

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data

4.1.1 Deskripsi Objek Penelitian

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan salah satu index yang ada di Bursa Efek (BEI). Indeks yang diluncurkan pada 3 juli 2000 dengan kerja sama PT Bursa Efek Indonesia dengan PT Danareksa Investment Management dimana indeks ini ditunjukkan kepada investor yang ingin berinvestasi di pasar modal dengan ketentuan syariah. Penerbitan efek syariah telah diatur berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13. Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan JII, dilakukan proses seleksi berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam – LK. JII terdiri dari 30 (tiga puluh) saham perusahaan yang dianggap memenuhi syarat dan lolos proses seleksi. Dapat dikatakan bahwa JII merupakan indeks turunan dari IHSG karena saham perusahaan yang termasuk dalam JII termasuk juga dalam IHSG.

Jakarta Islamic Index terdiri atas 30 jenis saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariat Islam. *Jakarta Islamic Index* dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) dalam mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam *Jakarta Islamic Index* melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Management. Pengkajian ulang JII dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Perusahaan yang mengubah lini bisnisnya menjadi tidak konsisten dengan prinsip syariah akan dikeluarkan dari indeks, diganti oleh saham emiten lain. Pengkajian

ulang ini kemudian menyebabkan adanya perubahan komposisi JII yang kemudian diumumkan pada publik setiap bulan Januari dan Juni dengan menyertakan keterangan mengenai saham yang baru masuk dalam JII dan yang telah ada di JII pada periode sebelumnya.

Perhitungan JII dilakukan oleh Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang telah ditetapkan Bursa Efek Jakarta, yaitu dengan bobot kapitalisasi pasar (*market cap weighted*). Perhitungan indeks ini juga mencakup penyesuaian-penyesuaian (*adjustment*) akibat berubahnya data emiten yang disebabkan oleh aksi korporasi. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai tidak memenuhi syariat Islam adalah :

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung *gharar* dan *maysir*.
- c. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan menyediakan barang dan jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*) maupun yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan DSN-MUI, dan barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- d. Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan

ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahannya oleh DSN-MUI.

Sedangkan kriteria saham yang masuk dalam katagori syariah adalah :

- a. Tidak melakukan usaha sebagaimana yang diuraikan di atas.
- b. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu.
- c. Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut :
 - 1) Total hutang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%).
 - 2) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Untuk mendapatkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan *Jakarta Islamic Index* dilakukan proses seleksi sebagai berikut :

- a. Saham-saham yang akan dipilih berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam – LK.
- b. Memilih 60 saham dari Daftar Efek Syariah tersebut berdasarkan urutan kapitalisasi pasar terbesar selama 1 tahun.
- c. Dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas bernilai transaksi di pasar regular selama 1 tahun terakhir.

4.2 Hasil Analisis Data

4.2.1 *Actual Return*

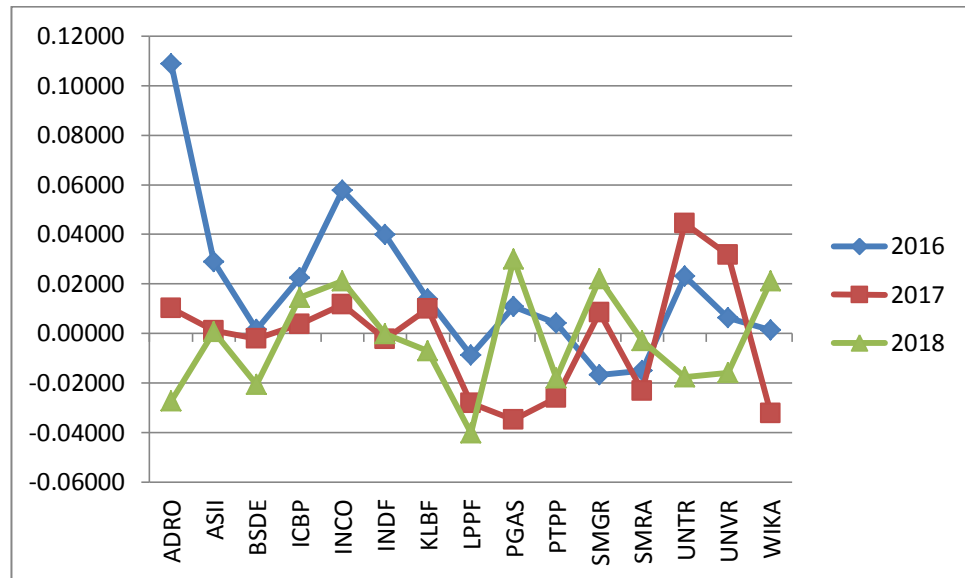
Actual return merupakan *return* yang sesungguhnya yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data histori. Perhitungan *actual return* dilakukan terhadap 15 perusahaan pada harga saham bulanan, dengan data yang digunakan pada tabel 4.1 berikut adalah rata-rata *actual return* dari masing-masing perusahaan pada tahun 2016 hingga 2018 sebagai berikut :

Tabel 4.1
Rata-Rata *Actual Return* Perusahaan pada 2016-2018

Saham	2016	2017	2018
ADRO	0.10885	0.01011	-0.02735
ASII	0.02898	0.00115	0.00078
BSDE	0.00159	-0.00218	-0.02057
ICBP	0.02234	0.00376	0.01440
INCO	0.05773	0.01168	0.02113
INDF	0.03978	-0.00236	-0.00019
KLBF	0.01389	0.00992	-0.00696
LPPF	-0.00885	-0.02826	-0.04021
PGAS	0.01077	-0.03474	0.02996
PTPP	0.00414	-0.02599	-0.01812
SMGR	-0.01671	0.00844	0.02208
SMRA	-0.01498	-0.02316	-0.00303
UNTR	0.02309	0.04442	-0.01756
UNVR	0.00623	0.03163	-0.01591
WIKA	0.00129	-0.03223	0.02123

Berdasarkan tabel perhitungan *actual return* di atas setiap perusahaan mengalami perubahan naik turunnya *actual return*. *Actual return* yang tinggi mencerminkan semakin tinggi pula investor mendapat profit. Jika dilihat dari *actual return* masing-masing perusahaan terdapat perusahaan yang mengalami pembalikan keanjlokkan harga saat terjadi krisis tahun 2017 namun menunjukkan pembalikan harga atau membaik pada tahun 2018, seperti saham INCO, INDF, SMGR, SMRA dan WIKA. Namun ada pula yang tidak mengalami perbaikan harga di tahun 2018 seperti ADRO, ASII, BSDE, KLBF dan LPPF. Di sisi lain, perusahaan yang memiliki harga buruk pada tahun 2016 justru meningkat pada tahun 2018

seperti SMGR. Dari tabel diatas dapat digambarkan untuk lebih memudahkan dalam melihat fluktuasi *actual return* sebagai berikut:



Gambar 4.1 Grafik Rata-Rata *Abnormal Return* Perusahaan 2016-2018

4.2.1.1 *Market-adjusted model*

Berdasarkan *market-adjusted model*, penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *Return Indeks Pasar (Market Return)* pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *Return Indeks Pasar*. Dengan data yang digunakan pada tabel 4.3 berikut rata-rata *market return* periode 2016-2018

Tabel 4.2
Rata-Rata *Market Return* Perusahaan pada 2016-2018

IHSG	2016	2017	2018
	0.01228	0.01548	-0.00169

Berdasarkan tabel perhitungan *market return* pada tahun 2016 rata rata harga *market return* sebesar 0.01228 dan mengalami kenaikan pada tahun 2017 yaitu menjadi 0.01548 namun mengalami pembalikan harga atau mengalami penurunan harga yang signifikan pada tahun 2018 yaitu menjadi -0.00169

