

## **BAB IV**

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Deskripsi Data**

##### **4.2.1 Deskripsi Objek Penelitian**

Perusahaan pertambangan merupakan salah satu sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perkembangan industri pertambangan begitu pesat saat ini dan akan semakin besar di masa yang akan datang. Hal ini disebabkan oleh potensi geologi Indonesia yang sangat kaya akan bahan tambang. Di awal tahun 1938, industri pertambangan mulai bermunculan dan mulai tahun 80-an, industri pertambangan sudah mulai terdaftar di BEI. Adapun jumlah perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 berjumlah 21 perusahaan. Mengingat perusahaan yang bergerak pada sektor pertambangan tersebut adalah perusahaan yang sangat peka terhadap pasang surut perekonomian, maka seiring perkembangannya sektor pertambangan dianggap menjadi salah satu sektor yang mampu bertahan dari kondisi ekonomi secara makro di Indonesia. Terbukti dengan semakin banyaknya sektor pertambangan yang melakukan IPO, dan hingga tahun 2017 sektor pertambangan yang terdaftar di BEI bertambah menjadi 43 perusahaan. Adapun 43 perusahaan tersebut terbagi ke dalam 4 subsektor pada sektor pertambangan yaitu subsektor batu bara, subsektor minyak dan gas bumi, subsektor logam dan mineral, dan subsektor batu-batuan.

Sejak diundangkannya UU Pertambangan no. 11 tahun 1967 serta UU PMA no.1 tahun 1967 selama kurun waktu lebih kurang tiga dasawarsa, sektor pertambangan kita telah mengalami transformasi yang mengesankan. Industri pertambangan Indonesia telah mengalami lompatan kemajuan yang meyakinkan. Status negara Indonesia telah

berubah dari suatu negara yang tidak berarti menjadi salah satu negara penghasil barang tambang yang penting di dunia.

Produk yang dihasilkan dari industri pertambangan sangat beragam. Produk tersebut dapat berupa: minyak bumi, gas bumi, batubara, timah, nikel, bauksit, pasir besi, emas, perak, tembaga, batu granit, bahan galian golongan C (seperti: kaolin, mangan, aspal, yodium, belerang, fosfat, asbes, pasir kwarsa, marmer, batu gamping, feldspar, bentonit).

## **4.2 Hasil Analisis Data**

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data saham bulanan untuk mencari *actual return*, *expected return*, dan *abnormal return* masing-masing saham selama periode pengamatan. Kemudian dari abnormal return akan dibentuk kategori saham *winner* dan *loser* selama periode formasi dan pengujian dalam masa triwulan dan semester, lalu mencari CAR kategori saham *winner* dan *loser*. CAR setiap kategori akan digunakan untuk melihat terjadinya *price reversal* atau pembalikan harga. Rata-rata CAR atau ACAR *loser* dan *winner* dicari untuk mengamati terjadinya *market overreaction*. Perhitungan dilakukan menggunakan *microsoft office 2010*. Masing-masing data tersebut dapat dilihat sebagai berikut:

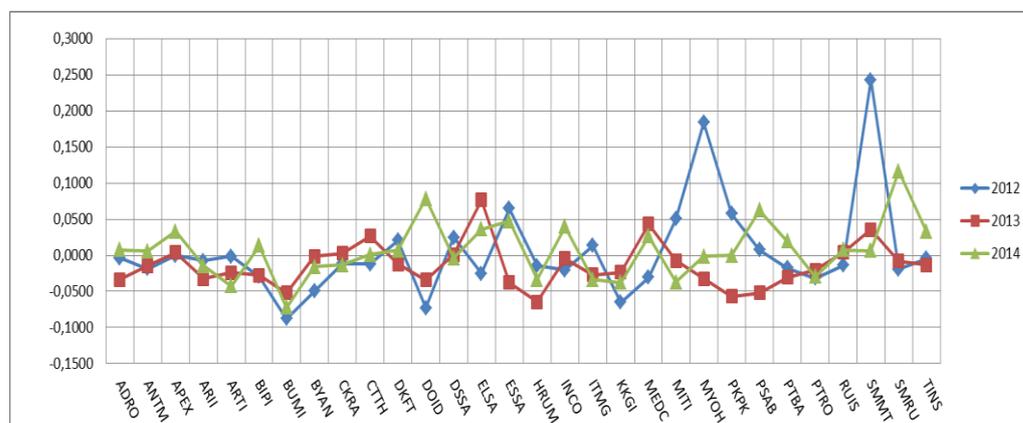
### **4.2.1 Actual Return**

*Actual return* merupakan *return* yang sesungguhnya yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data histori. Perhitungan *actual return* dilakukan terhadap 30 perusahaan pada harga saham bulanan, dengan data yang digunakan pada tabel 4.1 berikut adalah rata-rata *actual return* dari masing-masing perusahaan pada tahun 2012 hingga 2014 sebagai berikut :

**Tabel 4.1 Rata-Rata Actual Return Perusahaan pada 2012-2014**

Saham	2012	2013	2014	Saham	2012	2013	2014	Saham	2012	2013	2014
ADRO	-0,0041	-0,0339	0,0073	DKFT	0,0206	-0,0121	0,0068	MITI	0,0502	-0,0076	-0,0374
ANTM	-0,0188	-0,0145	0,0060	DOID	-0,0729	-0,0341	0,0786	MYOH	0,1840	-0,0322	-0,0012
APEX	0,0000	0,0039	0,0331	DSSA	0,0247	0,0012	-0,0037	PKPK	0,0579	-0,0568	-0,0004
ARII	-0,0074	-0,0325	-0,0147	ELSA	-0,0253	0,0764	0,0363	PSAB	0,0075	-0,0521	0,0623
ARTI	-0,0017	-0,0241	-0,0423	ESSA	0,0648	-0,0379	0,0477	PTBA	-0,0177	-0,0304	0,0193
BIPI	-0,0293	-0,0276	0,0135	HRUM	-0,0148	-0,0645	-0,0336	PTRO	-0,0319	-0,0203	-0,0297
BUMI	-0,0881	-0,0523	-0,0724	INCO	-0,0203	-0,0045	0,0398	RUIS	-0,0138	0,0040	0,0076
BYAN	-0,0495	-0,0012	-0,0160	ITMG	0,0137	-0,0269	-0,0334	SMMT	0,2430	0,0353	0,0060
CKRA	-0,0118	0,0027	-0,0133	KKGI	-0,0652	-0,0234	-0,0380	SMRU	-0,0193	-0,0078	0,1165
CTTH	-0,0125	0,0267	0,0012	MEDC	-0,0305	0,0435	0,0267	TINS	-0,0043	-0,0133	0,0328

Berdasarkan tabel perhitungan *actual return* di atas setiap perusahaan mengalami perubahan naik turun *actual return*. Perhitungan *actual return* yang tinggi mencerminkan semakin tinggi pula investor mendapat profit. Jika dilihat dari *actual return* masing-masing perusahaan terdapat perusahaan yang mengalami keanjlokkan harga saat terjadi krisis tahun 2013 namun menunjukkan pembalikan harga atau membaik pada tahun 2014 yang cukup signifikan, seperti saham MYOH, ESSA, PSAB, dan ADRO. Namun ada pula yang tidak mengalami perbaikan harga di tahun 2014 seperti SMMT, MITI, dan ARTI. Di sisi lain, perusahaan yang memiliki harga buruk pada tahun 2012 justru meningkat tajam pada 2014 seperti SMRU, DOID, dan INCO. Dari tabel di atas dapat digambarkan untuk lebih memudahkan dalam melihat fluktuasi *actual return* sebagai berikut :



**Gambar 4.1 Grafik Rata-Rata Actual Return Perusahaan pada 2012-2014**

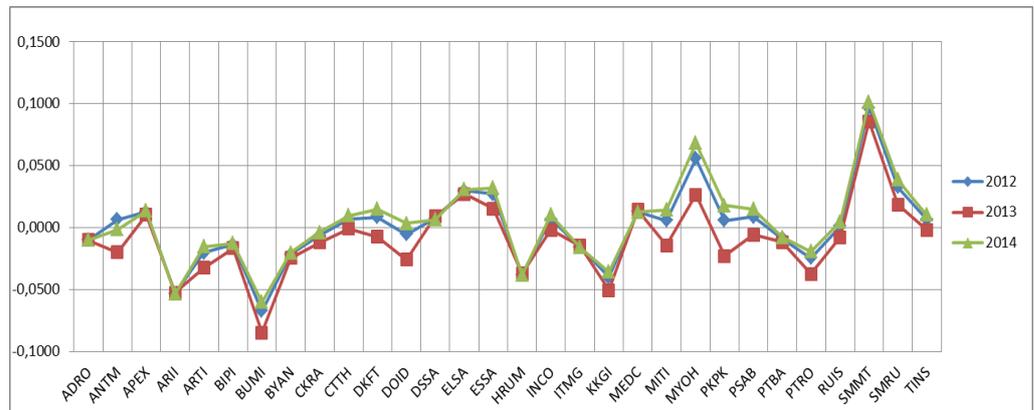
#### 4.2.2 Expected Return

*Expected return* adalah pengembalian yang diharapkan akan diterima di masa mendatang dari investasi.. Perhitungan *expected return* dilakukan terhadap 30 perusahaan pada harga saham bulanan, dengan data yang digunakan pada tabel 4.2 berikut adalah rata-rata *expected return* dari masing-masing perusahaan pada tahun 2012 hingga 2014 sebagai berikut :

**Tabel 4.2 Rata-Rata *Expected Return* Perusahaan pada 2012-2014**

Saham	2012	2013	2014	Saham	2012	2013	2014	Saham	2012	2013	2014
ADRO	-0,0101	-0,0100	-0,0101	DKFT	0,0082	-0,0077	0,0148	MITI	0,0056	-0,0145	0,0141
ANTM	0,0062	-0,0200	-0,0014	DOID	-0,0054	-0,0261	0,0033	MYOH	0,0559	0,0263	0,0683
APEX	0,0125	0,0101	0,0135	DSSA	0,0071	0,0089	0,0064	PKPK	0,0058	-0,0229	0,0178
ARII	-0,0533	-0,0528	-0,0536	ELSA	0,0297	0,0271	0,0308	PSAB	0,0087	-0,0057	0,0148
ARTI	-0,0204	-0,0324	-0,0153	ESSA	0,0272	0,0152	0,0322	PTBA	-0,0090	-0,0119	-0,0078
BIPI	-0,0139	-0,0168	-0,0127	HRUM	-0,0382	-0,0371	-0,0386	PTRO	-0,0248	-0,0374	-0,0195
BUMI	-0,0675	-0,0849	-0,0602	INCO	0,0066	-0,0018	0,0102	RUIS	0,0010	-0,0079	0,0047
BYAN	-0,0216	-0,0248	-0,0203	ITMG	-0,0157	-0,0147	-0,0161	SMMT	0,0969	0,0859	0,1016
CKRA	-0,0064	-0,0121	-0,0040	KKGI	-0,0402	-0,0506	-0,0358	SMRU	0,0325	0,0184	0,0385
CTTH	0,0065	-0,0008	0,0096	MEDC	0,0130	0,0142	0,0125	TINS	0,0067	-0,0019	0,0104

