

# JURNAL EKONOMI PERUSAHAAN

ISSN : 0854 - 8153

Vol. 12 - No. 1

**Hubungan antara Komitmen Keorganisasian  
dan Karakteristik Biografik Karyawan  
(Studi Empirik pada Spesialis Kredit Bank BUMN di Jakarta)**  
Hanes Riyadi

**Pengaruh Variabel Perantara Kecukupan Anggaran dan  
Partisipasi Penganggaran terhadap Hubungan antara  
Komitmen Organisasi dan Kinerja Manajer di Indonesia**  
R.A. Supriyono

**Efek Hari dalam Seminggu pada Imbalhasil Saham  
PT Aneka Tambang Tbk.**  
Joko Sangaji

***Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly*  
Saham - Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta**  
John Edward Harly Jacob FoEh

**Pengaruh Investasi dalam Teknologi Manufaktur terhadap  
Investasi dalam Teknologi Lingkungan**  
Hetty Karunia Tunjungsari

**Pengaruh Iklan dalam Membangun Persepsi Persaingan antar Merek  
Studi Kasus Strategi Bersaing Sosro terhadap Frestea**  
Jajat Kristanto

Edisi Maret 2005

**Daftar Isi**  
*Halaman: i*

**Kata Pengantar**  
*Halaman: ii*

**Hubungan antara Komitmen Keorganisasian dan  
Karakteristik Biografik Karyawan  
(Studi Empirik pada Spesialis Kredit Bank BUMN di Jakarta)**

Hanes Riyadi  
*Halaman: 1-12*

**Pengaruh Variabel Perantara Kecukupan Anggaran dan  
Partisipasi Penganggaran terhadap Hubungan antara  
Komitmen Organisasi dan Kinerja Manajer Di Indonesia**

R.A, Supriyono  
*Halaman: 13- 29*

**Efek Hari dalam Seminggu pada Imbalhasil Saham  
PT Aneka Tambang Tbk.**

Djoko Sangaji  
*Halaman: 30-41*

***Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly*  
Saham - Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta**

John Edward Harly Jacob FoEh  
*Halaman: 42-59*

**Pengaruh Investasi dalam Teknologi Manufaktur terhadap  
Investasi dalam Teknologi Lingkungan**

Hetty Karunia Tunjungsari  
*Halaman: 60-72*

**Pengaruh Iklan dalam Membangun Persepsi Persaingan antar Merek  
Studi Kasus Strategi Bersaing Sosro terhadap Frestea**

Jajat Kristanto  
*Halaman: 73-87*

**Indeks**  
*Halaman: 88- 95*

# OVERREACT HYPOTTHESIS DAN PRICE EARNING RATIO ANOMALY SAHAM-SAHAM SEKTOR MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA

John Edward Harly Jacob FoEh\*

## Abstract

The overreaction hypothesis predicts that securities suffering abnormally low return (losers) will subsequently experience abnormally high return. On the contrary, securities with abnormally high return (winners) will later experience abnormally low returns. The behavior of extreme winner and extreme losers stocks is followed throughout the years between 1996 and 2000. The evidence of this study seems to indicate that the price limit rule has not been effective in the Jakarta Stock Exchange. Overreact appear in limit time and separate in its move. In general, risk of winners and losers are not constant over time.

**Keywords :** Overreaction hypothesis, Price earning ratio, Jakarta Stock Exchange.

## 1. Pendahuluan

### 1.1. Latar Belakang

Beberapa teori secara umum melihat bahwa perilaku investor bereaksi berlebihan (*overreact*) dengan adanya berita mengenai *event* keuangan yang dramatik yang tidak

diantisipasikan sebelumnya. Beberapa *event* yang tidak diantisipasi mempengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan mempengaruhi harga saham secara signifikan, apresiasi harga atau depresiasi harga saham.'

---

\* Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Indonusa ESA Unggul

Dalam kondisi normal, sekuritas yang masuk golongan *loser* memperoleh *return* yang rendah dan sekuritas yang masuk golongan *winner* mempunyai *return* yang tinggi (lihat misalnya, Howe, 1986; Beaver and Landsman, 1989; Akhigbe *et al.*, 1998; Ajayi and Dissanaika, 1994, 1997; dan Mehdian, 1994).

Hal normal ini menjadi terbalik pada saat terjadi reaksi yang berlebih. *Overreaction hypothesis* merupakan reaksi yang berlawanan dengan kondisi normal. Hipotesis *overreaction* memprediksikan sekuritas yang masuk kategori *loser* dan biasanya mempunyai *return* rendah justru akan mempunyai *return* abnormal yang tinggi. Kebalikannya, sekuritas yang biasanya mempunyai *return* tinggi yang masuk kategori *winner* justru akan memperoleh *return* abnormal yang rendah (lihat misalnya, De Bondt and Thaler, 1985; Bernstein, 1987; da Costa, 1994; dan Clare and Thomas, 1995). Hal ini disebabkan adanya pengaruh perilaku investor yang memberikan bobot berlebihan untuk informasi terkini dalam memprediksikan apa yang akan terjadi dimasa yang akan datang. Jika investor memberikan bobot yang berlebih untuk informasi terbaru maka investor akan cenderung bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap informasi.

Hipotesis reaksi berlebihan bersandar pada asumsi perilaku pelaku pasar bereaksi berdasarkan penekanan pada informasi

terakhir dalam melakukan koreksi pada periode berikut. Apabila pemodal mendasarkan pada informasi terakhir, maka pemodal akan cenderung *overreact* terhadap pengumuman. Secara psikologis, pelaku pasar akan bereaksi lebih dramatis terhadap informasi yang jelek.

Umumnya pola *winner-loser* muncul pada *return* sekuritas dan terkonsentrasi pada bulan Januari (De Bondt dan Thaler, 1987). Berbeda dengan De Bondt dan Thaler, Pettengill dan Jordan (1990) menemukan bahwa pola *winner-loser*, dengan melihat hubungan ukuran perusahaan dan pengaruh musim pada pasar saham, tidak muncul secara umum. *Loser* mempunyai kecenderungan menjadi *winner* tetapi *winner* tidak cenderung menjadi *loser*. Ukuran perusahaan mempengaruhi hasil penelitian dan *return* perusahaan besar lebih konsisten dengan reaksi berlebihan.