4.2.1.2 *Abnormal Return*

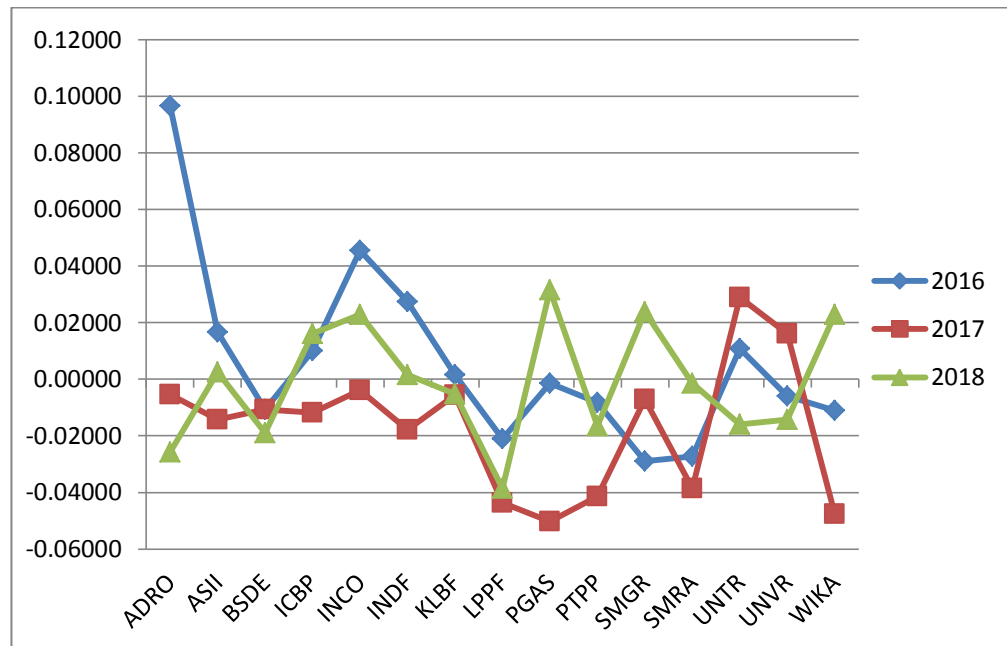
Abnormal Return (AR) merupakan selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2010). Keuntungan tidak normal dapat diperoleh ketika ada peristiwa tertentu yang mempengaruhi pergerakan harga saham. *Abnormal return* dilakukan terhadap 15 perusahaan pada harga saham bulanan, dengan data yang digunakan pada tabel 4.3 berikut rata-rata *abnormal return* dari masing-masing perusahaan pada tahun 2016 hingga 2018.

Tabel 4.3
Rata-Rata *Abnormal Return* Perusahaan pada 2016-2018

Saham	2016	2017	2018
ADRO	0.09657	-0.00537	-0.02566
ASII	0.01670	-0.01433	0.00247
BSDE	-0.01069	-0.01069	-0.01888
ICBP	0.01006	-0.01172	0.01609
INCO	0.04545	-0.00380	0.02282
INDF	0.02750	-0.01784	0.00150
KLBF	0.00161	-0.00556	-0.00527
LPPF	-0.02113	-0.04374	-0.03852
PGAS	-0.00151	-0.05023	0.03165
PTPP	-0.00814	-0.04147	-0.01643
SMGR	-0.02899	-0.00704	0.02377
SMRA	-0.02726	-0.03864	-0.00134
UNTR	0.01080	0.02894	-0.01587
UNVR	-0.00605	0.01615	-0.01422
WIKA	-0.01099	-0.04771	0.02292

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat masing-masing perusahaan memiliki perubahan *abnormal return* yang negatif dan positif. *Abnormal Return* adalah kondisi dimana kita dapat memperolehnya ketika ada peristiwa tertentu yang mempengaruhi pergerakan saham dimana apabila *abnormal return* yang bernilai negatif mengindikasikan *bad news* dan sebaliknya apabila *abnormal return bernilai positif* mengindikasikan *good news*.

Pada gambar grafik 4.2 di bawah ini dapat dilihat dengan jelas pergerakan *abnormal return* setiap sahamnya. Terdapat beberapa saham yang *abnormal return* meningkat pada tahun 2018 seperti ICBP,PGAS,SMGR,SMRA dan WIKA. Sedangkan ADRO,BSDE,UNTR dan UNVR justru memiliki *abnormal return* yang menurun tajam pada tahun 2018. Dari tabel diatas dapat digambarkan lebih memudahkan dalam melihat fluktuasi *abnormal return* sebagai berikut:



Gambar 4.2 Grafik Rata-Rata *Abnormal Return* Perusahaan 2016-2018

4.2.1.3 *Cumulative Abnormal Return*

Setelah diperoleh *Abnormal Return* masing-masing saham setiap bulannya, kemudian dihitung nilai *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Nilai CAR dihitung dengan mengakumulasi *Abnormal Return* masing-masing saham periode pembentukan. Hasil dari akumulasi ini akan digunakan untuk membentuk portofolio saham *winner* dan *loser*.

Pembentukan portofolio saham *winner* dan *loser* dimulai dengan membuat peringkat dari nilai CAR pada periode pembentukan. Nilai CAR diurutkan dari terbesar hingga yang terkecil. disusun *ranking* nilai CAR saham setiap periode. Nilai CAR diurutkan dari nilai terbesar ke nilai terkecil (*descending*). Dari peringkat tersebut 20% pertama masuk kategori *winner*, dan 20% terbawah masuk kategori *loser* dapat dibentuk portofolio saham *winner* dan *loser* seperti yang dilakukan oleh Margareta (2018) yaitu menggunakan standar pembentukan untuk membentuk portofolio *winner* dan *loser* sebesar 20%.

a) **Data Tahunan**

Dalam pembentukan portofolio saham *winner* dan *loser* pada periode tahunan dari nilai CAR pada periode pembentukan tahunan. Nilai CAR diurutkan dari terbesar hingga yang terkecil sebagai berikut:

Tabel 4.4
Nilai CAR dan Portofolio *Winner – Loser*

TAHUNAN		
Saham	CAR	
	Observasi	
	1	2
ADRO	1.09439	-0.37243
ASII	0.02845	0.22823
BSDE	-0.34022	-0.22291
ICBP	-0.01993	-0.47977
INCO	0.49978	0.02321
INDF	0.11598	-0.98711
KLBF	-0.04748	-0.12997
LPPF	-0.77849	-0.69477
PGAS	-0.62079	-0.19606
PTPP	-0.59531	0.15681
SMGR	-0.43243	0.20075
SMRA	-0.79084	-0.43851
UNTR	0.47695	0.05240
UNVR	0.12121	-0.14236
WIKA	-0.70444	-0.29745

Sumber : Data diolah (2020)

Pada tabel 4.4 nilai CAR dan Portofolio saham *winner* dan *loser* terdapat dua observasi. Dimana didapatkan saham *winner* pada observasi pertama yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 1.09439, selanjutnya INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.49978 dan yang terakhir UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.47695, serta didapatkan saham *loser* pada observasi pertama yaitu SMRA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.79084,

selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.77849 dan yang terakhir WIKA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.70444.

