak maju menjadi return positif, dengan kata lain saham berreturn tinggi untuk beberapa waktu menjadi jelek dan nilai saham turun. Hipotesis tentang ini, biasanya menggunakan portofolio winner sebagai parameter untuk nilai saham yang memiliki performa baik dan portofolio loser untuk performa yang jelek. Hipotesis over reaksi ditandai oleh portofolio loser melebihi portofolio winner.

Penelitian ini menguji over reaksi pada perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2007-2008. Penelitian ini menggunakan market adjusted model dan mean adjusted model. Sampel dibagi menjadi dua grup; 15 perusahaan sebagai portofolio winner dan 15 perusahaan sebagai portofolio loser.

Hasil dari penelitian ini mengindikasikan bahwa over reaksi terjadi terpisah-pisah dalam pergerakannya dan tidak terjadi secara konstan sepanjang waktu. Hasil dari analisis independent sample t-test, antara winner dan loser tidak menunjukkan perbedaan average abnormal return secara signifikan.

Kata kunci: Over reaksi pasar, loser-winner, bursa efek Indonesia, mean adjusted model, market adjusted model.

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Motivasi investor melakukan investasi di pasar modal adalah untuk memperoleh *return* yang optimal, yaitu return yang sesuai dengan resiko yang diterima. Untuk mendapatkan *return* yang optimal seorang investor dituntut untuk senantiasa mengikuti perkembangan pasar dan memiliki sebanyak mungkin informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham.

Informasi yang digunakan dalam pasar modal ialah informasi yang bermakna bagi investor, dalam konteks informasi yang mampu mengubah keyakinan (*belief*) atau pengharapan (*expectation*) dari investor dan dapat membantu dalam memprediksi hasil-hasil di masa datang dari berbagai alternatif tindakan yang kesemuanya menyebabkan seseorang melakukan transaksi di pasar modal. Menurut Weston dan Copelland (1991: 141), suatu informasi didefinisikan sebagai: "Seperangkat pesan atau berita yang dapat digunakan untuk mengubah si penerima dalam rangka meningkatkan kesejahteraannya".

Informasi mengenai pergerakan harga saham dan indeks harga saham merupakan salah satu informasi yang dibutuhkan oleh investor dalam mengambil keputusan apakah membeli atau menjual saham yang diperdagangkan. Disisi lain fakta dalam berbagai penelitian di bidang pasar modal dan mengenai perilaku keuangan (*behavioral finance*) menyatakan

bahwa terdapat beberapa penyimpangan yang terjadi yang dapat mempengaruhi harga saham, sehingga harga saham menjadi bias untuk dijadikan informasi. Penyimpangan tersebut diantaranya adalah implikasi dari fenomena reaksi berlebihan yaitu bahwa para pelaku pasar tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional. Sebagian para pelaku pasar bisa bereaksi berlebihan terhadap informasi, terlebih lagi jika informasi tersebut adalah informasi buruk, sehingga para pelaku pasar yang lain akan secara emosional segera menilai saham terlalu rendah.

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.

Hasil penelitian mengenai pola perubahan *return* saham di pasar modal memberikan kesimpulan yang beragam. Dalam artikelnya De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa penelitian mereka membuktikan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) selanjutnya membaik dan sebaliknya saham-saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*)

selanjutnya memburuk pada sekitar 36 bulan kemudian. Mereka menjelaskan fenomena harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti bahwa pasar bereaksi secara berlebihan (*overreact*) dalam merespon suatu informasi. Kemudian pasar menyadarinya sehingga melakukan koreksi pada periode selanjutnya. Ini berarti pasar tidak secara total terdiri dari para investor yang rasional dan tidak emosional.

Dissanaike (1997) menyatakan jika investor secara rutin bereaksi berlebihan terhadap informasi baru, harga saham yang biasanya cenderung *loser* akan berubah dan bergerak menjadi *winner*. Penelitiannya membuktikan bahwa terjadi anomali pada harga saham. *Overreaction hypothesis* adalah sebagai kontradiksi terhadap hipotesis pasar yang efisien, yang mana merupakan sebuah bagian dari integral dari ekonomi keuangan modern. *Overreaction hypothesis* pada kenyataannya mengindikasikan bahwa pasar memiliki bentuk efisiensi pasar dalam bentuk lemah secara informasi dan juga mengimplikasikan bentuk efisiensi pasar setengah kuat.

Zarowin (1990) menyatakan bahwa kecenderungan saham *loser* mengungguli saham *winner* tidak tergantung pada reaksi berlebihan tetapi karena adanya ukuran perusahaan saham *loser* lebih kecil dari pada ukuran perusahaan saham *winner*. Perbedaan return pada saham *loser* dan saham *winner* tidak akan terjadi jika menggunakan ukuran perusahaan yang sama. Hasil dari penelitian Zarowin ini tidak relevan dengan penelitian Wibowo dan Sukarno (2004). Mereka menyebutkan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap reaksi berlebihan di pasar modal. Wibowo dan

Sukarno (2004) meneliti tentang reaksi berlebihan dengan melihat ukuran perusahaan. Hasilnya tidak ditemukan reaksi berlebihan berhubungan dengan ukuran perusahaan, baik kecil maupun besar. Dalam penelitiannya juga ditemukan bahwa saham *loser* mempunyai kecenderungan untuk menjadi *winner*, tetapi saham *winner* tidak mempunyai kecenderungan untuk menjadi *loser*.

Rahmawati dan Suryani (2005) menyimpulkan 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*).

Fenomena reaksi berlebihan ini menyimpulkan bahwa pasar adalah tidak efisien, karena dalam pasar yang efisien, harga saham yang ada pada saat itu bisa mencerminkan pengetahuan dan harapan dari semua investor, sehingga investor tidak mungkin tidak mengetahui antara investasi yang menguntungkan dan yang tidak menguntungkan dimasa yang akan datang berdasarkan pada harga pasar pada saat ini. Para pelaku pasar sering berperilaku irrasional terhadap pergerakan harga saham. Jenis informasi yang muncul dalam pasar modal yaitu informasi bagus (*good news*) dan informasi yang tidak bagus (*bad news*). Para pelaku pasar biasanya akan memasang tarif yang terlalu tinggi terhadap suatu berita yang dianggap bagus (*good news*) dan

akan memasang tarif yang rendah untuk berita-berita yang dianggap kurang bagus (*bad news*).

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.

Penelitian ini menguji mengenai over reaksi yang terjadi pada harga saham perusahaan non manufaktur dengan memperhitungkan faktor *corporate action*. Peristiwa *corporate action* seperti *stock-split*, saham bonus, dan dividen saham dapat menimbulkan bias pada harga saham, sehingga harga saham harus dikoreksi lebih dahulu atau menggunakan indeks harga saham. *Corporate action* yang dilakukan oleh perusahaan dapat merusak analisis apabila hanya menggunakan harga saham dalam rupiah tanpa dikoreksi terlebih dahulu.

Penelitian ini menggunakan dua model estimasi dalam mencari *expected return* yaitu *mean adjusted model* dan *market adjusted model*. Terdapat tiga (3) model dalam menghitung *expected return*, yaitu: (1) *Mean*

adjusted model, (2) *Market adjusted model*, (3) *Market model*. Penulis hanya menggunakan dua model estimasi karena keterbatasan penulis dalam melakukan penelitian.

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan-perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jenis perusahaan non manufaktur dipilih oleh penulis sebagai populasi penelitian karena tiga alasan, yaitu: Pertama, perusahaan non manufaktur memiliki ragam jenis perusahaan yang lebih banyak; jumlah kapitalisasi pasar yang lebih besar daripada sektor manufaktur; dan pengungkapan informasi yang lebih sedikit daripada perusahaan manufaktur. Kedua, untuk mengetahui perilaku para pelaku pasar secara spesifik pada sektor non manufaktur dalam menanggapi informasi, baik itu *bad news* maupun *good news*. Ketiga, untuk mengetahui pola over reaksi terhadap harga saham pada perusahaan non manufaktur, sehingga hasilnya dapat dibandingkan dengan pola over reaksi terhadap harga saham perusahaan manufaktur.

Penelitian ini menggunakan periode sampel tahun 2005, 2006, 2007, dan 2008 dengan menggunakan data bulanan. Penelitian ini menggunakan periode tersebut dengan tujuan mendapatkan hasil penelitian yang terbaru dan dengan pertimbangan bahwa belum ada penelitian sejenis yang dilakukan pada tahun tersebut.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Over Reaksi Pasar pada Harga Saham Perusahaan Non Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”**.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas dapat dirumuskan permasalahannya sebagai berikut :

Apakah terdapat over reaksi pasar pada harga saham perusahaan-perusahaan non manufaktur?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah ada over reaksi terhadap harga-harga saham perusahaan non manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia.