Berdasarkan tabel perhitungan *expected return* di atas setiap perusahaan mengalami perubahan naik turun *expected return*. Sedangkan model *expected return* yang penulis gunakan adalah *market model* yang menggunakan beta saham dari *actual return* saham dan *actual return market* yang diregresikan. Dalam rata-rata *expected return* dapat dilihat bahwa jarak setiap titik tahun pada suatu perusahaan cukup rapat hal ini menandakan *expected return* setiap perusahaan pada tahun 2012-2014 tidak begitu fluktuatif sebagaimana fluktuasi yang terjadi pada *actual return* dan *abnormal return*. Namun selisih *expected return* yang cukup signifikan dari tahun ketahun terjadi pada beberapa perusahaan seperti ANTM, MYOH, PKPK, dan DOID. Untuk mengamati lebih jelas dapat digambarkan dalam bentuk grafik sebagai berikut :



**Gambar 4.2 Grafik Rata-Rata Actual Return Perusahaan pada 2012-2014**

### 4.2.3 Abnormal Return

*Abnormal return* adalah *return* yang diperoleh investor saat *return* tersebut tidak sesuai dengan yang diharapkan. Perhitungan *abnormal return* dilakukan terhadap 30 perusahaan pada harga saham bulanan, dengan data yang digunakan pada tabel 4.3 berikut adalah rata-rata *abnormal return* dari masing-masing perusahaan pada tahun 2012 hingga 2014 sebagai berikut :

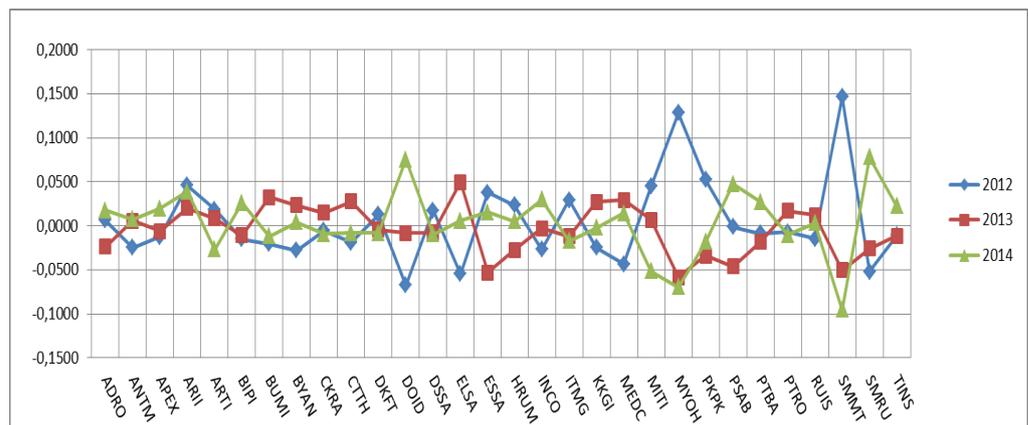
**Tabel 4.3 Rata-Rata Abnormal Return Perusahaan pada 2012-2014**

Saham	2012	2013	2014	Saham	2012	2013	2014	Saham	2012	2013	2014
ADRO	0,0060	-0,0239	0,0175	DKFT	0,0124	-0,0044	-0,0080	MITI	0,0446	0,0069	-0,0515
ANTM	-0,0250	0,0055	0,0074	DOID	-0,0675	-0,0080	0,0754	MYOH	0,1280	-0,0585	-0,0695
APEX	-0,0125	-0,0062	0,0196	DSSA	0,0176	-0,0078	-0,0101	PKPK	0,0521	-0,0339	-0,0182
ARII	0,0459	0,0203	0,0389	ELSA	-0,0550	0,0493	0,0055	PSAB	-0,0012	-0,0464	0,0475
ARTI	0,0187	0,0083	-0,0270	ESSA	0,0376	-0,0532	0,0155	PTBA	-0,0087	-0,0184	0,0271
BIPI	-0,0154	-0,0108	0,0262	HRUM	0,0234	-0,0274	0,0050	PTRO	-0,0071	0,0172	-0,0102
BUMI	-0,0205	0,0327	-0,0121	INCO	-0,0269	-0,0027	0,0296	RUIS	-0,0148	0,0119	0,0029
BYAN	-0,0279	0,0236	0,0043	ITMG	0,0294	-0,0122	-0,0173	SMMT	0,1461	-0,0506	-0,0955
CKRA	-0,0054	0,0147	-0,0093	KKGI	-0,0250	0,0272	-0,0022	SMRU	-0,0519	-0,0261	0,0780
CTTH	-0,0190	0,0275	-0,0085	MEDC	-0,0435	0,0293	0,0142	TINS	-0,0110	-0,0114	0,0224

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat masing-masing perusahaan memiliki perubahan *abnormal return* yang negatif dan positif. *Abnormal return* adalah kondisi saat *return* sesungguhnya ternyata tidak

sesuai dari return yang diharapkan. *Abnormal return* yang menurun atau bernilai negatif mengindikasikan *bad news* sedangkan *abnormal return* yang meningkat atau bernilai positif mengindikasikan *good news*.

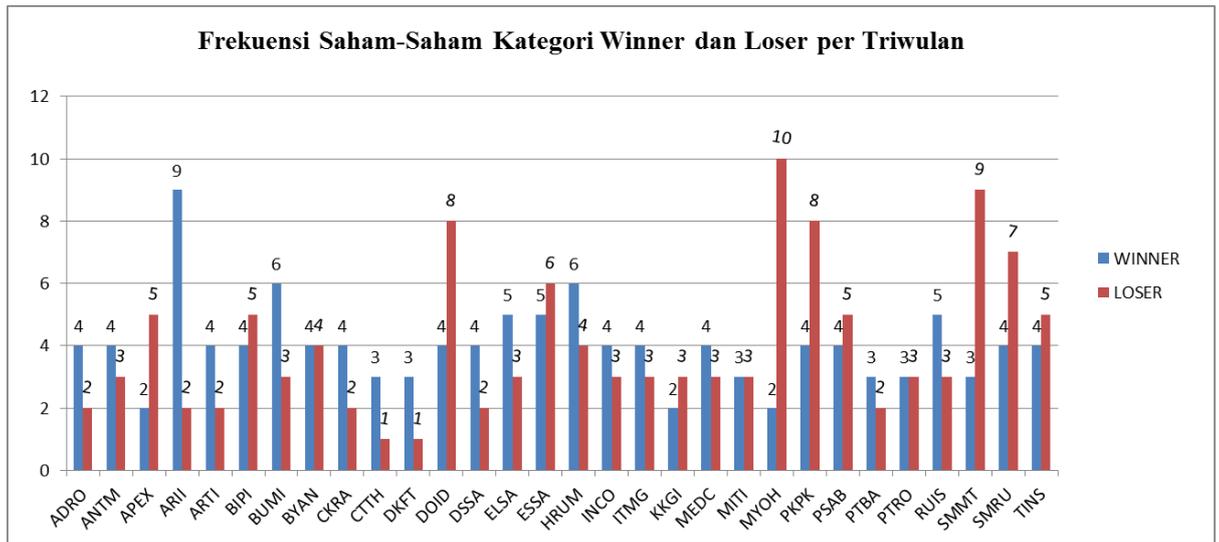
Pada gambar 4.3 di bawah ini dapat dilihat dengan lebih jelas pergerakan *abnormal return* setiap saham. Beberapa perusahaan yang memiliki *abnormal return* yang meningkat tajam di tahun 2014 adalah DOID, SMRU, PSAB, INCO. Sedangkan MYOH, SMMT, MITI, dan ARTI justru memiliki *abnormal return* yang bergerak menurun tajam pada 2014.



Gambar 4.3 Grafik Rata-Rata *Abnormal Return* Perusahaan pada 2012-2014

#### 4.2.4 Frekuensi Saham-Saham yang Masuk Kategori Winner dan Kategori Loser per Triwulan

Setelah diketahui nilai *abnormal return* masing-masing saham, maka selanjutnya menggolongkan saham-saham yang termasuk ke dalam kategori *winner* dan kategori *loser*. Pada masing-masing periode formasi, saham-saham yang terbentuk pada masing-masing kategori akan berbeda-beda, sehingga dapat diketahui selama masa pengamatan per triwulan saham-saham apa saja yang paling sering muncul sebagai saham *winner* maupun sebagai saham *loser*. Data tersebut dapat dilihat pada gambar 4.4 sebagai berikut.

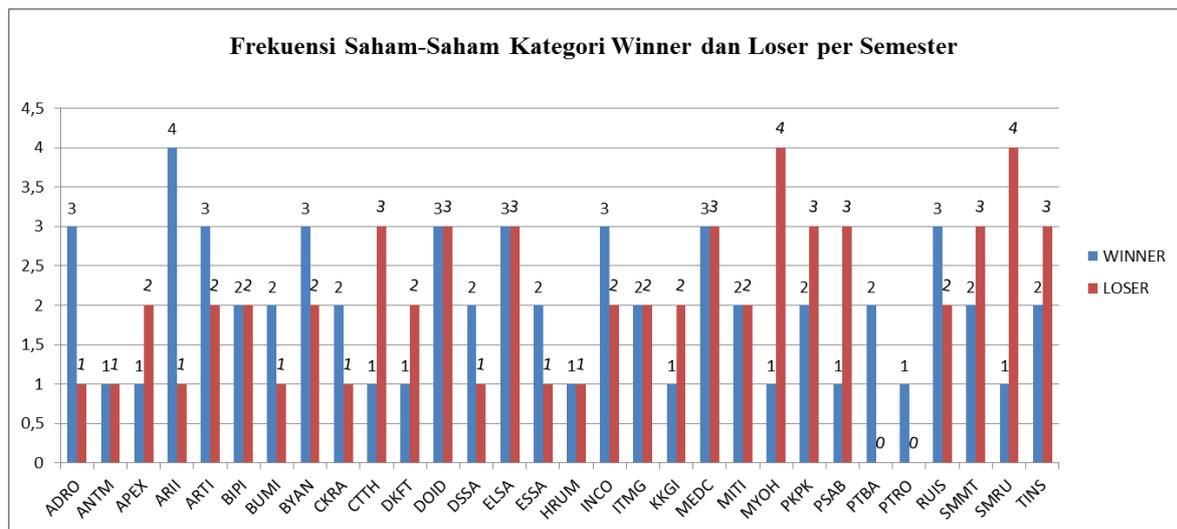


**Gambar 4.4 Frekuensi Saham-Saham Kategori Winner dan Loser per Triwulan**

Dari data di atas dapat diketahui bahwa saham ARII, BUMI, ELSA, HRUM dan RUIS adalah saham yang paling sering berada di posisi *winner* selama pengamatan per triwulan dengan ARII memiliki frekuensi tertinggi sebanyak 9 kali menjadi saham *winner*. Sedangkan yang paling sering berada pada posisi *loser* adalah saham DOID, MYOH, PKPK, SMMT, dan SMRU dengan MYOH memiliki frekuensi tertinggi sebanyak 10 kali menjadi saham *loser*.