Pada observasi kedua didapatkan saham *winner* yaitu ASII yang memiliki nilai CAR sebesar 0.22823, selanjutnya SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.20075 dan yang terakhir yaitu PTPP yang memiliki nilai CAR sebesar 0.15681, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kedua yaitu INDF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.98711, selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.69477 dan yang terakhir ICBP yang memiliki -0.47977.

b) Data Semesteran

Dalam pembentukan portofolio saham *winner* dan *loser* pada periode semesteran dari nilai CAR pada periode pembentukan Semesteran. Nilai CAR diurutkan dari terbesar hingga yang terkecil sebagai berikut:

Tabel 4.5
Nilai CAR dan Portofolio Winner – Loser

SEMESTERAN					
Saham	CAR				
	Observasi				
	1	2	3	4	5
ADRO	1.15886	0.55379	-0.06448	0.19895	-0.30795
ASII	0.20041	0.04709	-0.17196	-0.28732	0.02961
BSDE	-0.25506	-0.26515	-0.21195	-0.14184	-0.22657
ICBP	0.12072	-0.11317	-0.14065	0.01438	0.19305
INCO	0.54537	0.01163	-0.04559	0.95287	0.27383
INDF	0.33005	0.04240	-0.21407	-0.24625	0.01801
KLBF	0.01929	-0.07106	-0.06677	-0.26894	-0.06320
LPPF	-0.25359	-0.45866	-0.52490	-0.39813	-0.46221
PGAS	-0.01808	-0.10494	-0.60271	0.05127	0.37979
PTPP	-0.09768	-0.30548	-0.49763	-0.33977	-0.19714
SMGR	-0.34790	-0.07066	-0.08453	-0.28905	0.28528
SMRA	-0.32717	-0.47309	-0.46367	-0.25543	-0.01610
UNTR	0.12966	0.51640	0.34729	0.17275	-0.19048
UNVR	-0.07260	-0.06437	0.19381	-0.04225	-0.17060
WIKA	-0.13191	-0.34566	-0.57252	-0.39749	0.27507

Sumber : Data diolah (2020)

Pada tabel 4.5 nilai CAR dan Portofolio saham *winner* dan *loser* terdapat lima observasi. Dimana didapatkan saham *winner* pada observasi pertama yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 1.15886, selanjutnya INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.54537 dan yang terakhir INDF yang memiliki nilai CAR sebesar 0.33005, serta didapatkan saham *loser* pada observasi pertama yaitu LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.25359, selanjutnya SMRA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.32717 dan yang terakhir SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar -0.34790.

Pada observasi kedua didapatkan saham *winner* yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.55379, selanjutnya UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.51640 dan yang terakhir yaitu ASII yang memiliki nilai CAR sebesar 0.04709, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kedua yaitu WIKA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.34566, selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.45866 dan yang terakhir SMRA yang memiliki -0.46367.

Pada observasi ketiga didapatkan saham *winner* yaitu UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.34729, selanjutnya UNVR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.19381 dan yang terakhir yaitu INCO yang memiliki nilai CAR sebesar -0.04559, serta didapatkan saham *loser* pada observasi ketiga yaitu LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.52490, selanjutnya WIKA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.57525 dan yang terakhir PGAS yang memiliki -0.60271.

Pada observasi keempat didapatkan saham *winner* yaitu INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.95287, selanjutnya ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.19895 dan yang terakhir yaitu UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.17275, serta didapatkan

saham *loser* pada observasi keempat yaitu PTPP yang memiliki nilai CAR sebesar -0.33977, selanjutnya WIKA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.39749 dan yang terakhir LPPF yang memiliki -0.39813.

Pada observasi kelima didapatkan saham *winner* yaitu PGAS yang memiliki nilai CAR sebesar 0.37979, selanjutnya SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.28528 dan yang terakhir yaitu WIKA yang memiliki nilai CAR sebesar 0.27507, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kelima yaitu BSDE yang memiliki nilai CAR sebesar -0.22657, selanjutnya ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar -0.30795 dan yang terakhir LPPF yang memiliki -0.46221.

c) Data Triwulan

Dalam pembentukan portofolio saham *winner* dan *loser* pada periode triwulanan dari nilai CAR pada periode pembentukan Semesteran. Nilai CAR diurutkan dari terbesar hingga yang terkecil sebagai berikut:

Tabel 4.6

Nilai CAR dan Portofolio *Winner – Loser*

TRIWULAN					
Saham	CAR				
	Observasi				
	1	2	3	4	5
ADRO	0.45065	0.57564	0.70822	0.38126	-0.15443
ASII	0.27503	0.03723	0.06473	0.01525	-0.01764
BSDE	0.16619	0.08866	-0.21279	-0.16476	-0.05236
ICBP	0.13568	0.13288	-0.04547	-0.18641	-0.06770
INCO	0.12920	0.05646	-0.04547	-0.28242	-0.48524
INDF	0.08452	0.09885	0.05501	-0.11544	-0.01261
KLBF	0.06820	0.07914	-0.04891	-0.13423	-0.02215
LPPF	0.05723	-0.09230	-0.30876	-0.34888	-0.14991
PGAS	0.05516	0.06208	0.21569	-0.15012	-0.32063
PTPP	0.04851	-0.01120	-0.01947	-0.21889	-0.28601
SMGR	0.02432	-0.10436	-0.06846	-0.14442	-0.00220
SMRA	-0.07821	0.00858	-0.35149	-0.29296	-0.12160
UNTR	-0.21636	0.06379	0.34602	0.39651	0.17038
UNVR	-0.23377	-0.06552	-0.20180	-0.05996	0.13742
WIKA	-0.27944	0.00833	-0.18914	-0.10388	-0.15652

Sumber : Data diolah (2020)

Tabel 4.6

Nilai CAR dan Portofolio *Winner – Loser* (Lanjutan)

Saham	CAR					
	Observasi					
	6	7	8	9	10	11
ADRO	0.00477	0.08995	0.15557	0.10900	-0.10094	-0.41695
ASII	-0.13893	-0.15432	-0.12442	-0.13299	0.04566	0.16260
BSDE	-0.11877	-0.15959	-0.03779	0.01775	-0.37625	-0.24432
ICBP	0.01495	-0.07295	-0.09975	0.08733	0.09944	0.10571
INCO	0.10708	0.43964	0.09278	0.51323	0.36187	-0.23940
INDF	-0.00414	-0.20145	-0.20097	-0.04480	-0.15913	0.06281
KLBF	0.02453	-0.04462	-0.15194	-0.22431	-0.03621	0.16111

Sumber : Data diolah (2020)

Pada tabel 4.6 nilai CAR dan Portofolio saham *winner* dan *loser* terdapat sebelas observasi. Dimana didapatkan saham *winner* pada observasi pertama yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.45065, selanjutnya ICBP yang memiliki nilai CAR sebesar 0.13568 dan yang terakhir INDF yang memiliki nilai CAR sebesar 0.08452, serta didapatkan saham *loser* pada observasi pertama

yaitu PGAS yang memiliki nilai CAR sebesar 0.05516, selanjutnya SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.02432 dan yang terakhir UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar -0.21636.

Pada observasi kedua didapatkan saham *winner* yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.57564, selanjutnya ICBP yang memiliki nilai CAR sebesar 0.13288 dan yang terakhir yaitu INDF yang memiliki nilai CAR sebesar 0.09885, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kedua yaitu UNVR yang memiliki nilai CAR sebesar -0.06552, selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.09230 dan yang terakhir SMGR yang memiliki -0.10436.