D. Manfaat Penelitian

Penulis berharap hasil penelitian ini dapat bermanfaat bagi orang banyak khususnya untuk kalangan-kalangan berikut ini:

1) Bagi perusahaan

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan pemahaman bagi manajemen perusahaan bahwa kenaikan dan penurunan nilai saham tidak hanya disebabkan faktor-faktor fundamental, tetapi juga karena kepanikan dan over reaksi para pelaku pasar.

2) Bagi investor

Memberikan pemahaman bagi investor agar cermat dalam mengidentifikasi gejala IHSG atau harga sebuah saham. Jika gejala

tersebut merupakan volatilitas fundamental, investor jangan ragu untuk segera menjadi *follower*. Sebaliknya jika volatilitas itu merupakan over reaksi, investor sebaiknya mengambil posisi kontrarian/melawan pasar.

E. Sistematika Penulisan

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi penjelasan tentang efisiensi pasar, over reaksi, tinjauan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis penelitian.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini membahas tentang desain penelitian, populasi dan metode pengambilan sampel, definisi operasional variabel, metode analisis data, sumber data dan metode pengambilan data.

BAB IV ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

Bab ini berisi penjelasan tentang analisis data, yang membahas hasil pengumpulan data, pengolahan data, pengujian hipotesis, dan penjelasan dalam rangka menyusun kesimpulan.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran-saran.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Efisiensi Pasar

Secara umum efisiensi pasar didefinisikan oleh (Beaver 1968, dalam Jogyanto 1998) sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Fama (1970) menyajikan 3 macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat, yaitu: (1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*); (2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*); (3) Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Sebagai contoh, harga saham tampak mengalami kenaikan setiap awal bulan dan turun setiap akhir bulan. Jadi pada pasar modal efisiensi bentuk lemah, harga saham mengikuti kecenderungan tersebut. Investor dan perusahaan efek akan merealisasi kecenderungan tersebut dan cenderung menggunakannya untuk menentukan harga saham.

Sedangkan, Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*) merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan. Pada bentuk ini, investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan *public*

information. Para peneliti telah menguji keadaan ini dengan melihat peristiwa-peristiwa tertentu seperti penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, merger, dan pemecahan saham. Kebanyakan informasi-informasi ini dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham.

Selanjutnya, efisiensi pasar bentuk kuat (*strong*) merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi termasuk informasi privat (tingkat efisiensi pasar yang tinggi). Konsep ini mengandung arti bahwa semua informasi baik informasi yang sifatnya umum maupun khusus, direfleksikan dalam mendapatkan informasi yang sama kualitas dan jumlahnya dan yang diterima pada saat yang sama, sehingga tidak ada investor yang dapat menikmati keuntungan tidak normal di atas kerugian investor yang lainnya. Informasi yang tidak dipublikasikan adalah informasi yang bersifat khusus, dalam artian diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi. Pada pasar bentuk kuat berarti sudah mencapai efisiensi bentuk yang sempurna (Sunariyah, 1997).

B. Over Reaksi

Menurut De Bond dan Thaler (1985), *Overreaction* pada dasarnya menyatakan bahwa pasar telah bereaksi secara 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. Koreksi terhadap informasi pada periode berikutnya yang terjadi secara berlebihan, signifikan dan berulang. Inilah yang dikatakan *overreaction*. Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang jelek. 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 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*.

C. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian luar negeri yang berkaitan dengan penelitian ini antara lain: De Bondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa penelitian mereka membuktikan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) selanjutnya membaik dan sebaliknya saham-saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*) selanjutnya memburuk pada sekitar 36 bulan kemudian. Mereka menjelaskan fenomena harga saham yang tidak normal ini

sebagai bukti bahwa pasar bereaksi secara berlebihan (*overreact*) dalam merespon suatu informasi. Kemudian pasar menyadarinya sehingga melakukan koreksi pada periode selanjutnya. Ini berarti pasar tidak secara total terdiri dari para investor yang rasional dan tidak emosional.

Daniel dan Subramanyan (1998) mengatakan bahwa terdapat informasi yang disediakan untuk para investor atau disebut dengan informasi publik, dan juga ada informasi yang tidak disediakan untuk para investor atau informasi privat. Disini dinyatakan bahwa harga saham dipengaruhi oleh informasi yang disediakan untuk investor. Kedua informasi ini membentuk dua bias psikologi yang menyebabkan pasar *overreaction* dan *underreaction*. Bias tersebut yaitu investor terlalu percaya diri terhadap kebenaran dari informasi privat (*over confidence*) dan bias *self attribution* yaitu sifat dasar dari pribadi para investor.

Fama (1997) meneliti mengenai efisiensi pasar, *return* jangka panjang dan perilaku keuangan. Fama menyatakan bahwa pasar lebih sering *overreaction* daripada *underreaction* terhadap informasi. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa terjadi *overreaction* dalam jangka panjang dan terjadi *underreaction* dalam jangka pendek. Fama berpendapat bahwa terdapat dua bias informasi yang mempengaruhi harga saham. Pertama yaitu bias *overconfidence* yaitu pasar terlalu percaya diri, dan hal ini menyebabkan para investor tersebut terlalu melebih-lebihkan pribadinya dalam menilai saham. Kedua yaitu sifat dasar dari seseorang atau disebut *self attribution*, yang menyebabkan investor menjatuhkan penilaian publik atas nilai saham, yang

terjadi pada saat penilaian publik terhadap nilai saham berbeda dengan penilaian investor secara pribadi.

Dissanaike (1997) menyatakan jika investor secara rutin berreaksi berlebihan terhadap informasi baru, harga saham yang biasanya cenderung *loser* akan berubah dan bergerak menjadi *winner*. Penelitiannya membuktikan bahwa terjadi anomali pada harga saham. *Overreaction hypothesis* merupakan kontradiksi terhadap hipotesis pasar yang efisien, yang mana merupakan sebuah bagian dari integral dari ekonomi keuangan modern. *Overreaction hypothesis* pada kenyataannya mengindikasikan bahwa bentuk efisiensi pasar dalam bentuk lemah secara informasi dan juga mengimplikasikan bentuk efisiensi pasar setengah kuat. *Overreaction hypothesis* juga mengimplikasikan ketidakefisienan pasar karena harga terlalu bereaksi dan tidak adanya rasio (irrasional) terhadap perkiraan hasil dimasa depan.

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

spesifik perusahaan. Pembalikan pada komponen spesifik perusahaan terhadap *return* diinterpretasikan sebagai koreksi atas reaksi berlebihan yang terjadi sebelumnya, walaupun ada juga kemungkinan interpretasi lain.

Lo dan Mackinlay (1990) menyatakan bahwa adanya *overreaction* dalam penelitian mereka dengan ditandainya *return* pada beberapa saham secara sistematis mengalami kemajuan (*lead*) atau mengalami kemunduran (*lag*) dari pada *return* saham yang lain, penggunaan strategi menjual saham golongan *winner* dan membeli saham golongan *loser*, akan dapat menghasilkan *expected return* yang positif. Pengujian hipotesis terhadap harga saham dipasar modal secara umum berfokus pada sekuritas secara individu maupun secara pengelompokan menjadi *portofolio*. Dalam penelitian Lo dan Mackinlay ini, ditunjukkan bahwa interaksi *cross-sectional* dari *return* sekuritas adalah aspek yang penting dalam dinamika perubahan harga saham.

Clare dan Thomas (1995) menginvestigasi hipotesis over reaksi di *United Kingdom* (UK). Mereka menemukan indikasi bahwa portofolio *loser* menggungguli portofolio *winner* selama periode 1955-1990, walaupun perbedaannya tidak signifikan. Mereka menyatakan lebih jauh bahwa over reaksi dapat dipengaruhi juga oleh ukuran perusahaan.

Campbell dan Limmack (1997) menguji pembalikan harga *abnormal return* jangka panjang perusahaan-perusahaan di *United Kingdom* (UK). Mereka membagi perusahaan-perusahaan menjadi portofolio *winner* dan portofolio *loser* selama periode January 1979 sampai Desember 1990. Mereka 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* terkecil tidak mengalami pembalikan harga *abnormal return*. Bukti tentang over reaksi ini didukung juga oleh Patz (1989) dan Capstaff et. al. (1995).

Cummins dan Lewis (2003) dan Doherty et al. (2003) menguji reaksi pasar modal setelah serangan 11 September. Mereka menemukan terjadinya pembalikan harga *abnormal return*. Pembalikan harga *abnormal return* ini dapat diinterpretasikan sebagai over reaksi investor.

