

GEJALA OVERREACTION PADA SAHAM-SAHAM YANG TERGABUNG DALAM JAKARTA ISLAMIC INDEX DI BURSA EFEK JAKARTA

Siti Aisyah Suciningtias, SE, MSi.

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang

ABSTRACT

Winner-loser anomaly explained that the shares are initially generate extreme positive abnormal return (winner) or the extreme negative abnormal returns (loser) will experience a reversal, especially for the loser stocks that outperform the stock winner.

The objective of this paper is to explore and analyze overreaction for stocks which include calculated Islamic Index (Jakarta Islamic Index) for period 2005 - 2006. This paper used method of De Bond — Thaler (1985), Dissainake (1997), Adler Manurung and Pondra Permana (2005) to select sample. Winner and loser portfolio was formed based their return and also used market adjusted excess returns.

The results show overreaction phenomenon occurred several times in the three-month observation period (see calculation of CAAR). But these reactions do not have a high level of consistency because overreactions lasted only one time so as not to represent other periods, even the pickles winner overreaction does not show any symptoms (all grades pickles winner positive three months period). Statistical analysis showed no anomaly overreactions on three-months observation period.

Research using six monthly observation periods overreaction symptoms occur randomly in all three replications. But the significance test results again showed the lack of overreaction at the JII. So it can be concluded that the hypothesis of overreaction in the Jakarta Islamic Index in the period January 2005 to December 2006 can not be proven statistically. Although there are symptoms of overreaction, the reactions are not consistent and not significant.

Keyword: *overreaction, Jakarta Islamic Index (JII), return, winner, losser, market adjusted return, cumulative abnormal Return.*

PENDAHULUAN

Fenomena reaksi berlebih atau overreaction terhadap informasi laba menjadi isu menarik di pasar modal. Isu semakin menarik ketika terjadi salah prediksi laba oleh analis dan investor yang diikuti *mispricing* saham. Pada kondisi ketidakpastian yang tinggi, perilaku *over/underreaction* akan berakibat bias dalam memprediksi laba dan menilai saham. Fluktuasi harga saham dikaitkan sebagai penyebab anomali pasar. Salah satu bentuk anomali yang dimaksud adalah anomali *winner-loser*. Anomali *winner-loser* menjelaskan bahwa saham yang awalnya menghasilkan *abnormal return ekstrim positif (winner)* atau *abnormal return ekstrim negatif (loser)* selanjutnya akan mengalami pembalikan (reversal), khususnya saham *loser*

yang outperform terhadap saham winner. Adanya anomali ini telah mempopulerkan strategi investasi kontrarian, yaitu: membeli saham *loser* selanjutnya menjualnya pada saat menjadi winner sehingga menghasilkan *abnormal return signifikan positif*.

De Bondt dan Thaler (1985), dalam Adler Manurung dan Pondra Permana (2005) menyatakan hipotesis market overreaction dapat menjelaskan anomali *winner-loser*. Hipotesis market overreaction menjelaskan bahwa pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi khususnya informasi baru yang dramatis. Pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik. Sebaliknya, mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap beri-

ta yang dinilai buruk. Fenomena ini menjadi berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan terhadap informasi.

Dalam perdagangan saham, sebetulnya ada dua strategi yang saat ini masih terus diperdebatkan mana yang terbaik atau yang memberikan imbal hasil yang lebih tinggi. Pertama, yang sering disebut dengan strategi momentum atau strategi ikut arus di bursa saham. Pengguna strategi momentum ini akan membeli saham di bursa dengan memanfaatkan momentum pergerakan harga saham atau indeks di bursa saham. Lebih detail, pengguna strategi momentum ini akan membeli saham ketika harga-harga saham atau indeks sedang bergerak naik dengan harapan kenaikan harga tersebut akan terus berlangsung di masa depan dalam periode tertentu.

Ketika mereka merasa bahwa momentum kenaikan harga yang terjadi akan terhenti dan harga-harga atau pasar akan segera berbalik arah, mereka segera melakukan aksi jual dengan harapan akan meraih keuntungan karena telah membeli di saat harga memang telah naik (mahal) tetapi mampu menjual saham yang dimiliki ketika harga telah menjadi lebih mahal. Jika melihat apa yang terjadi di BEJ, tentunya banyak investor yang masih bersikap menunggu terhadap perkembangan indeks dalam beberapa waktu ke depan sebelum memutuskan untuk masuk ke Pasar.

Kedua, strategi yang merupakan lawannya strategi momentum, atau sering disebut dengan strategi melawan arus (strategi kontrarian). Strategi kontrarian adalah strategi yang berlawanan dengan pasar dalam membeli dan menjual saham. Artinya, investor yang menggunakan strategi ini akan menjual saham ketika pasar mengalami kenaikan (*bullish*) dan membeli saham pada pasar mengalami penurunan (*bearish*). Strategi ini berlawanan dengan harapan semua orang karena kebiasaan yang terjadi bahwa membeli saham ketika pasar naik dan menjualnya ketika pasar mau turun. Tindakan normal tersebut membuat keuntungan yang diperoleh lebih kecil bahkan dapat mengalami kerugian bila dibandingkan dengan strategi kontrarian.

Penelitian yang dilakukan Dissainake (1997) dalam Adler Manurung dan Pondra Permana (2005) menguji ketiga penjelasan

utama hipotesis *overreaction* secara serentak. Dia melakukan metode penelitian dengan memperhitungkan adanya *size effect*, kemudian meminimalisasi bias adanya *bid-ask effect* dan *infrequent trading* serta mengurangi kemungkinan terjadi pembalikan harga yang merupakan fenomena perusahaan kecil. Dia pun memberikan penjelasan mengenai *time-varying effect* yang merupakan salah satu faktor terjadinya pembalikan harga.

Dilihat dari kenyataannya, walaupun sebagian besar penduduk Indonesia mayoritas beragama Islam namun perkembangan pasar modal yang berbasis syariah dapat dikatakan sangat tertinggal terutama jika dibandingkan dengan Malaysia yang telah menjadi pusat investasi berbasis syariah di dunia, karena telah menerapkan beberapa instrumen keuangan syariah untuk industri pasar modalnya. Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) meluncurkan prinsip pasar modal syariah pada tanggal 14 dan 15 Maret 2003 dengan ditandatanganinya nota kesepahaman antara Bapepam dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Dalam perkembangannya kegiatan investasi syariah di pasar modal Indonesia masih dianggap belum mengalami kemajuan yang cukup signifikan, meskipun kegiatan investasi syariah tersebut telah dimulai dan diperkenalkan sejak pertengahan tahun 1997 melalui instrumen reksadana syariah serta sejumlah fatwa DSN-MUI berkaitan dengan kegiatan investasi syariah di pasar modal Indonesia. Dalam rangka mengembangkan pasar modal syariah, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan indeks saham yang dibuat berdasarkan syariah Islam, yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Jakarta Islamic Index terdiri atas 30 jenis saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariah Islam.

Berdasarkan penelitian De Bondt dan Thaler, serta memperhatikan kondisi dan fluktuasi harga saham di Bursa Efek Jakarta maka timbul ketertarikan penulis untuk menganalisis reaksi berlebihan dari investor yang menyebabkan terjadinya fenomena pembalikan harga saham di BEJ (menggunakan Jakarta Islamic Index) pada periode Januari 2005 sampai dengan Desember 2006”.

Dalam penelitian ini penulis membatasi permasalahan sebagai berikut:

1. Batasan waktu penelitian ini mencakup periode semesteran mulai Januari 2005 sampai dengan Desember 2006 dimana saham yang terpilih adalah saham yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index yang melakukan revisi anggota tiap semester (6 bulan sekali)
2. Transaksi harian harga saham yang konsisten berada pada JII selama periode Januari 2005 sampai dengan Desember 2006 digunakan untuk mendapat return harian dari masing-masing saham.