Ada kecenderungan *loser* untuk *outperform winner* tidak tergantung pada investor yang *overreact* tetapi justru kecenderungan *loser* untuk menjadi perusahaan yang mempunyai ukuran yang lebih kecil daripada *winner*. Bila menggunakan besarnya ukuran perusahaan yang sama, maka tidak ada perbedaan antara *winner* dan *loser* dalam hal *return*. Pada saat *loser* mempunyai ukuran lebih kecil daripada *winner* terjadilah *performance superior* dan *loser* akan melampaui *winner*. Hal ini terjadi bukan

karena investor *overreact* tetapi karena adanya perbedaan ukuran antara *winner* dan *loser*. Phenomena ukuran itu sendiri telah mencerminkan manifestasi dari pasar yang tidak efisien atau tidak menunjukkan fenomena *overreact* (Zarowin, 1990).

Ada dua fenomena *overreaction hypothesis* (De Bondt dan Thaler, 1985); satu, perubahan harga sekuritas secara ekstrim akan diikuti dengan perubahan harga secara berlawanan; dua, semakin besar pergerakan harga maka semakin besar pula penyesuaian yang dilakukan. Fenomena ini secara psikologi melihat bahwa orang lebih dramatik bereaksi terhadap berita yang jelek dan kemudian akan melakukan koreksi pada periode berikutnya. Sehingga reaksi berlebihan ditemukan hanya dikelompok *loser* dan tidak pada kelompok *winner*,

Kecenderungan *stock market* untuk *overreact* bersifat irrasional dan tidak proporsional dengan berita negatif atau positif yang sebenarnya (bersifat menyangatkan). Investor bersifat irrasional terjadi segera sesudah *event* terjadi dan hanya dalam jangka pendek sebelum informasi tersebar secara merata. Investor bereaksi secara berbeda dan investor akan melakukan koreksi secara simetri satu bulan dan tidak simetri sesudahnya (Brown dan Harlow, 1988). Artinya pasar

*Overreact* secara insentif selama satu bulan dan kemudian bergerak normal sesuai

dengan informasi yang terkandung di dalamnya.

*Overreaction* dapat digunakan untuk menguji *weak-form Efficiency Market Hypothesis* (EMH). Bila ditemukan prediksi yang signifikan pada kuartal I baik untuk *winner* ataupun *loser*, maka pasar tidak efisien dalam *weak-form* sekalipun (Jensen, 1978). Hal ini disebabkan adanya pergerakan ekstrim dalam harga saham akan diikuti pergerakan harga dengan arah yang berlawanan. Semakin ekstrim pergerakan harga saham semakin besar pula penyesuaian yang mengikutinya. Akibatnya, bila pada kuartal I sudah dapat diprediksikan secara signifikan adanya pergerakan yang ekstrim maka semakin besar penyesuaian yang berlawanan arah terjadi. Ketergantungan harga tersebut menjadi ciri suatu pasar tidak efisien.

*Overreaction* menjadi penting untuk dibahas karena *overreaction* memberikan perilaku prinsipal pelaku pasar yang akan mempengaruhi dalam banyak konteks. Misal, *overreact* pelaku pasar yang ditemukan oleh Alonso dan Rubio (1990) di bursa Spanyol, portofolio *losers* *outperform winners*, yaitu saham *losers* memperoleh 24,5% lebih tinggi daripada *winners*. Pola ini terjadi tidak hanya pada harga tetapi juga pada *earning per share* dan *price-earning ratio*.

Akibat penemuan *overreact hypothesis* mendorong orang melakukan strategi membeli *loser* dan menjual *winner*. Strategi ini diuji coba oleh Chan (1988) dengan menggunakan Sharpe-Litner CAPM dan prosedur yang telah digunakan oleh DeBondt dan Thaler (1985), dikonstruksikan setiap 3 tahun antara 1932-1983 dan ternyata risiko *loserr* dan *winner* *tidok* konstan sepanjang waktu. Artinya estimasi *return* dari strategi ini amat sensitip terhadap metode yang digunakan sehingga hanya sedikit *abnormal return* yang diperoleh pada saat ada perubahan risiko yang mengontrolnya.

Perilaku prinsipal ini juga dapat digunakan untuk memprediksikan terjadinya bentuk anomali pasar yang lain. Salah satu anomali yang didasarkan pada perilaku pelaku pasar yang *overreact* adaJah hasil penelitian Basu tentang "*price-ratio*" hipotesis (De Bondt and Thaler, 1985). Anomali PER terlihat pada saham dengan PER rendah akan menghasilkan *risk — adjusted return* yang lebih tinggi dari saham dengan PER tinggi. Saham dengan PER rendah akan dinilai "*undervalued*" oleh pelaku pasar. Pelaku pasar terlanjur pesimis dengan rangkaian *earning* yang jelek atau informasi yang jelek. Ketika suatu saat terjadi *earning* yang bagus, bertolak belakang dengan apa yang diprediksikan maka akan mendorong

koreksi pada periode berikutnya secara berlebihan. Hal yang sama terjadi pada saham dengan PER yang tinggi, akan dinilai "*overvalued*" sehingga menyebabkan jatuhnya harga saham tersebut.

## 1.2. Tujuan

Penelitian ini didasarkan atas:

1. Pentingnya melihat reaksi harga saham sektor manufaktur terhadap informasi yang tak terduga atau dramatis, dapat atau tidak reaksi tersebut diprediksi dengan berdasarkan pada hipotesis reaksi berlebihan (*overreact hypothesis*).
2. Perlu melihat ada atau tidak pola *winner-loser* berdasarkan hipotesis reaksi berlebihan juga terjadi (anomali PER) dengan mengurutkan saham sektor manufaktur berdasarkan PER.
3. Penelitian saat ini ditekankan pada pengamatan perilaku pelaku pasar terhadap informasi yang tidak diduga sebelumnya atau dramatis selama tahun pengujian. Pengamatan menggunakan pola *winner dan loser*, secara lebih spesifik lagi pengamatan juga memasukkan PER dalam pembentukan portofolio. Tujuannya adalah untuk melihat konsistensi *overreact* dalam pola *winner — loser* dan PER.