Dacosta (1994) memberikan bukti mengenai over reaksi pada bursa saham di Brazil. Leung dan Li (1998) juga menemukan over reaksi di saham-saham yang tercatat di bursa saham Hongkong. Gaunt (2000) mendukung over reaksi dan pembalikan harga di pasar modal Australia. Bowman dan Iverson (1998) menginvestigasi perilaku harga saham di pasar modal *New Zealand* setelah perubahan harga mingguan besar. Mereka mendokumentasikan terjadinya over reaksi pada pasar modal pada saat itu.

Beberapa penelitian dalam negeri yang berkaitan dengan penelitian ini antara lain: Wibowo dan Sukarno (2004) meneliti tentang reaksi berlebihan dengan melihat ukuran perusahaan. Wibowo dan Sukarno mengadakan pengujian terhadap saham harian selama tahun 2000 di Bursa Efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia). Hasil dari penelitian tersebut tidak ditemukan bahwa reaksi berlebihan berhubungan dengan ukuran perusahaan, baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar. Dalam penelitiannya juga

ditemukan bahwa saham *loser* mempunyai kecenderungan untuk menjadi *winner*, tetapi *winner* tidak mempunyai kecenderungan untuk menjadi *loser*.

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*. Dalam penelitian Sukmawati dan Hermawan (2003) tersebut menguji keberadaan reaksi berlebihan yang digunakan untuk memprediksikan pola portofolio *loser* mengungguli pola portofolio *winner*. Mereka menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti mengungguli portofolio *winner*, dan terjadi secara separatis dan terpisah-pisah selama beberapa waktu.

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. Reaksi berlebihan yang terjadi pada saham *loser* diduga karena periode data yang digunakan dalam penelitian adalah tahun 1998 dimana pada tahun tersebut Indonesia sedang mengalami krisis berat, sehingga para pelaku pasar ragu bahwa informasi yang diterimanya adalah informasi bagus. Sebagian peneliti mencurigai bahwa pembalikan harga bukan karena reaksi berlebihan tapi karena pengaruh *bid-ask spread*. Iswandari melakukan pengujian juga pada pengaruh *bid-ask spread* terhadap

pembalikan harga saham *loser* tidak pada saham *winner* karena saham yang bereaksi berlebihan adalah saham *loser* bukan pada saham *winner*.

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 menginterpretasikan penelitiannya bahwa para investor di Bursa Efek Jakarta lebih sering merespon secara berlebihan pada informasi positif dibandingkan dengan informasi negatif.

Sartono dan Yarmanto (1996) mendokumentasi reaksi berlebihan (*overreaction*) pada pasar saham Indonesia dengan menggunakan model Damodoran. Tujuan utama dari studi mereka adalah untuk mengukur penyesuaian pasar dan bagaimana informasi baru diserap secara efektif. Dan penemuan itu membuktikan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi terbaru.

Sumiyana dan Hendrik Gamaliel (2006) menguji fenomena *noise* dan *overreaction* pada harga pembukaan untuk pasar modal berkembang yakni Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini juga menemukan adanya fenomena pembalikan return (*mean reversal*) pada portofolio setelah harga pembukaan.

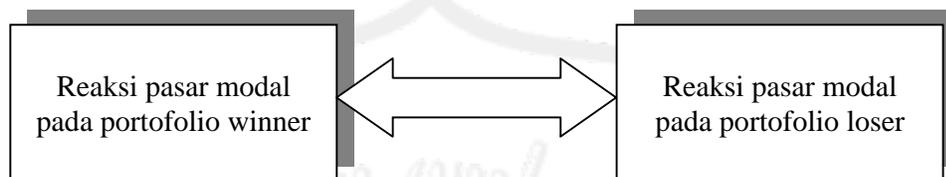
Dari hasil pengujian hipotesis *overreaction* terdukung, maka dapat dimaknakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return, dalam hal ini return *loser* lebih besar dibandingkan dengan return *winner* pada 30 menit pertama hari perdagangan. Penelitian ini berhasil membuktikan adanya *noise* dan *overreaction* terjadi pada harga pembukaan. Di samping itu, penelitian ini juga mampu mendeteksi waktu pengkoreksian terhadap kedua fenomena tersebut yang secara umum terjadi pada 30 menit mula-mula hari perdagangan. Konsekuensinya, investor harus bersikap lebih konservatif pada 30 menit awal perdagangan.

Azhar, Kiryanto, dan Dista (2008) 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.

Rahmawati dan Suryani (2005) melakukan penelitian dengan judul “Over Reaksi Pasar terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta” menyimpulkan 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).

D. Kerangka Pemikiran



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. Over reaksi (reaksi berlebihan) terjadi ketika portofolio saham *loser* melebihi portofolio saham *winner*.

E. Hipotesis

Hipotesis penelitian ini adalah:

Terdapat perbedaan *abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*.



BAB III

METODE PENELITIAN

F. Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal Indonesia akibat dari peristiwa-peristiwa tertentu. Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis apakah terdapat over reaksi pada harga saham perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jenis penelitian ini merupakan penelitian korelasional. Penelitian korelasional adalah penelitian yang dimaksudkan untuk mengungkapkan permasalahan berupa hubungan antar variabel.

Waktu dalam penelitian ini dilakukan selama beberapa periode, yaitu selama empat tahun. Periode pengamatan tahun 2005 digunakan sebagai periode estimasi pada model *mean adjusted model* untuk pembentukan portofolio. Periode pengamatan tahun 2006 digunakan sebagai periode pembentukan portofolio. Periode pengamatan tahun 2007 dan 2008 digunakan sebagai periode pengujian perubahan harga saham.

G. Populasi, Sampel, dan Metode Pengambilan Sampel

Populasi merupakan keseluruhan dari objek yang akan diteliti. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan non manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) tahun 2005–2008.

Sampel adalah bagian dari populasi. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* jenis *judgment sampling* yaitu pengambilan sampel yang sesuai dengan kriteria yang akan digunakan, dalam penelitian ini dibutuhkan sebanyak 30 sampel. Sesuai dengan namanya, sampel diambil dengan maksud atau tujuan tertentu. Sampel dipilih berdasarkan penilaian peneliti bahwa ia adalah pihak yang paling baik untuk dijadikan sampel penelitiannya. Kriteria-kriteria pengambilan sampel penelitian ini antara lain:

- a. Saham perusahaan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Perusahaan non manufaktur yang konsisten sahamnya diperdagangkan pada periode pengamatan yaitu dari tahun 2005-2008.
- c. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* berupa *stock split*, dividen saham, dan saham bonus. Peristiwa *corporate action* tersebut dapat menimbulkan bias pada harga saham dan dapat merusak analisis.
- d. Pada portofolio *winner*, sampel harga perusahaan diambil berdasarkan 15 sampel saham yang pada periode pembentukan portofolio (tahun 2006) mempunyai *Average Abnormal Return* terbesar.
- e. Pada portofolio *loser*, sampel harga perusahaan diambil berdasarkan 15 sampel saham yang pada periode pembentukan portofolio (tahun 2006) mempunyai *Average Abnormal Return* terendah.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut diatas, maka akan diperoleh sampel sebanyak 15 perusahaan yang digolongkan kedalam portofolio *winner* dan 15 perusahaan yang digolongkan dalam portofolio *loser*. Pemilihan 15

sampel untuk masing-masing portofolio dirasa Peneliti sudah cukup dalam penelitian sehingga didapatkan total 30 sampel dalam setahun. Dalam kaitannya dengan ukuran sampel, Gay dan Diehl (1992) menyatakan bahwa, untuk penelitian deskriptif sampelnya 10% dari populasi, penelitian korelasional paling sedikit 30 elemen populasi, penelitian perbandingan kausal 30 elemen per kelompok, dan untuk penelitian eksperimen 15 elemen per kelompok. Roscoe (1975) dalam Uma Sekaran (1992), menyatakan sebaiknya ukuran sampel di antara 30 sampai dengan 500 elemen.

H. Definisi Operasional Variabel

Variabel yang diteliti dari penelitian ini adalah *return* saham yaitu tingkat kembalian saham yang dihitung dari harga hari ini suatu sekuritas dikurangi harga kemarin dibagi harga kemarin. Untuk menguji variabel *return* saham dan perbandingan *abnormal return* dari portofolio *winner* dan portofolio *loser*, penghitungan menggunakan rumus-rumus sebagai berikut:

a. Menghitung *return* sesungguhnya

Return sesungguhnya diperoleh dengan mencari *return* bulanan yang diwakili dengan *close price* atau indeks pasar saham pada bulan ini dikurangi dengan *close price* atau indeks pasar saham bulan sebelumnya dan dibagi dengan *close price* atau indeks pasar saham bulan sebelumnya.