KAJIAN PUSTAKA

Indeks harga saham menurut Sunariyah (2004) adalah catatan terhadap perubahan-perubahan maupun pergerakan harga saham sejak mulai pertama kali beredar sampai pada suatu saat tertentu. Penyajian indeks harga saham di lantai bursa berdasarkan satuan angka dasar yang telah disepakati. Indeks harga saham dapat diklasifikasikan dalam berbagai jenis, diantaranya adalah Jakarta Islamic Index (JII). Jakarta Islamic Index terdiri dari 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariah Islam dan digunakan sebagai tolok ukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah.

Dua aspek penting yang perlu diperhatikan oleh investor sebelum mengambil keputusan investasi yaitu expected return (return yang diharapkan) dan risk (risiko). Sumber-sumber return investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu yield dan capital gain (loss). Yield merupakan komponen return yang aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi.

Efficient Market Hypothesis (EMH) dan Anomali Pasar Modal

Pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Oleh karena itu, aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang

berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan bisa memanfaatkan informasi untuk mendapatkan *abnormal return* di pasar.

Meskipun hipotesis pasar efisien telah menjadi konsep yang dapat diterima di bidang keuangan namun pada kenyataannya beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan yang disebut anomali pasar. Menurut Jones (1996) anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah. Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain:

1. *Price Earning (P/E) Effect* adalah anomali dimana saham dengan P/E rendah menunjukkan risk dan adjusted return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi (Jones, 1996). Anomali ini pertama ditemukan dalam oleh Basu pada tahun 1977 dan 1983
2. *Size Effect* adalah anomali dimana risk-adjusted return dari perusahaan kecil lebih tinggi dari perusahaan ukuran besar (Jones, 1996). Anomali ini ditemukan oleh Banz (1981) dan Reingarum (1981)
3. *January Effect* merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa return saham-saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan yang lain (Kleim, 1986; dalam Jones, 1996)
4. *Neglected Firm Effect*, yaitu suatu kecenderungan bahwa investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi tingkat keuntungan *abnormal*, karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar maka informasi mengenai perusahaan ini, cenderung tidak tersedia. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi lebih berisiko sehingga menimbulkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini ditemukan oleh Profesor Keuangan Avner Arbel pada tahun 1982 (Jones, 1996)
5. *Reversals Effect*, merupakan efek pembalikan rata-rata return yang merupakan sebutan lain untuk anomali *winner-loser* yaitu kecenderungan saham yang memiliki kinerja buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja

baik (*winner*) pada periode berikutnya dan begitu pula sebaliknya. Pertama kali ditemukan oleh De Bond dan Thaler tahun 1985

Overreaction Hypothesis dan Pembalikan Harga

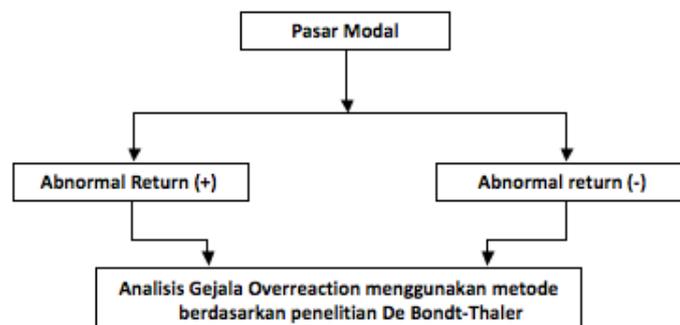
Overreaction hypothesis merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. Hipotesis ini memprediksikan sekuritas yang masuk kategori *loser* justru akan mempunyai *abnormal return* yang tinggi. Sementara sekuritas yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *abnormal return* yang rendah (Sukmawati dan Hermawan, 2003)

Ada dua fenomena overreaction hypothesis (De Bond dan Thaler, 1985 dalam Sukmawati dan Hermawan, 2003), yaitu: 1). Perubahan harga sekuritas secara ekstrem akan diikuti dengan perubahan harga secara berlawanan. 2) Semakin besar pergerakan harga maka semakin besar pula penyesuaian yang dilakukan. Fenomena ini secara psikologi melihat bahwa orang lebih dramatik bereaksi terhadap berita jelek dan akan melakukan koreksi pada periode berikutnya. Reaksi berlebihan ditemukan hanya di kelompok *loser*, tidak pada kelompok *winner*. Jika pasar bereaksi secara berlebihan maka pembalikan harga seharusnya dapat

Tabel 1. Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Penelitian	Variabel	Model Analisis	Hasil Penelitian
1.	De Bond dan Thaler (1985)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Market Adjusted Return</i> dan <i>Average Abnormal Return</i>	Terdapat efek <i>winner-loser</i> dimana perbedaan risiko dan besaran perusahaan tidak dapat menjelaskan efek ini
2.	Dissainake (1997)	<i>size effect</i> , <i>bid-ask effect</i> dan <i>infrequent trading</i>	-	Menemukan gejala overreaction, namun masih belum sepenuhnya melanggar konsep <i>Efficient Market Hypothesis</i> karena penelitiannya hanya pada perusahaan besar yang terdaftar di bursa Inggris
3.	Sukmawati dan Daniel Hermawan (2003)	<i>excess return</i> dan PER	<i>test period return</i> dan <i>rank period return</i>	<i>Overreaction</i> pada portofolio dengan <i>ranking excess return</i> lebih menonjol dibanding dengan <i>overreaction</i> yang terjadi pada portofolio dengan ranking PER.
4.	Adler Manurung dan Pondra Permana (2005)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Market Adjusted Return</i> dan <i>Average Abnormal Return</i>	Walaupun ditemukan beberapa kali gejala <i>overreaction</i> , strategi kontrarian belum dapat sepenuhnya dilakukan untuk mendapat abnormal return. Hal ini disebabkan tingkat konsistensi gejala <i>overreaction</i> (baik pada observasi 3 bulanan, 6 bulanan, maupun tahunan) sangat rendah sehingga sulit bagi investor untuk memprediksi kapan saat yang tepat menentukan pembelian atau penjualan <i>portfolio winner-loser</i> .

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010



diprediksi dari kinerja masa lalu. Keberadaan reaksi berlebihan menunjukkan pasar tidak efisien dalam bentuk lemah, setengah kuat, dan kuat (Dissainake, 1997 dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005).

Hipotesisi Penelitian

Dalam penulisan ini diperlukan beberapa hipotesis yang membuktikan adanya perilaku overreaction (Debond dan Thaler, 1985 dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005) , antara lain:

1. Ho : ACARW,t = 0
 H1 : ACARW,t < 0
 ACARW, t<0 (rata-rata CAR portofolio winner pada periode observasi adalah negatif)
2. Ho : ACARL,t = 0
 H1 : ACARL,t > 0
 ACARL, t>0 (rata-rata CAR portofolio loser pada periode observasi adalah positif)
3. Ho : ACARL,t - ACARW,t = 0
 H1 : ACARL,t - ACARW,t > 0
 ACARL,t - ACARW,t > 0 (selisih rata-rata CAR portofolio loser dan winner adalah positif mengindikasikan adanya abnormal return yang diperoleh)

Ket:

ACARW,t : Average Cumulative Abnormal Return portofolio winner pada hari ke -t

ACARL,t : Average Cumulative Abnormal Return portofolio loser pada hari ke -t

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta yang tercatat mulai dari awal tahun 2005 sampai akhir tahun 2006 dan juga aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta pada masa penelitian tersebut. Adapun sampel penelitian ini adalah perusahaan yang secara rutin tercatat dalam Jakarta Islamic Index periode awal tahun 2005 sampai akhir tahun 2006. Teknik Pengambilan sampel yang digunakan adalah secara purposive, dengan pertimbangan sebagai berikut:

1. Saham yang diperdagangkan di BEJ dipilih perusahaan yang tercatat mulai awal tahun 2005 hingga akhir tahun 2006
2. Dipilih saham-saham yang aktif diperdagangkan di BEJ secara berturut-turut

selama awal tahun 2005 hingga akhir tahun 2006. Saham tersebut juga harus aktif tercatat dalam Jakarta Islamic Index pada periode tersebut

3. Kelengkapan data sampel menjadi syarat utama dalam penelitian ini
 Pengukuran Variabel

1. Perhitungan Daily Return Saham

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

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

Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005

- R_{j,t} = return saham -j pada hari ke- t
- P_{j,t} = harga saham ke- j pada hari ke- t
- P_{j,t-1} = harga saham ke- j pada hari ke- t-1

2. Perhitungan Daily Return Market

Dengan menggunakan data penutupan Jakarta Islamic Index pada tiap hari perdagangan, maka dapat dihitung return market harian.

