



Munich Personal RePEc Archive

Overreaction Anomaly in Indonesia Stock Exchange: Case Study of LQ-45 Stocks

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando

ECoNARCH Institute, ABFI Institute Perbanas Jakarta

April 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/36998/>
MPRA Paper No. 36998, posted 09 Jul 2012 02:46 UTC

JURNAL

EKONOMI & BISNIS **JEB**

ANOMALI OVERREACTION DI BURSA EFEK INDONESIA: PENELITIAN SAHAM LQ-45 *Rowland Bismark Fernando Pasaribu*

PENGARUH BELANJA MODAL PADA APBD TERHADAP KESEJAHTERAAN MASYARAKAT KABUPATEN/KOTA DI PROVINSI BALI DALAM ERA OTONOMI DAERAH *Mufidhatul Khasanah Rudy Badrudin*

ANALISIS PENGARUH DIVIDEN DAN ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP *LEVERAGE* PERUSAHAAN DENGAN MODERASI SET KESEMPATAN INVESTASI *Pandu Fajar Wisudha*

PENGARUH KUALITAS *CORPORATE GOVERNANCE*, KUALITAS AUDIT, DAN *EARNINGS MANAGEMENT* TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN *Serli Ike Ari Susanti*

ANALISIS KUALITAS INFORMASI KEUANGAN TERHADAP KINERJA DAN KEMAMPUAN PERUSAHAAN MENGAKSES MODAL EKSTERNAL *Rini Handayani Sutianingsih*

PENGARUH LAYANAN FISKUS DAN PELAKSANAAN *SUNSET POLICY* TERHADAP KEPATUHAN WAJIB PAJAK DALAM UPAYA PENINGKATAN PAJAK *Pramushinta Baldric Siregar*



Rp7.500,-

JEB	VOL. 5	NO. 2	Hal 87-189	JULI 2011	ISSN: 1978 - 3116
-----	--------	-------	------------	-----------	-------------------

JURNAL EKONOMI & BISNIS (JEB)

EDITOR IN CHIEF

Djoko Susanto,
STIE YKPN Yogyakarta

EDITORIAL BOARD MEMBERS

Baldric Siregar
STIE YKPN Yogyakarta

Soeratno
Universitas Gadjah Mada

Dody Hapsoro
STIE YKPN Yogyakarta

Wisnu Prajogo
STIE YKPN Yogyakarta

MANAGING EDITORS

Sinta Sudarini
STIE YKPN Yogyakarta

EDITORIAL SECRETARY

Rudy Badrudin
STIE YKPN Yogyakarta

PUBLISHER

Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat STIE YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1100 Fax. (0274) 486155

EDITORIAL ADDRESS

Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1332 Fax. (0274) 486155
<http://www.stieykpn.ac.id> □ *e-mail*: rudy@stieykpn.ac.id
Bank Mandiri atas nama STIE YKPN Yogyakarta No. Rekening **137 – 0095042814**

Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB) terbit sejak tahun 2007. JEB merupakan jurnal ilmiah yang diterbitkan oleh Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yayasan Keluarga Pahlawan Negara (STIE YKPN) Yogyakarta. Penerbitan JEB dimaksudkan sebagai media penguatan karya ilmiah baik berupa kajian ilmiah maupun hasil penelitian di bidang ekonomi dan bisnis. Setiap naskah yang dikirimkan ke JEB akan ditelaah oleh MITRA BESTARI yang bidangnya sesuai. Daftar nama MITRA BESTARI akan dicantumkan pada nomor paling akhir dari setiap volume. Penulis akan menerima lima eksemplar cetak lepas (*off print*) setelah terbit. JEB diterbitkan setahun tiga kali, yaitu pada bulan Maret, Juli, dan Nopember. Harga langganan JEB Rp7.500,- ditambah biaya kirim Rp12.500,- per eksemplar. Berlangganan minimal 1 tahun (volume) atau untuk 3 kali terbitan. Kami memberikan kemudahan bagi para pembaca dalam mengarsip karya ilmiah dalam bentuk *electronic file* artikel-artikel yang dimuat pada JEB dengan cara mengakses artikel-artikel tersebut di *website* STIE YKPN Yogyakarta (<http://www.stieykpn.ac.id>).

ANOMALI *OVERREACTION* DI BURSA EFEK INDONESIA: PENELITIAN SAHAM LQ-45

Rowland Bismark Fernando Pasaribu¹
ABFI INSTITUTE PERBANAS JAKARTA

ABSTRACT

As reaction from market inefficient specified about information distribution, all market participant trying to reduce the effect with various means, among other things by perceiving historical behavior of share price. One of result namely contrarian strategy by believing that loser portfolio will experience of rebound conversely degradation at share winner portfolio. This study aim to prove existency of overreaction anomaly effect in Indonesia Stock Market specially the LQ-45 during 2003-2007. By using Debon-Thaler approach, empirical result express that there is no symptom of overreaction anomaly at three-month, six-month, and annual period. Therefore the study recommend the investor to avoid contrarian strategy specially of LQ-45 stocks.

Keywords: Market Efficiency, Overreaction, Portfolio, Return, Risk, Indonesia.

¹ Rowland.pasaribu@gmail.com

PENDAHULUAN

Secara praktis, terdapat dua kelompok partisipan pasar yakni: partisipan rasional dan quasi rasional. Kalau partisipan quasi rasional mendominasi di dalam proses pengambilan keputusan pasar, keseimbangan pasar rasional tidak akan tercapai. Contoh: kalau para analist berperilaku quasi-rasional terkait dengan insentif ekonomi atau perilaku non-ekonomis saat mereka memprediksi *earning*, maka hasil prediksi mereka akan menunjukkan pola yang sistematis; *overreaction*, *underreaction*, optimisme, atau pesimisme seperti yang banyak dijelaskan dalam literatur keuangan dan akuntansi.

Saat ini terdapat dua dasar penjelasan alternatif untuk perilaku prediksi *earning* para analist, yang satu berdasarkan respon terhadap insentif ekonomi dan yang lainnya berdasarkan perilaku non-ekonomi. Beberapa ahli berpendapat bahwa insentif ekonomi dapat mempengaruhi prediksi *earning* analist karena beberapa hal diantaranya: hubungan *underwriting* analist dan perusahaan yang mereka prediksi *earning*-nya, perihal reputasi karir, atau manajemen *earning* pada perusahaan yang dianalisis (Scharfstein dan Stein, 1990; Dechow, Hutton, dan Sloan, 1998; Michaely dan Womack, 1999; Lim, 2001).

Penjelasan kelompok kedua digambarkan dari perilaku ilmuwan dan praktisi yang menyarankan agar investor jangan cenderung mengikuti teori statistik mengenai prediksi. Tapi menggunakan probabilitas subjektif pada suatu *event* (mis: informasi *earning* yang tidak diharapkan) untuk menentukan respon mereka (Kahneman dan Tversky, 1972, 1973; Tversky dan Kahneman, 1973; Einhorn dan Hogarth, 1985). Sejumlah literatur perilaku keuangan menyatakan bahwa terdapat suatu tendensi pada perilaku analist dan investor terhadap informasi *earning* yang tidak diharapkan. Tendensi perilaku tersebut telah diklasifikasikan sebagai *overreaction*, *underreaction*, atau optimisme (De Bondt dan

Thaler, 1985, 1987, 1990; Bernard dan Thomas, 1990; Abarbanell, 1991; Abarbanell dan Bernard, 1992; Easterwood dan Nutt, 1999). Selanjutnya beberapa studi juga telah dilakukan untuk mengkaji hubungan antara tendensi perilaku dalam prediksi *earning* analist dan reaksi investor terhadap tendensi dimaksud (Abarbanell dan Bernard, 1992; Dechow dan Sloan, 1997; Ackert dan Athanassakos, 1997).

Sejumlah penelitian terdahulu juga mengemukakan bahwa prediksi analist menghasilkan proksi yang baik untuk ekspektasi *earning* investor, dan cenderung menggunakan model *time-series* (Brown dan Rozeff, 1978; Fried dan Givoly, 1982; Conroy dan Harris, 1987; Brown et al, 1987; O'Brien, 1988; Kross, Ro, Schroeder, 1990). Penelitian mengenai tendensi perilaku sistematis dalam prediksi analist dan ekspektasi investor menggunakan kesalahan prediksi analist berdasarkan prediksi analist yang dihasilkan dari beragam sumber informasi (Abarbanell dan Bernard, 1992; Ali, Klein, dan Rosenfeld, 1992; Elliott, Philbrick, dan Wiedman, 1995; La Porta, 1996; Ackert dan Athanassakos, 1997; Clement, 1999; Easterwood dan Nutt, 1999). Selain itu, telah banyak juga literatur terdahulu yang meneliti reaksi harga saham terhadap revisi prediksi analist (Givoly dan Lakonishok, 1979, 1980; Hughes dan Ricks, 1987; Cornell dan Landsman, 1989; Teets, 1992; Alexander, Jr, 1992; Abarbanell dan Bernard, 1992). Literatur tersebut secara eksplisit dan implisit mengasumsikan bahwa reaksi investor terhadap informasi *earning* adalah suatu fungsi prediksi analist, yakni ekspektasi *earning* investor sama dengan prediksi analist [$CAR_{it} = f(FE_{it})$].

Analist dan investor adalah jenis partisipan pasar yang berbeda dan memiliki kumpulan informasi yang berbeda, karenanya memiliki karakteristik perilaku yang juga berbeda. Oleh sebab itu prediksi analist, bukanlah proksi yang memadai bagi ekspektasi investor. Misalkan prediksi analist adalah bias,

tapi investor juga mengestimasi bias tersebut dan selanjutnya melakukan penyesuaian. Maka penelitian terdahulu mengenai konten informasi kontemporer pada *earning* yang tidak diharapkan kemungkinan menghasilkan hasil yang juga keliru atau bias. Karena prediksi analist tidak mungkin sama dengan ekspektasi *earning* investor, maka kesimpulan pada penelitian sebelumnya yang menggunakan bentuk fungsional bahwa reaksi investor terhadap informasi *earning* adalah suatu fungsi prediksi analist kemungkinan mengikutsertakan asumsi yang tidak valid mengenai hubungan antara informasi *earning* yang tidak diharapkan dan reaksi investor.