#### **4.2.5 Frekuensi Saham-Saham yang Masuk Kategori Winner dan Kategori Loser per Semester**

Setelah diketahui nilai *abnormal return* masing-masing saham, maka selanjutnya menggolongkan saham-saham yang termasuk ke dalam kategori *winner* dan kategori *loser*. Pada masing-masing periode formasi, saham-saham yang terbentuk pada masing-masing kategori akan berbeda-beda, sehingga dapat diketahui selama masa pengamatan per semester saham-saham apa saja yang paling sering muncul sebagai saham *winner* maupun sebagai saham *loser*. Data tersebut dapat dilihat pada gambar 4.5 sebagai berikut.



**Gambar 4.5 Frekuensi Saham-Saham Kategori Winner dan Loser per Semester**

Dari data di atas dapat diketahui bahwa saham ADRO, ASII, ARTI, BYAN, INCO dan RUIS adalah saham yang paling sering berada di posisi *winner* selama pengamatan per semester dengan ASII memiliki frekuensi tertinggi sebanyak 4 kali menjadi saham *winner*. Hal ini menandakan bahwa kelima saham tersebut cenderung memiliki tren harga positif dan layak dikoleksi oleh pelaku pasar. Sedangkan yang paling sering berada pada posisi *loser* adalah saham CTTH, MYOH, PKPK, PSAB, SMMT, SMRU, dan TINS dengan MYOH memiliki frekuensi tertinggi sebanyak 4 kali menjadi saham *loser*. Hal ini menandakan bahwa kelima saham tersebut cenderung memiliki tren harga positif dan layak dikoleksi oleh pelaku pasar.

#### 4.2.6 Cumulative Abnormal Return Kategori Winner

Pada setiap pengamatan dibentuk periode formasi dan pengujian. *Cumulative abnormal return* (CAR) pada periode formasi digunakan untuk melihat terjadinya *price reversal* pada CAR periode selanjutnya atau dalam hal ini periode pengujian. Adapun CAR kategori *winner* merupakan total dari seluruh saham pada kategori *winner* di masing-masing periode pada setiap bulan di replika pengamatan yang ada. Dalam penelitian ini dilakukan dua bentuk replika pengamatan yaitu

replika pengamatan per triwulan dan replika pengamatan per semester sehingga diberlakukan dua data CAR yaitu data triwulanan dan data semesteran sebagaimana berikut.

#### a) Data Triwulanan

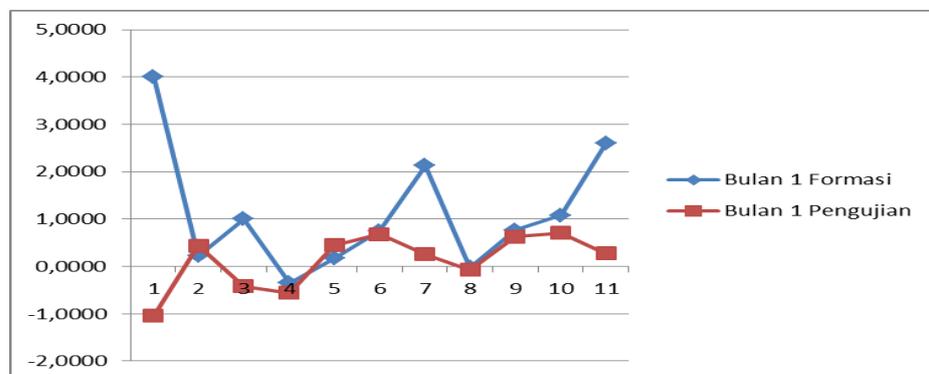
Pada analisis per triwulan, terdapat sebelas replika pengamatan selama kurun waktu 2012 hingga 2014 dan pada setiap pengamatan dibentuk periode formasi untuk bisa dilakukan pengujian pada triwulan selanjutnya atau disebut dengan periode pengujian. Adapun *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *winner* merupakan total dari seluruh saham pada kategori *winner* di masing-masing periode pada setiap bulan di replika pengamatan per triwulan. Pada tabel 4.4 disajikan CAR kategori *winner* pada periode formasi dan periode pengujian untuk mengetahui terjadinya *price reversal* pada masing-masing bulan di 11 replika pengamatan per triwulan. Jika pada periode formasi CAR bernilai positif dan berbalik bernilai negatif pada periode pengujian berarti menandakan terjadinya *price reversal* pada bulan tersebut. Adapun CAR kategori *winner* per triwulan adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.4 Cumulative Abnormal Return Winner per Triwulan**

Replika	Kategori Winner Periode Formasi			Kategori Winner Periode Pengujian		
	CAR			CAR		
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
Pengamatan 1	4,0107	0,4825	0,2569	-1,0465	0,5487	-0,5531
Pengamatan 2	0,2185	0,5537	1,8418	0,4414	-0,1059	0,1512
Pengamatan 3	0,9995	1,7126	1,1536	-0,4186	0,3693	0,0766
Pengamatan 4	-0,3543	1,5186	1,4002	-0,5588	-0,3961	-0,4858
Pengamatan 5	0,1674	0,4414	0,5900	0,4508	-0,9491	-0,0497
Pengamatan 6	0,7462	-0,1295	0,0864	0,6800	0,4581	-0,4588
Pengamatan 7	2,1254	1,0132	1,0449	0,2545	-0,1700	-1,1666
Pengamatan 8	-0,0185	1,5901	0,3138	-0,0773	-0,1543	0,6087
Pengamatan 9	0,7645	0,2673	2,6457	0,6307	-0,2074	0,0946
Pengamatan 10	1,0769	-0,0855	0,7675	0,7096	-0,2124	-0,6731
Pengamatan 11	2,6001	0,5038	-0,1187	0,2775	0,4924	-0,4565

Tabel di atas menyajikan perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *winner* pada periode formasi dan periode pengujian. Gejala *price reversal* atau pembalikan harga dapat diamati dari nilai CAR yang positif pada periode formasi yang berubah menjadi bernilai negatif pada periode pengujian. Dengan begitu dapat dilihat terjadi 18 kali pembalikan dari saham *winner* menjadi saham *loser* di periode selanjutnya dengan bulan pertama di pengamatan 1 dan bulan ketiga di pengamatan 7 memiliki *price reversal* tinggi dengan nilai -1,0465 dan -1,1666.

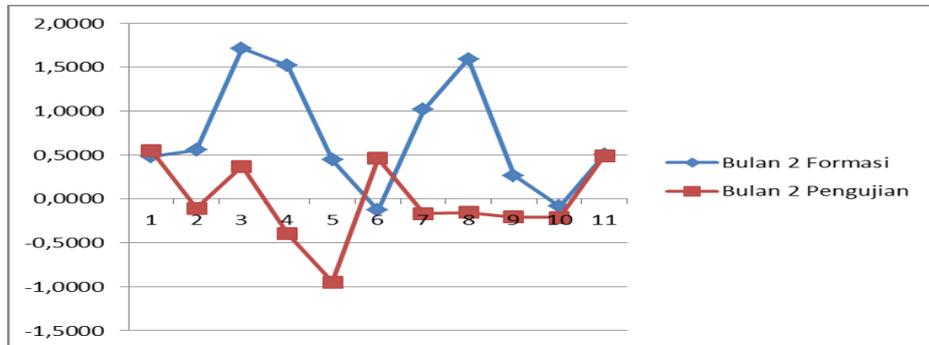
Pada gambar 4.6 dapat dilihat bulan pertama dalam replika per triwulan terdapat dua replika pengamatan dimana saham kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 1 yang terjadi pada periode pengujian April – Juni 2012 dan pengamatan 3 yang terjadi pada periode pengujian Oktober – Desember 2012.



**Gambar 4.6 Grafik Cumulative Abnormal Return Bulan 1 Triwulan**

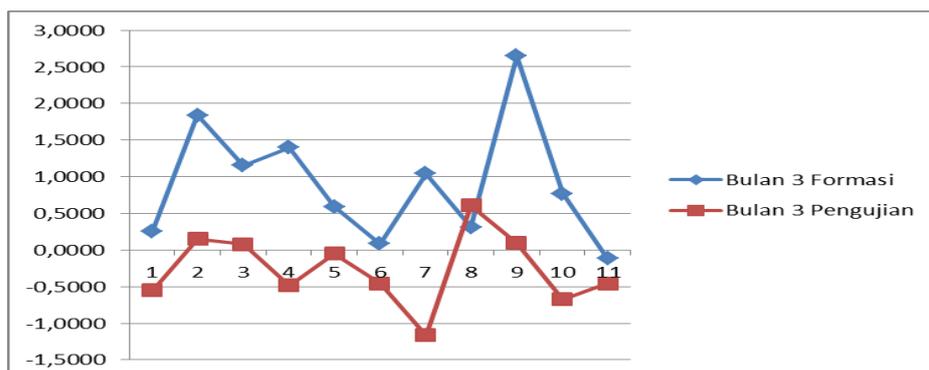
Pada gambar 4.7, bulan kedua dalam replika per triwulan terjadi lebih banyak *price reversal* dibanding bulan pertama. *Price reversal* dimana saham kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya terjadi pada pengamatan yaitu pengamatan 2 (Juli 2012 – Sept 2012), pengamatan 4 (Jan 2013 – Mar 2013), pengamatan 5 (Apr

2013 – Juni 2013), pengamatan 7 (Okt 2013 – Des 2013), pengamatan 8 (Jan 2014 – Mar 2014), dan pengamatan 9 (Apr 2014 – Juni 2014).



Gambar 4.7 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 2 Triwulan

Pada gambar 4.8, bulan ketiga dalam replika per triwulan terjadi *price reversal* yang sama banyak dengan bulan kedua yaitu 6 dari 11 replika replika pengamatan mengalami *price reversal* meliputi pengamatan 1(Apr 2012 – Juni 2012), pengamatan 4 (Jan 2013 – Mar 2013), pengamatan 5 (Apr 2013 – Juni 2013), pengamatan 6 (Juli 2013 – Sept 2013), pengamatan 7 (Okt 2013 – Des 2013), dan pengamatan 10 (Juli 2014 – Sept 2014).