Return sesungguhnya (*actual return*) dirumuskan Jogiyanto (2000) sebagai berikut:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) : P_{it-1}$$

Rit : *return* sesungguhnya

Pit : harga penutupan (*closing price*) saham i pada waktu t

Pit-1 : harga penutupan (*closing price*) saham I pada waktu t-1

b. Menghitung *return* ekspektasi

Return ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. *Return* ekspektasi diperoleh dengan cara menggunakan dua model estimasi yaitu model estimasi *mean adjusted model*, dan *market adjusted model*.

a. *Return* ekspektasi dengan menggunakan model estimasi *market adjusted model* dirumuskan Jogiyanto sebagai berikut:

$$R_{mt} = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) : IHS G_{t-1}$$

Keterangan :

$R_{m,t}$ = *return* pasar pada periode t

$IHS G_t$ = *IHS G (composite index)* saham pada waktu t

$IHS G_{t-1}$ = *IHS G (composite index)* saham pada waktu t-1

b. *Return* ekspektasi dengan menggunakan model estimasi *mean adjusted model* dirumuskan Jogiyanto sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j} : T$$

Keterangan :

$E R_{i,t}$ = *return* ekspektasi saham i pada periode peristiwa t.

$R_{i,j}$ = *return* realisasi saham i pada periode estimasi ke-j.

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2.

- c. Menghitung *abnormal return* masing-masing saham

$$AR_t = R_{it} - R_{mt}$$

AR_t : *abnormal return* pada waktu t.

R_{it} : *return* sesungguhnya pada waktu t.

R_{mt} : *return* ekspektasi pada waktu t.

- d. Menghitung *average abnormal return* (AAR)

Average abnormal return (AAR) adalah rata-rata dari *abnormal return* selama periode tertentu.

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k}$$

Keterangan :

AAR_t = *average abnormal return* pada periode t.

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada periode t.

k = jumlah saham.

Dari penghitungan *average abnormal return* ini selanjutnya akan dibentuk 15 anggota kelompok portofolio *winner* dan 15 anggota kelompok portofolio *loser*. Selanjutnya akan dicari *average abnormal return* untuk dua (2) tahun berikutnya untuk portofolio *winner* dan portofolio *loser* yang telah terbentuk.

- e. Menghitung *cumulative abnormal return*

Cumulative abnormal return (CAR) adalah penjumlahan *abnormal return* selama periode pengujian untuk masing-masing sampel saham. Rumus Jogyanto:

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t_3}^t AR_{i,a}$$

Keterangan :

$CAR_{i,t}$ = *cumulative abnormal return* saham i pada hari/periode t, yang diakumulasi dari *abnormal return* saham i mulai dari awal periode peristiwa (t_3) sampai hari/periode t.

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* i pada periode a, yaitu mulai t sampai hari/periode t.

- f. Untuk menguji perbedaan signifikan antara portofolio *winner* dan *loser*, penghitungan uji t dilakukan dengan menggunakan *independen sampel t test*.
 - a. Menentukan hipotesis nol dan hipotesis alternatif:

Ho: Tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata abnormal return antara saham *loser* dan saham *winner*.

Ha: Terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata abnormal return antara saham *loser* dan saham *winner*.
 - b. Menentukan kriteria keputusan.

Penentuan kriteria keputusan dengan *level of signifikan* (L) yaitu 5%
 - c. Kriteria pengujinya adalah sebagai berikut:

Ho diterima jika : $t \text{ hitung} < t \text{ table}$

Ho ditolak jika : $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$
 - d. Menentukan nilai t dan probabilitas dengan SPSS *for windows* versi 17.0, dan,

- e. Membuat kesimpulan.

I. Metode Analisis Data

Data yang akan dianalisis adalah data berupa *abnormal return*. Dalam penelitian ini, model yang digunakan untuk mengestimasi *abnormal return* adalah model disesuaikan pasar (*market adjusted model*) dan model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*). *Abnormal return* pada *market adjusted model* diperoleh dari selisih *return* aktual saham masing-masing sampel dengan *return* ekspektasi pasar yang diwakili oleh *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dalam model pasar disesuaikan dianggap bahwa perkiraan terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar (IHSG) sehingga tidak menggunakan periode estimasi (Wibowo dan Pakerang (2001) dalam Wibowo dan Sukarno (2004)). *Abnormal return* pada *mean adjusted model* diperoleh dari selisih *return* aktual saham masing-masing sampel dengan *return* ekspektasi pasar yang diwakili oleh rata-rata *return* aktual pada periode estimasi. Model disesuaikan rata-rata menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi.

Untuk menguji hipotesis bahwa apakah ada tingkat signifikansi antara portofolio *winner* dibandingkan dengan portofolio *loser* dihitung dengan uji beda.

J. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan adalah data harga saham pada perusahaan-perusahaan non manufaktur yang aktif terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sumber data mengenai daftar harga saham pada periode tertentu tersebut diperoleh dari situs www.idx.co.id, selain itu juga bisa didapat dari sumber-sumber lain yaitu *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, *JSX monthly statistic* pada tahun 2005 sampai 2008, dan *JSX quaterly* tahun 2005 sampai 2008.

Dalam penelitian ini tidak difokuskan pada satu peristiwa saja tetapi pada beberapa peristiwa yang terjadi pada tahun penelitian. Alasan tersebut dikarenakan pada peristiwa sebelumnya (Sukmawati dan Hermawan 2003) dinyatakan bahwa over reaksi lebih bersifat separatis atau terpisah-pisah sepanjang waktu penelitian, sehingga dalam rentang waktu penelitian akan ada kemungkinan bahwa saham-saham *loser* melebihi saham *winner* terjadi selama beberapa kali dan terpisah-pisah. Hal ini dikarenakan pada waktu pengujian terdapat beberapa peristiwa (bukan satu peristiwa saja) yang dinilai pasar sebagai peristiwa tak terduga dan dramatis.

Teknik pengumpulan data yaitu suatu cara yang digunakan untuk mendapatkan informasi yang kemudian dikumpulkan sebagai penelitian. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini yaitu berupa metode pengumpulan data sekunder.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan disajikan analisis terhadap data penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris bahwa terjadi over reaksi pada harga-harga saham perusahaan non manufaktur yang disebabkan karena peristiwa-peristiwa yang tak terduga sebelumnya dan dianggap dramatis oleh para investor. Over reaksi ini dibuktikan dengan adanya portofolio golongan *loser* yang mengungguli portofolio golongan *winner*.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan non manufaktur yang aktif terdaftar di BEI selama periode pengamatan yaitu periode tahun 2005 sampai dengan tahun 2008. Bab ini akan menggunakan bantuan gambar berupa grafik dan tabel untuk menjelaskan analisis data yang telah dideskripsikan dengan menggunakan teknik analisis yang dipilih.

A. Hasil Pengumpulan Data

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel yang telah disajikan pada bab sebelumnya diperoleh sampel akhir penelitian sebanyak 30 sampel perusahaan non manufaktur yang selanjutnya dibagi menjadi kelompok portofolio golongan *loser* dan kelompok portofolio golongan *winner*. Sampel sebanyak 15 perusahaan yang mempunyai *average abnormal return* positif digolongkan kedalam portofolio *winner* dan sampel 15 perusahaan yang

mempunyai *average abnormal return* negatif digolongkan dalam portofolio *loser*. Berikut ini adalah data sampel portofolio *winner* dan portofolio *loser*:

Tabel 4.1

Perusahaan-perusahaan Portofolio *Winner* dan *Loser*

Model *Market Adjusted Model*

PORTOFOLIO WINNER	PORTOFOLIO LOSER
PORTOFOLIO 1 Multibreeder Adirama Ind. Tbk Indonesia Prima Property Tbk Inter Delta Tbk Hotel Sahid Jaya Tbk Bank Mayapada Tbk	PORTOFOLIO 4 Panca Wiratama Sakti Tbk Danasupra Erapacific Tbk Asia Kapitalindo Securities Tbk Sugi Samapersada Tbk Fortune Indonesia Tbk
PORTOFOLIO 2 Dyviacom Intrabumi Tbk Agis Tbk Bhakti Investama Tbk Apexindo Pratama Duta Tbk Ciputra Development Tbk	PORTOFOLIO 5 Limas Centric Indonesia Tbk Infoasia Teknologi Global Tbk Cipendawa Agroindustri Tbk Metro Supermarket Realty Tbk Indo Citra Finance Tbk
PEROTOFOLIO 3 Astra Agro Lestari Tbk Bakrie Sumatra Plantations Tbk Citra Marga Nushapala P. Tbk PP London Sumatera Tbk Bumi Teknokultura Unggul Tbk	PORTOFOLIO 6 Energi Mega Persada Tbk Multipolar Tbk Sierad Produce Tbk Centris Multi Persada P. Tbk Bhuwanatala Indah Permai Tbk