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

Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005

- R_{m,t} = return pasar pada hari ke-t
- I_t = Jakarta Islamic Index pada hari ke- t
- I_{t-1} = Jakarta Islamic Index pada hari ke- t-1

3. Perhitungan Abnormal Return

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

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

Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005

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

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

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

4. Proses Formasi Portofolio *Winner Loser*

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

$$CAR_{j,t} = SAR_{j,t}$$

Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005

Dimana: $CAR_{j,t}$ *cumulative abnormal return* saham ke- j selama tiga bulanan dan 6 bulanan

Setelah mendapatkan nilai CAR untuk tiap saham kemudian diurutkan sesuai dengan urutan kinerja dari masing-masing saham. Dari urutan tersebut dapat dikategorikan mana saja yang termasuk saham *winner* atau saham *loser* dengan kriteria sebagai berikut:

Saham-saham yang termasuk dalam desil pertama ke atas (20%) maka dapat dikategorikan sebagai saham *Winner* dalam periode formasi.

Saham-saham yang termasuk dalam desil terbawah (20%) dikategorikan sebagai saham *Loser* dalam periode formasi.

Setelah didapatkan formasi kemudian kinerja dan masing-masing portofolio dilakukan observasi selama 3 (tiga) bulan bagi formasi pembentukan 3 (tiga) bulan dan observasi selama 6 (enam) bulan bagi pembentukan formasi 6 (enam) bulanan.

5. Proses Observasi Portofolio *Winner Loser*

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

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

Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005

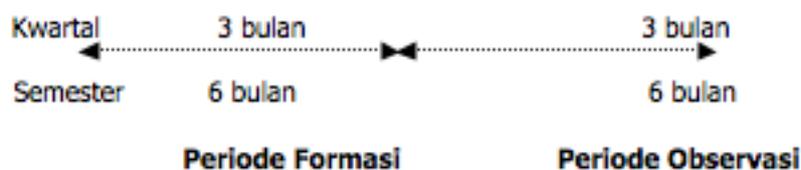
$CAAR_{p,z,t}$ = *cumulative average abnormal return* dalam bulan pada test periode tiga bulanan dan enam bulanan pada *portofolio loser/winner*

N = Jumlah saham dalam portofolio

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

Z = tes periode observasi

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



Gambar 2. Bagan Periode Formasi dan Observasi

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

Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005
 ACAR_{p,t} = average CAR portofolio loser/winner pada hari ke- t
 CAAR_{p,z,t} = CAR portofolio pada hari ke- t pada replikasi ke- z
 Z = jumlah replikasi

Nilai ACAR dihitung setiap akhir bulan untuk tiap periode observasi (replikasi). Sehingga untuk periode penelitian tiga bulan terdapat tiga nilai ACAR, enam bulan maka akan ada enam ACAR yang bisa dihitung. Nilai ACAR yang diperoleh untuk kedua portofolio baik *winner* maupun *loser* akan digunakan untuk menjawab dua hipotesis

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

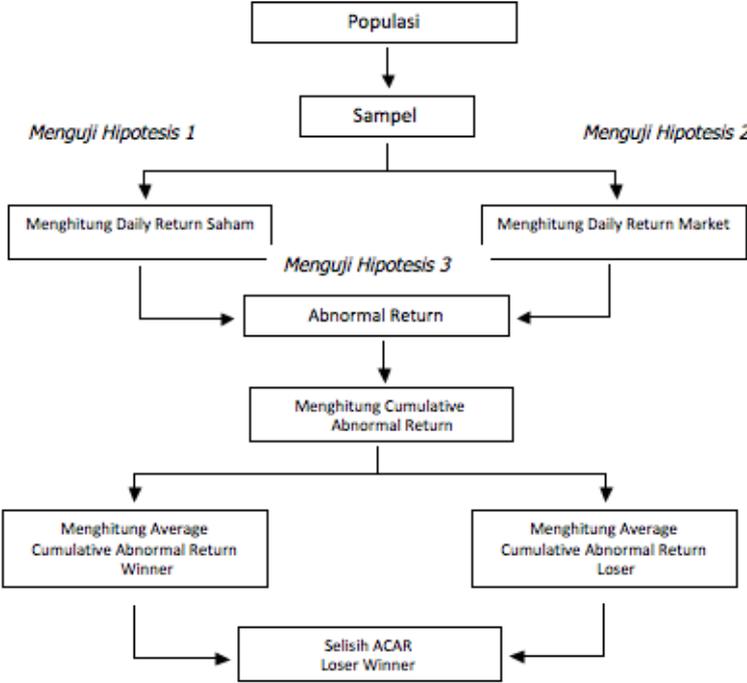
Sumber: De Bondt – Thaler dalam Adler Manurung dan Pondra Permana, 2005

ACAR_t = Selisih antara ACAR_{L,t} dengan ACAR_{W,t} pada hari ke- t
 ACAR_{W,t} = average CAR portofolio *winner* pada hari – t
 ACAR_{L,t} = average CAR portofolio *loser* pada hari – t

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

6. Kerangka Pengukuran Variabel
7. Sampel dan Kondisi Perusahaan
 Pada awal tahun 2007 dipilih tiga emi-

Gambar 3. Kerangka Pengukuran Variabel



tesis pertama dari uji overreaction. Proses selanjutnya adalah menghitung selisih average CAR *portofolio loser* dengan CAR portofolio *winner* dari replikasi yang telah dilakukan. Selisih ACAR dihitung dengan tujuan untuk menguji hipotesis ketiga yaitu $ACAR_{loser} - ACAR_{winner} > 0$. Rumus yang digunakan antara lain:

ten sebagai peraih “Outstanding Performers 2007” diawali dari hasil pemeringkatan, yang mengacu pada kinerja fundamental dan teknikal (penilaian berdasarkan data tahun 2006). Berdasar hasil pemeringkatan itu, ditetapkan lima emiten sebagai peraih nominasi emiten terbaik 2007. Kelima emiten itu adalah PT Aneka Tambang Tbk, PT Ber-

lian Laju Tanker Tbk, PT International Nickel Indonesia Tbk, PT Bank Rakyat Indonesia Tbk, dan PT Ciputra Surya Tbk (kecuali BRI, semua kandidat masuk daftar JII).

Dari lima kandidat, setelah melalui proses polling dan interview, kemudian muncul PT Aneka Tambang Tbk, PT International Nickel Indonesia Tbk, dan PT Bank Rakyat Indonesia Tbk sebagai the best three. Kemunculan ketiga emiten itu sebagai peraih "Outstanding Performers 2007" tampaknya tidak terlalu mengejutkan. Sejalan dengan sentimen positif yang melingkupi perusahaan pertambangan dan migas, tampaknya hal ini juga terefleksi pada hasil pemeringkatan. Dari lima peraih nominasi, dua di antaranya merupakan emiten pertambangan.

Hasil pemeringkatan emiten terbaik 2007 ini cukup mencerminkan kondisi di pasar. Semua itu tercermin dari hasil polling yang dilakukan serta berdasarkan pendapat dari analis dan investor. Obyektivitas penilaian juga ditunjang oleh kriteria dan proses pemeringkatan yang dirancang cukup ketat. Ada seleksi awal, pemeringkatan berdasarkan beberapa kriteria, polling pendapat, dan penilaian tim juri berdasarkan hasil interview dengan peraih nominasi.