Dimulai oleh De Bondt dan Thaler (1985), penelitian mengenai inefisiensi dalam prediksi *earning* dan reaksi investor terhadap pengumuman *earning* telah menjadi suatu topik baru dalam studi mengenai *earning*. Sampai saat ini, studi yang dilakukan terhadap topik ini membagi reaksi analist dan atau investor terhadap informasi *earning* kedalam 3 kategori: *Overreaction* dan *underreaction* dari perspektif investors, *overreaction* dan *underreaction* dari perspektif analist, serta optimisme and pesimisme dari perspektif analist. Beberapa penelitian merupakan pendukung hipotesis rasional bahwa analist dan investor mengoptimalkan seluruh informasi yang tersedia dan menghasilkan ekspektasi yang tidak bias mengenai *earning* mendatang, disisi lain terdapat juga hasil penelitian yang mendukung hipotesis quasi-rasional bahwa ekspektasi mengenai *earning* mendatang cenderung menunjukkan bias yang sistematis. Studi mengenai anomali *overreaction* di pasar modal belum terlalu banyak dilakukan di Indonesia, diantaranya adalah Sartono (2000) yang menguji 3 hipotesis ketidakpastian pasar untuk event positif dan negatif di BEJ periode 1995-1998, serta Manurung dan Priotomo (2005) yang mengaplikasikan metode De Bondt dan Thaler untuk mengidentifikasi anomali *overreaction*

pada saham emiten tekstil, *retailer* dan *wholesaler*.

Overreaction adalah salah satu tendensi pada perilaku analist dan investor terhadap informasi *earning* yang tidak diharapkan dan dapat menimbulkan *volatility* dari return yang abnormal pada saham-saham di pasar. Dari pernyataan tersebut maka dapat dirumuskan permasalahan penelitian sebagai berikut: Apakah terjadi gejala anomali *overreaction* di Bursa Efek Indonesia, khususnya saham yang tergabung kedalam LQ-45 periode 2003-2007. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan anomali *overreaction* di Bursa Efek Indonesia khususnya pada saham LQ-45.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Literatur perilaku keuangan substantif secara aktual mengidentifikasi 2 fenomena yang cukup berbeda, keduanya disebut '*overreaction-effect*'. Pertama, para peneliti mengisolasi fenomena jangka pendek yang muncul dari keterkejutan investor pada berita baik (buruk) perusahaan yang menghasilkan *overshooting* temporer pada nilai keseimbangan harga saham perusahaan yang terkena pengaruh.

Para peneliti telah menganalisis pengaruh jangka pendek *overreaction* dengan menggunakan beragam formasi portfolio dan periode pengujian: bulanan, mingguan, dan harian. Zarowin (1989, 1990) menggunakan *return* bulanan dalam menjelaskan pergerakan jangka pendek harga saham di Amerika. Ia menguji apakah portfolio saham yang dengan kriteria *winner-looser* (mengacu kepada diatas atau dibawa nilai rata-rata *risk-adjusted return*) mengalami pembalikan harga saham pada 1 bulan mendatang. Hasil penelitiannya mengindikasikan bahwa strategi kontrarian jangka pendek menghasilkan rata-rata *abnormal return* yang secara statistik signifikan sebesar 2%-5% perbulan. Penelitiannya mendukung hasil tentatif dari penelitian Rosenberg dan Rudd (1982) dan

Rosenberg, Reid, dan Lanstein (1985) untuk strategi pembalikan *return* tertentu.

Howe (1986) menggunakan metodologi yang hampir sama dengan De Bondt (1985) dan De Bondt dan Thaler (1985) yang menyatakan bahwa saham yang selalu mengalami posisi *return* yang positif atau negatif dalam minggu tertentu akan mengalami pembalikan kinerja pada minggu selanjutnya. Secara khusus, saham kategori *winner* yang menghasilkan nilai *return* mingguan yang selalu positif akan mengalami kinerja pasar yang *underperformed* sebesar 30% pada 50 minggu berikutnya. Sementara harga saham kategori *loser* yang menurun secara tajam dalam indentifikasi mingguan *winner-looser*, akan mengalami *rebound* yang kuat pada lima minggu berikutnya.

Temuan yang sama dihasilkan oleh Lehman (1992) dengan menggunakan metodologi yang berbeda. Ia membentuk portfolio dengan kriteria *short-position* untuk saham yang mengalami kenaikan harga dan *long-position* untuk saham yang mengalami penurunan harga. Dengan menggunakan data harga saham harian Dyl dan Maxfield (1987) serta Bremer dan Sweeney (1988) juga menemukan bukti mengenai pembalikan harga untuk saham *winner* dan *loser*. Dyl dan Maxfield menyatakan bahwa dalam tiap 200 hari transaksi yang dipilih secara *random* selama periode 1974-1984, untuk kriteria saham *winner*, adalah 3 saham dengan kinerja pasar 1 hari yang *underperformed* 1%-8% dalam 10 hari perdagangan, sementara untuk kriteria saham *loser* adalah 3 saham yang kinerja pasar (1 hari) dari 10 hari perdagangan *outperformed* sebesar 3%-6%. Sementara hasil penelitian Bremer dan Sweeney menyatakan bahwa terjadi *overreaction* pada saham perusahaan Fortune 500 selama periode 1962-1986; dimana nilai *abnormal return* sebesar 4% tidak dapat di-atribusikan secara normal terhadap pengaruh perusahaan kecil, dikarenakan perusahaan yang terkecil dalam Fortune 500 pun terlalu besar bisa

dibandingkan dengan rata-rata perusahaan terbuka di Amerika.

Pola pembalikan rata-rata yang sama juga dinyatakan oleh Atkins dan Dyl (1990) pada *return* saham harian Amerika, tapi mereka mempertanyakan apakah tendensi dimaksud dapat membentuk basis strategi perdagangan yang *feasible*. Mereka mengestimasi kinerja harga 6 saham dari seluruh saham yang listing di NYSE untuk 300 hari perdagangan yang dipilih secara *random*; 6 saham tersebut termasuk 3 saham yang mengalami nilai persentase kerugian terbesar dan 3 saham *winner* (persentase kenaikan harga) pada hari tertentu. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* untuk saham *loser* adalah positif untuk 8-10 hari yang akan datang dihitung dari tanggal terjadi penurunan harga dan secara statistik signifikan untuk 2 hari setelah event penurunan harga. Untuk saham *winner*, rata-rata *abnormal return* adalah negatif untuk 9-10 hari setelah event kenaikan harga. Secara khusus, *abnormal return* secara statistik signifikan untuk hari ke 1, 3, dan 7.

Untuk negara Inggris, MacDonald dan Power (1992 dan 1993) juga mengemukakan kesimpulan yang skeptis mengenai pengaruh *overreaction* jangka pendek dalam *return* saham mingguan atas 40 perusahaan publik periode Januari 1982-Juni 1990. Strategi jangka pendek membeli saham *loser* dan menjual saham *winner* akan memiliki kinerja *underperformed* daripada pasar dalam periode 12 minggu yang akan datang setelah pembentukan portfolio saham *winner* dan *loser*. Berdasarkan hasil tersebut mereka menyarankan bahwa apabila pada suatu tingkatan tertentu investor mempertimbangkan bahwa *return* mingguan lebih baik dibanding periode bulanan, maka *return* saham jangka pendek tidak mengandung komponen transitory pembalikan-rata-rata. Dengan kata lain apabila harga saham meningkat lebih daripada yang diprediksi model pasar dalam 1 minggu, kenaikan harga tersebut akan

mengalami penguatan oleh kenaikan harga berikutnya.

Studi *overreaction* jangka pendek oleh Brown dan Harlow (1988) serta Brown, Harlow, dan Tinic (1988) menganalisis respon pasar modal terhadap *event* dengan rentang durasi 1-6 bulan. Hasil penelitian mereka menyatakan terdapat bentuk yang asimetris pada respon pasar terhadap *event* baik dan buruk. Dimana reaksi pasar yang negatif lebih kuat dan lebih dapat diprediksi daripada reaksi terhadap stimulus yang positif. Lebih lanjut Brown, Harlow, dan Tinic (1988, 1990) mengeksplorasi hasil penelitian mereka lebih lanjut untuk mengenai dalil pengaruh *overreaction* jangka pendek sampai akhirnya mereka mengajukan hipotesis baru, yakni Hipotesis Ketidakpastian Informasi (*Uncertain Information Hypothesis*, UIH) yang mereka yakini sebagai modifikasi yang *acceptable* terhadap Hipotesis Efisiensi Pasar.

UIH berpendapat semakin dalam reaksi investor terhadap berita buruk dibanding berita baik karena dalam kasus terdahulu semakin tinggi tingkat diskon yang muncul dari peningkatan ketidakpastian yang diasosiasikan dengan kejutan penguatan terhadap penurunan harga saham. Karenanya, prediksi respon terhadap berita baik memisahkan UIH dari pengaruh *overreaction* dan untuk menjelaskan apa yang mereka anggap sebagai respon diferensial terhadap kejutan berita baik (buruk). Lebih lanjut UIH berpendapat bahwa terdapat penurunan pada tingkat fluktuasi harga saham dalam arah yang meningkat dan bervariasi pada saat *downswing*.

Efek *overreaction* jangka panjang pada *return* saham telah diekspose di Amerika, yakni: a) secara jelas tidak simetris dan; b) terdiri dari komponen yang dapat diprediksi dan non-transitori. Dengan menggunakan pengujian regresi pada data Amerika, Fama dan French (1988) menyatakan bahwa 25%-45% variasi dalam return bulanan periode 3-5 tahun dapat diprediksi dari *return* historis.

Atau dengan kata lain, kalau *return* saham telah berada diatas nilai rata-rata pada 3-5 tahun periode *holding* maka *return* saham akan berada dibawah nilai rata-rata untuk 3-5 tahun *holding* period yang akan datang. Penelitian Poterba dan Summers (1988) menggunakan data dari 18 negara dimana hasil penelitiannya menyatakan bahwa *return* saham mengalami pola pengulangan (*recursive*): temuan lainnya yakni, *return* saham menunjukkan sejumlah korelasi yang negatif atas periode diatas 1 tahun.

Hasil temuan tersebut muncul untuk melengkapi penelitian terdahulu khususnya pada topik pembalikan nilai rata-rata *return* saham di Amerika. Saham perusahaan yang memiliki kinerja historis yang baik cenderung menjadi buruk di masa mendatang, sementara saham perusahaan dengan kinerja return masa lalu yang buruk akan memperbaiki kinerjanya. De Bondt dan Thaler (1985, 1987) menunjukkan bahwa strategi perdagangan yang didesain untuk mengeksploitasi bukti prediktabilitas dalam *return* saham Amerika secara konsisten diatas kinerja pasar. Metodologi pengujian mereka adalah varian dari desain yang awalnya diusulkan Beaver dan Landsman (1981) pada saat mereka menemukan perilaku *return* saham yang tidak biasa, atau yang mereka sebut *portfolio* saham *winner* dan *loser*.

Prosedur uji DeBondt dan Thaler dapat dibagi menjadi 2 bagian. Pertama, mereka mengidentifikasi saham *winner* dan *loser* berdasarkan referensi apakah saham mengalami keuntungan (kerugian) yang ekstrem selama periode diatas 5 tahun. Secara khusus mereka menghitung *excess return* saham (data Amerika) dengan rumus $ER_{it} = R_{it} - R_{mt}$ dimana ER_{it} adalah *excess return* saham i bulan t ; R_{it} adalah *return* aktual saham i bulan t ; dan R_{mt} adalah *return* pasar bulan t . *Excess return* kemudian dikumulasikan selama 3 tahun dan mengestimasi kumulatifnya (*Cumulative Excess Return*, CER). Selanjutnya dilakukan pemeringkatan terhadap CER yang

tertinggi ke terendah untuk portfolio saham yang terbentuk. Dari hasil pemeringkatan, 35 saham teratas dianggap sebagai portfolio *winner*, sementara 35 saham terbawah sebagai portfolio *looser*.

Kedua, De Bondt dan Thaler mengkalkulasi CER dari strategi buying saham portfolio *looser* dan menjual saham portfolio *winner* untuk periode 3-5 tahun berikutnya: $(CER_{At} = CER_{Lt} - CER_{Wt})$, dimana subscript A, L, dan T adalah *abnormal*, *Looser*, dan *Winner*. Adapun, CER_{pt} diestimasi sebagai berikut : $CER_{pt} = \Sigma ER_{it}$, dimana $p = W$ untuk portfolio saham *winner* dan $p = L$ untuk portfolio saham *looser*.

Penelitian anomali *overreaction* ini juga telah dilakukan di Indonesia oleh Sartono (2000) dan Manurung dan Priotomo (2005). Dalam penelitiannya, Sartono tidak hanya menguji hipotesis *overreaction* di Indonesia, ia juga meneliti hipotesis *uncertain information* dan *reverse anticipation puzzle* secara bersamaan. Sartono menguji ketiga hipotesis tersebut untuk *event* positif dan negatif di Bursa Efek Jakarta periode 1995-1998, tujuan dari penelitian ini untuk membuktikan apakah pasar modal di Indonesia rasional atau tidak. Model yang dipergunakan untuk menghitung *abnormal return* pada penelitian ini adalah *market model*. Dalam penelitian yang dilakukannya, Sartono mengelompokkan 180 sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini menjadi 6 portofolio yaitu portofolio P1, P2, P3, N1, N2, dan N3 di mana P menggambarkan suatu *event* positif dan N menggambarkan suatu *event* negatif. Untuk masing-masing *event* tersebut, Sartono mengelompokkan kembali berdasarkan besarnya magnitudonya yaitu kecil (P1 dan N1), menengah (P2 dan N2), dan besar (P3 dan N3). Kemudian, untuk seluruh portofolio tersebut, Sartono mengelompokkannya menjadi perusahaan dengan kapitalisasi besar dan kecil. Berdasarkan penelitian yang dilakukannya, Sartono menemukan bahwa gejala *overreaction* di Indonesia ditemukan

pada portofolio saham besar dengan portofolio saham kecil. Namun untuk *event* positif dari portofolio saham besar, respon negatif yang signifikan hanya ditemui pada magnitudo *event* kecil dan menengah, sementara untuk magnitudo besar dari *event* positif reaksi portofolio adalah positif yang berarti sejalan dengan hipotesis *uncertain information*. Sementara itu untuk portofolio saham kecil, hipotesis *overreaction* terjadi untuk *event* positif dengan magnitudo kecil dan *event* negatif dengan magnitudo besar. Berdasarkan penemuan gejala *overreaction*, *uncertain information*, dan *reverse anticipation puzzle* yang ditemukan oleh Sartono, maka Bursa Efek Jakarta atau pasar modal di Indonesia tidak memenuhi hipotesis pasar efisien, terutama untuk efisiensi pasar bentuk lemah pada periode yang bersangkutan.

Selanjutnya Manurung dan Priotomo (2005) melakukan penelitian untuk membuktikan terjadinya gejala anomali *overreaction* atas saham tekstil, retail, dan wholesaler di BEJ periode 2001-2003. Ia menggunakan pendekatan Bondt dan Thaler (portfolio saham *winner-looser*) dan memodifikasi penentuan kriteria *winner* dan *looser*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa dengan menggunakan periode triwulan tidak membuktikan terjadinya anomali *overreaction* di Bursa Efek Jakarta, khususnya pada sektor industri tekstil, perdagangan besar produksi dan perdagangan eceran. Anomali *overreaction* atau pembalikan CAR *loser* dan *winner* (dimana CAR saham *loser* mengungguli CAR saham *winner*) hanya terdapat pada dua replika yaitu replika 1 tahun 2001 yaitu pada bulan April sampai dengan Juni 2001. Secara simultan, gejala anomali *overreaction* baru terjadi pada periode tahunan (tahun 2001-2002 dan 2002-2003). Dari hasil empiris tersebut mereka menyimpulkan bahwa semakin lama periode pembentukan dan observasi akan menyebabkan hasil yang diperoleh menjadi semakin baik atau signifikan. Lebih lanjut, mereka menyarankan bahwa strategi

kontararian sangat berisiko dilakukan oleh investor dalam melakukan kegiatan investasinya terlebih setelah terbukti bahwa anomali *overreaction* tidak terjadi di BEJ khususnya pada sektor industri tekstil, perdagangan besar dan perdagangan eceran.

Untuk melakukan penelitian ini penulis membutuhkan data harga saham emiten yang tergabung dalam LQ-45, dan IHSG selama periode tahun 2003 sampai dengan 2007, sehingga data-data yang diperlukan oleh penulis dalam penelitian ini merupakan data historis. Adapun cara penulis memperoleh data tersebut adalah sebagai berikut : 1) Untuk data harga penutupan saham-saham sektor industri tekstil dan garmen, perdagangan besar barang produksi, dan perdagangan eceran selama periode tahun 2003 dan 2007 diperoleh oleh penulis dengan cara *download* melalui website BEJ (<http://www.jsx.co.id>) reuters, dan yahoo-finance; 2) Studi pustaka atau literatur dilakukan untuk mendukung pemahaman konsep-konsep yang berkaitan langsung dengan penelitian. Studi pustaka yang dilakukan meliputi hasil-hasil penelitian sebelumnya, buku-buku literatur, jurnal dan lain sebagainya.

Hipotesis yang menerangkan fenomena *overreaction* mengatakan bahwa *overreaction* terjadi bila untuk $t > 0$ (sepanjang periode pengujian):

1. $H_0 : ACAR_{W,t} = 0$

$H_1 : ACAR_{W,t} < 0$ (Average CAR portfolio *winner* < 0)

2. $H_0 : ACAR_{L,t} = 0$

$H_1 : ACAR_{L,t} > 0$ (Average CAR portfolio *loser* > 0)

3. $H_0 : ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} = 0$

$H_1 : ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$

Overreaction terjadi kalau ketiga hipotesis di atas terpenuhi.

Dalam melakukan penelitian untuk membuktikan adanya anomali *overreaction* di BEJ, penulis menggunakan metode dan cara perhitungan yang dilakukan oleh De Bondt-Thaler dalam melakukan formasi dan observasi

atau pengujian perilaku *return* dari portfolio tersebut. Tidak seperti apa yang dilakukan oleh De Bondt-Thaler, dengan menggunakan lamanya periode formasi dan observasi yang masing-masing selama satu tahun, dua tahun, tiga tahun, dan lima tahun lamanya periode penelitian, disini penulis hanya membagi lamanya periode penelitian menjadi 3 periode penelitian (rentang waktu), yaitu satu tahun, 6 bulan dan 3 bulan untuk masing-masing periode, baik itu periode formasi dan observasi portfolio.

Adapun langkah-langkah pengambilan sampel dijelaskan sebagai berikut: 1) Memastikan terlebih dahulu apakah selama periode tahun 2002 sampai dengan tahun 2007 apakah ada saham-saham baru yang terdaftar atau *listing* di BEJ serta melihat apakah terdapat saham-saham yang dijadikan obyek penelitian yang *delisting*. Apabila terdapat saham baru yang baru terdaftar di BEJ maka saham tersebut baru akan diperhitungkan dalam formasi portfolio periode selanjutnya, dan bila ada saham yang *delisting* pada periode formasi dan pengujian berikutnya maka saham tersebut akan dikeluarkan dalam periode formasi dan pengujian pada periode yang bersangkutan; 2) Melakukan penghitungan *return* dari masing-masing saham, apabila terdapat saham yang tidak diperdagangkan pada salah satu tanggal dari periode penelitian maka harga saham tersebut disesuaikan dengan harga penutupan tanggal transaksi terakhir dari saham yang bersangkutan; 3) Mengikuti prosedur Manurung dan Priotomo (2005), selanjutnya melakukan perhitungan *abnormal return* dari masing-masing saham dengan menggunakan data IHSG yang ada, dan kemudian mengurutkannya secara *ascending*, maka akan memilih hasil *abnormal return* dari seluruh saham yang ada dengan kriteria sebagai berikut: a) Untuk sampel saham-saham *winner* (atau disebut juga sebagai portofolio *winner*), maka peneliti memilih saham-saham yang termasuk dalam desil kesepuluh ke bawah (10% data terbawah) dari *abnormal return*

berdasarkan periode formasi dan pengujian yang ada; b) Untuk sampel saham-saham *loser* (atau disebut juga sebagai portofolio *loser*), maka peneliti memilih saham-saham yang termasuk dalam desil pertama ke atas (10% data teratas) dari *abnormal return* berdasarkan periode formasi dan pengujian yang ada. Lebih lanjut, tahap-tahap pembentukan portofolio akan dijelaskan sebagai berikut :

1. Menghitung *return* harian dari harga saham yang ada selama periode pembentukan yaitu selama triwulan, semester, dan tahunan dengan rumus :

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

di mana :

$R_{j,t}$ = *return* saham ke-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. Menghitung *return* pasar harian, dengan rumus :

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

di mana :

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

IHSG t = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t.

IHSG t-1 = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1.

3. Menghitung *abnormal return* saham harian yaitu dengan rumus :

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

di mana :

$AR_{j,t}$ = *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. Mengkumulatifkan *return* selama tiga bulan dan satu tahun tersebut (*formation period*) untuk membentuk CAR triwulan, semester,:

$$CAR_{j,T} = \sum AR_{j,t}$$

di mana :

$CAR_{j,T}$ = *cumulative abnormal return* saham ke-j selama T triwulan, semester, dan tahun ke-t, di mana t = 1, 2, 3. .

$AR_{j,t}$ = *abnormal return* saham ke-j pada triwulan, semester, dan tahun ke-t, di mana t = 1, 2, 3.

Setelah terbentuk portofolio *winner* dan *loser*, maka tahap berikutnya adalah mengamati perilaku *return* pada periode observasi atau pengujian. Secara lebih jelas, tahap-tahap pada periode observasi dengan metode ini adalah sebagai berikut: 1) Menghitung *return* harian, untuk saham-saham yang termasuk dalam kedua portofolio, dengan menggunakan harga saham yang ada selama periode observasi.

1. Menghitung *return* pasar harian dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan. Perhitungan *return pasar* dilakukan sesuai dengan periode observasi selama triwulan, semester, dan tahunan.
2. Menghitung *abnormal return* saham triwulan, semester, dan tahunan, untuk saham-saham pada portofolio *winner* dan *loser*, dengan rumus :

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

di mana :

$AR_{j,t}$ = *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.

3. Menghitung CAR portofolio *winner* dan *loser* selama jangka waktu periode observasi, dengan rumus :

$$CAR_{p,T} = \sum AR_{p,t}$$

di mana :

$CAR_{p,T}$ = *cumulative abnormal return* portofolio (baik *winner* maupun *loser*) selama T hari.

$AR_{p,t}$ = *abnormal return* portofolio pada hari ke-t.

- Setelah CAR portofolio *winner* dan *loser* diperoleh, maka tahap selanjutnya adalah mencari *abnormal profit* yang ada. *Abnormal profit* ini diperoleh dengan cara mengurangi CAR portofolio *loser* dengan CAR portofolio *winner* selama periode observasi.

- Menghitung rata-rata CAR (ACAR) portofolio *winner*. ACAR dengan rumus :

$$ACAR_{W,t} = \sum CAR_{W,n,t} / N$$

$$ACAR_{L,t} = \sum CAR_{L,n,t} / N$$

dimana:

$ACAR_{W,t}$ = *average* CAR portofolio *winner* pada hari ke-t

$ACAR_{L,t}$ = *average* CAR portofolio *loser* pada hari ke-t

$CAR_{W,n,t}$ = CAR portofolio *winner* pada hari ke-t pada replikasi ke-n

$CAR_{L,n,t}$ = CAR portofolio *loser* pada hari ke-t pada replikasi ke-n

N = jumlah replikasi

- Menghitung selisih CAR portofolio *loser* dengan CAR portofolio *winner* dengan rumus :

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

dimana:

$\Delta ACAR_t$ = selisih antara $ACAR_{L,t}$ dengan $ACAR_{W,t}$ pada hari ke-t

$ACAR_{W,t}$ = *average* CAR portofolio *winner* pada hari ke-t

$ACAR_{L,t}$ = *average* CAR portofolio *loser* pada hari ke-t

- Menghitung t-statistic untuk menguji tingkat signifikansi selisih nilai ACAR *loser* dan ACAR *winner*.
- Menarik kesimpulan ada tidaknya anomali *winner loser* berdasarkan hasil yang diperoleh.

HASIL PENELITIAN

Tabel 1 panel A memperlihatkan statistik deskriptif dari return saham-saham yang menjadi variabel penelitian Statistik deskriptif perlu dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai data yang tersedia. Berdasarkan tabel 1, dapat dilihat dari *mean* yang menggambarkan *return* saham serta standar deviasi yang menggambarkan risiko, maka saham-saham yang mengalami tingkat pengembalian tertinggi (mengalami keuntungan) adalah saham PGAS sebesar rata-rata 0.0151202 perhari dengan tingkat risiko sebesar 0.3858, diikuti urutan kedua saham BNRB sebesar rata-rata 0.0112771 dengan tingkat risiko sebesar 0.1719. Sedangkan tingkat pengembalian terendah atau mengalami kerugian tertinggi adalah saham TSPC sebesar rata-rata negatif 0.7975 perhari dengan tingkat risiko sebesar 0.0335, diikuti urutan kedua saham BMTR sebesar rata-rata 0.0016933 dengan tingkat risiko sebesar 0.0375. Risiko terendah diperoleh oleh saham BBKA sebesar 0.0251, diikuti urutan kedua saham AALI sebesar 0.0251, sedangkan risiko tertinggi diperoleh oleh saham PGAS sebesar 0.3858, diikuti urutan kedua saham BNGA sebesar 25,62%.

Tabel 1 panel B menggambarkan statistik deskriptif dari data *abnormal return* saham, memperlihatkan saham-saham yang mengalami tingkat pengembalian tertinggi (mengalami keuntungan) adalah saham BNRB sebesar rata-rata 0.009652 perhari dengan

tingkat risiko sebesar 0.1705, diikuti urutan kedua saham BNGA sebesar rata-rata 0.007894 dengan tingkat risiko sebesar 0.2552. Sedangkan tingkat pengembalian terendah atau mengalami kerugian tertinggi adalah saham TSPC sebesar rata-rata -0.0016318 perhari dengan tingkat risiko sebesar 0.0326, diikuti urutan kedua saham BMTR sebesar rata-rata -0.0013623 dengan tingkat risiko sebesar 0.0379. Risiko terendah diperoleh oleh saham TLKM sebesar 2,3%, diikuti urutan kedua saham PNBK sebesar 4,7%, sedangkan risiko tertinggi diperoleh oleh saham BNGA sebesar 25,52%, diikuti urutan kedua saham BNRB 17,05%.

Uji Kolmogorov-Smirnov menjelaskan normalitas dari data yang dimiliki yaitu hipotesis null apakah berdistribusi normal. Distribusi normal tercermin dari tidak signifikannya nilai *K-S Asymp. Sig. (2-tailed)*, sebaliknya semakin signifikan nilai *K-S Asymp. Sig. (2-tailed)* maka semakin tidak berdistribusi normal. Nilai uji Jargque-Bera bila dibandingkan dengan nilai kritis alpha sebesar 0,01 pada tabel 1 panel A terlihat bahwa tidak terdapat saham yang tidak signifikan atau tidak memiliki distribusi normal sedangkan pada panel B terlihat bahwa terdapat 1 saham yang tidak signifikan atau memiliki distribusi normal, yaitu saham TOTL sedangkan saham lainnya tidak berdistribusi normal karena nilai *K-S Asymp. Sig. (2-tailed)* yang signifikan.

Berdasarkan Tabel 3 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 tahun 2003 sampai dengan tahun 2007, dan Tabel 4 (abnormal profit) yang memperlihatkan selisih CAR dan rata-rata selisih ACAR dari saham *loser* dan *winner* serta tingkat signifikansi untuk seluruh replika yang ada. Hasil triwulan 1 tahun 2003 tidak menunjukkan terjadinya pembalikan CAR dari saham *winner* dan *loser* (tingkat CAR *loser* mengungguli tingkat CAR

winner), dimana tingkat pengembalian saham *loser* bernilai negatif untuk semua bulan yang ada. Tingkat pengembalian saham *winner* pada replika ini bernilai positif untuk semua bulan dengan tingkat pembalikan CAR tertinggi sebesar 5,2% yang terjadi pada bulan pertama dan nilai CAR sebesar 2,15% pada akhir periode replika atau pada bulan ke-3. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada replika ini untuk semua bulan bernilai negatif, dan memiliki tingkat signifikansi yang tinggi. Tingkat signifikansi yang tinggi ini tidak hanya terjadi pada triwulan 1 tahun 2003 tetapi juga untuk seluruh replika yang ada pada periode tiga bulanan.

Pada tabel 4 terlihat, seluruh tingkat signifikansi dari selisih CAR *loser* dan *winner*, tingkat signifikansi ACAR *loser* dan tingkat signifikansi ACAR *winner* untuk seluruh bulan pada semua triwulan yang ada memiliki nilai dibawah sig.t untuk taraf nyata 1% yaitu sebesar 1E-04, 0.11, 0.014, 1.56E-06, 2.34E-05, dan 2.85E-05. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* terbesar terjadi pada bulan ke-2 yaitu sebesar -1,39%, sehingga apabila investor melakukan strategi kontrarian diawal replika, yaitu dengan membeli saham *loser* dan menjual saham *winner*, maka tingkat kerugian yang akan dialami investor pada akhir periode triwulan sebesar 1,39%.

PEMBAHASAN

Hasil perhitungan dari triwulan 1 tahun 2003 menunjukkan bahwa hasil tersebut tidak memenuhi anomali dari *overreaction* yang telah dijelaskan pada penjelasan sebelumnya, sehingga tidak terjadi efek pembalikan CAR dari saham *loser* dan saham *winner* atau anomali *overreaction* pada triwulan 1 tahun 2003 dan hal lain yang juga perlu diperhatikan pada triwulan 1 tahun 2003 adalah tidak mendukung apa yang diutarakan oleh De Bondt-Thaler dalam penelitiannya yang mengemukakan bahwa efek dari *overreaction* berpengaruh lebih besar terhadap saham *loser*

daripada saham *winner* karena hal tersebut tidak terjadi pada triwulan 1 tahun 2003. Triwulan 2 tahun 2003 memiliki hasil yang tak jauh berbeda dengan hasil triwulan 1 tahun 2003, dimana baik saham *loser* dan saham *winner* tidak mengalami pembalikan return dan cenderung statis, dan untuk seluruh bulan yang ada tingkat CAR dari *winner* tetap bernilai positif dan tetap mengungguli CAR *loser* dengan nilai terbesar terjadi pada bulan ke-1 sebesar 2,72%. Selisih CAR yang terjadi antara *loser* dan *winner* untuk semua bulan bernilai negatif pada replika ini. Hal ini dikarenakan pembalikan CAR *loser* lebih rendah dibandingkan peningkatan CAR *winner*. Tingkat selisih CAR terbesar terjadi pada bulan ke-1 sebesar -3,23%, sehingga pada replika ini anomali *overreaction* juga tidak terjadi. Hasil yang sama juga ditemukan pada triwulan III tahun 2003, yaitu tidak terjadinya anomali *overreaction* pada replika ini. Saham *loser* tetap mengalami tingkat pengembalian yang negatif untuk seluruh bulan dengan nilai CAR terendah sebesar -4,99% pada bulan ke-2 sedangkan saham *winner* meskipun pada bulan pertama mengalami pembalikan CAR menjadi negatif, namun pada bulan ke-2 dan CAR-nya kembali menjadi positif dengan tingkat CAR terbesar pada bulan ke-2 sebesar 4,47%. Hal tersebut menyebabkan nilai selisih CAR *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan yang ada.

Perhitungan pada triwulan 1 tahun 2004, memiliki hasil yang sama dengan triwulan 1 tahun 2003, yakni tidak terjadi anomali *overreaction* atau pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner*. Begitu juga pada triwulan 2 tahun 2004, dimana Tingkat pengembalian saham *winner* tetap bernilai positif dan saham *loser* tetap bernilai negatif. Selisih CAR yang terjadi untuk replika ini bernilai negatif untuk semua bulan dengan selisih terbesar pada bulan ke-2 sebesar -12,22%. Hasil dari triwulan 3 tahun 2004, menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*, bila dilihat dari grafik

pergerakan CAR-nya pada Gambar 1 dan hasil perhitungan CAR *winner* dan *loser*. CAR *winner* tetap memiliki nilai positif pada seluruh periode. Hasil triwulan terakhir pada tahun 2004 yaitu triwulan 4, efek pembalikan CAR atau anomali *overreaction* juga tidak terjadi pada seluruh periode.

Triwulan 1 tahun 2005 menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*. Tingkat CAR saham *winner* pada replika ini mengungguli tingkat CAR *loser* untuk seluruh bulan yang ada, dimana untuk seluruh bulan yang ada nilai CAR *winner* bernilai positif. Tingkat CAR *loser* terbesar terjadi pada bulan ke-3 sebesar 0,52% dan tingkat CAR *winner* terbesar pada bulan ke-3 sebesar 5,73%. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada replika ini untuk semua bulan bernilai negatif, dimana selisih terbesar terjadi pada bulan ketiga sebesar 6,25%.

Hasil triwulan 2, triwulan 3, dan triwulan 4 pada tahun 2005 memiliki hasil yang sama dengan triwulan 1 tahun 2005. Hasil perhitungan dari triwulan tersebut menunjukkan bahwa anomali *overreaction* tidak terjadi, tingkat CAR dari saham-saham *winner* tetap mengungguli tingkat CAR dari saham *loser*. Hasil triwulan 2 tahun 2005 nilai CAR dari saham *winner* untuk semua bulan bernilai positif dengan nilai CAR pada akhir periode triwulan atau pada bulan ke-3 sebesar 0,39% dan CAR dari saham *loser* untuk seluruh periode bernilai negatif, dengan tingkat selisih CAR antara *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan pada triwulan tersebut. Hasil perhitungan triwulan 3 tahun 2005 nilai CAR *winner* untuk semua bulan bernilai positif dimana nilai CAR *winner* pada akhir periode triwulan sebesar 0,85% dan nilai CAR *loser* sebesar -0,7% dengan selisih CAR antara *loser* dan *winner* pada triwulan tersebut pada akhir periode sebesar -1,56%, sedangkan pada triwulan terakhir pada tahun 2005 yaitu triwulan 4. CAR *loser* tidak mengalami pembalikan sehingga untuk semua bulan yang ada tetap bernilai negatif. Nilai CAR *loser*

pada akhir periode triwulan ini sebesar -5,421% dan nilai CAR *winner* tidak mengalami pembalikan negatif sampai pada akhir periode dengan selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang sebesar -0,67%.

Hasil uji pada 2 tahun terakhir (2006 dan 2007) juga menunjukkan bahwa pada seluruh periode triwulan (kecuali triwulan 2 bulan ketiga 2006, dan triwulan ketiga bulan kedua 2007) tingkat CAR dari saham-saham *winner* tetap mengungguli tingkat CAR dari saham *loser* dengan tingkat selisih CAR antara *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan pada triwulan tersebut. Atau dengan kata lain tidak terjadi gejala anomali *overreaction*

Tabel 4 memperlihatkan nilai CAR dan ACAR dari saham *winner* dan *loser* untuk setiap replikasi yang ada pada periode semester untuk setiap bulan 1, sampai dengan bulan 6 tahun 2003 sampai dengan tahun 2007, dan tabel 3 (abnormal profit) yang memperlihatkan selisih CAR dan rata-rata selisih ACAR dari saham *loser* dan *winner* serta tingkat signifikansi untuk seluruh replika yang ada.

Hasil semester 1 tahun 2003 tidak menunjukkan terjadinya pembalikan CAR dari saham *winner* dan *loser* (tingkat CAR *loser* mengungguli tingkat CAR *winner*), dimana tingkat pengembalian saham *loser* bernilai negatif (kecuali bulan ke 1 dan ke 3) untuk semua bulan yang ada. Tingkat pengembalian saham *winner* pada replika ini bernilai positif untuk semua bulan dengan tingkat pembalikan CAR tertinggi sebesar 5,25% yang terjadi pada bulan pertama dan nilai CAR sebesar 1,79% pada akhir periode semester atau pada bulan ke-6. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada semester ini untuk semua bulan bernilai negatif, dan memiliki tingkat signifikansi yang tinggi. Tingkat signifikansi yang tinggi ini tidak hanya terjadi pada semester 1 tahun 2003 tetapi juga untuk seluruh semester yang ada pada periode 6 bulanan.

Pada tabel 6 terlihat, seluruh tingkat signifikansi dari selisih CAR *loser* dan *winner*,

tingkat signifikansi ACAR *loser* dan tingkat signifikansi ACAR *winner* untuk seluruh bulan pada semua semester yang ada memiliki nilai dibawah sig.t untuk taraf nyata 1% yaitu sebesar 0.02, 0.002, 0.01, 2E-04, 0.073, dan 0.01. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* terbesar terjadi pada bulan ke-1 yaitu sebesar -5,18%, sehingga apabila investor melakukan strategi kontrarian diawal replika, yaitu dengan membeli saham *loser* dan menjual saham *winner*, maka tingkat kerugian yang akan dialami investor pada akhir periode triwulan sebesar 5,18%. Hasil perhitungan dari semester 1 tahun 2003 menunjukkan bahwa hasil tersebut tidak memenuhi anomali dari *overreaction* yang telah dijelaskan pada penjelasan sebelumnya, sehingga tidak terjadi efek pembalikan CAR dari saham *loser* dan saham *winner* atau anomali *overreaction* pada semester 1 tahun 2003 dan hal lain yang juga perlu diperhatikan pada semester 1 tahun 2003 adalah tidak mendukung apa yang diutarakan oleh De Bondt-Thaler dalam penelitiannya yang mengemukakan bahwa efek dari *overreaction* berpengaruh lebih besar terhadap saham *loser* daripada saham *winner* karena hal tersebut tidak terjadi pada semester 1 tahun 2003.

Semester 2 tahun 2003 memiliki hasil yang tak jauh berbeda dengan hasil semester 1 tahun 2003, dimana baik saham *loser* dan saham *winner* tidak mengalami pembalikan *return* dan cenderung statis untuk seluruh bulan yang ada. Tingkat CAR dari portfolio *winner* tetap bernilai positif (kecuali bulan ke-5) dan tetap mengungguli CAR *loser* dengan nilai terbesar terjadi pada bulan ke-3 sebesar 3,49%. Selisih CAR yang terjadi antara *loser* dan *winner* untuk semua bulan bernilai negatif (kecuali bulan ke 5) pada semester ini. Hal ini dikarenakan pembalikan CAR *loser* lebih rendah dibandingkan peningkatan CAR *winner*. Tingkat selisih CAR terbesar terjadi pada bulan ke-2 sebesar -3,9%, sehingga pada semester ini anomali *overreaction* juga tidak terjadi.

Hasil yang sama juga ditemukan pada semester 1 tahun 2004, yaitu tidak terjadinya anomali *overreaction* pada replika ini. Saham *loser* tetap mengalami tingkat pengembalian yang negatif untuk seluruh bulan (kecuali bulan ke 2 dan ke 6) dengan nilai CAR terendah sebesar -1,24% pada bulan ke-1 sedangkan saham *winner* meskipun pada bulan ke 6 mengalami pembalikan CAR menjadi negatif, namun pada bulan lainnya tingkat CAR adalah positif dengan tingkat CAR terbesar pada bulan ke-5 sebesar 10,96%. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan terjadi anomali *overreaction* atau pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner* hanya pada bulan ke 6. Begitu juga pada semester 2 tahun 2004, dimana tingkat pengembalian saham *winner* tetap bernilai positif (kecuali bulan ke 5) dan saham *loser* tetap bernilai negatif (kecuali bulan ke 2 dan ke 5). Selisih CAR yang terjadi untuk semester ini bernilai negatif untuk semua bulan dengan selisih terbesar pada bulan ke-3 sebesar -2,2%. Hasil dari semester 1 tahun 2005, menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*, bila dilihat dari grafik pergerakan CAR-nya pada gambar 2 dan hasil perhitungan CAR *winner* dan *loser*. CAR *winner* tetap memiliki nilai positif (kecuali bulan ke 4 dan ke 5) pada seluruh periode. Hasil semester terakhir pada tahun 2005 yaitu semester 2, efek pembalikan CAR atau anomali *overreaction* juga tidak terjadi pada seluruh periode.

Untuk periode semester 1 dan semester 2 tahun 2005 juga menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*. Tingkat CAR saham *winner* pada replika ini mengungguli tingkat CAR *loser* untuk seluruh bulan yang ada, dimana untuk seluruh bulan yang ada (kecuali bulan ke 6 semester 1 dan bulan ke 1 semester 2) nilai CAR *winner* bernilai positif. Tingkat CAR *loser* terbesar terjadi pada bulan ke-6 sebesar 0,59% untuk semester 1 dan 0,05% pada semester 2, sementara tingkat CAR *winner* semester 1 terbesar pada bulan ke-2 sebesar 0,98% dan 1,14% (bulan ke 6)

semester 2. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada semester 1 dan 2 untuk semua bulan bernilai negatif, dimana selisih terbesar terjadi pada bulan ke 4 sebesar -1,38% (semester 1) dan bulan ketiga 2,01% (semester 2). Hasil uji tahun 2006 hampir sama dengan tahun 2007. Hasil perhitungan dari ke 2 semester tahun 2007 juga menunjukkan tidak terjadi anomali *overreaction*, tingkat CAR dari saham-saham *winner* tetap mengungguli tingkat CAR dari saham *loser*.

Pada periode semester 1 dan 2 tahun 2007 nilai CAR dari saham *winner* untuk semua bulan bernilai positif (kecuali bulan ke 2 semester 2) dengan nilai CAR pada akhir periode semester 1 sebesar 1,05% dan semester 2 sebesar 0,47%. Untuk CAR dari saham *loser* untuk seluruh periode bernilai negatif (kecuali bulan ke-1 semester pertama), dengan tingkat selisih CAR antara *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan pada dua semester tersebut. Hasil tersebut juga membuktikan bahwa tidak terjadi gejala anomali *overreaction* atas saham LQ-45.

Tabel 5 memperlihatkan tingkat pengembalian atau rata-rata CAR dari saham-saham *loser* dan *winner*, selisih CAR *loser* dan *winner* dan pengujian tingkat signifikansi atas CAR *winner* dan *loser* dengan menggunakan taraf nyata 1% berdasarkan bulanan dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007 untuk periode penelitian tahunan. Hasil perhitungan yang telah dilakukan pada replika tahun 2003-2007 menunjukkan bahwa pada replika ini terdapat pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner* atau terjadinya anomali *overreaction* selama periode replika ini. Tingkat pengembalian atau CAR dari saham *loser* tetap tidak mengalami pembalikan dan mengungguli tingkat CAR dari saham *winner* yang terjadi pada hampir seluruh bulan yang ada (Januari-Desember) pada periode tahunan 2003-2007. Nilai CAR saham *loser* bernilai negatif pada hampir seluruh bulan yang ada dengan nilai CAR *loser* pada akhir periode masing-masing sebesar -0,34%, -0,06%, -0,09%, -0,2% dan -0,23% dan

nilai CAR saham *winner* yang bernilai positif hampir seluruh bulan yang ada pada periode tahunan 2003-2007, dengan nilai CAR *winner* akhir periode masing-masing sebesar 2,26%, 0,65%, 0,22%, 0,91%, dan 0,1%. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi sebahagian besar periode tahunan ini bernilai negatif, dimana sampai pada akhir periode nilai selisih CAR *losser* dan *winner* masing-masing tahun adalah sebesar -2,61%, -0,71%, -0,31%, -1,1%, dan -0,33%, oleh karena itu apabila investor mengimplementasikan strategi kontrarian maka investor akan mengalami rentang *loss* atau kerugian sebesar 0,31%-2,61%. Hasil perhitungan dari replika ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh DeBondt-Thaler sebelumnya.

Berdasarkan tabel 6 nilai sig.t untuk seluruh formasi portfolio (triwulan, semester, dan tahunan) selama periode penelitian dapat disimpulkan tidak terjadi gejala anomali *overreaction* di Bursa efek Indonesia, khususnya saham yang tergabung dalam LQ-45 karena nilai t-hitungnya tidak memenuhi persyaratan pada ke 3 hipotesis yang diajukan, yakni: a) $H_1: ACAR_{w,t} < 0$ (Average CAR portfolio *winner* < 0); b) $ACAR_{L,t} > 0$ (Average CAR portfolio *loser* > 0); c) $ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$.

SIMPULAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa gejala anomali *overreaction* tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada seluruh periode (triwulan, semester, dan tahunan) khususnya saham yang tergabung dalam LQ-45. Dengan tidak terbuktinya anomali *overreaction* di BEI khususnya pada saham LQ-45 maka strategi kontrarian secara teoritis menghasilkan pertimbangan resiko yang perlu dicermati bagi investor dalam melakukan investasinya.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan, yaitu sampel yang digunakan terbatas (hanya saham yang tergabung dalam LQ-45), periode penelitian hanya 5 tahun (2003-2007).

Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan saran atau implikasi bagi penelitian selanjutnya, yaitu memperluas sampel penelitian pada sampel non LQ-45 dan periode penelitian, memperluas kriteria dalam pembentukan portfolio pada kerangka strategi kontrarian. Misalnya: kriteria *book-to-market value* saham, aktif-pasif dalam perdagangan dan seterusnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abarbanell, Jeffery S. 1991. Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes? *Journal of Accounting and Economics* 14, 147-165.
- Abarbanell, Jeffery S dan Victor L. Bernard. 1992, Tests of analysts' overreaction / underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior, *Journal of Finance* 47, 1181-1207.
- Ackert, Lucy F dan George Athanassakos, 1997, Prior uncertainty, analyst bias, and subsequent abnormal returns, *Journal of Financial Research* 20, 263-273.
- Alexander, Jr dan John C, 1992, Earnings surprise, market efficiency, and expectations, *The Financial Review* 27, 475-502.
- Ali, Ashiq, April Klein, dan James Rosenfeld, 1992, Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS, *Accounting Review* 67, 183-198.
- Atkins, A.B dan Dyl, E.A. 1990. Price Reversal, Bid-Ask Spreads, and Market Efficiency. *Journal of*

- Financial and Quantitative Analysis, December: 535-548.
- Beaver, W dan Landsman, W. 1981. Note on The Behavioural of Residual Security Return for Winner and Loser Portfolios. *Journal of Accounting and Economics*, December: 233-241.
- Bernard, V dan J. Thomas. 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, *Journal of Accounting and Economics* 13, 305-340.
- Bremer, M.A dan Sweener, R.J. 1988. The Information Content of Extreme Negative Rates of Return. Working Paper, Claremount McKenna College, February.
- Brown, K.C dan Harlow, W.V, dan Tinic, S.M. 1988. Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, December: 335-385.
- Brown, K.C dan Harlow, W.V, dan Tinic, S.M. 1990. How Rational Investors Deal with Uncertainty. *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall: 45-48.
- Brown, K.C dan Harlow, W.V. 1988. Market Overreaction: Magnitude and Intensity. *Journal of Portfolio Management*, Winter: 6-13
- Brown, Lawrence D dan Michael S. Rozeff. 1978. The superiority of analyst forecasts as measures of expectations: Evidence from earnings, *Journal of Finance* 33, 1-16.
- Brown, Lawrence D Robert Hagerman, Paul Griffin, dan Mark Zmijewski. 1987. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings, *Journal of Accounting and Economics* 9, 61-87.
- Clement, Michael B. 1999. Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?, *Journal of Accounting and Economics* 27, 285-303.
- Conroy, Robert dan Robert Harris. 1987. Consensus forecasts of corporate earnings: analysts' forecasts and time series methods, *Management Science* 33, 725-738.
- Cornell, Bradford dan Wayne R. Landsman. 1989. Security price response to quarterly earnings announcements and analysts' forecast revisions, *Accounting Review* 64, 680-692.
- De Bondt, Werner F dan Richard H. Thaler. 1985. Does the stock market overreact?, *Journal of Finance* 40, 793-808.
- De Bondt, Werner F dan Richard H. Thaler. 1987. Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality, *Journal of Finance* 42, 557-581.
- De Bondt, Werner F dan Richard H. Thaler. 1990. Stock market volatility: Do security analysts overreact?, *American Economic Review* 80, 52-57.
- Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton dan Richard G. Sloan. 2000. The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings, *Contemporary Accounting Research* 17, 1-32.
- Dechow, Patricia M dan Richard G. Sloan. 1997. Returns to contrarian investment strategies: Tests of naïve expectations hypotheses, *Journal of Financial Economics* 43, 3-27.
- Dyl, E dan Maxfield, K. 1987. Does the Stock Market Overreact? Additional Evidence. Working Paper, University of Arizona, June.
- Easterwood, John C dan Stacey R. Nutt. 1999. Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism?, *Journal of Finance* 54, 1777-1797.
- Einhorn, Hillel J dan Robin M. Hogarth. 1985. Ambiguity and uncertainty in probabilistic inference, *Psychological Review* 92, 433-461.
- Elliott, John A, Donna R. Philbrick, dan Christine I. Wiedman. 1995. Evidence from archival data on the relation between security analysts' forecast errors and prior forecast revisions, *Contemporary Accounting Research* 11, 919-938.
- Fama, Eugene F. 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.
- Givoly, Dan dan Josef Lakonishok. 1979. The information content of financial analysts' forecasts of earnings: Some evidence on semi-strong

- inefficiency, *Journal of Accounting and Economics* 1, 165-185.
- Givoly, Dan dan Josef Lakonishok. 1980. Financial analysts' forecasts of earnings: Their value to investors, *Journal of Banking and Finance* 4, 221-233.
- Howe, J.S. 1986. Evidence on Stock Market Overreaction. *Financial Analyst Journal*, July-August: 74-77.
- Hughes, John S dan William E. Ricks. 1987. Associations between forecast errors and excess returns near to earnings announcements, *Accounting Review* 42, 158-175.
- Kahneman, Daniel dan Amos Tversky. 1972. Subjective probability: A judgment of representativeness, *Cognitive Psychology* 3, 430-454.
- Kahneman, Daniel dan Amos Tversky. 1973. On the psychology of prediction, *Psychological Review* 80, 237-251.
- Kross, William, Byung Ro dan Douglas Schroeder. 1990. Earnings expectations: Analysts' information advantage, *Accounting Review* 65, 461-476.
- La Porta, Rafael. 1996. Expectations and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance* 51, 1715-1742.
- Lehman, B.N. 1990. Fads, Martingales and Market Efficiency. *The Quarterly Journal of Economics*, February: 1-28.
- Lim, Terence. 2001. Rationality and Analysts' Forecast Bias, *Journal of Finance* 56, 369-385.
- MacDonald, R dan Power, D.M. 1992. Persistency in Stock Market Returns: Some Evidence using high-frequency data. *Journal of Business Finance and Accounting*, June:505-514.
- MacDonald, R dan Power, D.M. 1993. Persistence in the UK Market Returns: A Disaggregate Perspective. *Applied Financial Economics*, March: 27-38.
- Manurung, Adler Haymans dan Frederik Priotomo. 2005. Anomali Overreaction Di BEJ: Penelitian Saham Tekstil, Retailer dan Wholesaler. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.7, No.2 Desember: 109-130
- Michaely, Roni, dan Kent Womack. 1999. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, *Review of Financial Studies* 12, 653-686.
- O'Brien, Patricia C. 1988. Analysts' forecasts as earnings expectations, *Journal of Accounting and Economics* 10, 53-83.
- Poterba, J.M dan Summers, L.H. 1988. Mean Reversion in Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, October: 27-59.
- Rosenberg, B dan Rudd, A. 1982. Factor-Related and Specific Returns of Common Stocks: Serial Correlation and Market Efficiency. *Journal of Finance*, May: 543-555.
- Rosenberg, B, Reid K, dan Lanstein, R. 1985. Persuasive Evidence of Market Efficiency. *Journal of Portfolio Management*, Winter: 9-16.
- Sartono, Agus. 2000. Overreaction of The Indonesian Capital Market: Is Market Rational. *Gajah Mada International Journal of Business*.
- Scharfstein, David S dan Jeremy C. Stein, 1990, Herd behavior and investment, *American Economic Review* 80, 465-479.
- Teets, Walter. 1992. The association between stock market response to earnings announcements and regulation of electric utilities, *Journal of Accounting Research* 30, 274-285.
- Tversky, Amos dan Daniel Kahneman. 1973. Availability: A heuristic for judging frequency and probability, *Cognitive Psychology* 5, 207-232.
- Zarowin, Paul. 1989. Short-run market overreaction: Size and seasonality effects, *Journal of Portfolio Management* 15, 26-29.
- Zarowin, Paul. 1990. Size, seasonality, and stock market overreaction, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 113-125.

Tabel 1. Deskripsi Statistik

Panel A. Return Saham

	Min	Max	Mean	Std. Dev	K-S*		Min	Max	Mean	Std. Dev	K-S*
AALI	-0.083	0.186	0.003	0.025	0.000	ELTY	-0.500	0.500	0.006	0.080	0.000
ADHI	-0.798	0.350	0.002	0.048	0.000	ENRG	-0.143	0.563	0.003	0.036	0.000
ADMG	-0.182	0.342	0.001	0.038	0.000	KLBF	-0.500	0.133	0.002	0.031	0.000
ANTM	-0.800	0.168	0.003	0.041	0.000	INDF	-0.121	0.217	0.002	0.028	0.000
ASII	-0.193	0.104	0.002	0.026	0.000	INKP	-0.208	0.317	0.002	0.034	0.000
ASGR	-0.171	0.397	0.001	0.038	0.000	ISAT	-0.799	0.136	0.001	0.033	0.000
BBCA	-0.493	0.082	0.001	0.025	0.000	KIJA	-0.214	0.300	0.003	0.051	0.000
BBRI	-0.088	0.429	0.003	0.029	0.000	LSIP	-0.119	0.275	0.004	0.034	0.000
BDMN	-0.114	3.787	0.005	0.112	0.000	MEDC	-0.152	0.216	0.001	0.028	0.000
BLTA	-0.490	0.191	0.002	0.031	0.000	PGAS	-0.233	12.044	0.015	0.386	0.000
BHIT	-0.131	0.294	0.001	0.031	0.000	PNBN	-0.100	0.111	0.001	0.027	0.000
BMRI	-0.129	0.111	0.002	0.028	0.000	PTBA	-0.148	0.182	0.003	0.031	0.000
BMTR	-0.773	0.193	0.000	0.038	0.000	SMCB	-0.128	0.184	0.003	0.032	0.000
BNBR	-0.400	4.333	0.011	0.172	0.000	SULI	-0.333	0.417	0.004	0.047	0.000
BNGA	-0.250	8.714	0.010	0.256	0.000	TINS	-0.156	0.271	0.004	0.037	0.000
BNII	-0.172	0.333	0.002	0.038	0.000	TKIM	-0.207	0.293	0.002	0.036	0.000
BRPT	-0.306	0.405	0.004	0.054	0.000	TLKM	-0.506	0.103	0.001	0.026	0.000
BUMI	-0.200	0.444	0.006	0.049	0.000	TOTL	-0.100	2.763	0.010	0.151	0.000
CMNP	-0.165	0.248	0.002	0.030	0.000	TSPC	-0.902	0.095	0.000	0.034	0.000
CPRO	-0.788	0.350	0.001	0.071	0.000	UNSP	-0.798	0.317	0.004	0.045	0.000
CTRA	-0.205	0.333	0.003	0.047	0.000	UNTR	-0.269	0.207	0.003	0.032	0.000

Catatan:

*) **Asymp. Sig. (2-tailed)**

Panel B. Abnormal Return Saham

	Min	Max	Mean	Std. Dev	K-S*		Min	Max	Mean	Std. Dev	K-S*
AALI	-0.149	0.193	0.001	0.028	0.000	ELTY	-0.491	0.504	0.005	0.078	0.000
ADHI	-0.811	0.330	0.001	0.044	0.000	ENRG	-0.132	0.559	0.002	0.035	0.000
ADMG	-0.220	0.353	0.000	0.040	0.000	KLBF	-0.518	0.117	0.000	0.028	0.000
ANTM	-0.807	0.192	0.001	0.043	0.000	INDF	-0.081	0.173	0.000	0.024	0.000
ASII	-0.184	0.107	0.000	0.028	0.068	INKP	-0.133	0.286	0.000	0.030	0.000
ASGR	-0.209	0.404	0.000	0.039	0.000	ISAT	-0.804	0.138	-0.001	0.030	0.000
BBCA	-0.502	0.089	0.000	0.028	0.000	KIJA	-0.204	0.293	0.001	0.048	0.000
BBRI	-0.062	0.432	0.001	0.024	0.000	LSIP	-0.106	0.275	0.002	0.031	0.000
BDMN	-0.111	3.786	0.003	0.111	0.000	MEDC	-0.149	0.200	0.000	0.025	0.000
BLTA	-0.490	0.191	0.002	0.031	0.000	PGAS	-0.218	0.170	0.001	0.027	0.000
BHIT	-0.102	0.283	0.000	0.030	0.000	PNBN	-0.083	0.094	0.000	0.022	0.001
BMRI	-0.149	0.193	0.001	0.028	0.000	PTBA	-0.104	0.167	0.001	0.027	0.000
BMTR	-0.771	0.190	-0.001	0.038	0.000	SMCB	-0.086	0.179	0.001	0.028	0.000
BNBR	-0.396	4.319	0.010	0.171	0.000	SULI	-0.328	0.410	0.003	0.046	0.000
BNGA	-0.260	8.689	0.008	0.255	0.000	TINS	-0.106	0.254	0.003	0.034	0.000
BNII	-0.175	0.327	0.001	0.035	0.000	TKIM	-0.158	0.272	0.001	0.033	0.000
BRPT	-0.330	0.404	0.003	0.051	0.000	TLKM	-0.502	0.062	0.000	0.021	0.000
BUMI	-0.228	0.452	0.004	0.047	0.000	TOTL	-0.098	0.081	0.000	0.026	0.126
CMNP	-0.136	0.221	0.000	0.028	0.000	TSPC	-0.909	0.100	-0.002	0.033	0.000
CPRO	-0.801	0.348	-0.001	0.068	0.000	UNSP	-0.808	0.289	0.002	0.043	0.000
CTRA	-0.211	0.343	0.001	0.044	0.000	UNTR	-0.248	0.192	0.002	0.027	0.000

Catatan:

*) **Asymp. Sig. (2-tailed)**

Tabel 2
Cumulative Abnormal Return Rata-rata Saham Winner dan Loser per Triwulan

	ACAR Portfolio Winner			ACAR Portfolio Loser		
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
Tahun 2003						
Triwulan 1	0.052	0.013	0.022	-0.005	-0.001	-0.002
Triwulan 2	0.027	0.025	0.021	-0.005	-0.004	-0.004
Triwulan 3	0.021	0.045	0.000	-0.003	-0.005	-0.002
Triwulan 4	0.009	0.001	0.033	-0.008	-0.003	-0.003
Tahun 2004						
Triwulan 1	0.023	0.025	0.000	-0.012	0.001	-0.011
Triwulan 2	0.028	0.112	-0.001	-0.001	-0.010	-0.012
Triwulan 3	0.007	0.001	0.018	-0.003	-0.001	-0.009
Triwulan 4	0.014	0.008	0.009	0.000	-0.019	-0.005
Tahun 2005						
Triwulan 1	0.001	0.016	0.057	-0.001	-0.003	-0.005
Triwulan 2	0.010	0.003	0.004	-0.009	-0.006	-0.001
Triwulan 3	0.001	0.005	0.009	-0.003	-0.010	-0.007
Triwulan 4	0.001	0.008	0.008	-0.006	-0.005	0.001
Tahun 2006						
Triwulan 1	0.002	0.012	0.003	-0.006	-0.003	-0.003
Triwulan 2	0.010	0.009	-0.001	-0.005	-0.007	-0.006
Triwulan 3	0.007	0.007	0.006	-0.004	-0.007	-0.011
Triwulan 4	0.007	0.001	0.016	-0.001	-0.007	-0.002
Tahun 2007						
Triwulan 1	0.015	0.008	0.005	-0.002	-0.004	-0.004
Triwulan 2	0.010	0.016	0.010	-0.011	-0.002	-0.003
Triwulan 3	0.010	-0.002	0.010	-0.010	-0.005	-0.003
Triwulan 4	0.013	0.008	0.005	-0.008	-0.009	0.000
Rata-rata	0.013	0.016	0.012	-0.005	-0.006	-0.005
Std.Dev	0.012	0.025	0.014	0.003	0.004	0.004
t-Hitung	4.863	2.835	3.726	-6.848	-5.555	-5.464
Sig.t	0.000	0.011	0.001	0.000	0.000	0.000

Tabel 3 Rata-rata Abnormal Return Kumulatif Saham Winner dan Looser per Semester

		2003		2004		2005		2006		2007		Rata-rata	Std.Dev	t-Hitung	Sig.t
		Mid 1	Mid 2	Mid 1	Mid 2	Mid 1	Mid 2	Mid 1	Mid 2	Mid 1	Mid 2				
ACAR Winner	Bulan 1	0.053	0.019	0.020	0.005	0.002	0.001	0.003	-0.002	0.016	0.006	0.012	0.016	2.383	0.041
	Bulan 2	0.014	0.035	0.014	0.002	0.017	0.004	0.010	0.007	0.007	-0.001	0.011	0.010	3.343	0.009
	Bulan 3	0.013	0.002	0.001	0.017	0.052	0.008	0.000	0.009	0.001	0.006	0.011	0.015	2.195	0.056
	Bulan 4	0.022	0.004	0.013	0.018	-0.002	0.007	0.009	0.010	0.008	0.008	0.010	0.007	4.551	0.001
	Bulan 5	0.020	0.000	0.110	0.000	-0.001	0.006	0.009	0.002	0.005	0.006	0.016	0.034	1.469	0.176
	Bulan 6	0.018	0.028	-0.001	0.004	0.003	0.001	-0.002	0.011	0.011	0.005	0.008	0.010	2.573	0.03
ACAR Looser	Bulan 1	0.001	-0.003	-0.012	0.001	-0.001	-0.002	-0.001	-0.003	0.001	-0.005	-0.002	0.004	-1.95	0.083
	Bulan 2	-0.004	-0.004	0.002	0.001	0.001	-0.010	-0.003	-0.006	-0.003	-0.004	-0.003	0.004	-2.766	0.022
	Bulan 3	0.000	-0.002	-0.011	-0.005	-0.003	-0.006	-0.004	-0.012	-0.004	-0.002	-0.005	0.004	-3.812	0.004
	Bulan 4	-0.002	-0.005	-0.002	-0.001	0.000	-0.004	-0.005	0.001	-0.007	-0.007	-0.003	0.003	-3.952	0.003
	Bulan 5	-0.005	0.001	-0.003	-0.018	-0.002	-0.003	-0.004	-0.014	0.000	-0.007	-0.006	0.006	-2.963	0.016
	Bulan 6	-0.004	-0.002	0.001	-0.001	-0.002	0.001	-0.006	-0.002	-0.005	-0.002	-0.002	0.002	-3.314	0.009

Tabel 4 Abnormal Profit Per Triwulan dan Semester

	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3		Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
Tahun 2003										
Tw 1	-0.0575	-0.0139	-0.0231	Mid_1	-0.0518	-0.0176	-0.0126	-0.0237	-0.0255	-0.0223
Tw 2	-0.0323	-0.0286	-0.0248							
Tw 3	-0.0243	-0.0499	-0.0019	Mid_2	-0.0223	-0.0390	-0.0031	-0.0093	0.0006	-0.0305
Tw 4	-0.0161	-0.0037	-0.0353							
Tahun 2004										
Tw 1	-0.0350	-0.0238	-0.0111	Mid_1	-0.0320	-0.0121	-0.0118	-0.0154	-0.1126	0.0021
Tw 2	-0.0296	-0.1222	-0.0110							
Tw 3	-0.0105	-0.0020	-0.0269	Mid_2	-0.0037	-0.0012	-0.0220	-0.0189	-0.0180	-0.0049
Tw 4	-0.0139	-0.0270	-0.0140							
Tahun 2005										
Tw 1	-0.0022	-0.0190	-0.0625	Mid_1	-0.0032	-0.0167	-0.0541	0.0019	-0.0017	-0.0053
Tw 2	-0.0190	-0.0094	-0.0048							
Tw 3	-0.0039	-0.0146	-0.0156	Mid_2	-0.0026	-0.0141	-0.0138	-0.0110	-0.0087	-0.0006
Tw 4	-0.0064	-0.0129	-0.0067							
Tahun 2006										
Tw 1	-0.0075	-0.0147	-0.0057	Mid_1	-0.0036	-0.0124	-0.0043	-0.0138	-0.0128	-0.0038
Tw 2	-0.0144	-0.0156	-0.0048							
Tw 3	-0.0110	-0.0139	-0.0169	Mid_2	-0.0016	-0.0130	-0.0201	-0.0092	-0.0153	-0.0131
Tw 4	-0.0084	-0.0086	-0.0180							
Tahun 2007										
Tw 1	-0.0175	-0.0122	-0.0095	Mid_1	-0.0147	-0.0099	-0.0043	-0.0153	-0.0051	-0.0152
Tw 2	-0.0207	-0.0175	-0.0133							
Tw 3	-0.0202	-0.0027	-0.0127	Mid_2	-0.0109	-0.0031	-0.0080	-0.0148	-0.0131	-0.0068

Tabel 5 Cumulative Abnormal Return Rata-rata Saham Winner dan Looser serta Abnormal Profit Tahunan

ACAR Winner												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Augst	Sept	Oct	Nov	Dec
2003	0.0563	0.0145	0.0109	0.0213	0.0182	0.0168	0.0165	0.0338	0.0012	0.0004	-0.0002	0.0226
2004	0.0194	0.0132	-0.0002	0.0005	0.1109	-0.0001	0.0025	0.0004	0.0067	0.0123	0.0025	0.0065
2005	0.0021	0.0032	0.0533	0.0025	-0.0055	0.0022	0.0019	0.0000	0.0061	0.0070	0.0035	0.0022
2006	0.0026	0.0023	-0.0027	0.0025	0.0018	0.0011	0.0043	0.0062	0.0039	0.0036	-0.0003	0.0091
2007	0.0110	0.0068	0.0005	-0.0036	0.0077	0.0138	0.0087	-0.0037	0.0073	0.0062	0.0082	0.0010
Rata2	0.0183	0.0080	0.0124	0.0046	0.0266	0.0068	0.0068	0.0073	0.0050	0.0059	0.0027	0.0083
t-Hitung	1.8246	3.1840	1.1776	1.0762	1.2425	1.9111	2.5055	1.0791	4.5050	2.9914	1.7626	2.1419
Sig.t	0.1421	0.0334	0.3043	0.3424	0.2819	0.1286	0.0664	0.3413	0.0108	0.0403	0.1528	0.0989
ACAR Looser												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Augst	Sept	Oct	Nov	Dec
2003	0.0021	-0.0044	0.0016	-0.0028	-0.0047	-0.0042	-0.0020	0.0014	-0.0045	-0.0024	0.0015	-0.0034
2004	-0.0077	-0.0010	0.0011	-0.0055	-0.0060	-0.0042	0.0016	0.0011	-0.0037	-0.0009	-0.0054	-0.0006
2005	-0.0044	-0.0015	0.0094	-0.0037	-0.0003	0.0000	-0.0031	-0.0059	-0.0083	-0.0019	-0.0002	-0.0009
2006	-0.0021	0.0012	-0.0022	-0.0046	-0.0049	-0.0026	-0.0024	-0.0023	-0.0128	0.0006	-0.0135	-0.0020
2007	0.0043	0.0003	-0.0053	-0.0080	0.0019	-0.0007	-0.0046	-0.0035	-0.0010	-0.0056	-0.0077	-0.0023
Rata2	-0.0016	-0.0011	0.0009	-0.0049	-0.0028	-0.0023	-0.0021	-0.0018	-0.0061	-0.0020	-0.0051	-0.0018
t-Hitung	-0.7204	-1.1288	0.3743	-5.5166	-1.8343	-2.6884	-2.0474	-1.3246	-2.9561	-1.9865	-1.8794	-3.6466
Sig.t	0.5111	0.3221	0.7272	0.0053	0.1405	0.0547	0.1100	0.2559	0.0417	0.1179	0.1334	0.0218
Abnormal Profit												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Augst	Sept	Oct	Nov	Dec
2003	-0.0542	-0.0190	-0.0093	-0.0241	-0.0229	-0.0210	-0.0185	-0.0324	-0.0058	-0.0027	0.0016	-0.0261
2004	-0.0271	-0.0141	0.0013	-0.0060	-0.1170	-0.0041	-0.0009	0.0006	-0.0105	-0.0132	-0.0080	-0.0071
2005	-0.0065	-0.0047	-0.0439	-0.0062	0.0051	-0.0023	-0.0049	-0.0058	-0.0144	-0.0089	-0.0037	-0.0031
2006	-0.0047	-0.0011	0.0005	-0.0070	-0.0067	-0.0037	-0.0066	-0.0085	-0.0168	-0.0031	-0.0133	-0.0110
2007	-0.0068	-0.0065	-0.0058	-0.0044	-0.0058	-0.0145	-0.0133	0.0002	-0.0083	-0.0118	-0.0158	-0.0033

Tabel 6 Hasil Uji Hipotesis

Triwulan			Semester				Tahunan				
Periode	ACAR Winner	ACAR Looser	Abnormal Return	Periode	ACAR Winner	ACAR Looser	Abnormal Return	Periode	ACAR Winner	ACAR Looser	Abnormal Return
Bulan 1	4.86	-6.85	-6.43	Bulan 1	2.38	-1.95	-2.81	Jan	1.82	-0.72	-2.09
								Feb	3.18	-1.13	-2.78
				Bulan 2	3.34	-2.77	-4.28	Mar	1.18	0.37	-1.37
								Apr	1.08	-5.52	-2.6
Bulan 2	2.83	-5.55	-3.68	Bulan 3	2.19	-3.81	-3.24	Mei	1.24	-1.83	-1.32
								Jun	1.91	-2.69	-2.48
				Bulan 4	4.55	-3.95	-6.01	Jul	2.51	-2.05	-2.82
								Augst	1.08	-1.32	-1.51
Bulan 3	3.73	-5.46	-5.18	Bulan 5	1.47	-2.96	-2.03	Sept	4.51	-2.96	-5.59
								Oct	2.99	-1.99	-3.66
				Bulan 6	2.57	-3.31	-3.11	Nov	1.76	-1.88	-2.48
								Dec	2.14	-3.65	-2.38

Ket

1. $H_0 : ACAR_{W,t} = 0$

$H_1 : ACAR_{W,t} < 0$ (Average CAR portfolio *winner* < 0)

2. $H_0 : ACAR_{L,t} = 0$

$H_1 : ACAR_{L,t} > 0$ (Average CAR portfolio *loser* > 0)

3. $H_0 : ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} = 0$

$H_1 : ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$

Anomali Overreaction terjadi kalau ketiga hipotesis di atas terpenuhi.