Pada observasi ketiga didapatkan saham *winner* yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.70822, selanjutnya UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.34602 dan yang terakhir yaitu PGAS yang memiliki nilai CAR sebesar 0.21569, serta didapatkan saham *loser* pada observasi ketiga yaitu BSDE yang memiliki nilai CAR sebesar -0.21279, selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.30876 dan yang terakhir SMRA yang memiliki -0.35149.

Pada observasi keempat didapatkan saham *winner* yaitu UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.39651, selanjutnya ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.38126 dan yang terakhir yaitu ASII yang memiliki nilai CAR sebesar 0.01525, serta didapatkan saham *loser* pada observasi keempat yaitu LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.34888, selanjutnya SMRA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.29296 dan yang terakhir INCO yang memiliki -0.28242.

Pada observasi kelima didapatkan saham *winner* yaitu UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.17038, selanjutnya UNVR yang

memiliki nilai CAR sebesar 0.13742 dan yang terakhir yaitu SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar -0.00220, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kelima yaitu PTPP yang memiliki nilai CAR sebesar -0.28601, selanjutnya PGAS yang memiliki nilai CAR sebesar -0.32063 dan yang terakhir INCO yang memiliki -0.48524.

Pada observasi keenam didapatkan saham *winner* yaitu UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.13675, selanjutnya INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.10708 dan yang terakhir yaitu UNVR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.06775, serta didapatkan saham *loser* pada observasi keenam yaitu LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.36668, selanjutnya PTPP yang memiliki nilai CAR sebesar -0.39584 dan yang terakhir PGAS yang memiliki -0.48768.

Pada observasi ketujuh didapatkan saham *winner* yaitu INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.43964, selanjutnya UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.17691 dan yang terakhir yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.08995, serta didapatkan saham *loser* pada observasi ketujuh yaitu SMRA yang memiliki nilai CAR sebesar -0.34206, selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.37499 dan yang terakhir WIKA yang memiliki -0.41601.

Pada observasi kedelapan didapatkan saham *winner* yaitu PGAS yang memiliki nilai CAR sebesar 0.44460, selanjutnya ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.15557 dan yang terakhir yaitu LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar 0.14833, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kedelapan yaitu KLBF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.15194, selanjutnya SMRA yang memiliki

nilai CAR sebesar -0.15966 dan yang terakhir INDF yang memiliki -0.20097.

Pada observasi kesembilan didapatkan saham *winner* yaitu INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.51323, selanjutnya PGAS yang memiliki nilai CAR sebesar 0.33335 dan yang terakhir yaitu ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.15557, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kesembilan yaitu ASII yang memiliki nilai CAR sebesar -0.13299, selanjutnya SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar -0.20672 dan yang terakhir KLBF yang memiliki -0.22431.

Pada observasi kesepuluh didapatkan saham *winner* yaitu INCO yang memiliki nilai CAR sebesar 0.36187, selanjutnya ICBP yang memiliki nilai CAR sebesar 0.09944 dan yang terakhir yaitu UNTR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.07292, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kesepuluh yaitu BSDE yang memiliki nilai CAR sebesar -0.37625, selanjutnya LPPF yang memiliki nilai CAR sebesar -0.40560 dan yang terakhir PTPP yang memiliki -0.44174.

Pada observasi kesebelas didapatkan saham *winner* yaitu SMGR yang memiliki nilai CAR sebesar 0.49200, selanjutnya WIKA yang memiliki nilai CAR sebesar 0.25656 dan yang terakhir yaitu ASII yang memiliki nilai CAR sebesar 0.16260, serta didapatkan saham *loser* pada observasi kesebelas yaitu BSDE yang memiliki nilai CAR sebesar -0.24432, selanjutnya ADRO yang memiliki nilai CAR sebesar -0.41695 dan yang terakhir LPPF yang memiliki -0.43907.

4.2.2 Uji Signifikansi Observasi

Dalam melakukan pengujian terhadap 3 hipotesis yang sudah dibuat yaitu $ACAR_{Winner,t} < 0$ (negatif), $ACAR_{Loser} > 0$ (positif) dan $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t} > 0$ (positif), maka perhitungan uji t-hitung terhadap t-tabel dapat dilihat pada Tabel 4.7, Tabel 4.8, dan Tabel 4.9 untuk observasi portofolio tahunan, untuk perhitungan uji t-hitung terhadap t-tabel dapat dilihat pada Tabel 4.10, Tabel 4.11 dan 4.12 untuk observasi semesteran dan Tabel 4.13, Tabel 4.14 dan 4.15 untuk triwulanan.

4.2.2.1 Signifikan Observasi Tahunan

Dalam pengujian tahunan didapatkan 12 nilai CAAR di setiap periode obseravasinya, sehingga terdapat 12 nilai ACAR untuk setiap portofolio. Berikut ini merupakan hasil perhitungan CAAR dan ACAR setiap portofolio.

a) Uji Signifikansi Portofolio Winner

Hasil uji signifikansi portofolio *winner* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.7

Hasil Uji Signifikansi Portofolio Winner Observasi Tahunan

	Replikasi 1	Replikasi 2	ACAR	Std Dev	t-hitung	t-tabel(5%,11)	
CAAR WIINER	Jan	-0.072	0.086	0.007	0.112	0.093	-1.796
	Feb	0.052	0.013	0.033	0.028	1.656	-1.796
	Mar	0.030	-0.105	-0.038	0.095	-0.562	-1.796
	Apr	0.027	0.029	0.028	0.001	40.956	-1.796
	May	-0.151	0.020	-0.066	0.121	-0.770	-1.796
	Jun	0.051	-0.047	0.002	0.069	0.039	-1.796
	Jul	0.371	0.196	0.283	0.124	3.229	-1.796
	Aug	0.155	0.107	0.131	0.034	5.495	-1.796
	Sep	0.010	-0.039	-0.014	0.035	-0.588	-1.796
	Oct	0.197	0.008	0.103	0.134	1.083	-1.796
	Nov	0.065	-0.042	0.011	0.076	0.209	-1.796
	Dec	-0.046	-0.029	-0.038	0.012	-4.569	-1.796

Sumber : Data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.7 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 1 yaitu $ACAR_{winner,t} < 0$ (negatif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 12 bulan dimasa pengujian nilai ACAR *winner* yang negatif hanya terdapat pada bulan Maret, Mei, September dan Desember, hal ini menunjukkan adanya indikasi gejala *overreaction* portofolio *winner* dimana nilai ACAR *winner* yang negatif ada yang melebihi t-tabel yaitu pada bulan Desember yaitu t-hitung (-4.569) melebihi t-tabel (-1.796) sehingga H_01 ditolak, karena terbukti secara signifikan bahwa ACAR *winner* yang bernilai negatif dianggap sebagai gejala *overreaction*.

b) Uji Signifikansi Portofolio *Loser*

Hasil uji signifikansi portofolio *loser* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.8

Hasil Uji Signifikansi Portofolio *Loser* Observasi Tahunan

		Replikasi 1	Replikasi 2	ACAR	Std Dev	t-hitung	t-tabel(5%,11)
CAAR LOSER	Jan	-0.038	0.092	0.027	0.091	0.417	1.796
	Feb	-0.007	-0.057	-0.032	0.035	-1.303	1.796
	Mar	-0.084	-0.112	-0.098	0.020	-7.000	1.796
	Apr	0.029	-0.003	0.013	0.022	0.813	1.796
	May	-0.035	0.000	-0.017	0.025	-0.983	1.796
	Jun	0.038	-0.127	-0.045	0.117	-0.540	1.796
	Jul	-0.197	-0.219	-0.208	0.016	-18.464	1.796
	Aug	-0.059	-0.187	-0.123	0.090	-1.922	1.796
	Sep	-0.123	-0.170	-0.146	0.034	-6.141	1.796
	Oct	-0.084	-0.120	-0.102	0.025	-5.721	1.796
	Nov	-0.055	0.206	0.075	0.184	0.579	1.796
	Dec	-0.144	-0.023	-0.083	0.085	-1.380	1.796