Pada tahun 2006, laba bersih Antam mencapai Rp 1,55 triliun, melonjak 84% dari tahun 2005 sebesar Rp 841,93 miliar. Sedangkan INCO mencatat kinerja yang cukup spektakuler. Pada tahun 2006, perusahaan pertambangan ini meraih pendapatan sebesar Rp 12,06 triliun atau meningkat 38% dari tahun 2005 sebesar Rp 8,7 triliun. Laba bersih perseroan melonjak hampir dua kali lipat, dari Rp 2,63 triliun menjadi Rp 4,63 triliun. Dengan kinerja seperti itu, tak heran bila saham INCO diburu oleh pemodal di lantai bursa.

Bila investor memiliki saham Antam atau INCO pada tahun 2006, maka mereka telah mengantongi return masing-masing 138% dan 170% selama setahun terakhir, jauh lebih menguntungkan daripada menempatkan dana di deposito dengan bunga sekitar 6 – 9% per tahun. Sejumlah analis mengakui, kinerja perusahaan pertambangan tahun 2006 memang cukup bagus. Pasalnya, harga komoditas seperti emas, nikel dan batu bara masih cukup tinggi di pasar global.

Sedangkan perusahaan telekomunikasi yang mewakili JII ada TLKM (PT. Telekomunikasi

Indonesia) dan ISAT (PT. Indosat Tbk). Yang menarik dibahas adalah PT. Indosat. Akhir tahun 2003, bertepatan dengan hari ulang tahun Indosat yang ke-36 Indosat melakukan corporate action besar terakhir, yaitu melakukan merger tiga perusahaan (secara legal sebenarnya empat perusahaan, karena ada Bima Graha sebagai pemilik sebagian saham Satelindo). Setelah hari itu, Satelindo dan IM3 sebagai entitas hilang ditelan oleh Indosat, namun produk-produknya tetap hidup sampai sekarang.

Tujuan dari merger yang dilakukan Indosat nampaknya adalah untuk meningkatkan efisiensi, terutama dalam belanja modal dan operasional jaringan yang dimilikinya, namun tujuan itu ternyata tidak mudah untuk dicapai. Setelah merger, ternyata Indosat mulai memasuki salah satu masa tersulit dalam sejarahnya. Penyatuan sumber daya manusia, penyesuaian-penyesuaian organisasi dan berbagai persoalan pelik internal ternyata memerlukan waktu lebih panjang untuk diselesaikan. Dalam tiga tahun, sejak 2003 sampai 2006, 'gejolak' internal tersebut mengakibatkan performa Indosat tidak cukup meyakinkan. Harga saham tentu saja cenderung stagnan dan segera dilewati oleh Telkom yang memang performanya jauh lebih baik. Performa Telkom yang baik tersebut sebenarnya ditopang oleh pertumbuhan Telkomsel yang hampir bisa dikatakan "tanpa saingan" di Indonesia.

Puncak dari masa sulit Indosat terjadi di awal 2006 dimana baru pertama kali dalam sejarah, jumlah pelanggan seluler Indosat mengalami pertumbuhan negatif. Namun demikian, akhir 2006 sudah mulai menunjukkan tanda-tanda baik yang terus berlanjut sampai sekarang. Dan bersamaan dengan itu pula, mulai muncul issue-issue buy back, sentimen kepemilikan asing, monopoli dan berbagai tuduhan lain. Bahkan lembaga-lembaga akademis seperti LPEM dan INDEF melakukan studi khusus untuk "menyelidiki" kerugian rakyat Indonesia akibat monopoli yang dilakukan Temasek, nenek moyang dari SingTel yang memiliki Telkomsel dan STT yang memiliki Indosat.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Berdasarkan Tabel 2, terlihat beberapa

Tabel 2. Statistik Data Return Saham

No.	Kode Saham	Mean	Median	Max	Min	Std Deviasi	Keterangan
1	ADHI	0.000906439	0	0.17037037	-0.169811321	0.033452788	
2	ANTM	0.003626071	0	0.16	-0.171875	0.030375623	
3	BNBR	0.000861013	0	0.322580645	-0.25	0.045871477	Risiko Tertinggi
4	BUMI	0.000447979	0	0.086419753	-0.08163265	0.020323314	Risiko Terendah
5	ENRG	0.000017892	0	0.137254902	-0.1	0.025189867	
6	GJTL	0.000206935	0	0.113207547	-0.14545455	0.029759549	
7	INCO	0.00237015	0	0.122065728	-0.11739130	0.025921049	
8	INDF	0.001430601	0	0.107843137	-0.12068966	0.026546396	
9	INKP	0.000135855	0	0.166666667	-0.14285714	0.025170544	
10	INTP	0.001591674	0	0.091836735	-0.15447155	0.024400832	
11	ISAT	0.000567496	0	0.060869565	-0.08035714	0.021782	
12	KIJA	0.001446872	0	0.206896552	-0.19230769	0.041015674	
13	KLBF	0.001855524	0	0.113924051	-0.09523810	0.02306323	
14	LSIP	0.00355538	0	0.224489796	-0.11920530	0.028294782	
15	MEDC	0.00149895	0	0.167883212	-0.15231788	0.028047849	
16	PGAS	0.004208984	0	0.149700599	-0.09774436	0.030991856	Mean Tertinggi
17	PTBA	0.002051864	0	0.10619469	-0.14788732	0.025338856	
18	SMCB	0.000738266	0	0.137931034	-0.12790698	0.029139824	
19	TKIM	-0.00013897	0	0.110091743	-0.15178571	0.027110502	Mean Terendah
20	TLKM	0.0017322	0	0.102941176	-0.05357143	0.020494719	
21	UNTR	0.002527398	0	0.140740741	-0.11607143	0.026350124	
22	UNVR	0.001641759	0	0.196078431	-0.12568306	0.020771778	

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

saham yang memiliki rata-rata tertinggi keuntungan (return) perhari adalah PGAS dengan rata-rata 0.004208984 dan tingkat risiko sebesar 0.03099185, diikuti oleh saham ANTM dengan mean 0.003626071 dan standar deviasi 0.030375623. Sedangkan saham TKIM menempati posisi paling bawah dengan keuntungan rata-rata perhari -0.00013897 dan risiko 0.027110502.

Saham-saham yang memiliki tingkat risiko terendah dimiliki oleh saham BUMI dan saham TLKM dengan risiko masing-masing sebesar 0.020323314 dan 0.020494719. Sedangkan risiko tertinggi dimiliki oleh BNBR sebesar 0.045871477 dengan rata-rata return harian sebesar 0.000861013.

Penulis melakukan metode yang sama terhadap data *abnormal return* saham harian.

Berdasarkan tabel diatas ditemukan bahwa saham yang memiliki rata-rata *abnormal return* harian tertinggi adalah saham PGAS dengan nilai mean 0.002782892 dan tingkat risiko 0.02644766 diikuti oleh saham ANTM

dengan nilai mean 0.00219998 dengan tingkat risiko 0.02517152. Sedangkan saham yang memiliki risiko tertinggi adalah saham BNBR dengan nilai 0.04387547 dan memiliki mean -0.000565079.

Saham yang memiliki tingkat pengembalian terendah atau memiliki *abnormal return negatif* dimiliki oleh saham TKIM yaitu -0.001565064 dengan tingkat risiko 0.02259541 dan saham ENRG dengan tingkat mean -0.001408199 dan tingkat risiko 0.02418678. Sedangkan saham dengan risiko terendah dimiliki oleh saham TLKM dengan risiko sebesar 0.01203045.