## 2. Kerangka Teoritis Dan Pengembangan Hipotesis

### 2.1. Kerangka Teoritis

*Overreaction* yang terjadi dalam pasar awalnya diamati oleh J.M. Keynes (De Bondt and Thaler, 1985):

*"Day to day fluctuations in the profit of existing investment which are obviously of an ephemeral and nonsignificant character, tend to have an altogether excessive, and even an absurd, influence on the market"*

dalam *return* yang berfluktuatif, walaupun tidak signifikan cenderung akan mengarah pada perolehan *excess return* kadangkala tidak logis akan mempengaruhi keseimbangan pasar.

*Overreaction hypothesis* mengacu pada hasil penelitian aplikasi psikologi yang mengatakan bahwa manusia cenderung berlebihan (*overreact*) terhadap berita atau *event* yang bersifat dramatik (Clare and Thomas, 1995). Pasar melakukan penyesuaian secara lambat terhadap *pricing error*.

Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatis kepada berita yang jelek, sehingga De Bondt dan Thaler (1987) membagi portofolio dalam kelompok portofolio yang konsisten mendapatkan *earning* (*winner*) dan portofolio yang secara konsisten tidak mendapat *earning* (*loser*). Koreksi terhadap

informasi tersebut terjadi pada periode berikutnya. Jika dalam jangka pendek, koreksi dilakukan secara berlebihan, signifikan dan berulang inilah yang dikatakan *Overreaction*.

Menggunakan *uncertainty information hypothesis* (UIH) Ketcher dan Jordan (1994) memprediksikan bahwa *abnormal return* mengikuti *event* negatif maupun *event* positif yang seharusnya tetap positif. Kebalikannya, *Overreaction hypothesis* memprediksikan negatif (*positip*) *abnormal return* mengikuti *positip* (*negatip*) *event*. Setelah mengontrol ukuran perusahaan *volatility* pasar secara menyeluruh dan arah *event*, hasil penelitian secara signifikan memperlihatkan bahwa *abnormal return* negatif mengikuti *positip event*.

Penelitian sesudahnya berusaha untuk melihat secara lebih mendalam *Overreaction* dalam kaitannya dengan *market seasonality*, *firm size*, *magnitude* dan *volatility*. Pettengill dan Jordan (1990) mengkaitkan *Overreaction* dengan *market seasonality* dan *firm size*. Hasil penelitian Pettengill dan Jordan menunjukkan bahwa pembalikan *excess return* pada pola *winner* dan *loser* tidak terjadi secara universal, *loser* cenderung menjadi *winner* tetapi *winner* tidaklah sebaliknya cenderung menjadi *loser*.

*Overreaction* semakin konsisten pada bulan Januari, (kaitannya dengan *January*

*effect*) *Overreaction* pada bulan Januari terdeteksi paling besar diantara bulan lainnya (Jordan and Jordan, 1991). Kaitannya dengan *weekday effect* diperoleh pada hari Jumat berperilaku pada *U-shaped winner loser*, dan pada hari Senin berperilaku pada *upside-down U-shaped*. Ukuran perusahaan (berdasar pada besarnya aset) mempengaruhi lebih konsisten dengan *Overreaction* (lihat misalnya, Clare and Thomas, 1995; Pettengill and Jordan, 1990; dan Huang, 1998).

Berbeda dengan penelitian Pettengill dan Jordan (1990), penelitian Alonso dan Rubio (1990) pada pasar modal Spanyol menemukan bahwa pengaruh ukuran perusahaan (*size effect*) merupakan fenomena yang independen. Penelitian Alonso dan Rubio (1990) didukung oleh Baytas dan Cakici (1999) melalui pengujian 7 negara industri dengan metode Conrad dan Kaul. Hasilnya memperlihatkan bahwa *return* yang diperoleh dari arbitrase portofolio berdasarkan atas harga yang lebih tinggi dibandingkan atas dasar ukuran (*size*).

Brown dan Harlow (1988) menfokuskan pengamatan pada arah, besaran, dan intensitas dari *overreaction* pasar terhadap informasi yang tidak diduga sebelumnya. Penelitian ini melihat pada perilaku irrasional para pelaku pasar pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham. Dalam pengamatan, Brown dan

Harlow tidak menggunakan pola *winner* dan *loser* tetapi lebih melihat dari pengaruh jenis informasi yang muncul, yaitu informasi bagus (*good news*) dan informasi jelek (*bad news*). Brown dan Harlow menyimpulkan bahwa *overreact* dapat terjadi dalam arah, besaran (*magnitude*) dan intensitas (*volatility*). *Overreact* terjadi dalam jangka pendek.

Paul (1990) dan Zarowin (1990) berlandaskan pada penemuan Keim (1983) menentang pembuktian dari Bondt dan Thaller dengan membuktikan bahwa kecenderungan *loser* untuk menjadi *winner* bukan disebabkan oleh pelaku pasar yang *overreact* terhadap informasi yang dramatis tetapi lebih kepada kecenderungan *loser* memiliki ukuran perusahaan yang lebih kecil dari *winner*. Besarnya ukuran perusahaan tetap mempengaruhi perilaku pelaku pasar walaupun fenomena ukuran perusahaan juga mencerminkan pasar yang tidak efisien atau kesalahan spesifikasi dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Adanya *overreaction hypothesis* mendorong adanya strategi untuk membeli *loser* dan menjual *winner*. Perusahaan Fidelity Magelland telah memperoleh keuntungan melalui strategi ini. Strategi sebaliknya, yaitu membeli *winner* dan menjual *loser* juga dilakukan, dan *abnormal return* tetap dapat diperoleh. Ini membuktikan bahwa risiko *winner* dan *loser* tidak konstan sepanjang waktu (lihat

misalnya, Chan, 1988; Cox and Peterson, 1994; dan Huang, 1998).

## 2.2 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penjelasan pada tinjauan literatur dan penelitian terkait di atas, maka hipotesis untuk penelitian ini adalah:

1. reaksi yang berlebihan dapat digunakan untuk memprediksikan pola portofolio *loser* memiliki *excess return* yang mengungguli portofolio *winner*,
3. reaksi berlebihan dapat digunakan untuk memprediksikan *excess return* portofolio *loser* yang mengungguli portofolio *winner* berdasarkan PER.