Sumber : data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.8 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 2 yaitu $ACAR_{loser,t} > 0$ (positif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 12 bulan dimasa pengujian nilai ACAR *loser* yang positif hanya terdapat pada bulan Januari, April dan November, hal ini menunjukkan adanya indikasi gejala *overreaction* portofolio *loser*, tetapi nilai ACAR *loser* yang positif tidak terbukti signifikan karena nilai t-

hitung < t-tabel sehingga **Ho2** diterima, karena terbukti secara signifikan bahwa ACAR *loser* yang bernilai positif dianggap bukan sebagai gejala *overreaction*.

c) Uji Signifikansi Portofolio *Loser-Winner*

Hasil uji signifikansi portofolio *loser-winner* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

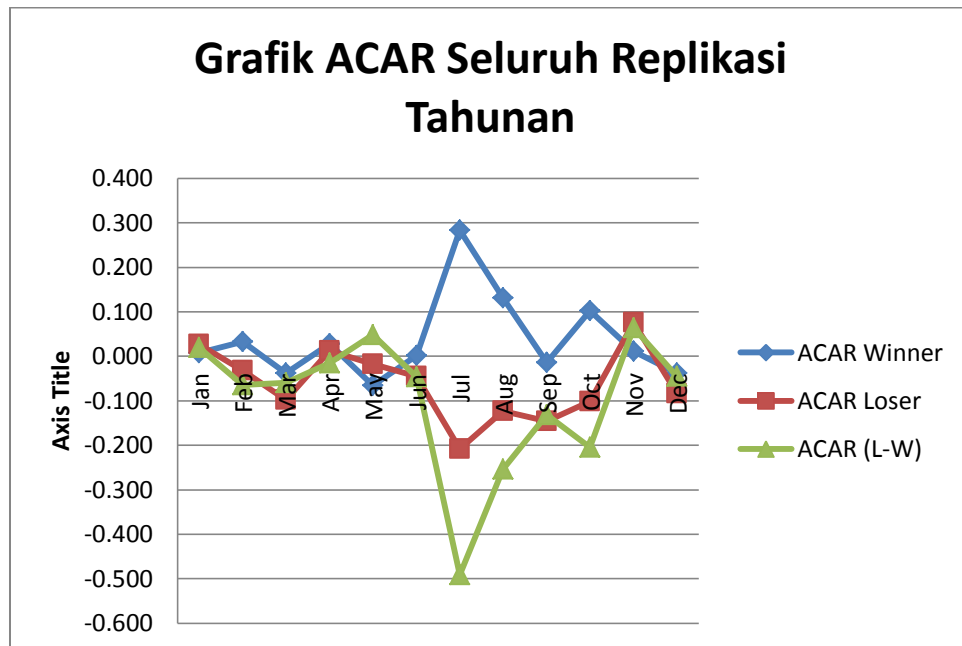
Tabel 4.9
Hasil Uji Signifikansi Selisih Portofolio *Loser-Winner* Tahunan

		Replikasi 1	Replikasi 2	ACAR	Std Dev	t-hitung	t-tabel(5%,11)
CAAR LOSER-Winner	Jan	0.034	0.005	0.020	0.021	1.345	1.796
	Feb	-0.060	-0.070	-0.065	0.007	-13	1.796
	Mar	-0.113	-0.007	-0.060	0.075	-1.132	1.796
	Apr	0.001	-0.032	-0.015	0.023	-0.939	1.796
	May	0.116	-0.019	0.048	0.095	0.719	1.796
	Jun	-0.013	-0.080	-0.047	0.047	-1.388	1.796
	Jul	-0.568	-0.415	-0.491	0.108	-6.425	1.796
	Aug	-0.214	-0.294	-0.254	0.057	-6.350	1.796
	Sep	-0.133	-0.131	-0.132	0.001	-132	1.796
	Oct	-0.282	-0.128	-0.205	0.109	-2.662	1.796
	Nov	-0.119	0.248	0.064	0.260	0.351	1.796
	Dec	-0.098	0.006	-0.046	0.074	-0.885	1.796

Sumber : data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.8 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 3 yaitu $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t} > 0$ (positif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 12 bulan dimasa pengujian, nilai t-hitung $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t}$ terdapat yang positif hanya terdapat pada bulan Januari, Mei dan November, hal ini menunjukkan gejala *overreaction* pada portofolio *loser-winner* tetapi nilai $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t}$ yang positif tidak terbukti signifikan dikarenakan nilai t-hitung tidak melebihi nilai t-tabel sehingga **Ho3** diterima, dan dapat disimpulkan bahwa *overreaction* tidak terjadi pada portofolio *loser-winner*.

Gambar *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* dan *loser* seluruh replikasi dapat dilihat pada gambar berikut ini:



Gambar 4.3 Grafik ACAR Seluruh Replikasi

Pada Gambar 4.3 terlihat bahwa pergerakan ACAR *winner* dan *loser* selama 12 bulan pengujian terdapat 4 bulan ACAR *winner* bernilai negatif dan pada ACAR *loser* terdapat 3 bulan yang bernilai positif namun setelah di uji. Pada selisih ACAR *loser-winner* terdapat 3 bulan yang bernilai positif hal ini menandakan bahwa terdapatnya *overreaction* pada bulan januari, mei, dan november dimana portofolio *loser* menggunguli portofolio *winner* namun melihat pada uji statistik bahwa $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ menandakan bahwa tidak terbukti signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada keseluruhan untuk periode tahunan terdapat anomali *overreaction* namun tidak signifikan.

4.2.2.2 Uji Signifikan Observasi Semesteran

Dalam pengujian semesteran didapatkan 6 nilai CAAR di setiap periode obseravasinya, sehingga terdapat 6 nilai ACAR untuk setiap portofolio. Berikut ini merupakan hasil perhitungan CAAR dan ACAR setiap portofolio.

a) Uji Signifikansi Portofolio *Winner*

Hasil uji signifikansi portofolio *winner* observasi semesteran ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.10
Hasil Uji Signifikansi Portofolio *Winner* Observasi Semesteran

CAAR WINNER	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
Replikasi 1	0.249	0.081	0.153	0.125	0.035	0.036
Replikasi 2	0.068	0.120	0.025	0.169	-0.052	0.043
Replikasi 3	0.143	0.143	-0.061	0.029	-0.058	0.001
Replikasi 4	0.624	0.277	-0.103	-0.007	0.006	0.092
Replikasi 5	0.286	0.137	-0.049	-0.132	0.147	-0.077
ACAR (W)	0.274	0.152	-0.007	0.037	0.016	0.019
Std Dev	0.214	0.074	0.101	0.118	0.083	0.063
t-hitung	2.865	4.571	-0.156	0.697	0.419	0.677
t-tabel(5%, 4)	-2.132	-2.132	-2.132	-2.132	-2.132	-2.132