Periode Formasi dan Observasi Tiga Bulan

Hasil pemeringkatan CAR dalam pembentukan formasi tiga bulanan dapat dilihat pada tabel yang memperlihatkan nilai CAR dan ACAR dari saham *Winner* dan *Loser* untuk setiap replikasi yang ada pada periode tiga bulanan untuk setiap bulan 1, bulan 2, dan bulan 3 dari awal tahun 2005 sampai

Tabel 3. Statistik Data Abnormal Return Saham

No	Kode Saham	Mean	Median	Max	Min	Std Deviasi	Keterangan
1	ADHI	-0.000519652	-0.00342455	0.15466583	-0.11480495	0.02841639	
2	ANTM	0.00219998	0.000850816	0.14440478	-0.10502662	0.02517152	
3	BNBR	-0.000565079	-0.00280404	0.31362561	-0.23562778	0.04387547	Risiko tertinggi
4	BUMI	-0.000978112	-0.0026607	0.08330545	-0.09738725	0.01961525	
5	ENRG	-0.001408199	-0.00290038	0.12577737	-0.07695767	0.02418678	
6	GJTL	-0.001219157	-0.00247286	0.09054556	-0.09044817	0.02427928	
7	INCO	0.000944058	-0.00033941	0.11320532	-0.10735124	0.02391053	
8	INDF	0.000004510	-0.00189746	0.11529318	-0.0843449	0.0217067	
9	INKP	-0.001290237	-0.00347877	0.14694337	-0.08785077	0.02119588	
10	INTP	0.000165582	-0.00070297	0.0655391	-0.09946517	0.01848914	
11	ISAT	-0.000858595	-0.00189515	0.05147478	-0.0549568	0.01682641	
12	KIJA	0.000020780	-0.00247286	0.19399383	-0.12545931	0.03761921	
13	KLBF	0.000429433	-0.00086726	0.11086782	-0.06009723	0.01987949	
14	LSIP	0.002129289	-0.00218273	0.21447868	-0.07321444	0.02547902	
15	MEDC	0.000072858	-0.00109171	0.15771897	-0.13995756	0.02503832	
16	PGAS	0.002782892	0.000752003	0.14153649	-0.08119855	0.02644766	Mean Tertinggi
17	PTBA	0.000625773	-0.00075842	0.08587396	-0.08103894	0.02071998	
18	SMCB	-0.000687826	-0.00222211	0.14134053	-0.082927	0.02461549	
19	TKIM	-0.001565064	-0.00326532	0.10805819	-0.09677934	0.02259541	Mean terendah
20	TLKM	0.000306108	-0.00079889	0.0428419	-0.0349807	0.01203045	Risiko terendah
21	UNTR	0.001101307	0.000423982	0.09084374	-0.06386863	0.02077011	
22	UNVR	0.000215668	-0.00064769	0.16262176	-0.11656414	0.0195684	

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

Tabel 4. Average Cummulative Abnormal Return Periode Tiga Bulanan Saham Winner

Replika	ACAR Winner		
	Periode Observasi		
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
1	-0.08321714	0.009246254	-0.017430153
2	0.006638315	0.087406944	0.083718086
3	0.086210553	0.039663419	0.004814886
4	0.07602498	0.018265232	0.040948306
5	0.005133595	0.010717081	-0.019408647
6	0.016667125	0.014647226	-0.035591622
7	0.07098951	0.00419484	0.048915741

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
winner 3 bulanan bulan 1	7	.02549242	.059126742	.022347808
winner 3 bulanan bulan 2	7	.02630586	.029255426	.011057512
winner 3 bulanan bulan 3	7	.01513809	.043674082	.016507251

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

akhir tahun 2006.

Hasil replika 1 menunjukkan *portofolio winner* pada bulan 1 negatif. Pada bulan

selanjutnya pengembalian *portofolio winner* mengalami pengembalian yang positif sebesar 0.92%. Akan tetapi pada bulan ketiga

One-Sample Test

Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
winner 3 bulanan bulan 1	1.141	6	.297	.025492420	-.02919070	.08017554
winner 3 bulanan bulan 2	2.379	6	.055	.026305857	-.00075090	.05336261
winner 3 bulanan bulan 3	.917	6	.394	.015138085	-.02525370	.05552987

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

mengalami pengembalian yang negatif sebesar 1,74%.

Hasil replikasi 2 menunjukkan saham *portofolio winner* mulai menunjukkan kinerja positif dimulai bulan pertama hingga ketiga dan cenderung naik. Sedangkan dalam replikasi 3 saham *portofolio winner* masih menunjukkan pengembalian yang positif di tiap bulannya.

Replikasi 4 saham *portofolio winner* masih menunjukkan tingkat pengembalian yang positif. Pengembalian positif terbesar dalam replika ini terjadi pada bulan pertama yaitu sebesar 7.6%. Sedangkan *portofolio winner* pada replikasi 5 mengalami pengembalian yang positif diperiode pertama dan kedua, tetapi mengalami pengembalian yang negatif di bulan ketiga sebesar 1.94%.

Portofolio winner pada replikasi 6 menunjukkan tingkat pengembalian yang menurun di setiap periode, dan mencapai puncaknya terjadi pada bulan ketiga dengan tingkat

gembalian terbesar terjadi di bulan pertama sebesar 7.10%.

Berdasarkan hasil diatas, kemudian dilakukan perhitungan rata-rata CAR *winner* pada setiap periode replikasi yang digunakan untuk menguji hipotesis sebelumnya yaitu, apakah ACAR *winner* bernilai negatif (terjadi gejala *overreaction*).

Rata-rata CAR setiap periode replikasi pada portofolio saham *winner* semua menunjukkan angka yang positif sehingga tidak menunjukkan gejala *overreaction*. Hal itu juga diperkuat dengan hasil ACAR pada bulan kedua yang menunjukkan nilai ACAR sebesar 0.026305857 dengan nilai sig 0.055. Hal itu berarti pada taraf sig 5.5 % memperkuat hipotesis awal dan menolak hipotesis dugaan yaitu rata-rata CAR *portofolio winner* pada periode observasi adalah negatif (ditolak).

Replika 1 pada *portofolio loser* mengalami kenaikan pengembalian dari bulan pertama

Tabel 5. Average Cummulative Abnormal Return Periode Tiga Bulanan Saham Loser

Replika	ACAR Loser		
	Periode Observasi		
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
1	-0.01753373	0.025528219	0.059693151
2	-0.02551941	-0.214637594	0.016673485
3	0.021584224	-0.054614476	0.126465158
4	0.017567362	0.070402774	0.042900898
5	-0.00136623	-0.028594463	-0.099237515
6	-0.04643123	-0.164407195	0.018364831
7	0.019482296	-0.089476656	-0.034846033

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

pengembalian yang negatif sebesar 3.56%.

Portofolio saham *winner* dalam replika 7, mengalami tingkat pengembalian yang positif di tiap periodenya. Dan tingkat pen-

hingga bulan ketiga. Diawali pengembalian negatif sebesar 1.75%, kemudian mengalami kenaikan pengembalian di bulan kedua sebesar 2.55%. Pada puncaknya mengala-

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Loser 3 bulanan bulan 1	7	-.00460239	.026211239	.009906917
Loser 3 bulanan bulan 2	7	-.06511420	.100693187	.038058447
Loser 3 bulanan bulan 3	7	.01857343	.071484256	.027018509

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Loser 3 bulanan bulan 1	-.465	6	.659	-.004602388	-.02884374	.01963897
Loser 3 bulanan bulan 2	-1.711	6	.138	-.065114199	-.15823986	.02801147
Loser 3 bulanan bulan 3	.687	6	.517	.018573425	-.04753849	.08468534

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

mi pengembalian positif sebesar 5,97% di bulan ketiga.

Dalam replika 2, kebalikan dari hasil portofolio saham *winner* (dalam replika yang sama) *portofolio loser* mengalami pengembalian yang negatif pada bulan pertama dan kedua kemudian mengalami pengembalian yang positif di bulan ketiga sebesar 1.67%. Sedangkan dalam replika 3, portofolio saham *loser* hanya mengalami pengembalian negatif di bulan kedua dan memiliki tingkat pengembalian positif yang besar di bulan ketiga sebesar 12.65%.