## 3. Metode Penelitian

### 3.1. Sampel

Penentuan sampel dilakukan pada sektor manufaktur dengan menggunakan metode *purposive random sampling*. Setiap saham yang ada dalam sektor manufaktur yang telah memenuhi syarat (telah dan tetap *listing* pada tahun 1996 sampai tahun 2000), yaitu sebanyak 141 saham, memiliki kemungkinan yang sama untuk dipilih menjadi sampel. Dari 141 saham dipilih secara random 30 saham yang mewakili sektor tersebut. Pengambilan sampel tidak mempertimbangkan jenis industri

manufaktur saham. Saham yang terpilih dapat dilihat pada lampiran 1a.

### 3.2. Metode Analisis Data

Data yang akan dianalisis adalah data *excess return* yang diperoleh dari selisih *return* saham harian masing-masing sampel dengan *return* indek pasar yang diwakili oleh *return* IHSG secara harian pula. *Return* saham diperoleh dengan mencari *return* harian secara absolut dengan membagi selisih harga tiap hari dengan harga pada hari sebelumnya. Penelitian ini menggunakan formula logaritma natural, harga pada hari  $t$  dibagi dengan harga pada hari  $t-1$  (Sharpe dan Alexander, 1997, p.79).

Data berupa *excess return* harian yang telah ada kemudian dikelompokkan secara bulanan (rerata bulanan) menurut sampel yang ada. Penggunaan rerata hitung (*arithmetic method*) untuk menghitung *test period return* dan untuk menghitung *rank period return* tidak akan menimbulkan masalah (Dissanaike, 1994) karena metode ini menghasilkan pengukuran yang tetap akurat. Penelitian ini membagi periode penelitian menjadi dua, yaitu: periode selama dua tahun pertama, 1996-1997, digunakan untuk membentuk portofolio sampel berdasarkan *ranking excess return* dan berdasarkan *ranking* PER. Sedangkan untuk periode selanjutnya selama tiga tahun, 1998-2000, merupakan periode

pengujian untuk menguji hipotesis *overreaction*, yaitu bisa tidaknya pergerakan harga saham diprediksi dari hasil pembentukan portofolio tadi.

Setelah diperoleh *return* sampel beserta *return* indek pasar secara harian, kemudian akan dikelompokkan menurut bulan untuk tiap sampel. Rerata *return* dikelompokkan dengan urutan bulan dari Januari sampai Desember. Rerata *return* bulanan akan dikurangkan dengan rerata *return* IHSG untuk kemudian diperoleh *excess return* bulanan untuk tiap sampel. Hasil ini selanjutnya akan digunakan sebagai data untuk pengujian hipotesis.

### 3.3. Pembentukan Portofolio

Hasil *excess return* dalam periode penelitian akan dibagi menjadi dua periode, yaitu periode pembentukan portofolio dan periode pengujian. Periode pembentukan portofolio berlangsung selama dua tahun (1996-1997). Pembentukan portofolio ini kemudian dibagi menjadi dua berdasarkan acuan yang dipakai dalam pembagian. Satu portofolio dibentuk berdasarkan pada *ranking excess return*, sedangkan berikutnya portofolio dibentuk berdasarkan *ranking Price Earning Ratio (PER)*.

Pembentukan pola *winner-loser* didasarkan pada *ranking* rerata kumulatif *excess return* dan PER untuk 30 sampel

pada akhir periode pembentukan. Pada Desember 1997, *excess return* dan PER untuk masing-masing sampel dikumulasikan dan diperoleh rerata dua tahun. Sampel diurutkan berdasarkan *ranking* rerata *excess return* dan PER. Keseluruh sampel dibagi dalam jumlah yang sama menjadi enam portofolio.

Tiap portofolio terdiri dari lima sampel. Portofolio satu memiliki *excess return/PER* terendah (*loser*) sedangkan portofolio enam memiliki *excess return/PER* tertinggi (*winner*). Portofolio kedua sampai kelima berada diantaranya. Untuk pembagian portofolio dapat dilihat pada lampiran Ib.

### 3.4. Pengujian Overreact Hypothesis

Portofolio yang telah terbentuk selama periode pembentukan akan diamati perilakunya selama periode pengujian. Periode pengujian berlangsung selama tiga tahun, 1998 sampai 2000. Hasil dari pengamatan akan disajikan dalam bentuk grafik. Dari grafik ini dapat diperoleh perilaku portofolio *loser* dan portofolio *winner* terhadap informasi yang sifatnya tidak terduga atau dramatis.

*Overreact hypothesis* menyatakan bahwa dalam masa pengujian, *loser* akan memiliki *excess return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *winner* dan sebaliknya. Perilaku ini dapat diprediksikan

terlebih dahulu. Hasil dari analisis akan sampai pada kesimpulan apakah perilaku *winner* dan *loser* saham manufaktur dapat diprediksi sebelumnya.

### 3.4.1. Pengujian pola *winner-loser* berdasarkan *excess return*

Selama tiga tahun dalam periode pengujian, *excess return* untuk tiap portofolio akan diamati pergerakannya dan reaksi terhadap informasi yang terjadi secara dramatis. *Excess return* yang diamati adalah *excess return* yang diperoleh dari rerata *excess return* bulanan lima sampel yang ada dalam tiap portolio.

Pengujian dilakukan dengan melihat pergerakan *excess return* masing-masing portolio secara grafikal. Grafik tersebut akan menunjukkan pergerakan *excess return* secara bulanan yang terdiri dari dua belas bulan untuk enam portofolio, kemudian secara grafikal juga akan ditampilkan total *excess return* enam portofolio yang mencakup tiga tahun periode pengujian. Terakhir, grafik akan menampilkan pergerakan *excess return* untuk portofolio satu dan portofolio enam secara *time series* bulanan selama periode pengujian.

Jika selama periode pengujian ini didapati bahwa portofolio *loser* tidak mengungguli portofolio *winner* seperti yang diprediksikan oleh *overreact*

*hypothesis*, maka dikatakan *overreact hypothesis* tidak berlaku. Sebaliknya, jika selama periode pengujian portofolio *loser* ternyata mengungguli portofolio *winner*, maka dikatakan terjadi *overreact hypothesis*.