Sumber : Data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.8 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 1 yaitu $ACAR_{winner,t} < 0$ (negatif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 6 bulan dimasa pengujian nilai ACAR *winner* yang negatif hanya terdapat pada bulan ke 3, hal ini menunjukkan adanya indikasi gejala *overreaction* portofolio *winner*, tetapi nilai ACAR *winner* yang negatif tidak terbukti signifikan karena nilai t-hitung $<$ t-tabel sehingga H_0 diterima, karena terbukti secara signifikan bahwa ACAR *winner* yang bernilai negatif dianggap bukan sebagai gejala *overreaction*.

b) Uji Signifikansi Portofolio *Loser*

Hasil uji signifikansi portofolio *loser* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.11
Hasil Uji Signifikansi Portofolio *Loser* Observasi Semesteran

CAAR LOSER	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
Replikasi 1	-0.148	0.026	-0.036	-0.047	-0.112	0.007
Replikasi 2	-0.486	-0.028	-0.130	-0.052	-0.076	-0.098
Replikasi 3	-0.030	-0.167	-0.241	0.044	0.020	-0.193
Replikasi 4	0.106	-0.155	-0.146	0.041	0.027	-0.251
Replikasi 5	0.050	-0.085	-0.023	-0.175	-0.068	-0.031
ACAR (L)	-0.102	-0.082	-0.115	-0.038	-0.042	-0.113
Std Dev	0.235	0.082	0.089	0.089	0.062	0.108
t-hitung	-0.966	-2.220	-2.891	-0.945	-1.509	-2.340
t-tabel	2.132	2.132	2.132	2.132	2.132	2.132

Sumber : data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.9 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 2 yaitu $ACAR_{Loser,t} > 0$ (positif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 6 bulan dimasa pengujian tidak terdapat nilai ACAR *loser* yang positif dan nilai t-hitung < t-tabel sehingga **Ho2** diterima dan dapat disimpulkan tidak terjadi gejala *overreaction*.

c) Uji Signifikansi Portofolio *Loser-Winner*

Hasil uji signifikansi portofolio *loser-winner* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.12

Hasil Uji Signifikansi Selisih Portofolio *Loser-Winner* Semesteran

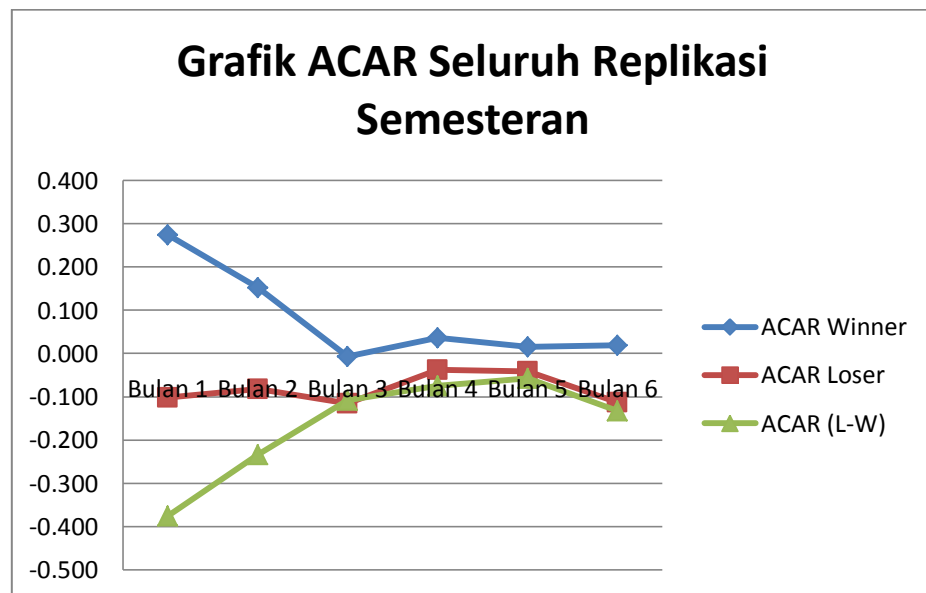
CAAR LOSER-WINNER	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3	Bulan 4	Bulan 5	Bulan 6
Replikasi 1	-0.397	-0.054	-0.189	-0.172	-0.146	-0.029
Replikasi 2	-0.553	-0.148	-0.155	-0.220	-0.024	-0.142
Replikasi 3	-0.172	-0.310	-0.180	0.015	0.078	-0.194
Replikasi 4	-0.519	-0.432	-0.044	0.048	0.022	-0.343
Replikasi 5	-0.236	-0.222	0.026	-0.043	-0.215	0.046
ACAR (L-W)	-0.375	-0.233	-0.108	-0.075	-0.057	-0.132
Std Dev	0.168	0.146	0.095	0.117	0.121	0.151
t-hitung	-4.985	-3.579	-2.555	-1.423	-1.054	-1.965
t-tabel	2.132	2.132	2.132	2.132	2.132	2.132

Sumber : data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.12 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 3 yaitu $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t} > 0$ (positif).

Hasil didapatkan adalah bahwa selama 6 bulan dimasa pengujian, nilai t-hitung $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t}$ tidak terdapat yang positif dan nilai t-hitung tidak melebihi nilai t-tabel sehingga H_03 diterima, dan dapat disimpulkan bahwa *overreaction* tidak terjadi pada portofolio *loser-winner*.

Gambar *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* dan *loser* seluruh replikasi dapat dilihat pada gambar berikut ini:



Gambar 4.4 Grafik ACAR Seluruh Replikasi

Pada Gambar 4.4 terlihat bahwa pergerakan ACAR *winner* dan *loser* selama 6 bulan pengujian terdapat ACAR *winner* yang bernilai negatif yaitu pada bulan ke 3 sedangkan pada ACAR *loser* bertentangan dengan konsep *overreaction* karena tidak terjadi pembalikan arah yang signifikan dan selisih nilai ACAR *loser* tidak terdapat nilai positif. Hal ini bertentangan dengan konsep *overreaction*, sehingga secara keseluruhan observasi semesteran dapat disimpulkan tidak terjadi *overreaction*.

4.2.2.3 Uji Signifikan Observasi Triwulanan

Dalam pengujian triwulanan didapatkan 3 nilai CAAR di setiap periode obseravasinya, sehingga terdapat 3 nilai ACAR untuk setiap portofolio. Berikut ini merupakan hasil perhitungan CAAR dan ACAR setiap portofolio.

a) Uji Signifikansi Portofolio Winner

Hasil uji signifikansi portofolio *winner* observasi triwulanan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.13
Hasil Uji Signifikansi Portofolio Winner Observasi Triwulanan

CAAR WINNER	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
Replikasi 1	0.137	0.101	0.060
Replikasi 2	0.129	0.048	0.092
Replikasi 3	0.324	0.080	0.020
Replikasi 4	0.164	0.038	0.063
Replikasi 5	0.012	0.093	-0.003
Replikasi 6	0.103	0.052	-0.051
Replikasi 7	0.234	0.033	-0.032
Replikasi 8	0.282	0.019	-0.052
Replikasi 9	0.313	0.062	-0.057
Replikasi 10	0.151	0.019	0.011
Replikasi 11	0.036	0.296	-0.028
ACAR (W)	0.171	0.076	0.002
Std Dev	0.106	0.078	0.052
t-hitung	5.386	3.255	0.134
t-tabel	-1.812	-1.812	-1.812

Sumber : Data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.13 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 1 yaitu $ACAR_{winner,t} < 0$ (negatif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 3 bulan dimasa pengujian nilai ACAR *winner* tidak terdapat yang negatif dan nilai t-hitung $<$ t-tabel sehingga **Ho1** diterima dan dapat disimpulkan tidak terjadi *overreaction* pada observasi triwulanan portofolio *winner*.