Gambar 4.8 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 3 Triwulan

**b) Data Semesteran**

Pada analisis per semester, terdapat lima replika pengamatan selama kurun waktu 2012 hingga 2014 dan pada setiap pengamatan dibentuk periode formasi untuk bisa dilakukan pengujian pada semester

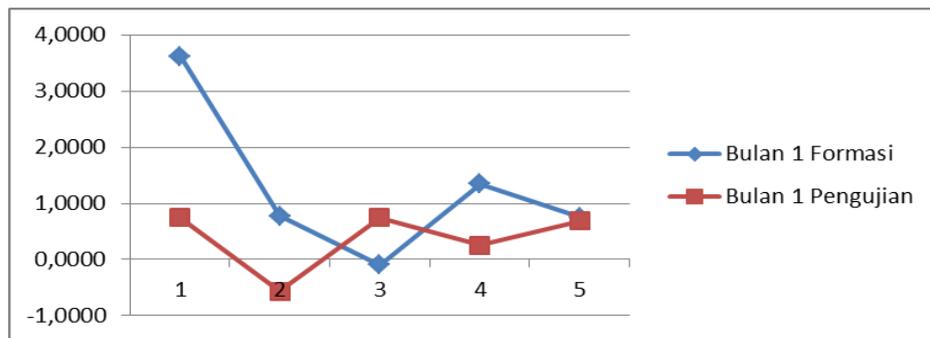
selanjutnya atau disebut dengan periode pengujian. Adapun *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *winner* merupakan total dari seluruh saham pada kategori *winner* di masing-masing periode pada setiap bulan di replika pengamatan per semester. Pada tabel 4.5 disajikan CAR kategori *winner* pada periode formasi dan periode pengujian untuk mengetahui terjadinya *price reversal* pada masing-masing bulan di lima replika pengamatan per semester. Jika pada periode formasi CAR bernilai positif dan berbalik bernilai negatif pada periode pengujian berarti menandakan terjadinya *price reversal* pada bulan tersebut. Adapun CAR kategori *winner* per semester adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.5 Cumulative Abnormal Return Winner per Semester**

		CAR				
Replika		Pengamatan 1	Pengamatan 2	Pengamatan 3	Pengamatan 4	Pengamatan 5
Kategori Winner Formasi	Bulan 1	3,6159	0,7780	-0,0933	1,3460	0,7549
	Bulan 2	0,3522	1,5957	0,1858	1,2749	0,2933
	Bulan 3	0,1822	-0,0008	0,8086	0,5125	2,5938
	Bulan 4	-0,5807	-0,2232	0,5171	0,2884	0,6574
	Bulan 5	0,6541	0,8772	-0,7318	0,6290	-0,1875
	Bulan 6	1,2392	0,2689	0,3375	-0,0678	0,2316
Kategori Winner Pengujian	Bulan 1	0,7467	-0,5659	0,7475	0,2537	0,6824
	Bulan 2	0,1548	-0,0297	0,4608	-0,0939	-0,3262
	Bulan 3	-0,3197	-0,6073	0,1348	1,3799	-0,0913
	Bulan 4	-0,2522	-0,5022	-0,1270	0,4832	0,1922
	Bulan 5	-0,0986	-0,8644	-0,3467	-0,1467	-0,6267
	Bulan 6	-0,3200	-0,3931	0,4467	-0,5153	-0,7534

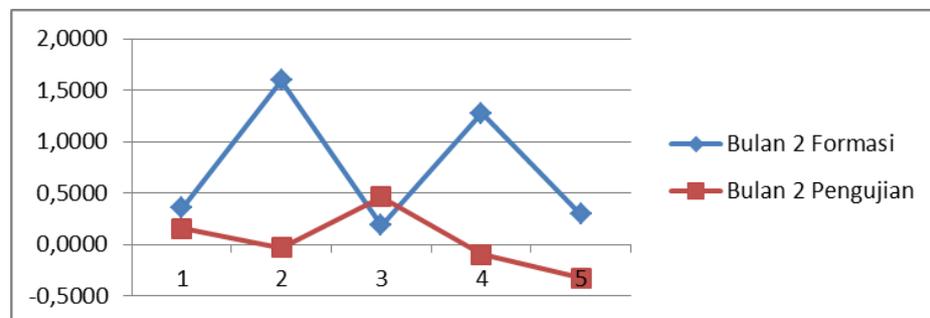
Tabel di atas menyajikan perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *winner* pada periode formasi dan periode pengujian. Gejala *price reversal* atau pembalikan harga dapat diamati dari nilai CAR yang positif pada periode formasi yang berubah menjadi bernilai negatif pada periode pengujian. Dengan begitu dapat dilihat bahwa pada periode ini terjadi 19 kali pembalikan dari saham *winner* menjadi saham *loser* di periode selanjutnya dengan bulan ketiga di pengamatan 4 pada 2014 memiliki nilai tertinggi sebesar -1,3799.

Pada gambar 4.9, bulan pertama dalam replika per semester hanya terdapat 1 replika pengamatan dimana saham kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 2 pada bulan Januari 2013 – Juni 2013.



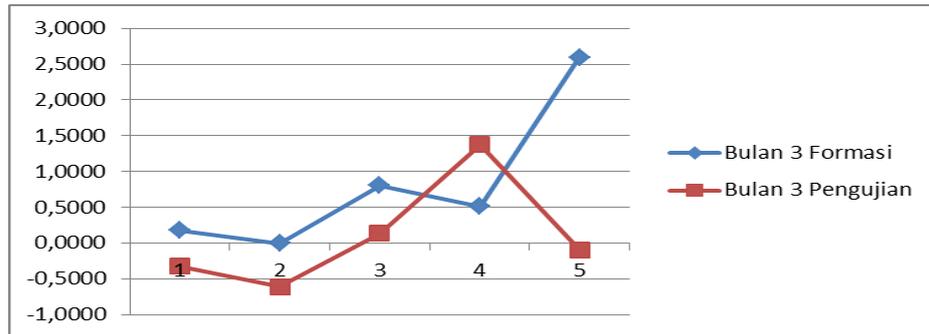
**Gambar 4.9 Grafik Cumulative Abnormal Return Bulan 1 Semestran**

Pada gambar 4.10, bulan kedua dalam replika per semester terdapat lebih banyak *price reversal* yaitu 3 pengamatan mengalami *price reversal* meliputi pengamatan 2 (Jan 2013 – Juni 2013), pengamatan 4 (Jan 2014 – Juni 2014), dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



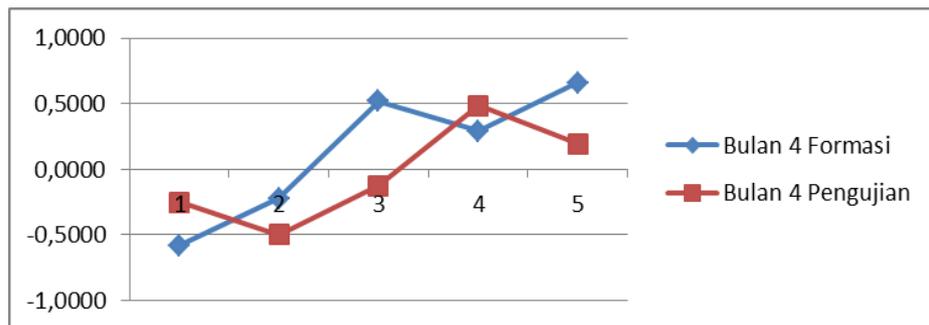
**Gambar 4.10 Grafik Cumulative Abnormal Return Bulan 2 Semestran**

Pada gambar 4.11, bulan ketiga dalam replika per semester terdapat 2 replika pengamatan dimana saham kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 1 (Juli 2012 – Des 2012) dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



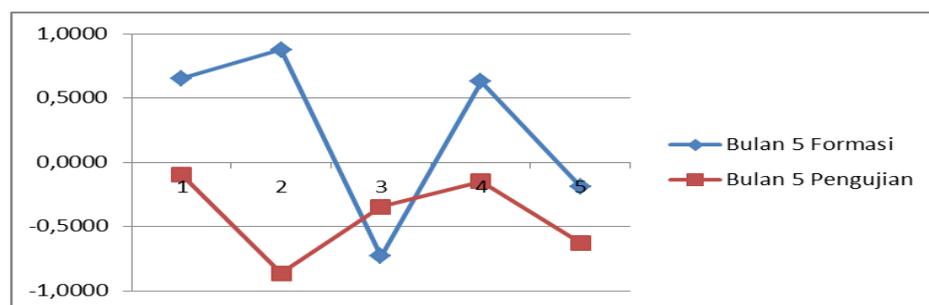
Gambar 4.11 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 3 Semesteran

Pada gambar 4.12, bulan keempat dalam replika per semester hanya terdapat 1 replika pengamatan dimana saham kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 3 (Juli 2013 – Des 2013).



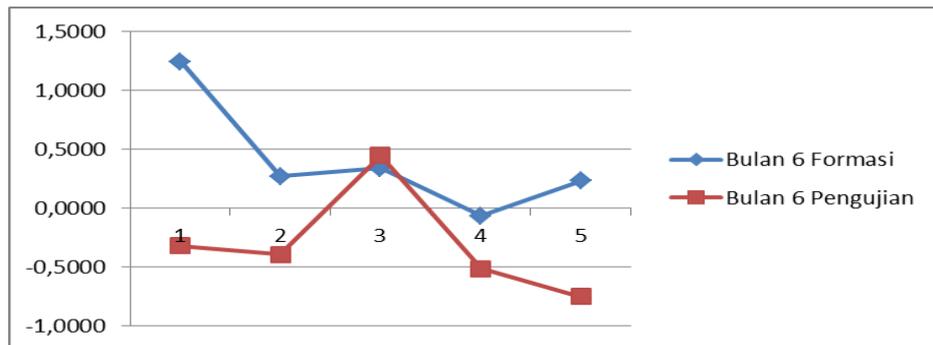
Gambar 4.12 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 4 Semesteran

Pada gambar 4.13, bulan kelima dalam replika per semester terdapat 3 replika pengamatan dimana saham kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 1 (Juli 2012 – Des 2012), pengamatan 2 (Jan 2013 – Juni 2013), dan pengamatan 4 (Jan 2014 – Juni 2014).



Gambar 4.13 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 5 Semesteran

Pada gambar 4.14, terdapat 3 replika pengamatan dimana kategori *winner* berbalik menjadi bernilai negatif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 1 (Juli 2012 – Des 2012), pengamatan 2 (Jan 2013 – Juni 2013), dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



**Gambar 4.14 Grafik Cumulative Abnormal Return Bulan 6 Semesteran**

Dari data CAR kategori *winner* triwulan dan semester di atas, dapat disimpulkan pada pengamatan 4, 5, dan 7 replika triwulan terjadi *price reversal* selama bulan kedua dan ketiga secara berturut, namun tidak terdapat bulan pengamatan yang secara konsisten mengalami *price reversal* pada setiap replika pengamatan triwulan. Sedangkan pada replika pengamatan semester, didapati pengamatan pada Januari 2013 – Juni 2013 mengalami paling banyak *price reversal* yaitu pada bulan pertama, kedua, kelima, dan keenam.

#### 4.2.7 Cumulative Abnormal Return Kategori Loser

Pada setiap pengamatan dibentuk periode formasi dan pengujian. *Cumulative abnormal return* (CAR) pada periode formasi digunakan untuk melihat terjadinya *price reversal* pada CAR periode selanjutnya atau dalam hal ini periode pengujian. Adapun CAR kategori loser merupakan total dari seluruh saham pada kategori loser di masing-masing periode pada setiap bulan di replika pengamatan yang ada. Dalam penelitian ini dilakukan dua bentuk replika pengamatan yaitu replika pengamatan per triwulan dan replika pengamatan per semester

sehingga diberlakukan dua data CAR yaitu data triwulanan dan data semesteran sebagaimana berikut.