Tabel 4.2Perusahaan-perusahaan Portofolio *Winner* dan *Loser*Model *Mean Adjusted Model*

PORTOFOLIO WINNER	PORTOFOLIO LOSER
PORTOFOLIO 1 Indonesia Prima Property Tbk Bank Mayapada Tbk AGIS Tbk Jasuindo Tiga Perkasa Tbk Dyviacom Intrabumi Tbk	PORTOFOLIO 4 Cipendawa Agroindustri Tbk Panca Wiratama Sakti Tbk Perusahaan Gas Negara Tbk Hero Supermarket Tbk Indo Citra Finance Tbk
PORTOFOLIO 2 Bumi Teknokultura Unggul Tbk Ciputra Development Tbk Citra Marga Nushapala P. Tbk Bhakti Investama Tbk Hotel Sahid Jaya Tbk	PORTOFOLIO 5 Petrosea Tbk Asia Kapitalindo Securities Tbk Fortune Indonesia Tbk Samudra Indonesia Tbk Danasupra Erapacific Tbk
PEROTOFOLIO 3 Inter Delta Tbk Pudjadi Prestige Limited Tbk Yulie Sekurindo Tbk Modernland Realty Ltd. Tbk Limas Centric Indonesia Tbk	PORTOFOLIO 6 Matahari Putra Prima Tbk Energi Mega Persada Tbk Alfa Retailindo Tbk Suryamas Dutamakmur Tbk Bank Kesawan Tbk

Sampel perusahaan yang telah dibagi kedalam portofolio *winner* dan *loser* selanjutnya dipecah lagi menjadi 3 kelompok portofolio *winner* dan 3 kelompok portofolio *loser*, yang masing-masing satuan portofolionya dialokasikan 5 perusahaan. Dengan demikian terdapat 6 kelompok portofolio dengan portofolio pertama merupakan portofolio yang memiliki *average*

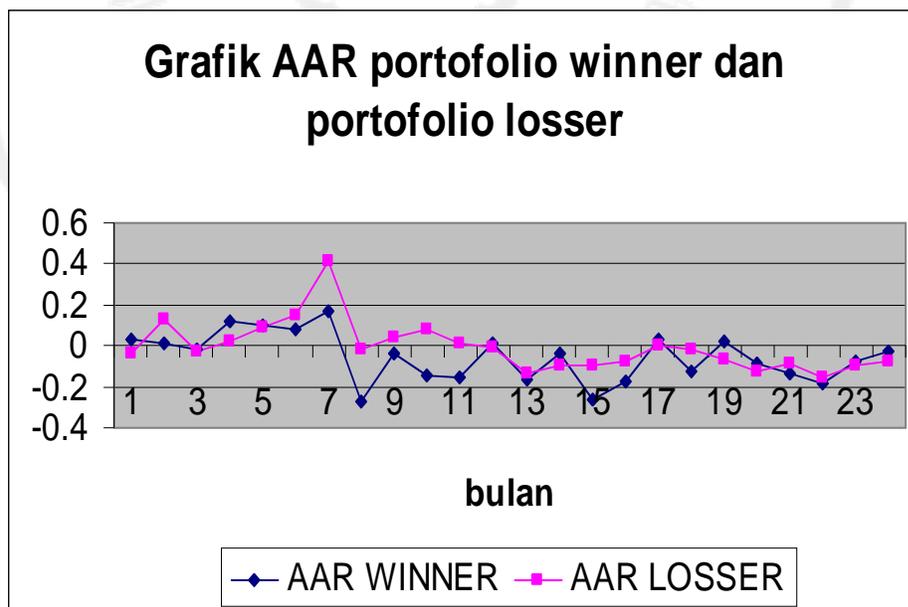
abnormal return tertinggi (portofolio *winner* tertinggi) dan portofolio empat memiliki *average abnormal return* terendah (portofolio *loser* terendah).

B. Hasil Penelitian dengan Menggunakan Mean Adjusted Model

Inti dari *mean adjusted model* adalah menghitung angka *expected return* atau tingkat kembalian yang dihitung berdasarkan rata-rata *return* saham pada periode sebelumnya (periode estimasi) dan kemudian angka tersebut dikonstankan untuk diperbandingkan dengan angka *return* saham pada periode pengamatan. Hasilnya adalah sebagai berikut:

1. Grafik *average abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* (versi *mean adjusted model*).

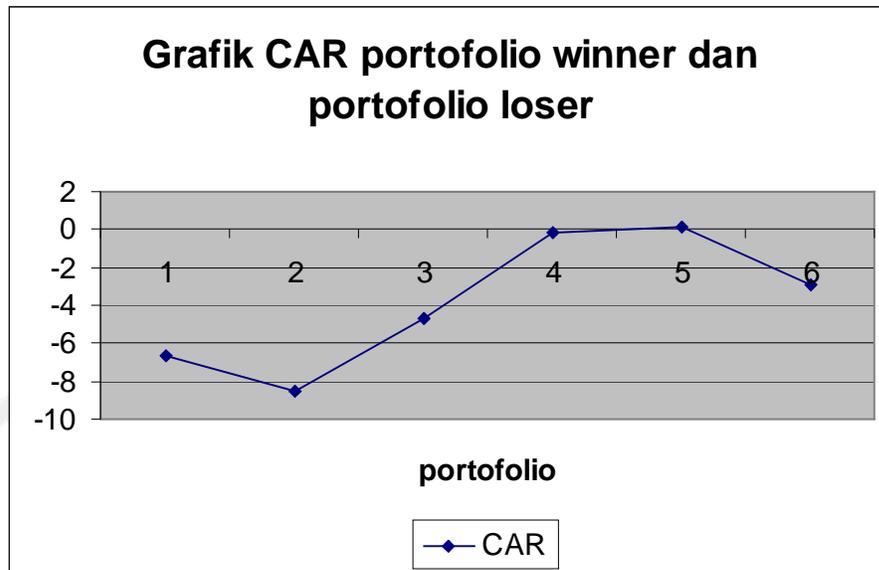
Gambar 4.1



Pada gambar 4.1 terlihat bahwa nilai *average abnormal return* kelompok portofolio *loser* mengungguli kelompok portofolio *winner* terjadi pada beberapa periode. Pada tahun 2007, portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* terjadi pada bulan Februari, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober, dan November. Pada bulan-bulan tersebut portofolio *loser* melebihi portofolio *winner* dengan *average abnormal return* sebesar 0,1299844; 0,1455191; 0,4093021; -0,0203373; 0,0432793; 0,0756862; 0,0071075. Sedangkan portofolio *winner* memiliki *average abnormal return* sebesar 0,0144724; 0,0759391; 0,1669326; -0,2751873; -0,036275; -0,146893; -0,1533336. Pada tahun 2008, portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* terjadi pada bulan Januari, Maret, April, Juni, September, dan Oktober. Pada bulan-bulan tersebut portofolio *loser* melebihi portofolio *winner* dengan *average abnormal return* sebesar -0,1384789; -0,0947488; -0,0756324; -0,0156442; -0,0871867; -0,1541673. Sedangkan portofolio *winner* memiliki *average abnormal return* sebesar -0,1675722; -0,2625566; -0,1710994; -0,1285258; -0,1401757; -0,1853788.