### 3.4.2. Pengujian pola *winner-loser* berdasarkan PER

Selama tiga tahun dalam periode pengujian, *excess return* untuk tiap portofolio akan diamati pergerakannya dan reaksi terhadap informasi yang terjadi secara dramatis. *Excess return* yang diamati adalah *excess return* yang diperoleh dari rerata *excess return* bulanan lima sampel yang ada dalam tiap portolio.

Pengujian akan dilakukan sama dengan pengujian pola *winner-loser* berdasarkan *excess return*. Secara grafikal akan ditampilkan pergerakan *excess return* secara bulanan untuk enam portofolio.

Jika selama periode pengujian ini didapati bahwa portofolio *loser* tidak mengungguli portofolio *winner* seperti yang diprediksikan oleh *overreact hypothesis*, maka dikatakan *overreact hypothesis* tidak berlaku. Sebaliknya, jika selama periode pengujian portofolio *loser* ternyata mengungguli portofolio *winner*, maka dikatakan *overreact hypothesis* berlaku.

4. Analisis Data

4.1. Portofolio pola winner-loser berdasarkan excess return

Pengujian untuk pembentukan portofolio berdasarkan *ranking excess return* (lihat lampiran 2-A) dilakukan dengan menghasilkan empat buah grafik. Keempat grafik akan menggambarkan pola pergerakan semua portofolio (enam portofolio yang dibentuk) yang berdasar pada *ranking excess return* dari empat buah sudut pandang. Tujuan dari keempat grafik tersebut adalah untuk memberikan gambaran detail mengenai pergerakan *excess return* yang diperoleh tiap portofolio (lihat lampiran 3AB).

Grafik satu adalah grafik bulanan selama dua belas bulan untuk tiap portofolio, grafik kedua adalah grafik *excess return* total untuk tiap portofolio, grafik ketiga merupakan pergerakan *excess return* dari bulan pertama pengujian sampai bulan ketigapuluhenam selama tiga tahun periode pengujian, dan grafik keempat untuk melihat pola pergerakan PER selama tiga tahun pengujian.

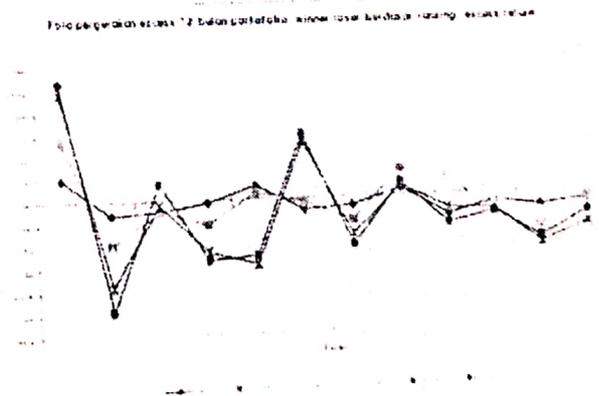
Grafik satu, yaitu grafik *excess return* secara bulanan untuk dua belas bulan. Dalam grafik ini portofolio satu memiliki *excess return* yang bergerak disekitar angka nol atau dengan kata lain *excess return* untuk portofolio satu cenderung stabil pada angka nol. Sedangkan untuk portofolio enam kelihatan lebih memberikan reaksi

terhadap informasi yang masuk ke dalam pasar. Hal ini ditunjukkan dengan Bergeraknya *excess return* yang cenderung mengungguli portofolio lainnya.

Secara keseluruhan, untuk semua portofolio yang lain memiliki arah pergerakan yang sama dan cenderung mengikuti arah pergerakan kedua ektrim portofolio di atas (portofolio satu dan portofolio enam). Urutan besaran pergerakan *excess return* per bulan tiap portofolio dimulai dari yang terkecil, sebagian besar dimulai dari portofolio satu, portofolio dua, portofolio tiga, portofolio empat, portofolio lima dan portofolio enam.

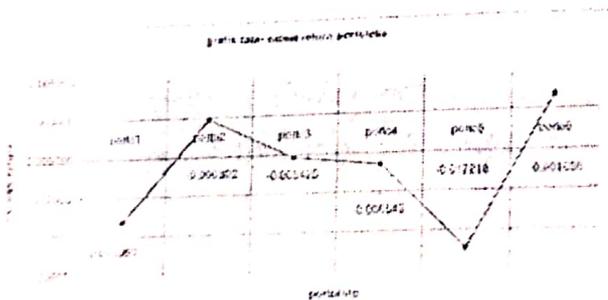
Pada bulan Januari, *excess return* yang diperoleh paling besar dibanding dengan *excess* bulan lain. *Excess* tertinggi diperoleh portofolio enam dan terkecil portofolio satu. Ini menunjukkan tidak ada indikasi terjadinya anomali *seasonal January effect*. Grafik pertama dapat dilihat pada grafik dibawah ini.

Grafik 1. Pola pergerakan excess 12 bulan potofolio berdasar ranking excess return



Grafik kedua adalah grafik yang memperlihatkan total *excess return* yang diperoleh tiap portofolio selama tiga tahun pengujian. Pada grafik terlihat bahwa kecuali portofolio enam yang terdiri dari sampel dengan *excess return* positif tertinggi, semua portofolio selama periode pengujian berada di bawah angka nol atau negatif. Portofolio satu memiliki total *excess return* sebesar  $-0,01308$ , sedangkan portofolio enam memiliki total *excess return* sebesar  $0,00164$  (lihat lampiran 3C). Portofolio lainnya berada diantaranya, pada portofolio lima ditemukan *excess return* yang lebih rendah daripada *excess return* portofolio satu, yaitu sebesar  $-0,03722$ . Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada grafik dua di bawah ini.

Grafik 2. Total *excess return* portofolio berdasar ranking *excess return*



Grafik ketiga memberikan pola pergerakan *excess* selama tiga puluh enam bulan selama tiga tahun pengujian. Pola

pergerakan secara khusus hanya ditujukan untuk portofolio satu dan portofolio enam. Secara umum, pada tahun 1998 terjadi volatilitas *excess* yang tinggi disertai dengan *magnitude* (besaran) yang tinggi pula. Sedangkan untuk dua tahun selanjutnya, yaitu 1999 dan 2000 cenderung lebih rendah volatilitas dan *magnitude*-nya dibanding dengan 1998. Pertengahan 1999 (Juli 1999) sampai dengan pertengahan 2000 (Mei 2000) terlihat portofolio satu mengungguli portofolio enam. Hal yang sama juga terjadi pada awal 1998 sampai pertengahan 1998 (Juli 1998). Sedangkan untuk bulan lainnya, portofolio satu dan portofolio enam bergerak dengan arah yang sama dengan portofolio enam lebih besar atau sama dengan portofolio satu.