Replikasi 4 saham *portofolio loser* menunjukkan tingkat pengembalian yang positif yang berarti menunjukkan adanya gejala *overreaction*. Pada replikasi 5 *portofolio loser* mengalami penurunan pengembalian dari bulan pertama hingga ketiga dan mencapai penurunan puncak pada bulan ketiga sebesar negatif 9.92%.

Replika 6 portofolio saham *loser* memperlihatkan peningkatan kinerja yang baik dari

masing-masing periode yang pada akhirnya mendapat tingkat pengembalian yang positif sebesar 1.84% pada bulan ketiga.

Dalam replikasi 7, pengembalian yang positif di bulan pertama sebesar 1.95% tidak dapat dipertahankan karena mengalami penurunan di bulan berikutnya yang pada akhirnya terjadi pengembalian yang negatif sebesar 3.48% (pada bulan 3) terjadi pada portofolio saham *loser*.

Hal yang sama juga dilakukan pada portofolio saham *loser* dengan melakukan perhitungan rata-rata CAR *loser* pada setiap periode replikasi yang digunakan untuk menguji hipotesis sebelumnya yaitu, apakah ACAR *loser* bernilai positif (terjadi gejala *overreaction*).

Hasil ACAR pada bulan ketiga pada portofolio saham *loser* menunjukkan angka yang positif sehingga menunjukkan gejala *overreaction* sebesar 0.018573425 (lihat one-sample Test tabel di atas). Uji signifikansi terhadap ACAR *portofolio loser* yang

Tabel 6. Selisih ACAR Loser Winner Periode 3 Bulanan

Replika	Selisih ACAR Loser Winner Periode 3 Bulanan		
	Periode Observasi		
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
1	0.065683409	0.016281966	0.077123304
2	-0.032157725	-0.302044538	-0.067044602
3	-0.064626329	-0.094277895	0.121650272
4	-0.058457618	0.052137542	0.001952592

5	-0.006499826	-0.039311543	-0.079828868
6	-0.06309835	-0.179054421	0.053956454
7	-0.051507213	-0.093671496	-0.083761774

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
selisih loser winner bulan 1	7	-.03009481	.047044386	.017781107
selisih loser winner bulan 2	7	-.09142006	.120401756	.045507586
selisih loser winner bulan 3	7	.00343534	.083129372	.031419949

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Test

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
					Test Value = 0	
selisih loser winner bulan 1	-1.693	6	.141	-.030094807	-.07360361	.01341399
selisih loser winner bulan 2	-2.009	6	.091	-.091420055	-.20277311	.01993300
selisih loser winner bulan 3	.109	6	.917	.003435340	-.07344651	.08031719

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

menunjukkan gejala *overreaction* tersebut memiliki nilai sig sebesar 0.517. Hal itu berarti gejala tersebut tidak signifikan secara statistik bila dibandingkan dengan taraf nyata 5% dan 10%. Sedangkan hasil ACAR *loser* pada bulan pertama dan kedua menunjukkan hasil yang negatif. Hal itu berarti tidak terjadi gejala *overreaction*.

Replika 1 dari tabel di atas, terlihat saham *loser* mengungguli saham *winner* sehingga terlihat gejala *overreaction* yang ditunjukkan oleh selisih CAR *portofolio loser* dan *winner* yang positif pada bulan 1, 2, dan 3 yang masing-masing nilainya sebesar 6.57%, 1.63%, dan 7.71%. Sehingga apabila investor mengoleksi saham *loser* pada bulan pertama dan menjual *portofolio winner* pada saat bersamaan pada awal bulan pertama akan memiliki *abnormal* return sebesar 6.57%. Begitu pula dengan bulan kedua, dan ketiga. Namun anomali *overreaction* yang terjadi, berdasarkan uji statistik tidak signifikan pada taraf nyata 5%.

Dalam replika 2, tidak terlihat *potofolio loser* mengungguli *portofolio winner* yang dapat dibuktikan dengan melihat tabel 6 replikasi 2 yang semua nilai selisih *loser winner* menunjukkan angka negatif (saham *winner* mengungguli saham *loser*). Jadi da-

pat disimpulkan pada replikasi 2 tidak terjadi gejala *overreaction*.

Pembalikan arah hanya terjadi pada bulan ketiga (dalam replikasi 3) dengan selisih CAR *loser* sebesar 12.17%. Pada periode sebelumnya kinerja *loser* memang sangat buruk memiliki perbedaan return sebesar 6.46% pada bulan pertama dan 9.42% di bulan kedua. Namun dibalik tingkat pengembalian yang buruk tersebut apabila investor melakukan pembelian *portofolio loser* tersebut di awal bulan ketiga replikasi ini, maka investor akan menikmati pengembalian return pada akhir bulan ketiga sebesar 12.17%.

Gejala *overreaction* terlihat dalam bulan kedua dan ketiga replikasi 4 yang ditunjukkan selisih *loser winner* yang positif dan dapat dilihat pada tabel 6. *Portofolio loser* mengungguli *portofolio winner* dengan selisih sebesar 5.21% di bulan kedua. Hal ini berarti jika investor melakukan penjualan saham *winner* di awal bulan kedua dan mengoleksi saham *loser* di awal bulan kedua replikasi ini, maka investor akan mendapat *abnormal* return sebesar 5,21%. Sedangkan pada bulan ketiga, saham *loser* mengungguli saham *winner* sebesar 0.20%.

Gejala *overreaction* tidak terjadi dalam

replikasi 5 yang ditunjukkan dengan nilai selisih *loser winner* yang negatif di semua periode, baik bulan pertama, kedua, maupun ketiga. (Lihat pada Tabel 6).

Dalam replika 6 hanya pada bulan ketiga saja dimana *portofolio loser* dapat mengungguli *portofolio winner* dengan nilai 5.4%. Hal itu dapat menyebabkan terjadinya pembalikan arah yang akhirnya dapat mengarah

pada setiap periode replikasi untuk menguji hipotesis ketiga yaitu, apakah selisih ACAR *loser winner* bernilai positif (terjadi gejala *overreaction*).

Pada tabel 6. One-Sample Test, terlihat rata-rata selisih ACAR *portofolio loser winner* positif hanya pada periode ketiga (bulan ketiga) yaitu sebesar 0.34% dengan nilai sig sebesar 0.917. Uji signifikansi tidak terbuka

Tabel 7. Average Cummulative Abnormal Return Periode Enam Bulanan Saham Winner

Average Cummulative Abnormal Return Winner Periode 6 Bulanan						
Replika	Periode Observasi					
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
1	-0.01683503	0.04678992	0.04281857	0.03457380	-0.04750624	-0.01933507
2	0.03757420	0.07239841	0.01086418	0.03357890	0.00904675	0.0047407
3	0.00889212	-0.00059050	-0.04546339	-0.00116846	-0.09444242	0.07294380

Sumber: Data primer yang diolah

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
winner 6 bulanan bulan 1	3	.00987710	.027217991	.015714314
winner 6 bulanan bulan 2	3	.03953261	.037031704	.021380264
winner 6 bulanan bulan 3	3	.00273979	.044698216	.025806527
winner 6 bulanan bulan 4	3	.02232808	.020354681	.011751781
winner 6 bulanan bulan 5	3	-.04430064	.051819004	.029917716
winner 6 bulanan bulan 6	3	.01944981	.047865607	.027635221

Sumber: Data hasil olahan

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
winner 6 bulanan bulan 1	.629	2	.594	.009877098	-.05773614	.07749033
winner 6 bulanan bulan 2	1.849	2	.206	.039532610	-.05245924	.13152446
winner 6 bulanan bulan 3	.106	2	.925	.002739789	-.10829674	.11377631
winner 6 bulanan bulan 4	1.900	2	.198	.022328078	-.02823575	.07289191
winner 6 bulanan bulan 5	-1.481	2	.277	-.044300638	-.17302618	.08442491
winner 6 bulanan bulan 6	.704	2	.554	.019449805	-.09945496	.13835457

Sumber: Data primer yang diolah

pada gejala *overreaction*.