2. Grafik *cumulative abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* (versi *mean adjusted model*).

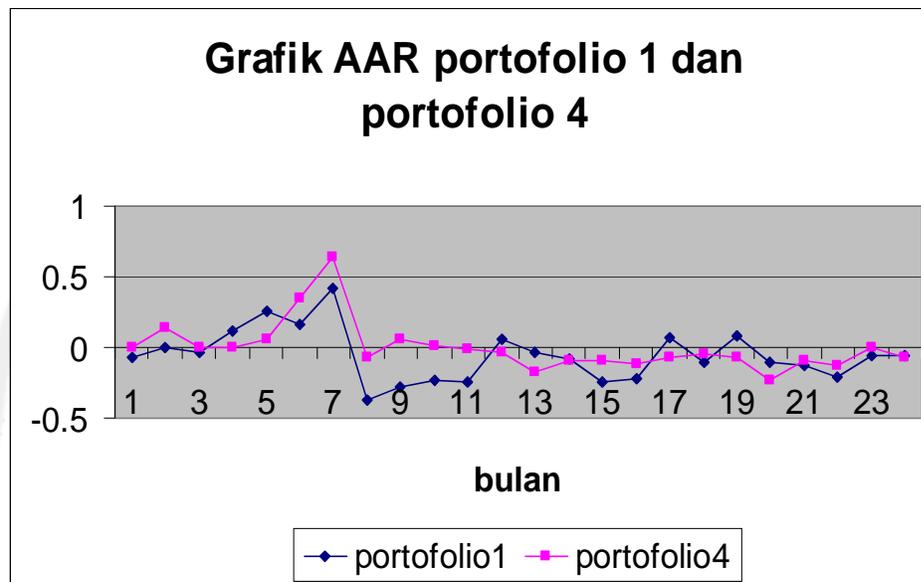
Gambar 4.2



Grafik CAR menunjukkan secara ringkas perkembangan setiap portofolio selama dua tahun periode analisis. Pada gambar 4.2 diatas terlihat bahwa fluktuasi harga saham terjadi pada portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Pada gambar 4.2 diatas terlihat bahwa *cumulative abnormal return* (CAR) terendah terjadi pada portofolio dua sedangkan *cumulative abnormal return* (CAR) tertinggi terjadi pada portofolio lima. Portofolio dua yang sebelumnya merupakan portofolio *winner* menjadi portofolio yang terendah sedangkan portofolio lima yang sebelumnya merupakan portofolio *loser* menjadi portofolio yang tertinggi. Terlihat bahwa fluktuasi besar terjadi pada anggota kelompok portofolio *winner*. Hal ini menunjukkan fluktuasi harga saham besar terjadi pada kelompok portofolio *winner* dibandingkan dengan portofolio *loser*.

3. Grafik *average abnormal return* portofolio 1 representasi *winner* dan portofolio 4 representasi *loser* (versi *mean adjusted model*).

Gambar 4.3



Pada gambar 4.3 secara khusus hanya ditujukan untuk portofolio satu dan portofolio empat, dengan alasan portofolio satu dan portofolio empat adalah portofolio yang paling ekstrem memiliki *average abnormal return* positif dan negatif pada periode pembentukan, dengan tujuan agar menggambarkan lebih jelas antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*.

Grafik tersebut memperlihatkan bahwa pada portofolio satu fluktuasi yang terjadi relatif tinggi dibandingkan dengan portofolio empat. Portofolio empat berfluktuasi secara tajam pada bulan juni dan juli. Portofolio empat mengungguli portofolio satu pada tahun 2007 terjadi pada bulan Januari, Februari, Maret, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober, dan November. Pada bulan-bulan tersebut portofolio empat

melebihi portofolio satu dengan *average abnormal return* sebesar -0,0010587; 0,1341; -0,0005; 0,3526; 0,6374; -0,0654; 0,0575; 0,0154; -0,0122. Sedangkan portofolio satu memiliki *average abnormal return* sebesar -0,0751853; 0,0055; -0,0405; 0,1639; 0,4215; -0,3725; -0,2829; -0,2349; -0,2453. Pada tahun 2008 portofolio empat mengungguli portofolio satu terjadi pada bulan Maret, April, Juni, September, Oktober, dan November. Pada bulan-bulan tersebut portofolio empat melebihi portofolio satu dengan *average abnormal return* sebesar -0,0933; -0,1153; -0,0432; -0,0886; -0,1305; 0,0037. Sedangkan portofolio satu memiliki *average abnormal return* sebesar -0,2466; -0,2237; -0,1013; -0,1337; -0,2053; -0,0617.

4. Uji beda yang dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi perbedaan antara portofolio *winner* dengan portofolio *loser* (versi *mean adjusted model*).

Tabel 4.3

Tabel signifikansi perbedaan antara average abnormal return portofolio winner dengan average abnormal return portofolio loser selama dua tahun

Periode pengujian	Winner		Loser		t hitung	t tabel	Sig
	Mean	SD	Mean	SD			
2007-2008	-0,0551	0,1185	-0,0080	0,1200	-1,367	2,000	0,478

Sumber: data diolah.

Dari tabel 4.1 hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi

average abnormal return antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* menunjukkan bahwa seluruh saham golongan *loser* memiliki mean sebesar -0.0080 dan saham golongan *winner* memiliki mean sebesar -0.0551. Untuk nilai t hitung sebesar -1,367 lebih kecil dari nilai t tabel sebesar dua, dan probabilitas signifikansi sebesar 0,178 lebih besar dari 0,050. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* portofolio *loser* dan *average abnormal return* portofolio *winner* selama dua tahun.

Tabel 4.4

Tabel signifikansi perbedaan antara abnormal return portofolio winner dengan abnormal return portofolio loser tiap bulan

Tahun 2007	t	Sig. (2- tailed)	Tahun 2008	T	Sig. (2- tailed)
januari	.702	.488	januari	-.442	.662
februari	-1.621	.116	februari	1.117	.274
maret	.183	.856	maret	-3.095	.004**
april	1.060	.305	april	-1.994	.056*
mei	.129	.898	mei	.391	.699
juni	-.390	.699	juni	-1.953	.061*
juli	-.930	.360	juli	1.176	.250
agustus	-2.781	.010**	agustus	.631	.533
september	-.925	.366	september	-.971	.340
oktober	-3.220	.003**	oktober	-.506	.617

november	-2.652	.013**	november	.381	.707
desember	.367	.717	desember	1.232	.228

Sumber: data diolah.

Keterangan:

* = signifikan pada 10%,

** = signifikan pada 5%

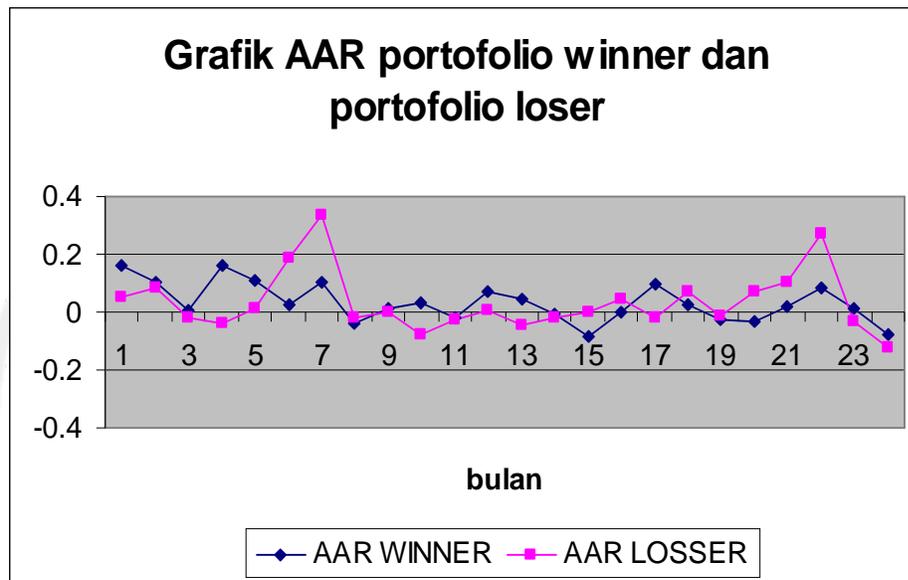
Dari tabel 4.2 hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi *abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* tiap bulan menunjukkan bahwa perbedaan secara signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* pada tahun 2007 terjadi pada bulan Agustus, Oktober, dan November. Pada bulan tersebut nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,010; 0,003; dan 0,013 lebih kecil dari 0,050. Pada tahun 2008 perbedaan secara signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* terjadi pada bulan Maret, April, dan Juni. Pada bulan Maret nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,004 lebih kecil dari 0,050. Pada bulan April dan Juni nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,056 dan 0,061 lebih kecil dari 0,1. Berarti Hipotesis yang diajukan diterima yaitu terdapat perbedaan *abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*.