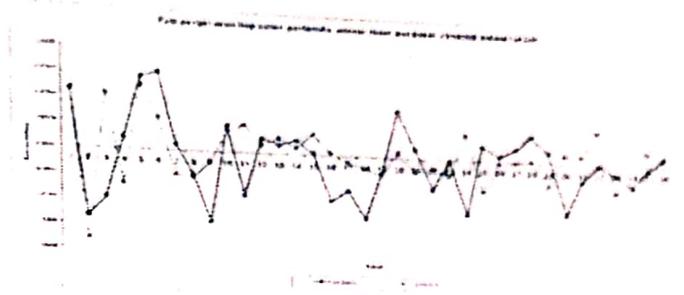
Keadaan seperti di atas memberikan indikasi untuk keadaan puncak krisis (awal sampai pertengahan 1998) dan ketika muncul informasi yang dramatis selama pertengahan 1999 sampai pertengahan 2000 perilaku pasar akan cenderung *overreact* terhadap peristiwa yang terjadi terutama isu-isu politik yang ramai sepanjang tahun-tahun pengujian berlangsung. Secara ringkas dapat dilihat pada grafik tiga.

Grafik keempat memperlihatkan pergerakan PER selama tiga tahun pengujian untuk memberikan perbandingan dengan temuan sebelumnya. Untuk data PER perusahaan Multi-polar Corporation Tbk pada tahun 1999 memberikan nilai

ekstrim yang besar (2003,57) sehingga dikeluarkan dalam analisis statistik. Secara umum untuk 1999 PER untuk semua portofolio mengalami kenaikan. Urutan kenaikan PER selama 1999 dimulai dari tertinggi pada portofolio tiga dan diikuti portofolio satu, dua, lima, empat dan portofolio enam. Sedangkan PER untuk 1998 secara keseluruhan lebih tinggi dibanding dengan PER 2000 (lihat lampiran 4).

Pola di atas menunjukkan untuk keadaan krisis (tidak normal) PER akan lebih tinggi dibanding dengan PER pada saat normal (bandingkan PER 1998 dan 2000) sedangkan pada saat terjadi informasi dramatis selama 1999 membuat PER untuk semua portofolio mengalami kenaikan terutama bagi portofolio *loser*, yaitu portofolio satu sampai tiga (portofolio satu pada tahun sebelumnya, 1998) berada pada urutan terendah. Grafik untuk PER dapat dilihat pada grafik empat.

Grafik 3. Pola pergerakan *excess* 36 bulan portofolio berdasar *ranking excess return*



Grafik 4. Pola pergerakan PER portofolio berdasar *ranking excess return*

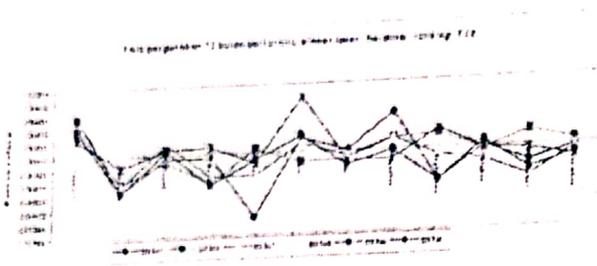
Pola pergerakan PER tahunan portofolio berdasar *ranking excess*



#### 4.2. Portofolio pola winner loser berdasar ranking PER

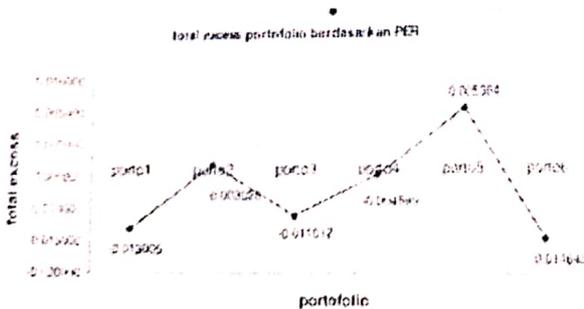
Pengujian untuk pembentukan portofolio berdasarkan *ranking* PER (lihat lampiran 2-B) dilakukan dengan empat buah grafik. Grafik pertama dari pola pergerakan portofolio berdasar *ranking* PER adalah grafik pergerakan *excess* selama dua belas bulan dalam tahun pengujian. Dalam grafik ini secara keseluruhan masing-masing portofolio memiliki pola pergerakan yang berbeda. Dari grafik pergerakan ini belum dapat diperoleh suatu gambaran pergerakan *excess* yang terpola.

Grafik 5. Pola pergerakan *excess* 12 bulan portofolio berdasar *ranking* PER



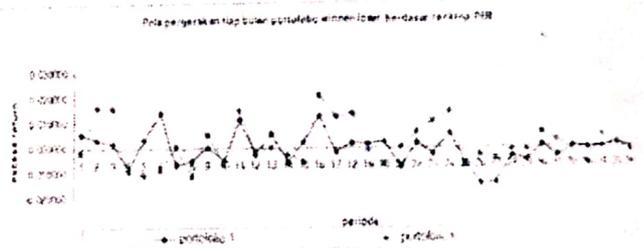
Grafik kedua memberikan gambaran mengenai perbandingan besaran untuk total *excess* selama tiga tahun untuk tiap portofolio. Dalam grafik ini terlihat hanya ada satu portofolio yang memiliki total *excess* positif, yaitu portofolio lima. Posisi terendah pada portofolio enam, kemudian portofolio satu, tiga, empat dan portofolio dua (lihat lampiran 3D). Hal ini memberikan indikasi yang lemah adanya *overreact* portofolio satu kepada portofolio enam dan akan dilanjutkan untuk grafik berikutnya.