**a) Data Triwulanan**

Pada analisis per triwulan, terdapat sebelas replika pengamatan selama kurun waktu 2012 hingga 2014 dan pada setiap pengamatan dibentuk periode formasi untuk bisa dilakukan pengujian pada triwulan selanjutnya atau disebut dengan periode pengujian. Adapun *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *loser* merupakan total dari seluruh saham pada kategori *loser* di masing-masing periode pada setiap bulan di replika pengamatan yang ada. Pada tabel 4.4 disajikan CAR kategori *loser* pada periode formasi dan periode pengujian untuk mengetahui terjadinya *price reversal* pada masing-masing bulan di 11 replika pengamatan per triwulan. Jika pada periode formasi CAR bernilai negatif dan berbalik bernilai positif pada periode pengujian berarti menandakan terjadinya *price reversal* pada bulan tersebut. Adapun CAR kategori *loser* per triwulan adalah sebagai berikut:

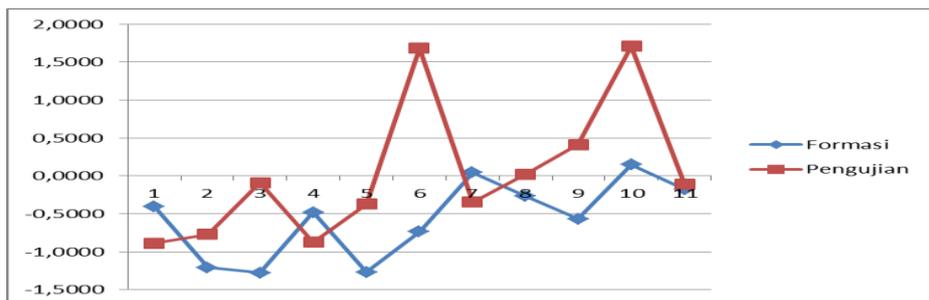
**Tabel 4.6 Cumulative Abnormal Return Loser per Triwulan**

Replika	Kategori Loser Periode Formasi			Kategori Loser Periode Pengujian		
	CAR			CAR		
	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
Pengamatan 1	-0,4079	-0,9964	-0,9003	-0,8881	-0,2059	1,1109
Pengamatan 2	-1,2094	-0,9712	-1,1202	-0,7699	1,2236	-0,5932
Pengamatan 3	-1,2759	-0,2743	-0,7530	-0,0922	0,3530	0,8180
Pengamatan 4	-0,4787	-0,6115	-0,6012	-0,8737	-0,2578	-0,2231
Pengamatan 5	-1,2678	-0,6168	-1,1322	-0,3708	-0,2302	-0,4021
Pengamatan 6	-0,7375	-1,2498	-0,3504	1,6805	-0,0307	0,6377
Pengamatan 7	0,0448	-0,3159	-0,8000	-0,3450	1,4110	-0,8778
Pengamatan 8	-0,2663	-0,6319	-1,3358	0,0214	-0,3224	0,4538
Pengamatan 9	-0,5653	-0,7920	-0,5764	0,4108	-0,9086	-0,5359
Pengamatan 10	0,1482	-0,9397	-1,5714	1,7067	0,2614	-0,1560
Pengamatan 11	-0,1785	-0,5608	-0,8638	-0,1065	-0,4121	-0,3717

Tabel di atas menyajikan perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *loser* pada periode formasi dan periode pengujian. Gejala *price reversal* atau pembalikan harga dapat diamati dari nilai

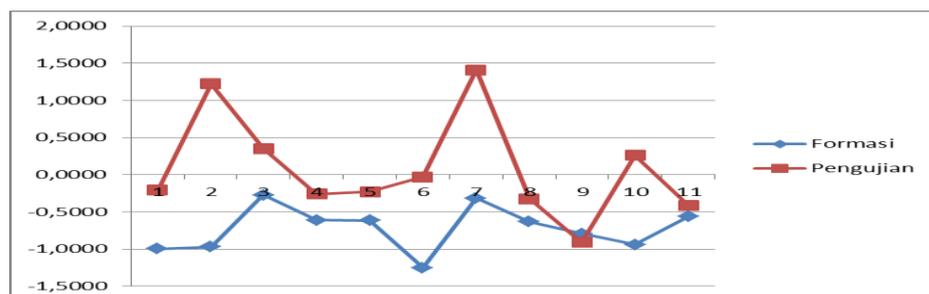
CAR yang negatif pada periode formasi yang berubah menjadi bernilai positif pada periode pengujian. Dengan begitu dapat dilihat terjadi 12 kali pembalikan dari saham *loser* menjadi saham *winner* di periode selanjutnya. Adapun *price reversal* tertinggi terjadi pada bulan 1 di pengamatan 6 dengan nilai 1,6805 dan bulan 1 pengamatan 10 dengan nilai 1,7067.

Pada gambar 4.15 dapat dilihat bulan pertama dalam replika per triwulan terdapat dua replika pengamatan dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 6 (Juli 2013 – Sept 2013), pengamatan 8 (Jan 2014 – Mar 2014), pengamatan 9 (Apr 2014 – Juni 2014), dan pengamatan 10 (Juli 2014 – Sept 2014).



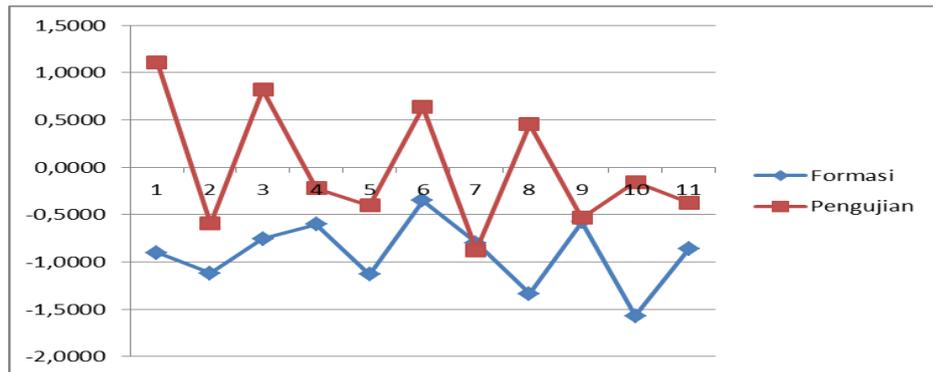
Gambar 4.15 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 1 Triwulan

Pada gambar 4.16, pada bulan kedua terjadi *price reversal* dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya terjadi pada pengamatan yaitu pengamatan 2 (Juli 2012 – Sept 2012), pengamatan 3 (Okt 2012 – Des 2012), pengamatan 7 (Okt 2013 – Des 2013), dan pengamatan 10 (Juli 2014 – Sept 2014).



Gambar 4.16 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 2 Triwulan

Pada gambar 4.17, bulan ketiga dalam replika per triwulan terjadi *price reversal* yang sama banyak dengan bulan kedua yaitu pengamatan 1 (Apr 2012 – Juni 2012), pengamatan 3 (Okt 2012 – Des 2012), pengamatan 6 (Juli 2013 – Sept 2013), dan pengamatan 8 (Jan 2014 – Mar 2014).



Gambar 4.17 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 3 Triwulan

## b) Data Semesteran

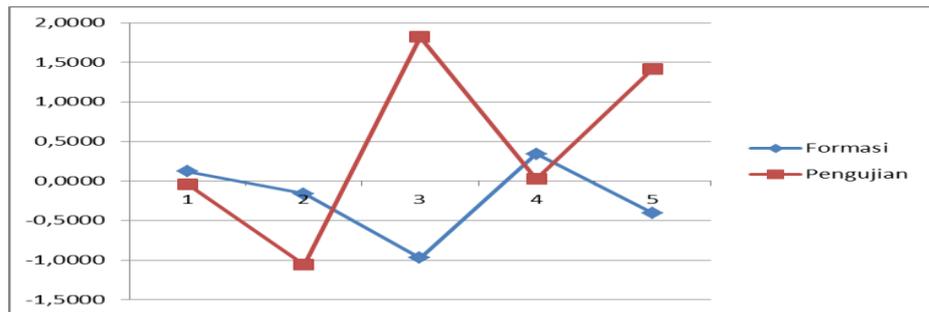
Pada analisis per semester, terdapat lima replika pengamatan selama kurun waktu 2012 hingga 2014 dan pada setiap pengamatan dibentuk periode formasi untuk bisa dilakukan pengujian pada semester selanjutnya atau disebut dengan periode pengujian. Adapun *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *loser* merupakan total dari seluruh saham pada kategori *loser* di masing-masing periode pada setiap bulan di replika pengamatan per semester. Pada tabel 4.7 disajikan CAR kategori *loser* pada periode formasi dan periode pengujian untuk mengetahui terjadinya *price reversal* pada masing-masing bulan di lima replika pengamatan per semester. Jika pada periode formasi CAR bernilai negatif dan berbalik bernilai positif pada periode pengujian berarti menandakan terjadinya *price reversal* pada bulan tersebut. Adapun CAR kategori *loser* per semester adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.7 Cumulative Abnormal Return Loser per Semester**

		CAR				
Replika		Pengamatan 1	Pengamatan 2	Pengamatan 3	Pengamatan 4	Pengamatan 5
Kategori Loser Formasi	Bulan 1	0,1224	-0,1590	-0,9696	0,3434	-0,4039
	Bulan 2	-0,8526	-0,2731	-0,9802	-0,1490	-0,7957
	Bulan 3	-0,9488	-0,8658	-0,3772	-0,5123	-0,3612
	Bulan 4	-1,4199	-0,2286	-1,1345	-0,1969	0,2902
	Bulan 5	-0,3541	-0,1214	-0,9333	-0,1664	-0,8454
	Bulan 6	-1,0674	-0,2378	-0,4205	-0,7246	-1,3425
Kategori Loser Pengujian	Bulan 1	-0,0386	-1,0559	1,8220	0,0267	1,4140
	Bulan 2	1,4928	-0,2237	-0,2220	-0,3502	0,2325
	Bulan 3	-0,5444	0,3388	0,8962	0,1576	-0,2740
	Bulan 4	-0,6879	-0,1827	0,1949	0,6122	-0,1386
	Bulan 5	0,2815	-0,6224	1,1306	-0,3644	0,2923
	Bulan 6	0,6391	-0,3252	-1,2803	-0,4278	0,2269

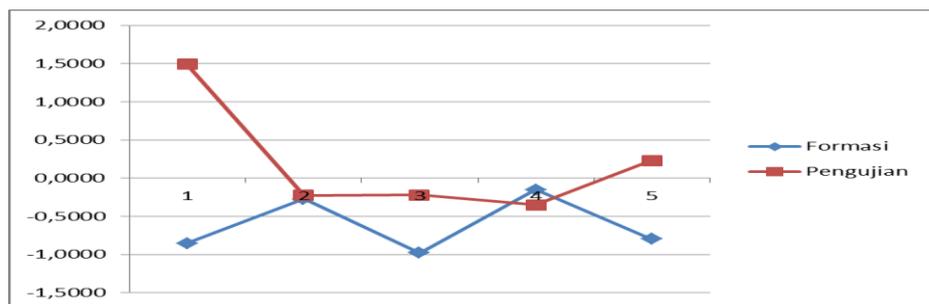
Tabel 4.7 menyajikan perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) kategori *loser* pada periode formasi dan periode pengujian. Gejala *price reversal* atau pembalikan harga dapat diamati dari nilai CAR yang negatif pada periode formasi berubah menjadi bernilai positif pada periode pengujian. Dengan begitu dapat dilihat bahwa pada periode ini terjadi 15 kali pembalikan dari saham *loser* menjadi saham *winner* di periode selanjutnya dengan nilai tertinggi pada bulan pertama di pengamatan 3 sebesar 1,8220 dan bulan kedua di pengamatan 1 sebesar 1,4928.