Selisih CAR porofolio saham *loser* dan *winner* pada periode 7 menunjukkan angka yang negatif di setiap bulannya, sehingga dapat disimpulkan pada replikasi ini tidak terjadi pembalikan arah yang dapat memunculkan gejala *overreaction*.

Berdasarkan hasil diatas, kemudian menghitung selisih rata-rata CAR *loser winner*

ti secara statistik bila dibandingkan dengan tarif nyata 5% dan 10%. Sedangkan pada bulan pertama dan kedua ACAR *loser winner* bernilai negatif. Hal itu berarti portofolio saham *winner* dapat mengungguli portofolio saham *loser*.

Periode Formasi dan Observasi Enam Bulanan

Pada periode formasi 6 bulanan terdapat 3 replikasi dengan periode waktu awal tahun 2005 sampai akhir tahun 2006. Dari 3 replikasi tersebut, didapatkan nilai ACAR *loser*, *winner*, dan selisih ACAR *loser winner*. *Portofolio winner* yang tergabung dalam masing-masing replikasi antara lain: MEDC-UNTR-LSIP, PGAS-ANTM-LSIP-TLKM, PTBA-PGAS-KIJA-INCO dan *portofolio loser* terdiri dari: BNBR-ISAT-TLKM-SMCB, GJTL-KIJA-INKP-INDF, TKIM-ISAT-INKP- ENRG. Pada lembar lampiran dapat dilihat rangking dalam pembentukan formasi *winner* dan *loser*.
Replika Periode Observasi Pada replika-

dan bulan keenam dengan nilai pengembalian negatif masing-masing sebesar 1.68%, 4.75%, dan 1.93%.

Hasil replikasi 2 portofolio winner tidak menunjukkan gejala overreaction yang dapat dilihat pada tabel 7 di atas. Hal itu ditunjukkan dengan tingkat pengembalian yang positif (nilai rata-rata CAR positif) di setiap bulannya. Tingkat pengembalian tertinggi pada replika ini terjadi pada bulan 2 dengan tingkat pengembalian yang positif sebesar 7.24%.

Dalam replika 3 portofolio saham *winner*, pada bulan pertama menunjukkan hasil

Tabel 7. Average Cummulative Abnormal Return Periode Enam Bulanan Saham Winner

Average Cummulative Abnormal Return Winner Periode 6 Bulanan						
Replika	Periode Observasi					
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
1	-0.01683503	0.04678992	0.04281857	0.03457380	-0.04750624	-0.01933507
2	0.03757420	0.07239841	0.01086418	0.03357890	0.00904675	0.0047407
3	0.00889212	-0.00059050	-0.04546339	-0.00116846	-0.09444242	0.07294380

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
winner 6 bulanan bulan 1	3	.00987710	.027217991	.015714314
winner 6 bulanan bulan 2	3	.03953261	.037031704	.021380264
winner 6 bulanan bulan 3	3	.00273979	.044698216	.025806527
winner 6 bulanan bulan 4	3	.02232808	.020354681	.011751781
winner 6 bulanan bulan 5	3	-.04430064	.051819004	.029917716
winner 6 bulanan bulan 6	3	.01944981	.047865607	.027635221

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
winner 6 bulanan bulan 1	.629	2	.594	.009877098	-.05773614	.07749033
winner 6 bulanan bulan 2	1.849	2	.206	.039532610	-.05245924	.13152446
winner 6 bulanan bulan 3	.106	2	.925	.002739789	-.10829674	.11377631
winner 6 bulanan bulan 4	1.900	2	.198	.022328078	-.02823575	.07289191
winner 6 bulanan bulan 5	-1.481	2	.277	-.044300638	-.17302618	.08442491
winner 6 bulanan bulan 6	.704	2	.554	.019449805	-.09945496	.13835457

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

si 1 *portofolio winner* menunjukkan gejala overreaction (ditunjukkan dengan nilai CAR yang negatif) di awal bulan, bulan kelima,

yang bagus dengan nilai tingkat pengembalian positif sebesar 0.89%. Akan tetapi hal itu tidak dapat dipertahankan di bulan

Tabel 8. Average Cummulative Abnormal Return Periode Enam Bulanan Saham Loser

Average Cummulative Abnormal Return Loser Periode 6 Bulanan						
Replika	Periode Observasi					
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
1	0.01921443	-0.09207521	0.02751196	0.00485918	-0.0024528	0.02158095
2	-0.0464020	0.01449471	0.03183068	0.02151131	-0.10322448	-0.00892764
3	-0.03040390	-0.10253659	-0.02693903	0.00763946	-0.09624077	-0.01558380

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Loser 6 bulanan bulan 1	3	-.01919714	.034213607	.019753235
Loser 6 bulanan bulan 2	3	-.06003903	.064759701	.037389031
Loser 6 bulanan bulan 3	3	.01080121	.032755259	.018911258
Loser 6 bulanan bulan 4	3	.01133665	.008920495	.005150250
Loser 6 bulanan bulan 5	3	-.06730603	.056272958	.032489208
Loser 6 bulanan bulan 6	3	-.00097683	.019817069	.011441390

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

One-Sample Test

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
					Test Value = 0	
Loser 6 bulanan bulan 1	-.972	2	.434	-.019197138	-.10418845	.06579417
Loser 6 bulanan bulan 2	-1.606	2	.250	-.060039029	-.22091105	.10083299
Loser 6 bulanan bulan 3	.571	2	.626	.010801205	-.07056737	.09216978
Loser 6 bulanan bulan 4	2.201	2	.159	.011336647	-.01082309	.03349638
Loser 6 bulanan bulan 5	-2.072	2	.174	-.067306026	-.20709580	.07248375
Loser 6 bulanan bulan 6	-.085	2	.940	-.000976829	-.05020516	.04825150

Sumber: Data Primer yang diolah, 2010

selanjutnya karena tingkat pengembalian yang selalu menurun pada tiap bulannya. Pada puncaknya pada bulan kelima replika ini, portofolio saham *winner* hanya mampu memberi pengembalian yang negatif sebesar 9.44% (terjadi gejala *overreaction*). Di bulan keenam replika ini, *portofolio winner* dapat kembali meraih tingkat pengembalian yang positif dengan nilai sebesar 7.29%.

Dalam tabel 7. One-Sample Test, diperoleh nilai ACAR *portofolio winner* masing-masing periode pengujian dimana nilai ACAR negatif (yang dapat menyebabkan terjadinya gejala *overreaction*) hanya terjadi di bulan kelima dengan nilai negatif 0.044300638. Akan tetapi hal itu tidak terbukti secara statistik yang dapat dilihat dengan nilai sig pada bulan kelima sebesar 27.7% (lebih besar dari bila menggunakan taraf nyata 5%

dan 10%).

Portofolio loser dalam replika pertama, mengalami gejala *overreaction* (dengan ditunjukkan nilai CAR yang positif) di awal dan akhir bulan dengan nilai pengembalian yang positif masing-masing sebesar 1.92% dan 2.16%. Dalam replika 2, *portofolio loser* mengalami pengembalian yang positif (terjadi gejala *overreaction*) di bulan kedua, ketiga, dan keempat dengan nilai masing-masing sebesar 1.45%, 3.18%, dan 2.15%.

Portofolio loser dalam replikasi ketiga, hanya pada bulan keempat saja yang menunjukkan hasil baik dengan nilai pengembalian positif sebesar 0.76% (terjadi gejala *overreaction*). Sedangkan di bulan lain menunjukkan tingkat pengembalian yang buruk yang dapat dilihat dengan nilai rata-rata CAR yang negatif.

Dalam tabel 8 One-Sample Test, diperoleh nilai ACAR *portofolio loser* masing-masing periode pengujian dimana nilai ACAR positif (yang dapat menyebabkan terjadinya gejala *overreaction*) hanya terjadi di bulan ketiga dan keempat dengan nilai ACAR masing-masing sebesar positif 0.010801205 dan 0.011336647. Akan tetapi hal itu tidak dapat terbukti secara statistik yang dapat dilihat dengan nilai sig pada bulan ketiga sebesar 62.6% dan pada bulan keempat sebesar 15.9% (lebih besar dari nilai bila menggunakan sig 5% dan 10%).