C. Hasil Penghitungan dengan Menggunakan Market Adjusted Model

Inti dari model disesuaikan pasar atau *market adjusted model* adalah bahwa angka *expected return* adalah sama dengan *return* pasar. Angka *return* pasar direpresentasikan dari *composite index* atau indeks harga saham gabungan (IHSG). Hasilnya adalah sebagai berikut:

1. Grafik *average abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* (versi *market adjusted model*).

Gambar 4.4

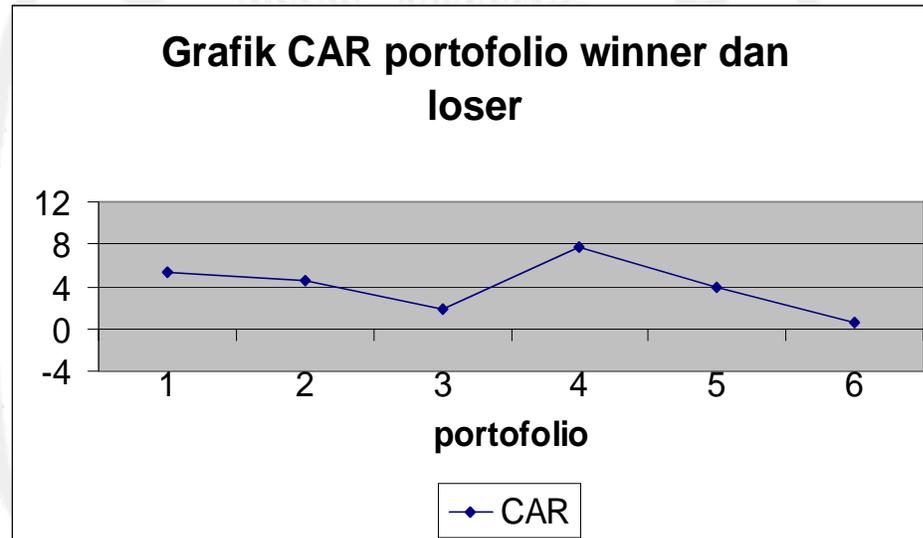


Pada gambar 4.4, nilai *average abnormal return* kelompok portofolio *loser* mengungguli kelompok portofolio *winner* terjadi pada beberapa periode. Pada tahun 2007, portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* terjadi pada bulan Juni, Juli dan Agustus. Pada bulan-bulan tersebut portofolio *loser* melebihi portofolio *winner* dengan *average abnormal return* sebesar 0,188212537; 0,335552827; -0,01936338. Sedangkan portofolio *winner* memiliki *average abnormal return* sebesar 0,02682024; 0,104881495; -0,04105018. Pada tahun 2008, portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* terjadi pada bulan Maret, April, Juni, Juli, Agustus, September, dan Oktober. Pada bulan-bulan tersebut portofolio *loser* melebihi portofolio *winner* dengan *average abnormal*

return sebesar -0,003057726; 0,047521476; 0,070479292; -0,01072346; 0,068764611; 0,101060533; 0,270776096. Sedangkan portofolio *winner* memiliki *average abnormal return* sebesar -0,08151427; -0,00181438; -0,025561726; -0,02651807; -0,03192245; 0,017121236; 0,082215391.

2. Grafik *cumulative abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* (versi *market adjusted model*).

Gambar 4.5

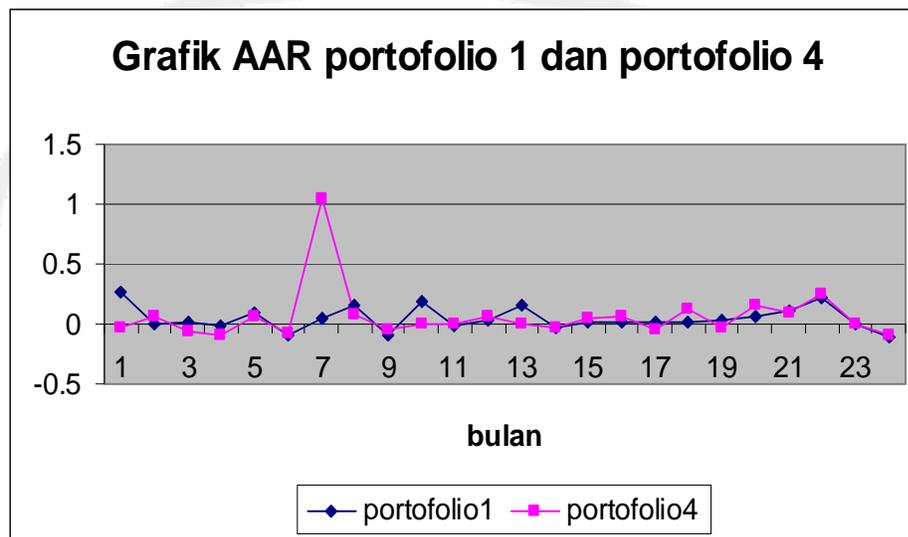


Grafik CAR menunjukkan secara ringkas perkembangan setiap portofolio selama dua tahun periode analisis. Pada gambar 4.2 diatas terlihat bahwa fluktuasi harga saham terjadi pada portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Pada gambar 4.5 diatas terlihat bahwa *cumulative abnormal return* (CAR) terendah terjadi pada portofolio enam sedangkan *cumulative abnormal return* (CAR) tertinggi terjadi pada portofolio empat. Portofolio enam yang sebelumnya merupakan portofolio *loser*

tetap menjadi portofolio yang terendah sedangkan portofolio empat yang sebelumnya merupakan portofolio *loser* menjadi portofolio yang tertinggi.

3. Grafik *average abnormal return* portofolio 1 representasi *winner* dan portofolio 4 representasi *loser* (versi *market adjusted model*).

Gambar 4.6



Pada gambar 4.6 secara khusus hanya ditunjukkan untuk portofolio satu dan portofolio empat, dengan alasan portofolio satu dan portofolio empat adalah portofolio yang paling ekstrem memiliki *average abnormal return* positif dan negative pada periode pembentukan, dengan tujuan agar menggambarkan lebih jelas antara portofolio *winner* dan portofolio *loser*.

Grafik tersebut memperlihatkan bahwa portofolio satu dan portofolio empat relatif stabil hanya bergerak disekitar angka nol. Portofolio empat berfluktuasi secara tajam terjadi pada bulan Juli tahun 2007. Portofolio empat mengungguli portofolio satu pada tahun 2007

terjadi pada bulan Februari, Juni, Juli, September, November, dan Desember. Pada bulan-bulan tersebut portofolio empat melebihi portofolio satu dengan *average abnormal return* sebesar 0,06947246; -0,07969872; 1,052421876; -0,04873981; 0,002285983; 0,059382735. Sedangkan portofolio satu memiliki *average abnormal return* sebesar 0,002112125; 0,10077014; 0,040210933; -0,098193508; -0,09819351; -0,00877088; 0,036203467. Pada tahun 2008 portofolio empat mengungguli portofolio satu terjadi pada bulan Maret, April, Juni, Agustus, Oktober dan Desember. Pada bulan-bulan tersebut portofolio empat melebihi portofolio satu dengan *average abnormal return* sebesar 0,050297903; 0,050297903; 0,12553214; 0,162127802; 0,249280924; -0,09595667. Sedangkan portofolio satu memiliki *average abnormal return* sebesar 0,023268101; 0,010795926; 0,022020301; 0,062350024; 0,213238978; -0,11117899.

4. Uji beda yang dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi perbedaan antara portofolio *winner* dengan portofolio *loser* (versi *market adjusted model*).

Tabel 4.5

Tabel signifikansi perbedaan antara average abnormal return portofolio winner dengan average abnormal return portofolio loser selama dua tahun

Periode pengujian	Winner		Loser		t hitung	t tabel	Sig
	Mean	SD	Mean	SD			
2007-2008	0,0328	0,0667	0,0338	0,1049	-0,042	2,000	0,176

Sumber: data diolah.

Dari tabel 4.2 hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi *average abnormal return* antara portofolio *loser* dengan portofolio *winner* menunjukkan bahwa seluruh saham golongan *loser* memiliki mean sebesar 0,0338 dan saham golongan *winner* memiliki mean sebesar -0,0328. Untuk nilai t hitung sebesar -0,042 lebih kecil dari nilai t tabel sebesar dua, dan probabilitas signifikansi sebesar 0,966 lebih besar dari 0,050. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* portofolio *loser* dan *average abnormal return* portofolio *winner* selama dua tahun.

Tabel 4.6

Tabel signifikansi perbedaan abnormal return portofolio winner dan abnormal return portofolio loser tiap bulan

Tahun 2007	t	Sig. (2- tailed)	Tahun 2008	t	Sig. (2- tailed)
januari	.968	.341	januari	1.631	.119
februari	.304	.764	februari	.535	.597
maret	.380	.707	maret	-1.858	.074*
april	2.117	.043**	april	-1.511	.142
mei	.904	.374	mei	1.637	.122
juni	-.924	.363	juni	-.977	.337
juli	-.907	.372	juli	-.285	.778
agustus	-.288	.776	agustus	-2.334	.027**

september	.187	.853	september	-1.683	.104
oktober	1.004	.324	oktober	-2.715	.013**
november	.137	.892	november	.694	.493
desember	1.405	.175	desember	1.200	.240

Sumber: data diolah.