Pada gambar 4.18, bulan pertama dalam replika per semester hanya terdapat 1 replika pengamatan dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 3 (Juli 2013 – Des 2013), pengamatan 4 (Jan 2014 – Juni 2014), dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



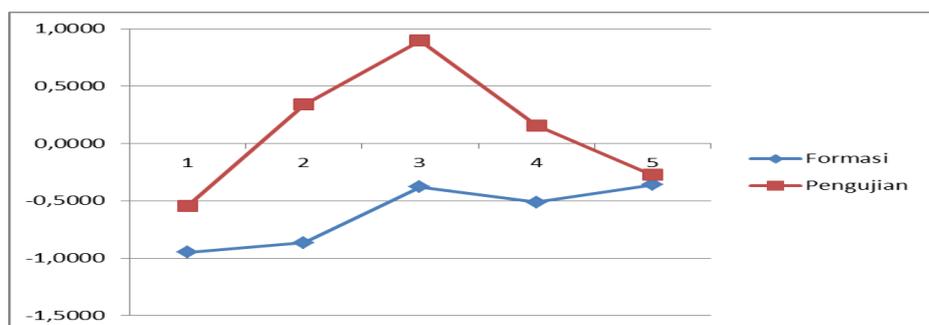
Gambar 4.18 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 1 Semesteran

Pada gambar 4.19, berbeda dari bulan pertama, pada bulan kedua dalam replika per semester terdapat lebih sedikit *price reversal* yaitu 2 pengamatan mengalami *price reversal* meliputi pengamatan 1 (Juli 2012 – Des 2012) dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



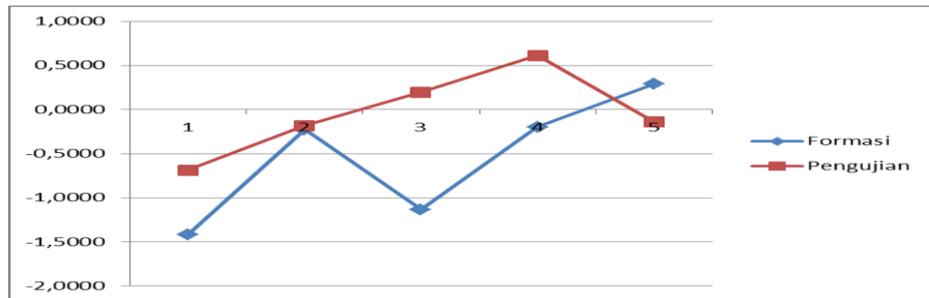
Gambar 4.19 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 2 Semesteran

Pada gambar 4.20, bulan ketiga dalam replika per semester terdapat 3 replika pengamatan dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 2 (Jan 2013 – Juni 2013), pengamatan 3 (Juli 2013 – Des 2013), dan pengamatan 4 (Jan 2014 – Juni 2014).



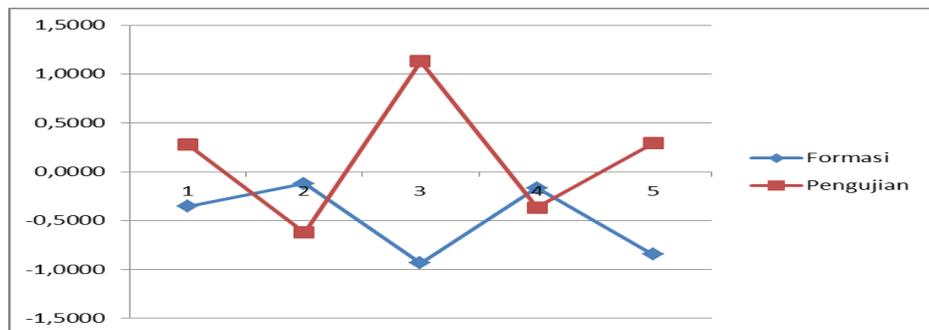
Gambar 4.20 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 3 Semester

Pada gambar 4.21, bulan keempat dalam replika per semester terdapat 2 replika pengamatan dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 3 (Juli 2013 – Des 2013) dan pengamatan 4 (Jan 2014 – Juni 2014).



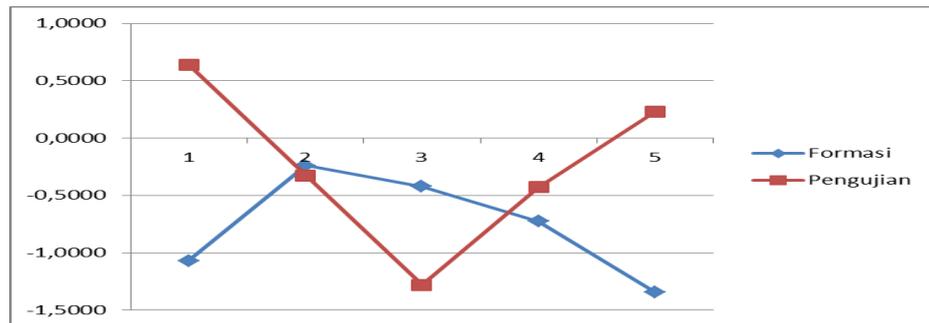
**Gambar 4.21 Grafik Cumulative Abnormal Return Bulan 4 Semesteran**

Pada gambar 4.22, bulan kelima dalam replika per semester terdapat 3 replika pengamatan dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 1 (Juli 2012 – Des 2012), pengamatan 3 (Juli 2013 – Des 2013), dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



**Gambar 4.22 Grafik Cumulative Abnormal Return Bulan 5 Semester**

Pada gambar 4.23, bulan keenam dalam replika per semester terdapat 2 replika pengamatan dimana saham kategori *loser* berbalik menjadi bernilai positif pada periode selanjutnya yaitu pada pengamatan 1 (Juli 2012 – Des 2012) dan pengamatan 5 (Juli 2014 – Des 2014).



**Gambar 4.23 Grafik *Cumulative Abnormal Return* Bulan 6 Semesteran**

Dari data CAR kategori *loser* triwulan dan semester di atas, dapat disimpulkan terjadi 2 pengamatan yang mengalami *price reversal* selama dua bulan berturut yaitu replika pengamatan 10 dan replika pengamatan 3, namun tidak terdapat bulan pengamatan yang secara konsisten selama 3 bulan berturut mengalami *price reversal* pada setiap replika pengamatan triwulan. Sedangkan pada replika pengamatan semester, didapati pengamatan pada Januari 2013 – Juni 2013 mengalami paling banyak *price reversal* yaitu pada bulan pertama, kedua, kelima, dan keenam.

#### **4.2.8 Fluktuasi *Cumulative Abnormal Return***

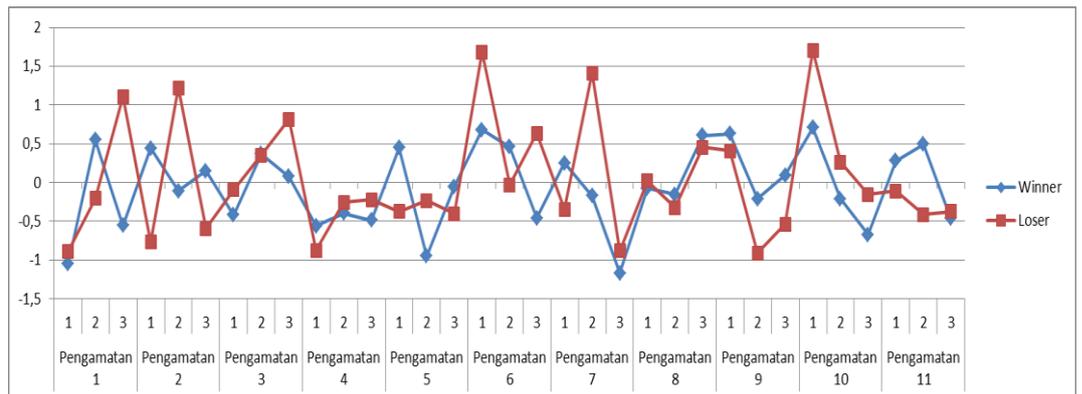
Setelah mengetahui *price reversal* yang terjadi pada kategori *winner* dan *loser* di periode *formasi* dan *pengujian*. Penulis juga perlu melihat bagaimana fluktuasi CAR yang terbentuk pada periode *pengujian* di seluruh replika pengamatan guna melihat gejala *market overreaction* pada masa terjadinya krisis ekonomi di tahun 2013. Jika pada kategori *winner* CAR bernilai negatif maka menandakan adanya *market overreaction* pada kategori *winner*. Sebaliknya, pada kategori *loser* di periode *pengujian* jika CAR bernilai positif maka menandakan adanya *market overreaction* pada kategori *loser*. Adapun data fluktuasi *cumulative abnormal return* adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.8 Fluktuasi *Cumulative Abnormal Return* per Triwulan**

Tahun	Replika	Kategori Winner			Kategori Loser		
		CAR			CAR		
		Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
2012	Pengamatan 1	-1,0465	0,5487	-0,5531	-0,8881	-0,2059	1,1109
	Pengamatan 2	0,4414	-0,1059	0,1512	-0,7699	1,2236	-0,5932
	Pengamatan 3	-0,4186	0,3693	0,0766	-0,0922	0,3530	0,8180
2013	Pengamatan 4	-0,5588	-0,3961	-0,4858	-0,8737	-0,2578	-0,2231
	Pengamatan 5	0,4508	-0,9491	-0,0497	-0,3708	-0,2302	-0,4021
	Pengamatan 6	0,6800	0,4581	-0,4588	1,6805	-0,0307	0,6377
	Pengamatan 7	0,2545	-0,1700	-1,1666	-0,3450	1,4110	-0,8778
2014	Pengamatan 8	-0,0773	-0,1543	0,6087	0,0214	-0,3224	0,4538
	Pengamatan 9	0,6307	-0,2074	0,0946	0,4108	-0,9086	-0,5359
	Pengamatan 10	0,7096	-0,2124	-0,6731	1,7067	0,2614	-0,1560
	Pengamatan 11	0,2775	0,4924	-0,4565	-0,1065	-0,4121	-0,3717

Dari tabel 4.6 dapat dilihat bahwa pada kategori winner tidak semua bulan pada replika pengamatan mengalami nilai CAR yang negatif atau dengan kata lain mengalami *market overreaction*. Dari 33 bulan pengamatan, 18 CAR bernilai negatif dan 15 CAR tetap bernilai positif pada periode pengujian. Nilai negatif paling tinggi pada kategori winner terjadi pada bulan pertama di pengamatan 1 pada 2012 dengan nilai -1,0465 dan bulan ketiga di pengamatan 7 pada 2013 dengan nilai -1,1666. Hal yang sama juga terjadi pada saham kategori loser bahwa tidak semua bulan pada replika pengamatan mengalami nilai CAR yang positif atau dengan kata lain mengalami *market overreaction*. Dari 33 bulan pengamatan, hanya 12 CAR yang bernilai positif, sedangkan 21 CAR tetap bernilai negatif pada periode pengujian. Namun ada hal menarik dimana pada kategori loser nilai CAR yang berbalik ke posisi positif dengan nilai tinggi justru lebih banyak dibanding saham kategori winner yaitu sebanyak 5 CAR positif memiliki nilai tinggi meliputi pengamatan 1 bulan ketiga pada 2012 dengan nilai 1,1109; pengamatan 2 bulan kedua pada 2012 dengan nilai 1,2236; pengamatan 6 bulan pertama pada 2013 dengan nilai 1,6805; pengamatan 7 bulan pertama dengan nilai 1,4110 dan pengamatan 10 bulan pertama pada 2014 dengan nilai 1,7067. Hal ini menandakan bahwa saham kategori loser jauh lebih berfluktuasi dan berisiko dibanding saham kategori winner

karena akan mudah turun dengan tajam dan naik kembali dengan tajam. Sehingga dapat disimpulkan bahwa saham kategori loser cenderung lebih sensitif terhadap informasi dibanding saham kategori winner. Rentan fluktuasi saham kategori *loser* yang lebih lebar dibanding saham kategori *winner* tersebut dapat dilihat pada gambar 4.24 berikut.