Grafik 6. Total *excess return* portofolio berdasar *ranking* PER



Grafik ketiga memberikan pola pergerakan *excess return* portofolio satu dan portofolio enam selama tiga puluh enam bulan dalam periode pengujian. Pola pergerakan untuk dua tahun pertama memiliki volatilitas yang lebih besar dibanding dengan tahun selanjutnya (2000). Sedangkan *magnitude* untuk 1999 dan 1998 hampir sama dengan 1999 lebih positif dibanding 1998. Sepanjang tahun 1999 sampai Juli 2000, portofolio enam terlihat mengungguli portofolio satu. Hal yang sama terjadi pada bulan kedua, tiga, tujuh, sembilan, dan kesebelas. Sebagian besar bulan

Grafik 7. Pola pergerakan 36 bulan portofolio berdasar *ranking* PER



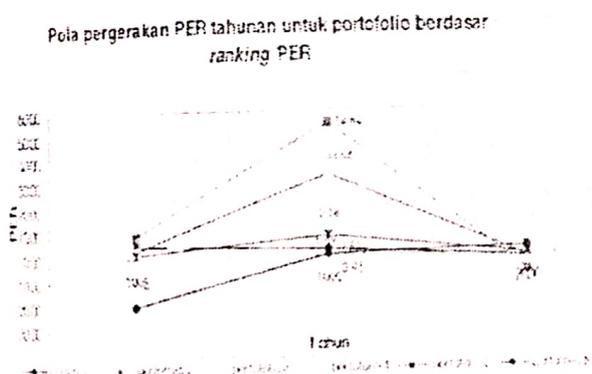
memiliki *excess return*, portofolio enam mengungguli portofolio satu. Keadaan ini memberikan indikasi yang lemah adanya *overreact* dalam portofolio berdasar *ranking* PER.

Grafik keempat memberikan perbandingan yang dilihat dari pergerakan

PER selama tahun pengujian. PER keseluruhan portofolio mengalami kenaikan pada tahun 1999. PER tertinggi terjadi pada portofolio dua. Portofolio enam memiliki PER yang terendah. Urutan setelah portofolio dua adalah portofolio tiga, empat, lima dan satu.

Portofolio satu tidak mengalami kenaikan pada tahun 1999, sedangkan portofolio dua dan tiga terjadi sebaliknya (kedua portofolio cenderung ke arah *loser*). Hal ini kembali memberikan indikasi adanya *overreact* tetapi bukan terjadi pada portofolio yang mendapat *lose* terbesar.

Grafik 8. Pola pergerakan PER portofolio berdasar *ranking* PER



## 5. Kesimpulan Dan Implikasi

Hasil analisis data melalui masing-masing empat buah grafik memberikan temuan sebagai berikut.

1. Berdasarkan grafik yang memberikan pola pergerakan selama dua belas bulan dalam periode pengujian terbagi dalam dua bentuk portofolio. Untuk portofolio berdasar *ranking excess return*, semua portofolio cenderung memiliki arah pergerakan yang sama. Portofolio satu memiliki *magnitude* yang berada di sekitar nol. Hal ini dapat disebabkan oleh adanya *excess return* yang besar dengan arah yang berlawanan sehingga saling meniadakan. Sedangkan pada portofolio enam tidak terjadi hal yang sama. Untuk portofolio berdasar *ranking* PER, tiap portofolio bergerak dengan arah dan besaran yang saling berbeda. Dengan kata lain, pergerakan *excess return* untuk dua belas bulan tidak terpola. Dari kedua grafik ini belum dapat ditarik suatu kesimpulan atau belum kelihatan terjadinya *overreact*.
2. Grafik total *excess return* juga belum dapat memberikan penjelasan mengenai ada tidaknya *overreact*. Untuk portofolio berdasar *ranking excess return*, total *excess return* tertinggi dialami oleh portofolio enam (positif) dan terendah dialami oleh portofolio lima (negatif), portofolio lain ada pada angka negatif. Sedangkan untuk portofolio berdasar PER, total *excess return* tertinggi dicapai oleh portofolio lima (positif) dan terendah pada

- portofolio enam (negatif). *Overreact* belum terlihat secara jelas pada grafik ini.
3. Grafik pergerakan selama tiga puluh enam bulan memberikan indikasi adanya *overreact* secara separatis terjadi. Untuk portofolio berdasar *ranking excess return*, awal ke pertengahan 1998; Juli 1999 ke Mei 2000 terjadi portofolio satu mengungguli portofolio enam, sedang pada bulan lain portofolio enam memiliki *excess return* yang lebih besar atau sama dengan portofolio satu. Hal ini menunjukkan adanya *overreact* secara separatis dan tidak mencakup rentang waktu yang lama. Selama tahun 1998 sampai Mei 2000 selalu muncul isu-isu politik yang dinilai oleh pasar sebagai informasi yang dramatis. Untuk portofolio berdasar *ranking PER*, portofolio satu mengungguli portofolio enam pada bulan ke-5, 6, 8, 13, 15, 20, 32, dan 33. Sedangkan bulan lain tidak mengalaminya. Hal ini menjelaskan terjadinya *overreact* tidak meliputi rentang waktu yang lama tetapi lebih bersifat separatis atau terpisah-pisah.
  4. Grafik pergerakan PER memberikan perbandingan untuk memperkuat hasil sebelumnya. PER pada 1999 mengalami kenaikan baik untuk portofolio dengan *ranking excess* ataupun portofolio dengan *ranking*

PER. Urutan pada 1999 untuk portofolio dengan *ranking excess return* adalah tiga, satu, dua, lima, empat, dan enam. Sedang untuk *ranking PER*, urutan portofolio adalah dua, tiga, empat, lima, satu, dan enam. Portofolio satu, dua dan tiga cenderung *loser* dibanding dengan portofolio empat, lima dan enam. Artinya selama tahun 1999 terjadi *overreact*. Ini didukung juga dengan PER 1998 yang lebih tinggi dari PER 2000 karena 1998 terjadi puncak krisis (tidak normal).