Keterangan:

* = signifikan pada 10%,

** = signifikan pada 5%

Dari tabel 4.2 hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi *abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* menunjukkan bahwa perbedaan secara signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* pada tahun 2007 terjadi pada bulan April. Pada bulan tersebut nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,043 lebih kecil dari 0,050. Pada tahun 2008 perbedaan secara signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* terjadi pada bulan Maret, Agustus dan Oktober. Pada bulan Maret, nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,074 lebih kecil dari 0,1. Pada bulan Agustus dan Oktober, nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,027 dan 0,013 lebih kecil dari 0,050. Berarti Hipotesis yang diajukan diterima yaitu terdapat perbedaan *abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

D. Kesimpulan

Hasil pengujian hipotesis yang menguji keberadaan over reaksi terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian dengan menggunakan *mean adjusted model* dan *market adjusted model* menyimpulkan bahwa terdapat over reaksi yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*.

Hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi *abnormal return* antara saham *loser* dengan saham *winner* tiap bulan dengan menggunakan *mean adjusted model* dan *market adjusted model* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* tiap bulan. Hasil pengujian ini menyimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang diajukan diterima yaitu terdapat perbedaan *abnormal return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*.

Hasil pengujian hipotesis untuk perbedaan signifikansi *average abnormal return* antara saham *loser* dengan saham *winner* selama dua tahun dengan menggunakan *mean adjusted model* dan *market adjusted model* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* selama dua tahun.

Hasil pengujian hipotesis perbedaan signifikansi selama dua tahun antara portofolio *winner* dengan portofolio *loser* menunjukkan bahwa tidak

terdapat perbedaan yang signifikan, sedangkan hasil pengujian hipotesis perbedaan signifikansi tiap bulan antara portofolio *winner* dengan portofolio *loser* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini menunjukkan, efek reaksi berlebihan dan kepanikan pasar ini tidak terjadi dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi dalam hitungan beberapa bulan saja. Over reaksi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis dan tidak terjadi dalam kurun waktu yang konstan lama.

E. Keterbatasan dan Saran

1. Keterbatasan

Penelitian ini masih terdapat kekurangan-kekurangan yang mungkin untuk penelitian selanjutnya dapat diperbaiki. Hal-hal tersebut disebabkan penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut:

- 1) Pertama, penelitian ini penggunaan penghitungan *ekspected return* hanya menggunakan dua model yaitu model disesuaikan pasar (*market adjusted model*) yang diwakili dengan indeks pasar dan model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*). Terdapat tiga model Jogiyanto dalam menentukan *expected return*.
- 2) Kedua, sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 30 sampel dan dengan periode pembentukan portofolio satu (1) tahun. Lebih banyak sampel dan lebih panjang periode pembentukan portofolio akan lebih mencerminkan keadaan sebenarnya tentang harga saham.

- 3) Keempat, periode *expected return* untuk menghitung abnormal return pada mean adjusted model hanya satu (1) tahun. Periode *expected return* yang lebih panjang akan menghasilkan nilai abnormal return yang lebih baik.
- 4) Ketiga, penelitian ini tidak memperhitungkan faktor jenis dan ukuran perusahaan-perusahaan yang diteliti. Dalam penelitian ini terlihat bahwa grafik CAR (*cumulative abnormal return*) portofolio *winner* dan *loser* antara metode *mean adjusted model* dengan *market adjusted model* memiliki perbedaan pola yang cukup banyak. Hal ini disebabkan karena antara metode *mean adjusted model* dan *market adjusted model* memakai sampel penelitian yang berbeda. Grafik CAR yang berbeda ini menunjukkan bahwa over reaksi yang terjadi kemungkinan dipengaruhi juga oleh jenis dan ukuran perusahaan-perusahaan yang diteliti.

2. Saran

Penelitian selanjutnya hendaknya dalam penghitungan *ekspected return* menggunakan seluruh model sekaligus yaitu dalam bukunya Jogyanto (2003), agar dapat diketahui perbedaan terjadinya reaksi dengan menggunakan ketiga model yang ada. Ketiga model yang dimaksud yaitu *market model*, *mean adjusted model*, dan *market adjusted model*.

Sampel yang digunakan untuk penelitian selanjutnya diharapkan lebih besar dan dengan periode penelitian yang lebih lama untuk lebih mencerminkan keadaan sebenarnya tentang harga saham.

Sebaiknya untuk penelitian selanjutnya melakukan penelitian juga tentang faktor jenis perusahaan dan ukuran perusahaan dalam over reaksi pasar, karena kedua faktor tersebut dimungkinkan memiliki pengaruh dalam over reaksi pasar.



DAFTAR PUSTAKA

- Azhar Ardi, Kiryanto, dan Amalia., 2008. "Overreaksi Pasar terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan Di Indonesia". *Simposium Nasional Akuntansi ke 11*. Pontianak.
- Bacman G Robert dan Iverson David.,1998. "Short-run Overreaction in The New Zealand Stock Market". *Pacific Basin Finance Journal*. Volume 6. 475-491.
- Daniel, Kent., Hirshleifer dan Subramanyan.,1998. "Investor Psychology And Security Market Under and Overreactions". *Journal Of Finance*. Vol 13 No 6.
- De Bond, W dan R Thaler ,1985. "Does Security Analysts Overreact?". *The American Economic Review*. Volume 80. 52-57.
- De Bond, W dan R Thaler ,1987, "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality". *Journal Of Finance*. July, 557-581.
- Dimitris dan Nikolaos, 2004, "Individual Analysts' Earnings Forecasts: Evidence for Overreaction in the UK Stock Market". *International Business and Economics Research Journal*. Vol. 3. No 9.
- Dissanaike, Gishan., 1997. "Do Stock Market Investor Overreact?". *Journal of Business Finance and Accounting*. 24.
- Fama, F Eguene, 1997, "Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance". *Journal Of Financial Economics*. Vol. 49. 283-306.
- Farah Wulandari, 2003, Analisis Peristiwa Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Perusahaan Perbankan yang Go Public Tahun 2002. *Skripsi*. (S1),Ekonomi Pembangunan, Universitas Brawijaya, Malang.
- Fischer, Paul dan Verrecchia, e Robert. 1999. "Public Information and Heuristic Trade". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 27. 89-1124.
- Gunarsih,Tri dan Hartadi Bambang, 2002, "Pengaruh Pengumuman Pengangkatan Komisaris Independent Terhadap Return Saham di BEJ (Study Pada 51 Perusahaan Manufaktur)". *Jurnal Riset Akuntansi Manajemen dan Ekonomi*. Vol. 2 No. 2 , Agustus 2002.

- Iswandari, Lucia, 2001, "Pembalikan Harga di Bursa Efek Jakarta". *Kompak*. Nomer 3, September 2001.
- Jegadeesh N dan Titman S., 1995., "Overreaction and Contrarian Profit". *The Review of Financial Studies Winter*. Vol 8 No 4. 973-993.
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua, Yogyakarta : BPF
- Kusuma Wijaya, Indra, 2001, "An Event Study of The Impact of SFAS 95 on the US Bank and Investment". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 6 No. 3.
- Lo A dan Mackinlay A Craig.,1990." When Are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction". *The Review of Financial Studies*. Vol 3 No. 2.
- Mohamad Samsul, 2006, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Erlangga
- Nam K, Chong soon Pyun dan Stephen.,2001. "Asymmetric Reverting Behaviour of Short Horizon Stock Return; An Evidence of Stock Market Overreaction". *Journal of Banking and Finance*. Volume 25.807-824.
- Pujiyanto, 2002, "Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Pada Waktu Ex Dividen Day". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.5, No. 2, Mei.
- Rachmawati, Eka Nuraini dan Tendelilin, 2001, "Pengaruh Pengumuman Merger Dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Manajemen dan Ekonomi*. Vol. 1, Agustus.
- Rahmawati dan Suryani, 2005, "Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta". *Seminar Nasional Akuntansi ke 8*. Solo, 15-16 September 2005
- 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". *Gajah Mada International Journal Of Business*. Vol. 2, May 2000.
- Sudarsono dan Suryanto, 2005, "News, Gejolak Sosial-Politik Dan Indeks Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 7, No. 2, Desember 2005.

Sukmawati dan Daniel H, 2003, “Overreact Hipotesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham – Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*. Vol. 3, No. 1.

Suryawijaya, A, Marwan dan Arief, Faizal, 1998, “Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Study Kasus 27 Juli 1996)”. *Kelola*. Vol. 7 Nomer 18.

Susiyanto, F, Muhammad, 1997, “Market’s Overreaction In The Indonesian Stock Market”. *Kelola*. Vol. 6 No. 16.

Tandelilin, Eduardus dan Algifari, 1999, “Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*. Vol.14 No. 4.

Wibhisono, Kunto, 2004, “Efisiensi Pasar dan Behafioral Finance”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 3 , No. 1, 82-87.

www.idx.co.id