**Gambar 4.24 Fluktuasi *Cumulative Abnormal Return* Bulan per Triwulan**

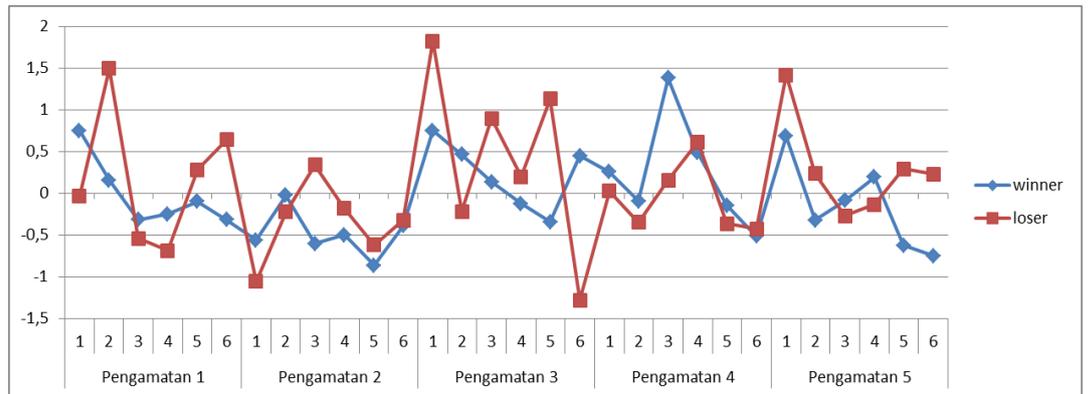
Sedangkan pada semesteran didapati fluktuasi yang tidak jauh berbeda dengan triwulanan. Adapun data tersebut adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.9 Fluktuasi *Cumulative Abnormal Return* per Semester**

Replika		CAR				
		2012	2013		2014	
		Pengamatan 1	Pengamatan 2	Pengamatan 3	Pengamatan 4	Pengamatan 5
Kategori Winner	Bulan 1	0,7467	-0,5659	0,7475	0,2537	0,6824
	Bulan 2	0,1548	-0,0297	0,4608	-0,0939	-0,3262
	Bulan 3	-0,3197	-0,6073	0,1348	1,3799	-0,0913
	Bulan 4	-0,2522	-0,5022	-0,1270	0,4832	0,1922
	Bulan 5	-0,0986	-0,8644	-0,3467	-0,1467	-0,6267
	Bulan 6	-0,3200	-0,3931	0,4467	-0,5153	-0,7534
Kategori Loser	Bulan 1	-0,0386	-1,0559	1,8220	0,0267	1,4140
	Bulan 2	1,4928	-0,2237	-0,2220	-0,3502	0,2325
	Bulan 3	-0,5444	0,3388	0,8962	0,1576	-0,2740
	Bulan 4	-0,6879	-0,1827	0,1949	0,6122	-0,1386
	Bulan 5	0,2815	-0,6224	1,1306	-0,3644	0,2923
	Bulan 6	0,6391	-0,3252	-1,2803	-0,4278	0,2269

Pada replika pengamatan yang dilakukan semesteran, hal yang terjadi tidak jauh berbeda daripada pengamatan per triwulan. Dari tabel 4.6 di atas dapat diketahui bahwa pada kategori *winner* tidak semua bulan

pada replika pengamatan mengalami nilai CAR yang negatif atau dengan kata lain mengalami *market overreaction*, hanya saja pada pengamatan 2 di tahun 2013, seluruh bulan memiliki nilai CAR negatif yang artinya terjadi *market overreaction* pada seluruh bulan pada pengamatan 2. Dari 30 bulan pengamatan, 19 CAR bernilai negatif dan 11 CAR tetap bernilai positif pada periode pengujian. Nilai negatif paling tinggi pada kategori winner terjadi pada bulan ketiga di pengamatan 4 pada 2014 dengan nilai -1,3799. Hal yang sama juga terjadi pada saham kategori loser bahwa tidak semua bulan pada replika pengamatan mengalami nilai CAR yang positif atau dengan kata lain mengalami *market overreaction*. Dari 3 tahun pengamatan, terdapat 15 CAR yang bernilai positif, sedangkan 15 CAR tetap bernilai negatif pada periode pengujian. Dan hal sama yang terjadi pada kategori loser per triwulan juga terjadi di pengamatan semesteran yaitu nilai CAR yang berbalik ke posisi positif dengan nilai tinggi justru lebih banyak dibanding saham kategori winner yaitu sebanyak 4 CAR positif memiliki nilai tinggi meliputi pengamatan 1 bulan kedua pada 2012 dengan nilai 1,4928; pengamatan 3 bulan kedua dan kelima pada 2013 dengan nilai 1,8220 dan 1,1306; pengamatan 5 bulan pertama pada 2014 dengan nilai 1,4140. Hal ini menandakan bahwa saham kategori loser jauh lebih berfluktuasi dan berisiko dibanding saham kategori winner karena akan mudah turun dengan tajam dan naik kembali dengan tajam. Sehingga dapat disimpulkan bahwa saham kategori loser cenderung lebih sensitif terhadap informasi dibanding saham kategori *winner*. Rentan fluktuasi saham kategori *loser* yang lebih lebar dibanding saham kategori *winner* tersebut dapat dilihat pada gambar 4.25 berikut.



Gambar 4.25 Fluktuasi *Cumulative Abnormal Return* Bulan per Semester

#### 4.2.9 Average *Cumulative Abnormal Return*

Dalam menganalisis terjadinya *market overreaction*, penulis menggunakan standar yang digunakan oleh De Bond & Thaler (1985). Jika nilai CAR digunakan untuk mengetahui price reversal yang terjadi, *average cumulative abnormal return* atau ACAR digunakan De Bond & Thaler (1985) untuk mengetahui market overreaction dimana ACAR merupakan rata-rata dari seluruh CAR pada bulan ke- $t$  baik pada kategori winner maupun kategori loser. ACAR dapat menunjukkan terjadinya *market overreaction* jika memenuhi 3 kriteria berikut:

1. Terjadi *market overreaction* jika, nilai ACAR kategori *winner* lebih kecil daripada nol pada periode pengujian ( $ACAR_w < 0$ ).
2. Terjadi *market overreaction* jika, nilai ACAR kategori *loser* lebih besar daripada nol pada periode pengujian ( $ACAR_L > 0$ ).
3. Terjadi *market overreaction* jika, selisih antara ACAR kategori *loser* dan ACAR kategori *winner* lebih besar daripada nol pada periode pengujian ( $ACAR_L - ACAR_w > 0$ ).

Pada analisis per triwulan, didapat nilai ACAR kategori *winner* dan ACAR kategori *loser* sebagaimana tabel 4.10 berikut:

**Tabel 4.10 Average Cumulative Abnormal Return per Triwulan**

Periode	ACAR <sub>w</sub>	ACAR <sub>L</sub>	Selisih	ACAR Loser > 0	ACAR Winner < 0	ACAR <sub>L</sub> - ACAR <sub>w</sub> > 0
Bulan 1	0,1221	0,0339	-0,0882	Ya	Tidak	Tidak
Bulan 2	-0,0297	0,0801	0,1098	Ya	Ya	Ya
Bulan 3	-0,2648	-0,0127	0,2521	Tidak	Ya	Ya

Pada tabel 4.7 dapat diketahui bahwa pada bulan pertama per triwulan tahun 2012-2014 nilai ACAR loser lebih daripada 0 yang berarti terjadi *market overmarket* pada ACAR loser. Sedangkan pada dua kriteria selanjutnya, bulan 1 tidak memenuhi syarat, sehingga dapat disimpulkan pada bulan 1 tidak terjadi *market overreaction*. Begitu pula pada bulan ketiga per triwulan tahun 2012-2014, dimana kriteria yang terpenuhi adalah nilai ACAR *winner* dan selisih antara ACAR *loser* dan ACAR *winner*, sedangkan konsidi ACAR *loser* tidak memenuhi kriteria. *Market overreaction* terjadi pada bulan kedua, dimana ACAR yang terbentuk di bulan kedua selama replika pengamatan per triwulan tahun 2012-2014, sesuai dengan tiga kriteria *market overreaction* yaitu nilai  $ACAR_L = 0,0801$ ;  $ACAR_w = -0,0297$ ;  $ACAR_L - ACAR_w = 0,1098$ . Dengan begitu dapat disimpulkan bahwa *market overreaction* tidak terjadi pada bulan pertama dan bulan ketiga karena tidak memenuhi kriteria terjadinya *market overreaction*. *Market overreaction* hanya terjadi pada bulan kedua triwulanan tahun 2012-2014.