Pada tabel 9 (selisih *loser winner*) ba-

nyak terjadi gejala *overreaction* (*portofolio loser* mengungguli *portofolio winner*) yang ditunjukkan dengan nilai rata-rata CAR yang positif di setiap replika. Gejala *overreaction* lebih banyak terjadi di bulan ketiga dengan nilai selisih rata-rata CAR *loser winner* sebesar 2.1% pada replika 2, dan 1.85% pada replika 3. Sedangkan pada bulan ketiga replika 1, *portofolio winner* mengungguli *portofolio loser*.

Pada tiap bulan (selain bulan kedua dan ketiga), hanya terjadi sekali pembalikan nilai yang tersebar di setiap replika. Dimana pada bulan pertama hanya terjadi pembali-

Tabel 9. Selisih ACAR Loser Winner Periode 6 Bulanan

Selisih ACAR Loser Winner Periode 6 Bulanan						
Periode Observasi						
Replika	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
1	0.03604947	-0.13886514	-0.01530661	-0.02971461	0.0450534	0.0409160
2	-0.08397616	-0.05790370	0.02096650	-0.01206760	-0.11227123	-0.01366832
3	-0.0392960	-0.10194608	0.01852436	0.00880792	-0.00179834	-0.08852761

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
selisih loser winner bulan 1	3	-.02907424	.060662189	.035023331
selisih loser winner bulan 2	3	-.09957164	.040532915	.023401689
selisih loser winner bulan 3	3	.00806142	.020274108	.011705262
selisih loser winner bulan 4	3	-.01099143	.019283801	.011133508
selisih loser winner bulan 5	3	-.02300539	.080777874	.046637127
selisih loser winner bulan 6	3	-.02042663	.064985916	.037519636

One-Sample Test

Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
selisih loser winner bulan 1	-.830	2	.494	-.029074237	-.17976747	.12161899
selisih loser winner bulan 2	-4.255	2	.051	-.099571640	-.20026098	.00111770
selisih loser winner bulan 3	.689	2	.562	.008061416	-.04230226	.05842509
selisih loser winner bulan 4	-.987	2	.428	-.010991432	-.05889505	.03691218
selisih loser winner bulan 5	-.493	2	.671	-.023005389	-.22366875	.17765797
selisih loser winner bulan 6	-.544	2	.641	-.020426634	-.18186060	.14100733

kan nilai sebesar 3.6% pada replika 1, sedangkan pada bulan kedua tidak terjadi pembalikan nilai. Bulan keempat terjadi pembalikan nilai di replika 3 dengan nilai 0.88% dan bulan kelima terjadi keunggulan nilai *portofolio loser* dibanding *winner* sebesar 4.5% di replika 1. Sedangkan di bulan 6 hanya terjadi pembalikan nilai di replika 1 dengan nilai sebesar 4.09%.

Gejala *overreaction* terjadi di bulan ketiga, diperkuat dengan hasil ACAR yang positif se-

besar 0.81% (lihat tabel One-Sample Test) pada bulan ketiga. Akan tetapi hal itu tidak terbukti secara statistik yang dapat dilihat dengan nilai sig pada bulan ketiga sebesar 56.2% (lebih besar dari bila menggunakan taraf nyata 5% dan 10%).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan data dan perhitungan serta analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diambil suatu kesimpulan sebagai berikut:

1. Gejala *overreaction* terjadi beberapa kali dalam periode observasi tiga bulanan (melihat perhitungan CAAR). Hasil ini juga diperkuat dengan perhitungan ACAR *loser* yang menunjukkan nilai rata-rata *abnormal return loser* pada bulan ketiga memiliki nilai sebesar 0.01857 (>0) serta selisih nilai ACAR *loser winner* dengan nilai 0.003435 (>0) (menunjukkan gejala *overreaction*). Namun gejala tersebut tidak memiliki tingkat konsistensi yang tinggi karena dari nilai rata-rata tersebut gejala *overreaction* hanya berlangsung satu kali sehingga tidak dapat mewakili periode lainnya bahkan nilai ACAR *winner* tidak menunjukkan adanya gejala *overreaction* (semua nilai ACAR *winner* periode 3 bulanan positif). Hasil uji signifikansi yang dilakukan menunjukkan tidak ada satupun gejala *overreaction* yang memiliki tingkat signifikansi secara statistik. Berdasarkan hal tersebut maka penulis menarik kesimpulan bahwa anomali *overreaction* pada periode observasi 3 bulanan tidak terjadi (tidak signifikan secara statistik) di BEJ, khususnya pada saham-saham yang tergabung dalam perhitungan Jakarta Islamic Index.
2. Penelitian yang dilakukan dengan menggunakan periode observasi enam bulanan menunjukkan gejala *overreaction* terjadi secara acak pada ketiga replikasi. Hasil uji signifikansi untuk mengetahui

gejala *overreaction* apakah benar terjadi pada periode ini kembali menunjukkan ketiadaan *overreaction* pada BEJ khususnya pada saham-saham yang tergabung dalam perhitungan Jakarta Islamic Index.

3. Berdasarkan beberapa kesimpulan diatas, maka hipotesis *overreaction* terhadap saham-saham yang tergabung dalam perhitungan Jakarta Islamic Index di Bursa Efek Jakarta pada periode Januari 2005 hingga Desember 2006 tidak dapat dibuktikan secara statistik. Walaupun terdapat gejala-gejala terjadinya *overreaction*, gejala tersebut tidak konsisten dan tidak signifikan.
4. Walaupun ditemukan beberapa kali gejala *overreaction* dalam penelitian ini, penulis berpendapat bahwa strategi kontranian belum dapat sepenuhnya dilakukan untuk mendapatkan *abnormal return*. Hal ini disebabkan tingkat konsistensi gejala *overreaction* pada penelitian ini sangat rendah sehingga sulit bagi investor dalam memprediksi kapan saat yang tepat menentukan pembelian atau penjualan portofolio *winner-loser*. Namun hal ini tergantung bagaimana profil masing-masing investor dalam menyingkapi risiko investasi khususnya pada investasi saham.

Saran

Untuk mendapatkan tingkat konsistensi dan signifikansi yang tinggi dalam melakukan penelitian tentang adanya anomali *overreaction*, sangat disarankan untuk melakukan penelitian lebih panjang (lebih dari satu tahun). Bagi para investor dan pelaku pasar diharapkan berhati-hati apabila bermaksud menggunakan strategi kontranian, karena berdasarkan penelitian ini gejala *overreaction* tidak terbukti terjadi Bursa Efek Jakarta, khususnya pada saham-saham yang tergabung pada perhitungan Jakarta Islamic Index.

DAFTAR PUSTAKA

- De Bondt, Werner F M & Thaler, Richard, 1985. Does the Stock Market Overreact?, Journal of Finance, American Finance Association, vol. 40(3), pages 793-805, July.
- De Bond, W dan R Thaler, 1987, Further Evidence on Investor Overreactio and Stock Market Seasonality. Journal Of Finance, July, 557-581
- De Bond, W dan R Thaler, 1990. Does Security Analysts Overreact?, The American Economic

- Review. Volume 80. 52-57
- Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN – MUI) : No.20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah
- 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
- Husnan, Suad. 1998, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP. AMP YKPN, Yogyakarta
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi, Edisi Kedua*, BPFE, Yogyakarta
- Manurung, Adler dan Pondra Nala Permana, 2005, Gejala Overreaction pada Saham dalam Perhitungan Indeks LQ 45, *MU / Manajemen dan Usahawan*, vol. 34, No. 09 – 2005, hal. 3 - 15
- Sartono, Agus, 2000, Overreaction of The Indonesian Capital Market: Is Market Rational, *Gajah Mada International Journal of Business*, Vol. II, No. 2
- Sukmawati dan Daniel H, 2000, Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham – Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 3, No. 1
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta