

## ANALISIS OVERREACTION HYPOTHESIS PADA HARGA SAHAM (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2018-2022)

Eka Radiyanti<sup>1a</sup>, Sri Hasnawati<sup>2b</sup>

<sup>12</sup>Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung, Lampung, Indonesia

e-mail<sup>a</sup> : ekaradiyanti29@gmail.com , e-mail<sup>b</sup> : sri.hasna2015@gmail.com

### INFO ARTIKEL:

Dikumpulkan: 20 Desember 2023

Diterima: 15 Januari 2024

Terbit/Dicetak: 29 Januari 2024

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to see if there is an overreaction hypothesis on stock prices on the Indonesia Stock Exchange. This study's population consists of 229 manufacturing companies registered on the Indonesia Stock Exchange between 2018 and 2022. This study's sample was drawn using a purposive sampling approach, yielding a sample of 127 companies. The study used a significance t test which was processed using SPSS 22 software. The research period is an annual period. Shares are classified into 2 types, namely winner stocks and loser stocks. The results of the study show that winner and loser stocks have experienced several reversals, but these symptoms cannot be proven statistically. As a result, there is no overreaction hypothesis for manufacturing companies registered on the Indonesia Stock Exchange between 2018 and 2022.*

**Keywords:** *Overreaction Hypothesis, Winner Stocks, Loser Stocks, Abnormal Return*



Volume 20. Number 1,

Januari 2024, pp. 1-9

<http://doi.org/10.23960/jbm.v11i2.442>

### Corresponding author :

Sri Hasnawati

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi

dan Bisnis, Universitas Lampung,

Lampung, Indonesia

Email: sri.hasna2015@gmail.com

### ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini, yaitu guna melihat apakah terdapat overreaction hypothesis terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian ini terbagi atas 229 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022. Pengambilan sampel penelitian ini menggunakan pendekatan purposive sampling, sehingga menghasilkan sampel sejumlah 127 perusahaan. Penelitian menggunakan uji signifikansi t yang diolah dengan menggunakan software SPSS 22. Periode penelitian adalah periode tahunan. Saham diklasifikasikan menjadi 2 jenis, yaitu saham winner dan saham loser. Hasil penelitian memperlihatkan bila saham winner dan loser telah mengalami beberapa kali pembalikan, namun gejala tersebut tidak dapat dibuktikan secara statistik. Hasilnya, tidak ada overreaction hypothesis untuk perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022.

**Kata Kunci :** *Overreaction Hypothesis, Winner Stocks, Loser Stocks, Abnormal Return*

## PENDAHULUAN

Manufaktur dikenal sebagai salah satu cabang industri yang melakukan suatu proses yang mana bahan mentah diubah menjadi produk setengah jadi dan produk jadi. Kegiatan - kegiatan produksi yang dilakukan manufaktur berskala besar dengan bantuan mesin, peralatan, dan tenaga kerja yang besar menghasilkan produk dengan nilai guna dan jual yang siap dipasarkan ke masyarakat. Proses manufaktur dijalankan oleh suatu organisasi yang disebut perusahaan manufaktur. Perusahaan manufaktur memegang peranan penting bagi perekonomian Indonesia karena dapat memproduksi barang yang dapat dijual dan menyediakan lapangan kerja bagi masyarakat yang membutuhkan.

Perusahaan manufaktur relatif stabil dan dapat membantu mendukung perekonomian saat perekonomian yang tidak pasti. Perusahaan manufaktur mempunyai jumlah yang mendominasi dan terbanyak di Bursa Efek Indonesia (BEI). Bidang-bidang yang dijalankan oleh perusahaan manufaktur bertujuan untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari manusia. Perusahaan manufaktur lebih menarik bagi investor daripada perusahaan lain karena banyak perusahaan yang terdaftar di BEI, maka bisa menggambarkan reaksi investor secara keseluruhan dalam pasar modal.

Perkembangan harga saham penting bagi investor, mengingat investor bisa menilai perusahaan berkembang atau tidak sehingga kepercayaan investor terhadap perusahaan meningkat. Harga saham di pasar modal berfluktuasi secara tidak terduga dan sulit untuk diprediksi apakah mengalami kenaikan, penurunan atau tetap. Harga saham di pasar modal merupakan cerminan bagaimana investor bereaksi terhadap informasi sehingga investor akan berupaya guna memperoleh informasi yang sesuai, khususnya informasi yang mampu membantu investor dalam membuat keputusan secara tepat yang dapat memperkirakan hasil di masa depan.

Namun, beberapa penelitian tentang perilaku keuangan (*behavioral finance*) menjelaskan bila ada penyimpangan yang mampu memengaruhi harga saham. Salah satu penyimpangan itu, yakni fenomena reaksi berlebihan yang sering dikenal sebagai *overreaction hypothesis*.

Investor di pasar modal tidak semuanya adalah investor yang rasional, tetapi investor yang tidak rasional dan bahkan emosional saat informasi diterima oleh investor di pasar modal. Adanya kasus investor tidak rasional dalam pengambilan keputusan yaitu menjual saham secara spontan saat harga saham menjauhi ekspektasinya, atau membeli saham saat harga saham baru memperoleh keuntungan tanpa memperhatikan aspek mendasar; dari harga saham. Ini yang dinamakan reaksi berlebihan. Perilaku ini menandakan bahwa investor bersikap menyimpang, hanya menggunakan sebagian informasi dalam pengambilan keputusan.

Menurut De Bondt & Thaler (1985), *overreaction hypothesis* (hipotesis reaksi berlebihan) ialah investor menanggapi (bereaksi) berlebihan terhadap suatu informasi. Informasi atau peristiwa yang baru, luar biasa, dan dramatis memiliki kecenderungan untuk menyebabkan investor bereaksi berlebihan. Informasi-informasi ini dikategorikan sebagai informasi yang baik (*good news*) ataupun informasi buruk (*bad news*). Informasi yang baik terkesan mengakibatkan investor menentukan harga terlalu tinggi, sedangkan informasi yang buruk cenderung menyebabkan investor menetapkan harga yang terlalu rendah. Perubahan harga yang signifikan dan transaksi yang besar adalah indikator terjadinya reaksi berlebihan. Penetapan berlebihan oleh investor akan menyebabkan harga saham bergerak secara tidak normal, harga saham akan bergerak menjauhi nilai wajar (*fundamentalnya*). Setelah beberapa saat investor menyadari bahwa bereaksi berlebihan sehingga harga saham terkoreksi kembali ke situasi sebenarnya. Hal ini dapat disimpulkan bahwa keberadaan *overreaction* dapat dilihat bila terjadi pembalikan harga (*price reversal*).

*Overreaction Hypothesis* awalnya ditemukan oleh De Bondt & Thaler (1985), hasilnya menunjukkan bahwa saham yang berkinerja baik (*winner*) akan berbalik menjadi saham yang berkinerja buruk (*loser*) pada periode selanjutnya. Lain dengan saham yang berkinerja buruk (*loser*), maka berbalik menjadi saham berkinerja baik (*winner*) pada periode selanjutnya. Kondisi yang tidak biasa ini menandakan bahwa investor melakukan reaksi yang berlebihan terhadap informasi. *Overreaction* bisa diketahui apabila mengalami pembalikan harga (*price reversal*), serta saham loser mengungguli saham winner pada periode selanjutnya.

Mengukur *overreaction hypothesis* menggunakan return dari saham bersangkutan. Return yang di atas rata-rata return pasar akan menghasilkan abnormal return. Return ini akan berbalik pada fenomena *overreaction*. Saham yang diminati memiliki return yang tinggi hendak menjadi saham kurang diminati, sedangkan saham yang kurang diminati memiliki return yang rendah akan menjadi saham kurang diminati. Keadaan ini menyebabkan saham dengan return tinggi menjadi rendah, saham dengan return rendah menjadi tinggi. Hal ini menyebabkan investor bisa memperoleh keuntungan di atas normal dengan menerapkan strategi kontrarian. Strategi kontrarian sebagai strategi yang menganjurkan investor agar dapat membeli saham loser dan menjualnya saat saham loser menjadi saham winner.

Terdapat perbedaan hasil penelitian sebelumnya mengenai *overreaction hypothesis*. Penelitian oleh Swandewi & Mertha (2013) yang menunjukkan hasil bahwa saham winner dan loser memenuhi *overreaction hypothesis* serta terjadinya pembalikan (*reversal*) pada kedua saham tersebut. Rahmawati & Suryani (2005) menyatakan bila terjadi indikasi *overreaction hypothesis* yang dilihat dari saham loser mengungguli saham winner. Sedangkan terdapat hasil yang bertentangan yaitu hasil penelitian Warnida & Marwan (1998) menyatakan bahwa tidak terjadinya *overreaction*. Penelitian Apriyono & Taman (2013) juga menunjukkan bahwa tidak ditemukan *overreaction* di perusahaan manufaktur tahun 2005-2009. Pasaribu (2011) melakukan penelitian yang menunjukkan hasil bila tidak adanya gejala *anomali overreaction* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia pada semua periode yang dilakukan.

Berdasarkan penjelasan latar belakang di atas, terdapat inkonsistensi serta perbedaan hasil dari penelitian yang ditemukan sebelumnya. Rumusan Masalah Berdasar pemaparan yang telah dibahas, maka permasalahan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2022 menunjukkan bukti pembalikan return sebagai indikasi *overreaction* yang signifikan secara statistik (jika ditemukan)?
2. Jika ditemukan fakta *overreaction* pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022, apakah strategi investasi kontrarian bisa diterapkan?

## KAJIAN LITERATUR

### Anomali Pasar Modal

Anomali pasar, yaitu pendekatan atau strategi yang tidak sesuai dengan pasar modal efisien, penyebab peristiwa itu sulit untuk disampaikan secara rinci (Jones, 1996). Terdapat empat anomali dalam bidang keuangan yaitu anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa (*event anomalies*), anomali akuntansi (*accounting anomalies*), dan anomali perusahaan (*firm anomalies*) (Levy, 1996).

## Behavioral Finance (Perilaku Keuangan)

Teori perilaku keuangan adalah teori yang menerapkan ilmu psikologi pada bidang ilmu keuangan. Investor dipengaruhi oleh faktor psikologi dalam pengambilan keputusan seperti emosi dan sifat alami manusia. Menurut penelitian, kebanyakan keputusan investasi dipengaruhi oleh segala sesuatu yang tidak rasional, misal sentiment dan kepercayaan, maka mengakibatkan perubahan harga saham secara tiba-tiba (De Bondt & Thaler, 2010).

### Overreaction Hypothesis

*Overreaction hypothesis* menyampaikan bila pasar merespons secara berlebihan ketika informasi baru dirilis (De Bondt & Thaler, 1985). Informasi baru yang dianggap baik cenderung menyebabkan investor untuk menentukan harga yang tinggi dan informasi yang diasumsikan buruk cenderung menyebabkan investor menetapkan harga yang rendah. Harga tersebut akan berbalik saat investor menyadari sudah merespons secara berlebihan. Pembalikan ini diperlihatkan oleh penurunan harga saham secara drastis pada saham berpredikat *winner* atau kenaikan harga saham pada saham berpredikat *loser*.

### Abnormal Return

*Abnormal return* (*return* tidak normal), yaitu selisih antara *actual return* (*return* yang sebenarnya) terhadap *return* normal (Hartono, 2017). Yang dimaksud *return* normal yaitu *expected return* (*return* yang diharapkan). Brown & Warner (1985) menyatakan memprediksi *return* ekspetasi bisa mempergunakan bermacam model estimasi seperti *mean adjusted model*, *market adjusted model* maupun *market model*. *Market adjusted model* digunakan dalam penelitian ini. Model ini menyakini bahwa indeks pasar saat ini adalah penduga terbaik untuk memperkirakan *expected return*.

### Price Reversal

Perubahan arah dari harga saham, komoditas, indeks, atau *derivative security* disebut sebagai *price reversal* (Yull & Kirmizi, 2012). Pola pembalikan ini terjadi karena terjadinya kelebihan dalam permintaan atau penawaran sehingga menyebabkan perubahan tren yang telah terbentuk sebelumnya. *Reversal effect* adalah efek pembalikan rerata *return* sebagai sebutan lain untuk anomali *winner-loser*.

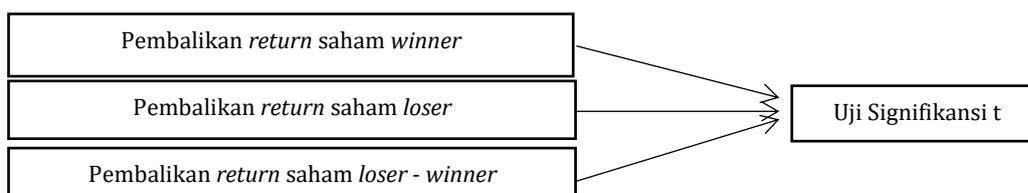
### Contrarian Investment Strategy

Strategi kontrarian merupakan salah satu strategi yang menganjurkan investor agar dapat membeli saham *loser* dan menjualnya saat saham *loser* menjadi saham *winner*, mengingat saham *loser* hendak memberi keuntungan yang lebih dari saham *winner* dalam jangka panjang. Pertama kali strategi kontrarian ditemukan oleh De Bondt dan Thaler pada tahun 1985. Keberadaan anomali *winner - loser* di pasar modal, investor dapat menerapkan strategi kontrarian untuk mendapat keuntungan signifikan.

### Kerangka Pemikiran

De Bondt & Thaler, (1985) menyatakan bahwa *overreaction hypothesis* merupakan saham-saham dengan penurunan harga yang mempunyai *abnormal return* rendah (saham *loser*) pada periode waktu berikutnya akan mengalami pembalikan *return*, begitupun sebaliknya saham-saham dengan kenaikan harga yang memiliki *abnormal return* tinggi (saham *winner*) cenderung memburuk pada periode berikutnya.

Pada fenomena ini harga saham terkoreksi pada periode observasi sehingga mengakibatkan pembalikan *return* pada saham *winner* dan *loser*. Dalam penghitungan *abnormal return*, model yang digunakan yaitu *market adjusted model*. Pada periode observasi akan diamati mengenai perilaku *return* yang mengalami *overreaction hypothesis*. Penelitian ini menggunakan uji signifikansi t, untuk menguji pembalikan yang terjadi.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

## Hipotesis

Berdasar pemaparan di atas, hipotesis gunakan yaitu:

H1: ada pembalikan *return* sebagai bukti terjadinya *overreaction hypothesis* saham *winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2018-2022.

H2: terdapat pembalikan *return* sebagai bukti terjadinya *overreaction hypothesis* saham *loser* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2018-2022.

H3: terdapat pembalikan *return* sebagai bukti terjadinya *overreaction hypothesis* saham *loser – winner* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2018-2022.

## METODE PENELITIAN

### Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini berjenis penelitian komparatif dengan pendekatan kuantitatif. Cara yang dilakukan yaitu dengan membandingkan *abnormal return* saham *winner* dan saham *loser* perusahaan manufaktur di BEI periode tahun 2018-2022 dengan periode waktu yang berbeda yaitu periode formasi dan periode observasi. Penelitian ini mempergunakan data sekunder berupa publikasi harga saham perusahaan manufaktur di BEI tahun 2018-2022 dengan data yang didapatkan melalui website *idx* dan *yahoo finance*.

### Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan populasi dari perusahaan manufaktur di BEI periode 2018-2022 yang berjumlah 229 perusahaan. Sampel diperoleh mempergunakan teknik pengambilan sampel yaitu *purposive sampling*. Teknik dalam menentukan sampel mempergunakan kriteria tertentu, yang merupakan pengertian dari *purposive sampling*. Di bawah ini terlampir kriteria yang digunakan ialah:

**Tabel 1.** Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan Kriteria	Jumlah
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018 hingga 2022.	229
Perusahaan manufaktur harus aktif dan konsisten setiap bulannya melakukan transaksi tahun 2018 hingga 2022.	-75
Data saham perusahaan manufaktur yang diambil dalam sampel penelitian selama pengamatan harus tersedia, apabila terdapat data yang tidak tersedia harus dikeluarkan dari sampel	-27
Jumlah Akhir Sampel	127

## Teknik Analisis Data

### 1. Metode Analisis Data

Teknik dalam penelitian ini sama seperti penelitian milik De Bondt dan Thaler (1985), yaitu menggunakan periode yang dibagi menjadi tahapan: tahap periode formasi dan tahap periode observasi. Tahap periode formasi, yaitu tahap periode yang dilakukan untuk membentuk saham yang termasuk saham *winner* dan yang termasuk saham *loser*. Sesudah formasi saham *winner* maupun *loser*, tahap selanjutnya yaitu mengamati perilaku *return* pada periode observasi. Setiap periode berjangka waktu 12 bulan, data diambil secara bergantian tanpa jeda selama tahun 2018-2022 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

#### a. Tahap Periode Formasi

Tahap formasi adalah tahap untuk membentuk kelompok saham *winner* dan saham *loser*, adapun tahapan yang perlu dilakukan yaitu:

1. Menghitung *actual return* bulanan selama periode formasi.
2. Menghitung *realized return* bulanan selama periode formasi.
3. Penghitungan *abnormal return* bulanan selama periode formasi. Serta mengakumulasi *abnormal return* selama 12 bulan untuk membentuk CAR formasi tahunan.
4. Setelah ditemukan CAR setiap saham setiap tahun, selanjutnya saham-saham tersebut diurutkan dari yang terbesar sampai terkecil. Setelah diurutkan, saham-saham dikelompok menjadi 2 yaitu saham *winner* dan saham *loser*. Kelompok saham *winner* yaitu saham yang memiliki 20% tertinggi dari *cumulative abnormal return* positif, sedangkan kelompok saham *loser* yaitu saham yang memiliki 20% tertinggi dari *cumulative*

*abnormal return* negatif. Standar formasi dalam penelitian ini sama seperti penelitian Suciningtias (2011), menggunakan standar formasi sebesar 20%.

## b. Tahap Observasi

Adapun tahapan yang perlu dilakukan yaitu:

1. Menghitung AAR (*average abnormal return*) untuk saham *winner* dan *loser*.
2. Menghitung *cummulative abnormal return* (CAAR) untuk saham *winner* dan *loser*.
3. Menghitung *average cummulative abnormal return* (ACAR) saham *winner* dan *loser* tiap periode.
4. Menghitung selisih ACAR antara *winner* dan *loser*.
5. Penghitungan t-ststistik untuk menguji signifikansi hipotesis 1 (ACAR *winner*) dan hipotesis 2 (ACAR *loser*).
6. Menghitung t-ststistik guna menguji signifikansi hipotesis 3 (ACAR *winner* - ACAR *loser*).

## Uji Signifikansi

Untuk mengetahui gejala *reversal* yang merupakan dasar *overreaction*, diperlukan pengujian signifikansi. Gejala *overreaction* dapat diidentifikasi jika gejala tersebut dapat teruji signifikansi secara statistik. Uji signifikansi dilakukan dengan menggunakan uji t dengan sampel berjumlah 127 perusahaan. Software 22 digunakan untuk pengujian signifikansi.

Jika  $t > 0$  (sepanjang periode observasi) dari tiga hipotesis di bawah ini bisa dipenuhi, maka *overreaction* dapat dikatakan terbukti signifikansi secara statistik:

1.  $H_{01}: ACAR_{W,t} \geq 0$   
 $H_{11}: ACAR_{W,t} < 0$
2.  $H_{02}: ACAR_{L,t} \leq 0$   
 $H_{12}: ACAR_{L,t} > 0$
3.  $H_{03}: ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} \leq 0$   
 $H_{13}: ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$

## HASIL PENELITIAN

### 1. Analisis Data

Penelitian ini dilakukan dalam bentuk kelompok saham bukan saham individual. Periode yang dijadikan penelitian ini yaitu 5 tahun dari tahun 2018 sampai 2022. Penelitian ini menggunakan periode penelitian yang membagi menjadi dua periode, antara lain, periode formasi dan periode observasi. Dengan 12 bulan menjadi periode formasi dan 12 bulan setelahnya menjadi periode observasi, sehingga dapat terbentuk 4 kali pengamatan yang dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel 2.** Periode Formasi Dan Periode Observasi

Periode	Formasi	Observasi
1	Jan - Des Tahun 2018	Jan - Des Tahun 2019
2	Jan - Des Tahun 2019	Jan - Des Tahun 2020
3	Jan - Des Tahun 2020	Jan - Des Tahun 2021
4	Jan - Des Tahun 2021	Jan - Des Tahun 2022

Sumber: Data diolah, 2023

### a. Periode Formasi

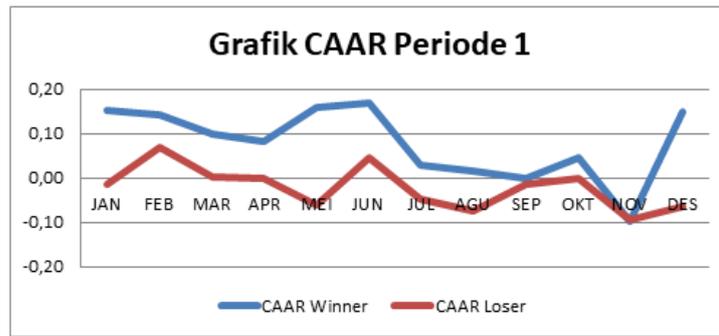
CAR yang diperoleh dari masing - masing saham selama periode diurutkan dari terbesar sampai terkecil kemudian mengelompokkan saham menjadi dua kelompok, antara lain, saham *winner* dan saham *loser*. Saham yang termasuk dalam kelompok saham *winner* adalah saham yang diambil 20% dari CAR teratas sedangkan saham yang termasuk dalam kelompok saham *loser* adalah saham yang diambil 20% dari CAR terbawah. Standar formasi dalam penelitian ini sama seperti penelitian Suciningtias (2011), menggunakan standar formasi sebesar 20%.

### c. Periode Observasi

Saham - saham yang telah dibentuk menjadi saham *winner* maupun *loser* hendak diamati perilaku *return* pada periode observasi/pengamatan.

### Periode Pertama (Tahun 2018-2019)

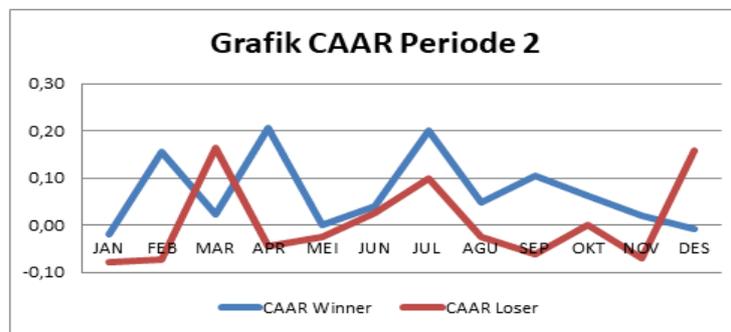
Pada Gambar 2. tidak terjadi gejala *overreaction* (portofolio *loser* lebih tinggi daripada *winner*) yang signifikan walaupun terjadi pembalikan arah baik saham *winner* pada bulan November dan saham *loser* pada bulan Februari dan Juni.



Gambar 2. CAAR Saham *Winner* Dan *Loser* Pada Periode Pertama

**Periode Kedua (Tahun 2019-2020)**

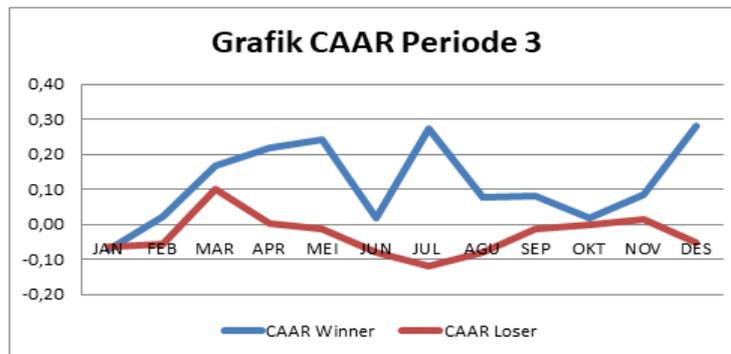
Pada Gambar 3, meskipun mengalami pembalikan arah yang dapat dilihat pada saham *loser* yang memiliki *abnormal return* yang lebih tinggi dibandingkan saham *winner* kendati tetap tidak terjadi gejala *overreaction* sebab saham *winner* tidak menunjukkan pembalikan nilai yang negatif.



Gambar 3. CAAR Saham *Winner* Dan *Loser* Pada Periode Kedua

**Periode Ketiga (Tahun 2020-2021)**

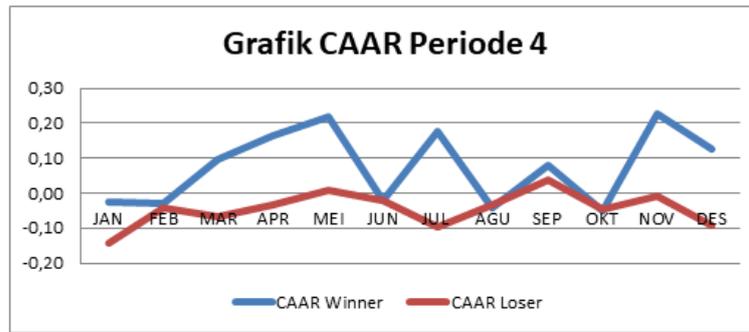
Pada Gambar 4 terlihat telah terjadi pembalikan arah pada saham *loser* pada bulan Maret tetapi tidak terjadi gejala *overreaction*. Saham *winner* tidak terjadi pembalikan karena sepanjang periode menghasilkan *abnormal return* yang positif.



Gambar 4. CAAR Saham *Winner* Dan *Loser* Pada Periode Ketiga

**Periode Keempat (Tahun 2021-2022)**

Pada Gambar 5, terjadi pembalikan arah saham *winner* pada bulan Juni, Agustus, dan Oktober serta saham *loser* pada bulan September. Namun, tidak terjadinya *overreaction* dikarenakan saham *loser* tidak melebihi saham *winner*.



Gambar 5. CAAR Saham *Winner* Dan *Loser* Pada Periode Keempat

### Uji Signifikansi

Pengujian signifikansi dengan melakukan observasi terhadap tiga hipotesis yang telah dirancang, seperti  $ACAR_{W,t} < 0$ ,  $ACAR_{L,t} > 0$ , dan  $ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} > 0$ . Hasil pengujian dilihat dari perhitungan t-tabel hitung terhadap t-tabel yang diperjelas pada tabel di bawah ini menggunakan uji signifikansi yang ditunjang oleh SPSS 22.

#### a. Uji Signifikansi *Winner*

Hasil uji signifikansi *winner* terlihat melalui uraian di bawah ini:

Tabel 3. Hasil Uji Signifikansi *Winner*

CAAR <i>Winner</i>	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des
Pertama	0,1535	0,1413	0,0985	0,0809	0,1592	0,1692	0,0283	0,0151	-0,0009	0,0454	-0,0968	0,1493
Kedua	-0,0206	0,1545	0,0222	0,2053	-0,0045	0,0405	0,2007	0,0468	0,1044	0,0615	0,0194	-0,0094
Ketiga	-0,0714	0,0219	0,1660	0,2196	0,2399	0,0175	0,2723	0,0763	0,0817	0,0164	0,0828	0,2821
Keempat	-0,0267	-0,0275	0,0981	0,1658	0,2203	-0,0209	0,1745	-0,0423	0,0778	-0,0518	0,2282	0,1265
ACAR (W)	0,0087	0,0726	0,0962	0,1679	0,1537	0,0516	0,1689	0,0240	0,0658	0,0179	0,0584	0,1371
Std Deviasi	0,0992	0,0895	0,0588	0,0623	0,1109	0,0824	0,1025	0,0508	0,0460	0,0501	0,1355	0,1194
t-hitung	0,1750	1,1621	3,2760	5,3900	2,7720	1,2520	3,2970	0,9440	2,8620	0,7140	0,8620	2,2980
t-tabel (5%,4)	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530	-2,3530

Sumber: data diolah, 2023.

Perhitungan di atas berusaha menjawab hipotesis 1 sebagai salah satu syarat untuk membuktikan terjadi *overreaction* dengan hipotesis yaitu  $ACAR_W < 0$  (negatif). Hasil yang ditemukan bahwa tidak ada satupun ACAR *winner* yang bernilai negatif selama 12 bulan masa observasi sehingga t-hitung  $>$  t-tabel. Perihal ini memperjelas bila hipotesis  $H_0$  diterima. Dengan hasil tersebut, bisa memberi simpulan jika tidak terjadi *overreaction* pada saham *winner* sebab tidak terbukti secara signifikansi bila ACAR *winner* mempunyai nilai negatif.

#### b. Uji Signifikansi *Loser*

Uji signifikansi portofolio *loser* ditunjukkan pada Tabel 4 berikut. Perhitungan tabel 4, mencoba untuk menjawab hipotesis 2 sebagai salah satu syarat untuk membuktikan terjadi *overreaction* dengan hipotesis yaitu  $ACAR_L > 0$  (positif). Hasil yang ditemukan bahwa terdapat ACAR *loser* yang bernilai positif pada bulan Maret dengan observasi selama 12 bulan tetapi setelah dilihat tabel t-hitung  $<$  t-tabel. Perihal ini memperjelas bila hipotesis  $H_0$  diterima, maka tidak terjadi *overreaction* pada saham *loser* sebab tidak terbukti secara signifikansi bila ACAR *loser* tersebut memiliki nilai positif.

Tabel 4. Hasil Uji Signifikansi *Loser*

CAAR <i>Loser</i>	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des
Pertama	-0,0135	0,0698	0,0016	-0,0024	-0,0628	0,0439	-0,0481	-0,0736	-0,0152	-0,0020	-0,0936	-0,0654
Kedua	-0,0787	-0,0724	0,1635	-0,0456	-0,0258	0,0262	0,0983	-0,0242	-0,0623	0,0010	-0,0710	0,1567
Ketiga	-0,0630	-0,0575	0,0991	0,0028	-0,0119	-0,0794	-0,1201	-0,0784	-0,0116	-0,0002	0,0123	-0,0537
Keempat	-0,1416	-0,0401	-0,0686	-0,0326	0,0066	-0,0216	-0,0947	-0,0330	0,0370	-0,0451	-0,0089	-0,0926
ACAR (L)	-0,0742	-0,0250	0,0489	-0,0194	-0,0234	-0,0077	-0,0412	-0,0523	-0,0130	-0,0116	-0,0403	-0,0137
Std Deviasi	0,0528	0,0646	0,1028	0,0234	0,0294	0,0552	0,0976	0,0277	0,0406	0,0223	0,0501	0,1148
t-hitung	-2,8100	-0,7750	0,9510	-1,6620	-1,5950	-0,2800	-0,8430	-3,7800	-0,6420	-1,0380	-1,6080	-0,2390
t-tabel (5%,4)	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530

Sumber: data diolah, 2023

**c. Uji Signifikansi Loser - Winner**

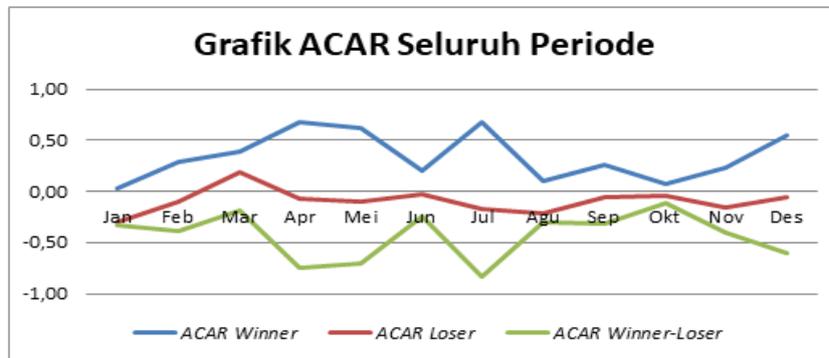
Uji signifikansi *loser-winner* tertera pada Tabel 5. Perhitungan tabel 5 dilakukan untuk menjawab hipotesis 3 sebagai salah satu syarat untuk membuktikan terjadi *overreaction* dengan hipotesis yaitu  $ACAR_L - ACAR_W > 0$  (positif). Hasil yang ditemukan bahwa terdapat *ACAR loser - winner* tidak ada yang bernilai positif dengan observasi selama 12 bulan dengan t-hitung < t-tabel. Perihal ini memperjelas bila hipotesis  $H_0$  diterima, maka tidak mengalami *overreaction* pada saham *loser - winner* sebab tidak terbukti signifikansi jika *ACAR loser - winner* tersebut mempunyai nilai positif.

**Tabel 5.** Hasil Uji Signifikansi Saham *Loser-Winner*

CAAR <i>Loser-Winner</i>	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des
Pertama	-0,1671	-0,0715	-0,0970	-0,0833	-0,2220	-0,1253	-0,0764	-0,0887	-0,0143	-0,0475	0,0033	-0,2147
Kedua	-0,0581	-0,2270	0,1413	-0,2508	-0,0213	-0,0143	-0,1024	-0,0710	-0,1667	-0,0605	-0,0904	0,1661
Ketiga	0,0085	-0,0794	-0,0669	-0,2167	-0,2518	-0,0969	-0,3924	-0,1547	-0,0933	-0,0166	-0,0705	-0,3358
Keempat	-0,1149	-0,0126	-0,1668	-0,1984	-0,2137	-0,0007	-0,2692	0,0093	-0,0408	0,0068	-0,2371	-0,2192
<b>ACAR (L-W)</b>	-0,0829	-0,0976	-0,0473	-0,1873	-0,1772	-0,0593	-0,2101	-0,0763	-0,0788	-0,0295	-0,0987	-0,1509
Std Deviasi	0,0754	0,0913	0,1325	0,0727	0,1052	0,0612	0,1486	0,0675	0,0672	0,0304	0,1007	0,2187
t-hitung	-2,1980	-2,1390	-0,7150	-5,1560	-3,3690	-1,9380	-2,8280	-2,2600	-2,3450	-1,9410	-1,9600	-1,3800
t-tabel (5%,4)	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530	2,3530

Sumber: Data diolah, 2023

*Average Cummulative Abnormal Return (ACAR)* saham *winner* dan *loser* semua periode tertera pada Gambar 6. Pergerakan *ACAR winner* dan *loser* selama 12 bulan observasi, yang mana saham *winner* tidak bernilai negatif dan saham *loser* bernilai positif hanya pada periode Maret. Namun, *ACAR winner* dan *ACAR loser* tidak mengalami pembalikan arah signifikan dan selisih antara *ACAR winner* dan *ACAR loser* tidak memperlihatkan nilai yang positif, yang seharusnya hipotesis 3 ( $ACAR_L - ACAR_W > 0$ ) bernilai positif. Hasil yang didapat pada akhir periode (Desember) saham *winner* yaitu 54,85% dan saham *loser* yaitu -5,50%. Hal ini tidak sesuai dengan konsep *overreaction hypothesis*, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *overreaction hypothesis* seluruh periode.



**Gambar 6.** ACAR Seluruh Periode

**PEMBAHASAN**

Setelah uji signifikansi dilakukan, dengan menjawab hipotesis - hipotesis yang telah dibuat yang mana hipotesis satu, yakni  $ACAR_W < 0$  (negatif), hipotesis dua adalah  $ACAR_L > 0$  (positif), dan hipotesis tiga adalah  $ACAR_L - ACAR_W > 0$  (positif). Hasil ditemukan bila pada hipotesis satu, hipotesis dua, dan hipotesis tiga dinyatakan bahwa tidak signifikan t-hitung > t-tabel (tabel 3) dan t-hitung < t-tabel (Tabel 4 Maupun Tabel 5). Kendati terjadi gejala-gejala yang menunjukkan *overreaction* di periode yang ada. Gejala tersebut telah diuji menggunakan uji signifikansi statistik secara keseluruhan. Hal tersebut menjawab hipotesis yang telah diajukan yang menghasilkan kesimpulan bahwa *overreaction hypothesis* tidak terjadi di pasar modal, sehingga penerapan strategi kontrarian tidak dapat dilakukan karena akan beresiko jika diterapkan.

Kondisi dengan tidak terjadinya fenomena *overreaction* (reaksi berlebihan) di pasar modal tidak berdasar pada teori yang dipergunakan, yakni teori perilaku keuangan (*behavioral finance*). Kondisi yang dengan tidak terjadinya *overreaction* menunjukkan bahwa investor berperilaku rasional dalam bereaksi terhadap suatu informasi yang masuk di pasar modal. Investor menganalisis dan mengamati terlebih dahulu informasi sebelum melakukan pengambilan keputusan menginvestasikan modal di pasar modal. Keadaan investor yang seperti ini

termasuk dalam jenis investor yang menghindari resiko (*risk averse*). Investor jenis ini lebih menyukai investasi dengan rendah resiko dan tidak menyukai investasi yang memiliki resiko yang tinggi.

Hasil ini sesuai dengan penelitian milik Pasaribu (2011), menyebut bila tidak terjadi gejala anomali *overreaction* di BEI pada semua periode penelitian yang dilakukan pada periode tiga bulan, enam bulan, dan dua belas bulan mempergunakan data saham perusahaan di BEI yang tergabung dalam LQ-45 pada rentang tahun 2003 hingga 2007, sehingga strategi kontrarian tidak dapat diterapkan karena akan beresiko mengalami kerugian bagi investor dalam berinvestasi.

## PENUTUP

Berdasar hasil maupun pembahasan yang sudah terlaksana, simpulan yang diperoleh sebagai berikut. Saham *winner* maupun *loser* pada saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022 beberapa kali ditemukan mengalami gejala pembalikan (*reversal*). Meskipun ditemukan gejala *overreaction*, gejala itu tidak signifikansi secara statistik. Perihal ini memberi simpulan jika *overreaction* tidak terjadi di pasar modal. Investor tidak dapat menerapkan strategi kontrarian secara intensif, hal itu akan menyebabkan kerugian.

Berdasarkan hasil penelitian, memberi simpulan bila tidak ada *overreaction* (reaksi berlebihan) pada harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022. Strategi kontrarian tidak digunakan sehingga investor tidak mendapatkan keuntungan yang tidak normal. Kondisi dengan tidak terjadinya fenomena *overreaction* (reaksi berlebihan) di pasar modal tidak berdasar pada teori yang dipergunakan, yakni teori perilaku keuangan (*behavioral finance*).

Berdasarkan hasil simpulan tersebut, saran penelitian ini sebagai berikut. Bagi penelitian selanjutnya, menghitung *abnormal return* dapat menggunakan model metode lain untuk menjelaskan adanya perbedaan perhitungan seperti *market model* dan *mean adjusted model*. Untuk penelitian selanjutnya, pemilihan sampel periode dapat menggunakan periode harian dan mingguan, agar dapat menjelaskan secara rinci dan jelas mengenai reaksi di pasar modal. Periode formasi dan observasi hanya digunakan dalam tahunan saja, diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat lebih bervariasi dalam menentukan periode formasi dan observasi, agar dapat menghasilkan pola *reversal* yang lebih jelas.

## DAFTAR RUJUKAN

- Apriyono, A., & Taman, A. (2013). Analisis Overreaction Pada Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2005-2009. *Nominal*, 2(2).
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(14), 3-31.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (2010). The Behavioral revolution in finance. *12th Annual European Conference of the Financial Management Association*.
- Levy, H. S. (1996). *Introduction to Investment*. South Western Publishing.
- Pasaribu, R. B. (2011). Overreaction Anomaly in Indonesia Stock Exchange: Case Study of LQ-45 Stocks. *Journal of Economics and Business*, 5(2), 87-115.
- Rahmawati, & Suryani, T. (2005). Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Seminar Nasional Akuntansi Ke 8*.
- Swandewi, G. A. E., & Mertha, I. M. (2013). Abnormal Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur Di Pt. Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 5(1), 85-99.
- Warnida, T. D., & Marwan, A. S. (1998). Dapatkah Strategi Kontrarian Diterapkan di Pasar Modal Indonesia? *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 13.
- Yull, E., & Kirmizi. (2012). Analisis Overreaction Hypothesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread, Dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Price Reversal: (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI ). *Pekbis Jurnal*, 4(1), 1-16.