b) Uji Signifikansi Portofolio *Loser*

Hasil uji signifikansi portofolio *loser* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.14
Hasil Uji Signifikansi Portofolio *Loser* Observasi Triwulanan

CAAR LOSER	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
Replikasi 1	-0.061	-0.119	-0.063
Replikasi 2	-0.039	-0.026	-0.022
Replikasi 3	-0.109	-0.147	-0.035
Replikasi 4	-0.106	-0.093	-0.110
Replikasi 5	-0.138	-0.074	-0.152
Replikasi 6	-0.060	-0.125	-0.232
Replikasi 7	-0.155	-0.065	-0.158
Replikasi 8	-0.026	-0.105	-0.039
Replikasi 9	0.009	-0.112	-0.085
Replikasi 10	-0.111	-0.115	-0.182
Replikasi 11	-0.203	-0.123	-0.041
ACAR (L)	-0.091	-0.100	-0.102
Std Dev	0.062	0.034	0.070
t-hitung	-4.849	-9.798	-4.801
t-tabel	1.812	1.812	1.812

Sumber : data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.14 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 2 yaitu $ACAR_{Loser,t} > 0$ (positif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 3 bulan dimasa pengujian tidak terdapat nilai ACAR *loser* yang positif dan nilai t-hitung $<$ t-tabel sehingga **Ho2** diterima dan dapat disimpulkan tidak terjadi gejala *overreaction* pada observasi triwulanan portofolio *loser*.

c) Uji Signifikansi Portofolio *Loser-Winner*

Hasil uji signifikansi portofolio *loser-winner* observasi tahunan ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

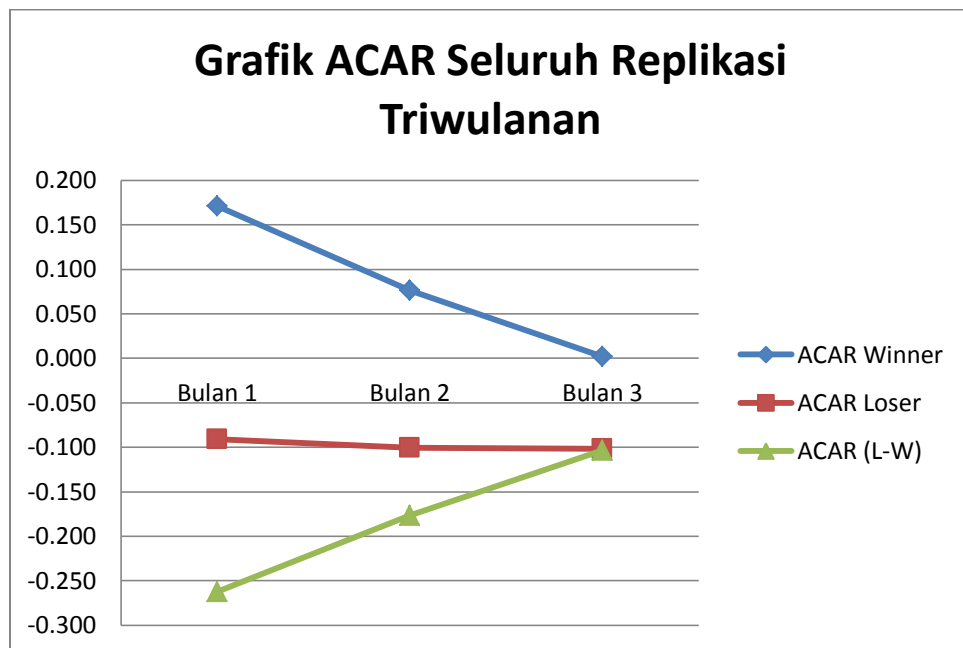
Tabel 4.15
Hasil Uji Signifikansi Selisih Portofolio *Loser-Winner* Triwulanan

CAAR LOSER- WINNER	Bulan 1	Bulan 2	Bulan 3
Replikasi 1	-0.198	-0.220	-0.123
Replikasi 2	-0.167	-0.074	-0.115
Replikasi 3	-0.432	-0.227	-0.055
Replikasi 4	-0.270	-0.131	-0.172
Replikasi 5	-0.150	-0.167	-0.149
Replikasi 6	-0.163	-0.177	-0.180
Replikasi 7	-0.389	-0.098	-0.126
Replikasi 8	-0.308	-0.125	0.012
Replikasi 9	-0.304	-0.174	-0.028
Replikasi 10	-0.262	-0.133	-0.192
Replikasi 11	-0.239	-0.419	-0.013
ACAR (L)	-0.262	-0.177	-0.104
Std Dev	0.092	0.093	0.071
t-hitung	-9.427	-6.301	-4.815
t-tabel	1.812	1.812	1.812

Sumber : data diolah (2020).

Pada perhitungan di Tabel 4.15 di atas. Hasil tersebut bertujuan untuk menjawab hipotesis 3 yaitu $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t} > 0$ (positif). Hasil didapatkan adalah bahwa selama 3 bulan dimasa pengujian, nilai t-hitung $ACAR_{Loser,t} - ACAR_{Winner,t}$ tidak terdapat yang positif dan nilai t-hitung tidak melebihi nilai t-tabel sehingga H_0 diterima, dan dapat disimpulkan bahwa *overreaction* tidak terjadi pada portofolio *loser-winner*.

Gambar *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* dan *loser* seluruh replikasi dapat dilihat pada gambar berikut ini:.



Gambar 4.5 Grafik ACAR Seluruh Replikasi

Pada Gambar 4.4 terlihat bahwa pergerakan ACAR *winner* dan *loser* selama 3 bulan pengujian terdapat ACAR *winner* bertentangan dengan konsep *overreaction* karena tidak terjadi pembalikan arah yang signifikan. Pada ACAR *loser* pun sama seperti ACAR *winner* yaitu tidak ada yang terjadi pembalikan arah yang signifikan dan selisih nilai ACAR *loser* tidak terdapat nilai positif. Hal ini bertentangan dengan konsep *overreaction*, sehingga secara keseluruhan observasi triwulanan dapat disimpulkan tidak terjadi *overreaction*.

4.3 Pembahasan Hasil Penelitian

Tujuan dilakukan penelitian ini untuk mengetahui gejala *overreaction* pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) pada periode 2016-2018. Untuk mengetahui gejala tersebut dilihat di gunakanlah periode observasi yang gunanya untuk melihat lebih jelas apakah terjadi *overreaction*.

4.3.1 *Overreaction* pada sektor *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdaftar di BEI pada Periode Tahunan

Pada pengamatan tahunan, saham yang sering di posisi *winner* adalah saham ADRO, ASII, INCO, PTPP, SMGR dan UNTR hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga positif dan layak dikoleksi oleh para investor. Di sisi lain, saham yang sering di posisi *loser* adalah saham ICBP, INDF, LPPF, SMRA dan WIKA hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga negatif dan sebaiknya dihindari oleh para investor.