Kesimpulan yang ditarik dari penjelasan di atas adalah:

1. *overreact* tidak terjadi dalam rentang waktu yang lama tetapi lebih bersifat separatis/terpisah-pisah dalam pergerakannya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Chen (1988), Mun *et al.* (2000), dan Nam (2001), yaitu *overreact* tidak bersifat konstan sepanjang waktu. Munculnya *overreact* mengikuti munculnya peristiwa yang dinilai pasar sebagai informasi dramatis terutama isu-isu politik yang muncul;
2. *overreact* pada portofolio dengan *ranking excess return* lebih menonjol dibandingkan dengan *overreact* yang terjadi pada portofolio dengan *ranking PER*;
3. *overreact* yang terjadi lebih bersifat sesaat dapat memberikan bukti bahwa

pasar modal khususnya sektor manufaktur mengalami efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*) karena *overreact* yang sesaat menyebabkan investor tidak dapat mengalami *excess return* yang besar dalam waktu yang lama.

## 6. Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian muncul berbagai kendala dan batasan yang dipakai agar hasil nantinya tidak mengalami bias. Kendala yang muncul dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai pendorong untuk penelitian yang lebih lanjut.

*Overreact* muncul lebih bersifat separatis/ terpisah sehingga dengan rentang waktu penelitian yang pendek akan sulit untuk diambil suatu kesimpulan. Hal ini pernah diungkapkan oleh Chen dan Sauer (1997) bahwa rentang waktu amat penting dalam melihat perilaku *overreact* saham.

*Overreact* juga dapat digunakan untuk menguji tingkat efisiensi pasar modal. Tingkat efisiensi ini sangat tergantung pada periode yang diambil dalam penelitian. Untuk satu periode dapat dinyatakan efisien tetapi untuk periode lain belum tentu efisien.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ajayi, R. A., and S. Mehdian, 1994, "Rational Investors' Reaction to Uncertainty: Evidence From the World's Major Markets," *Journal of Business Finance*, 21: 4, 533-545.
- Akhigbe, A, T. Gosnell, and T. Harikumar, 1998, "Winners and Losers on NYSE: A Re-Examination Using Daily Closing Bid-Ask Spreads," *Journal of Financial Research*, 21:1, 53-64.
- Alonso, A. and G. Rubio, 1990, "Overreaction in the Spanish Equity Market," *Journal of Banking and Finance*, 14: 2, 3, 469-481.
- Baytas, A., and N. Cakici, 1999, "Do Markets Overreact: International Evidence" *Journal of Banking and Finance*, 23: 7, 1121-1144.
- Beaver, W, and W Landsman, 1989, "Note on the Behavior of Residual Security Returns for Winner and Loser Portfolios," *Journal of Accounting and Economics*, December, 233-241.
- Bernstein, P., 1987, "Does the Stock Market Overreact? Discussion," *Journal of Finance*, July, 806-808
- Brown, K. C, and W V. Harlow, 1986, "Stock Market Overreaction: An Event Response Analysis," Working Paper, University of Texas.

- Brown, K. C., and W. V. Harlow, 1988, "Market Overreaction: Magnitude and Intensity," *The Journal of Portfolio Management*, Winter, 6-13.
- Chan, K., 1988, "On the Contraries Investment Strategy," *Journal of Business*, 147-163.
- Chen, C. R., and D. A. Sauer, 1997, "Is Stock Market Overreaction persistent Over Time?", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24:1, 51-66.
- Clare, A., and S. Thomas, 1995, "The Overreaction Hypothesis and the UK Stock Market," *Journal of Business Finance and Accounting*, 22: 7, 961-973.
- Cox, D. R., and D. R. Peterson, 1994, "Stock returns Following Large One-Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-term Performance," *Journal of Finance*, 49: 1, 255-267.
- da Costa, N. C. A., Jr., 1994, "Overreaction in Brazilian Stock Market," *Journal of Banking and Finance*, 18: 4, 633-642.
- De Bondt, W. F. M., 1989, "Stock Price Reversals and Overreaction to News Events: A Survey of Theory and Evidence," in Taylor, S. J., B. G. Kingsman, and R. M. C. Guimaraes (eds), *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, Heidelberg: Springer-Verlag.
- De Bondt, W. F. M., and R. Thaler, 1985, "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*, July, 793-807.
- De Bondt, W. F. M., and R. Thaler, 1987, "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality?" *Journal of Finance*, July, 557-581.
- Dissanaike, G., 1994, "On the Computation of Return in Tests of the Stock Market Overreaction Hypothesis," *Journal of Banking and Finance*, 18:6, 1083-1094.
- Dissanaike, G., 1997, "Do Stock Market Investors Overreact?", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24: 1, 27-49.
- Howe, J., 1986, "Evidence on Stock Market Overreaction," *Financial Analysis Journal*, July/August, 74-77.
- Huang, Y S., 1998, "Stock Price Reaction to Daily Limit Moves: Evidence from the Taiwan Stock Exchange," *Journal of Business Finance and Accounting*, 25: 3, 4, 469-483.
- Jensen, M., 1978, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency," *Journal of Financial Economics*, June/September, 95-101.

- Jones, S. L., 1987, "Reaction to the Overreaction Hypothesis," Working Paper, Purdue University, September.
- Jordan, S. D., and B. D. Jordan, 1991, "Seasonality in Daily Bond Returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 269-285.
- Keim, D., 1983, "Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, June, 13-32.
- Ketcher, D. N., and B. D. Jordan, 1994, "Short-Term Price Reversals following Major Price Innovations: Additional Evidence on Market Overreaction," *Journal of Economics and Business*, 46: 4, 307-323.
- Mun, J. C., G. M. Vasconcellos, and R. Kish, 2000, "The Contrarian/Overreaction Hypothesis: An Analysis of the US and Canadian Stock Markets," *Global Finance Journal*, 11: 1, 2, 53.
- Nam, K., C. S. Pyun, and S. L. Avard, 2001, "Asymmetric Reverting Behavior of Short -Horizon Stock Returns: An Evidence of Stock Market Overreaction," *Journal of Banking and Finance*, 25: 4, 807.
- Pettengill, G. N., and B. D. Jordan, 1990, "The Overreaction Hypothesis, Firm Size, and Stock Market Seasonality," *The Journal of Portfolio Management*, Spring. 60-64.
- Zarowin, P., 1989, "Does the Stock Market Overreact to Corporate Earning Information?" *Journal of Finance*, December, 1385-1399.
- Zarowin, P., 1990, "Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25: 1, 113-125.