Sedangkan pada analisis per semester, didapat nilai ACAR kategori *winner* dan ACAR kategori *loser* sebagaimana tabel 4.7 berikut:

**Tabel 4.11 Average Cumulative Abnormal Return per Semester**

Periode	ACAR <sub>L</sub>	ACAR <sub>w</sub>	Selisih	ACAR Loser > 0	ACAR Winner < 0	ACAR <sub>L</sub> - ACAR <sub>w</sub> > 0
Bulan 1	0,4337	0,3729	0,0608	Ya	Tidak	Ya
Bulan 2	0,1859	0,0331	0,1527	Ya	Tidak	Ya
Bulan 3	0,1149	0,0993	0,0156	Ya	Tidak	Ya
Bulan 4	-0,0404	-0,0412	0,0008	Tidak	Ya	Ya
Bulan 5	0,1435	-0,4166	0,5601	Ya	Ya	Ya
Bulan 6	-0,2335	-0,3070	0,0736	Tidak	Ya	Ya

Pada tabel 4.11 di atas dapat diketahui bulan replika pengamatan tahun 2012-2014 yang memenuhi kriteria *market overreaction* hanya bulan kelima yaitu dengan nilai  $ACAR_L = 0,1435$ ;  $ACAR_W = -0,4166$ ;  $ACAR_L - ACAR_W = 0,5601$ . Sedangkan pada bulan lainnya, tidak terjadi *market overreaction* karena terdapat kriteria yang tidak terpenuhi. Dengan begitu dapat disimpulkan bahwa *market overreaction* tidak terjadi pada bulan 1, bulan 2, bulan 3, bulan 4, dan bulan 6 pada replika semesteran karena tidak memenuhi kriteria terjadinya *market overreaction*. Dan *market overreaction* hanya terjadi pada bulan kelima semesteran tahun 2012-2014.

### 4.3 Pembahasan

Pada pengamatan triwulan, saham yang sering berada dalam posisi *winner* adalah saham ARII, BUMI, ELSA, HRUM dan RUIS. Sedangkan pada pengamatan semester adalah ADRO, ASII, ARTI, BYAN, INCO dan RUIS. Hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga positif dan layak dikoleksi oleh para investor. Di sisi lain, saham yang kerap kali berada di posisi *loser* pada pengamatan triwulan adalah DOID, MYOH, PKPK, SMMT, dan SMRU. Sedangkan pada pengamatan semester adalah CTTH, MYOH, PKPK, PSAB, SMMT, SMRU, dan TINS. Hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga yang buruk dan bernilai negatif dan sebaiknya dihindari oleh para investor.

Pada pengamatan triwulan, bulan yang paling sering mengalami *price reversal* baik dari *winner* ke *loser* maupun dari *loser* ke *winner* adalah bulan kedua sebanyak 6 kali terjadi pada masa mengamatan yaitu pada bulan Februari, Mei, Agustus, November selama 2012-2014. Sedangkan pada pengamatan semester, bulan yang paling sering mengalami *price reversal* dari *winner* ke *loser* adalah bulan kedua, kelima, dan keenam yang masing-masing sebanyak 3 kali terjadi pada masa pengamatan yaitu pada bulan Februari, Mei, Juni, Agustus, November, Desember selama 2012-2014. Sedangkan

bulan yang paling sering mengalami *price reversal* dari *loser* ke *winner* adalah bulan ketiga dan kelima yang masing-masing sebanyak 3 kali terjadi pada masa pengamatan yaitu pada bulan Maret, Mei, September, November. Sehingga dapat disimpulkan dari kedua waktu pengamatan yaitu triwulan dan semester bulan Februari, Mei, Agustus, November adalah bulan yang paling sering terjadi *price reversal*. Menurut analisis pasar modal dan pasar uang, Budi Frensidy yang melakukan pengamatan pasar di Bursa Efek Indonesia, Februari menjadi salah satu bulan buruk dimana fluktuasi yang terjadi secara rata-rata selama 20 tahun terakhir hampir tidak memberikan keuntungan, yaitu hanya sebesar 0,1%. Selain Februari, Agustus juga merupakan bulan terburuk yang fluktuatif karena dari 20 tahun, hanya 6 tahun pada bulan ini yang memberikan kenaikan IHSG. Secara rata-rata, pada bulan Agustus IHSG menurun sebesar 5%. Pada bulan November, dari 20 tahun terakhir 16 tahunnya return yang dihasilkan bulan ini bernilai negatif. Secara rata-rata, return yang dihasilkan bulan November sebesar 1,8%. Menurut Budi Frensidy, investor harus benar-benar cermat dalam mengamati pergerakan harga di bulan ini, saran yang terbaik adalah dengan membiarkan saham-saham tertahan dalam bulan Februari, Agustus dan November, karena di bulan selanjutnya harga akan lebih stabil mengalami peningkatan. Sedangkan bulan Mei merupakan bulan aman dimana *price reversal* yang terjadi masih mampu dikendalikan. Jika diperhatikan, bulan tersebut adalah bulan pertengahan kuartal dimana setiap tahunnya terdapat empat kuartal. Penyebab terjadinya *price reversal* yang tinggi pada bulan tersebut dikarenakan pertengahan kuartal merupakan masa paling bergejolak bagi para pelaku pasar untuk melakukan spekulasi, dan sedikit melakukan aksi *wait and see* yang kerap terjadi pada awal bulan setiap kuartal. Banyaknya informasi baik internal maupun eksternal yang tersebar pada bulan-bulan tersebut juga menjadi alasan lain yang menyebabkan pasar merespons secara spontan dan cenderung dramatis.

Pada replika triwulanan, dapat dilihat pada tabel 4.4 yang menampilkan CAR *winner* triwulanan, terjadi 18 kali pembalikan dari saham *winner* menjadi saham *loser* di periode selanjutnya. Sedangkan pada tabel 4.6 yang menampilkan CAR *loser* triwulanan, terjadi 12 kali pembalikan dari saham *loser* menjadi saham *winner* di periode selanjutnya. *Price reversal* berbanding terbalik dengan stabilitas saham. Potensi saham *winner* dalam *price reversal* jauh lebih besar dibanding saham *loser* dengan pada 2012 presentase 6,67%, pada 2013 presentase 3,66%, dan pada 2014 persentase 4,16% lebih tinggi dibanding saham *loser* ini menandakan bahwa saham *winner* tidak selalu memberi *return* yang baik karena lebih rentan terhadap isu. *Price reversal* dari *winner* yang lebih besar, hal ini menandakan bahwa saham-saham *winner* berpotensi besar untuk menjadi saham *loser* di periode selanjutnya ketika masuk sebuah isu bersentimen negatif.

Di sisi lain, walau cenderung lebih jarang terjadi *price reversal*, namun kategori *loser* cenderung mengalami *price reversal* yang lebih lebar dari kategori *winner*, ini berarti saham *loser* cenderung mengalami *market overreaction* yang lebih dramatis dibanding saham *winner*. Sebagaimana dapat dilihat pada gambar 4.22 yang menunjukkan fluktuasi kategori *loser* jauh lebih lebar dibanding kategori *winner*. Hal ini sesuai dengan teori De Bond Thaler yang mengatakan bahwa pelaku pasar cenderung memberi reaksi berlebihan pada hal buruk, sehingga saham yang jatuh harga kembali naik dengan tajam pada periode selanjutnya ketika pelaku pasar menyadari telah bereaksi secara berlebihan.

Sedangkan pada replika semesteran, dapat dilihat pada tabel 4.5 yang menampilkan CAR *winner* semesteran, terjadi 19 kali pembalikan dari saham *winner* menjadi saham *loser* di periode selanjutnya. Sedangkan pada tabel 4.7 yang menampilkan CAR *loser* semesteran, terjadi 15 kali pembalikan dari saham *loser* menjadi saham *winner* di periode selanjutnya. Dan hal yang terjadi pada kategori *loser* per triwulan juga terjadi di pengamatan semesteran yaitu nilai CAR *loser* yang berbalik ke posisi positif secara ekstrim justru

banyak terjadi dan cenderung lebih lebar jika dibanding saham kategori *winner*. Dengan demikian baik replika triwulanan dan semesteran, keduanya memiliki *price reversal* yang berbeda-beda dan terjadi secara acak. Namun keduanya mendukung penemuan De Bond Thaler bahwa informasi yang buruk yang menyebabkan saham berada diposisi *loser*, akan berbalik dengan cukup tajam di periode selanjutnya.

Selanjutnya pada nilai ACAR *loser* dan *winner* terbagi dalam dua replika yaitu replika triwulanan dan semesteran. Pada replika triwulanan, dari tabel 4.10 dapat diketahui bahwa hanya bulan kedua dari ACAR pada replika yang memenuhi 3 kriteria dari terjadinya *market overreaction*. Sedangkan pada replika semesteran, dari tabel 4.11 didapati hal yang tak jauh berbeda dengan replika triwulanan yaitu hanya bulan kelima yang memenuhi kriteria terjadinya *market overreaction*.

Dari nilai CAR dan ACAR yang terbentuk, dapat dilihat bahwa krisis nilai rupiah pada akhir tahun 2013 tidak begitu berpengaruh pada perdagangan di BEI setelah terjadinya krisis tersebut. Ini dapat dilihat dari distribusi CAR pada tahun 2014 yang seharusnya didominasi oleh nilai negatif sebagai respons pesimis investor terhadap Bursa Efek Indonesia, nyatanya memiliki nilai positif yang baik. De Bondt Thaler (1985) yang menyatakan, semakin tidak terduga atau terkendali suatu peristiwa maka *over react* yang ditimbulkan juga akan semakin besar. Krisis tahun 2013 tidak begitu mengkhawatirkan para pelaku pasar disebabkan oleh pihak Bank Indonesia yang melakukan intervensi pada masalah tersebut dan kondisi ekonomi Indonesia yang dinilai investor cukup baik dan lebih siap jika dibandingkan dengan negara Asia lainnya. Sehingga dibalik informasi dramatis seputar nilai rupiah yang anjlok, pelaku pasar sudah lebih dulu mengetahui kesiapan Indonesia dalam menghadapi gelombang krisis yang terjadi. Sehingga pelaku pasar cenderung lebih tenang dalam merespons informasi anjloknya nilai rupiah di tahun 2013. Ini membuktikan harga yang terbentuk tidak merupakan hasil dramatisasi berlebih dari pada pelaku pasar melainkan

adalah cerminan dari semua informasi yang ada sehingga menjadikan kondisi pasar di BEI telah dalam kondisi pasar efisien.

Dengan begitu dapat disimpulkan selama tahun 2012-2014 Bursa Efek Indonesia tidak begitu rentan dengan terjadinya *market overreaction*, karena dari masing-masing replika pengamatan dapat diketahui *overrection* hanya terjadi pada 1 bulan saja baik pada pengamatan per triwulan maupun semester. Sedangkan di 2 bulan lainnya pada triwulanan dan pada 5 bulan lainnya pada semesteran Bursa Efek Indonesia tetap berada pada kondisi efisien.

Dari hal di atas dapat dinyatakan bahwa *market overreaction* tidak terjadi secara berulang pada setiap bulan dikarenakan Bursa Efek Indonesia telah dimayoritasi oleh pelaku pasar yang rasional, namun fakta bahwa terjadi *price reversal* pada beberapa waktu membuktikan bahwa masih terdapat juga pelaku pasar yang secara psikologis bertindak kurang rasional sehingga keputusannya mudah dipengaruhi oleh isu-isu sentimen. Dengan demikian, secara umum ini turut mendukung bahwa kondisi pasar di BEI telah mencapai kondisi pasar efisien. Sehingga harga yang terbentuk pada pasar telah mencerminkan semua informasi yang ada. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Apriyono dan Taman (2013) yang tidak menemukan *market overreaction* pada saham manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2005-2009. Dan Pasaribu (2011) yang hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa tidak terjadi *market overreaction* pada LQ-45 pada periode triwulan, semester, dan tahunan.