Pada perusahaan *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdaftar di BEI terdapat gejala *overreaction* dimana ditunjukkan dengan terdapatnya pembalikan nilai ACAR *winner* ke negatif yaitu pada bulan Maret, Mei, September, Desember, pada nilai ACAR *loser* pun memiliki pembalikan yang dibuktikan bahwa terdapatnya nilai ACAR *loser* yang positif yaitu hanya pada bulan Januari, April dan November dan selisih *loser-winner* pula terdapat nilai mengarah positif yaitu pada bulan Januari, Mei dan November yang menandakan terdapatnya *overreaction* namun pada pengujian *one sample t-test* didapatkan bahwa nilai t-hitung < t-tabel dimana hal ini menandakan bahwa pada periode observasi tahunan terjadi *overreaction* namun tidak signifikan. Hasil ini menandakan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* namun tidak secara konstan melainkan hanya secara separatis dimana hanya terjadi secara terpisah-pisah. Situasi ini terjadi secara separatis tidak dapat dijadikan acuan sebagai indikasi terjadinya *overreaction* di keseluruhan (Margareta, 2018) hasil ini bertolak belakang akan teori *Market Overreaction Hypothesis* bahwa pelaku pasar akan menetapkan harga saham yang terlalu tinggi dalam bereaksi terhadap informasi baik, dan menilai harga saham terlalu rendah sebagai reaksi dari informasi buruk namun hasil ini mendukung teori *Efficient Market Hypothesis* dimana menyatakan bahwa tidak ada pelaku pasar yang mendapatkan *abnormal return*. Di sisi lain, penelitian

ini bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian penelitian Boussaidi, R. (2017) yang menyatakan bahwa gejala *overreaction* terjadi pada observasi 12 bulanan namun sejalan dengan penelitian Margareta, L (2018) yang menyatakan bahwa Gejala anomali *overreaction* di Bursa Efek Indonesia khususnya saham yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah (ISSI) tidak terjadi *overreaction*.

4.3.2 *Overreaction* pada sektor *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdaftar di BEI pada Periode Semesteran

Pada pengamatan semesteran, saham yang sering di posisi *winner* adalah saham ADRO, ASII, INCO, INDF, UNTR dan UNVR hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga positif dan layak dikoleksi oleh para investor. Di sisi lain, saham yang sering di posisi *loser* adalah saham BSDE, LPPF, PTPP dan SMRA hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga negatif dan sebaiknya dihindari oleh para investor.

Pada pengamatan semesteran pada perusahaan *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdaftar di BEI terdapat indikasi gejala *overreaction* dimana ditunjukkan dengan terdapatnya pembalikan nilai ACAR *winner* ke negatif yaitu pada bulan ke 3, pada nilai ACAR *loser* tidak terdapat pembalikan yang dibuktikan bahwa pada keseluruhan nilai ACAR *loser* positif dan selisih *loser-winner* pula tidak terdapat nilai mengarah ke positif yang menandakan bahwa tidak terdapatnya *overreaction* dan juga di buktikan pada pengujian *one sample t-test* didapatkan bahwa nilai t-hitung < t-tabel dimana hal ini menandakan bahwa pada periode observasi semesteran tidak terjadi. Hasil ini menandakan bahwa tidak terbukti portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* yang menandakan bahwa tidak terjadi *overreaction* pada keseluruhan observasi semesteran. Hasil ini bertolak belakang akan teori *Market Overreaction Hypothesis* bahwa pelaku pasar akan menetapkan harga saham yang terlalu tinggi dalam bereaksi terhadap informasi baik, dan menilai harga saham terlalu rendah sebagai reaksi dari

informasi buruk namun hasil ini mendukung teori *Efficient Market Hypothesis* dimana menyatakan bahwa tidak ada pelaku pasar yang mendapatkan *abnormal return*. Di sisi lain, penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian Nita Yulistiana (2017) yang menyatakan bahwa gejala *overreaction* terjadi pada observasi semesteran yaitu pada bulan ke lima namun sejalan dengan penelitian Pasaribu (2011) yang menyatakan gejala anomali *overreaction* di Bursa Efek Indonesia khususnya saham yang tergabung dalam LQ-45 tidak terjadi *Overreaction*.

4.3.3 *Overreaction* pada sektor *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdaftar di BEI pada Periode Triwulanan

Pada pengamatan triwulanan, saham yang sering di posisi *winner* adalah saham ADRO, ASII, ICBP, INDF dan UNTR hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga positif dan layak dikoleksi oleh para investor. Di sisi lain, saham yang sering di posisi *loser* adalah saham LPPF, PGAS, PTPP, SMGR dan SMRA hal ini menandakan bahwa saham-saham tersebut cenderung memiliki tren harga negatif dan sebaiknya dihindari oleh para investor.

Pada pengamatan triwulanan pada perusahaan *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdaftar di BEI tidak terdapat indikasi gejala *overreaction* dimana ditunjukkan dengan tidak terdapatnya pembalikan nilai ACAR *winner* , ACAR *loser* dan selisih *loser-winner* pula tidak terdapat nilai mengarah ke positif yang menandakan bahwa tidak terdapatnya *overreaction* dan juga di buktikan pada pengujian *one sample t-test* didapatkan bahwa nilai t -hitung $<$ t -tabel dimana hal ini menandakan bahwa pada periode observasi triwulanan tidak terjadi. Hasil ini menandakan bahwa tidak terbukti portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* yang menandakan bahwa tidak terjadi *overreaction* pada keseluruhan observasi tahunan. Hasil ini bertolak belakang akan teori *Market Overreaction Hypothesis* bahwa pelaku pasar akan menetapkan harga saham yang terlalu tinggi dalam

bereaksi terhadap informasi baik, dan menilai harga saham terlalu rendah sebagai reaksi dari informasi buruk namun hasil ini mendukung teori *Efficient Market Hypothesis* dimana menyatakan bahwa tidak ada pelaku pasar yang mendapatkan *abnormal return*. Di sisi lain, penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian penelitian Nita Yulistiana (2017) yang menyatakan bahwa gejala *overreaction* terjadi pada observasi triwulanan yaitu pada bulan ke lima namun sejalan dengan penelitian Eko Krida Zafran Zakir R., Afifudin, Junaidi (2019 yang menyatakan Hasil penelitian ini pun menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala anomali *overreaction* pada seluruh periode dan mengindikasikan bahwa saham di Bursa Efek Indonesia terbilang telah efisien dan termasuk sebagai *weak form*.

Dengan demikian penelitian ini menyatakan bahwa tidak terjadi gejala *overreaction* pada perusahaan yang tergabung pada *Jakarta Islamic Index* (JII). Hasil penelitian ini telah mendukung hipotesis efisiensi pasar dan menunjukkan bahwa pasar Bursa Efek Indonesia khususnya *Jakarta Islamic Index* (JII) telah efisien dalam bentuk lemah (*weak form*). Dengan kata lain investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan informasi yang beredar, hal ini dikarenakan masyarakat telah mengerti dan menyadari bahwa investasi itu penting dan membuat jumlah investor aktif di Bursa Efek Indonesia meningkat. Dengan banyaknya investor yang aktif di pasar Bursa Efek Indonesia membuat pasar menjadi efisien.

Observasi gejala *overreaction* pada tiga rentan waktu yang berbeda yaitu semesteran, triwulanan, dan tahunan memberikan kesimpulan yang relatif sama yaitu tidak terjadinya *market overreaction* secara keseluruhan pada ketiga observasi. Dari hasil penelitian yang tidak menunjukkan *overreaction* maka dapat disimpulkan untuk melakukan penerapan strategi melawan arah (*contrarian*) dapat beresiko pada *Jakarta Islamic Index* (JII) karena terbukti portofolio *loser* tidak dapat mengungguli portofolio secara

keseluruhan. Investor tidak dapat membeli saham *loser* pada periode pembentukan di semesteran, triwulanan dan tahunan dan menjual pada periode selanjutnya, dikarenakan portofolio tetap negatif. Untuk dilakukan strategi ini sangat beresiko untuk diterapkan di Bursa Efek Indonesia terutama pada *Jakarta Islamic Index (JII)*.