ANALISIS *OVERREACTION BEHAVIOR* PADA SAHAM IDX80 SAAT KONDISI *MARKET BEARISH* (Studi pada Masa Pandemi Covid-19)

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

Ajeng Kinesti
175020400111012

JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2021

Analisis *Overreaction Behavior* pada Saham Idx80 Saat Kondisi *Market Bearish* (Studi pada Masa Pandemi Covid-19)

Ajeng Kinesti
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya
Email: ajengkinesti@student.ub.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi perilaku overreaction yang diindikasikan dengan adanya anomali winner-loser. Penelitian ini mengasumsikan adanya kecenderungan perilaku overreaction saat kondisi market bearish dengan menganalisis 3 set periode pengamatan selama masa pandemi covid-19 di Indonesia. Perilaku overreaction terlihat dari nilai rata-rata kumulatif average residual return portofolio loser yang dapat mengungguli portofolio winner dengan nilai yang signifikan. Portofolio winner diseleksi dengan nilai kumulatif abnormal return tertintinggi. Sedangkan portofolio loser diseleksi dengan nilai kumulatif abnormal return terendah. Dengan menggunakan estimasi market adjusted return, abnormal return dihitung dengan mencari selisih return aktual dengan return market. Hasil dari penelitian ini adalah terjadi perilaku overreaction pada hari pertama yang didukung oleh adanya reversal pada masing-masing portofolio di hari yang sama. Dengan demikian strategi kontrarian dapat diterapkan tetapi dengan kehati-hatian mengingat overreaction yang signifikan hanya terjadi pada satu hari.

Kata kunci: Perilaku overreaction, Anomali winner-loser, Strategi kontrarian, Abnormal return, IDX 80, pasar bearish, Covid-19

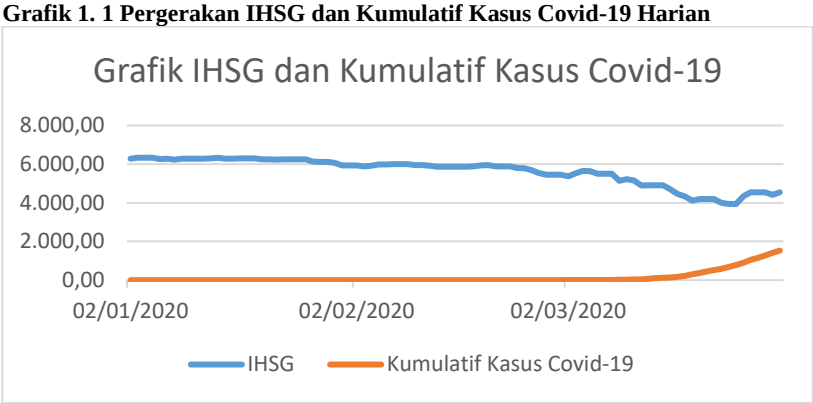
A. PENDAHULUAN

Baru-baru ini seluruh negara dikagetkan oleh informasi mewabahnya virus *corona* dengan nama *Corona Virus Disease-19* (covid-19). Menurut *World Health Organization* (WHO) covid-19 adalah penyakit menular yang disebabkan oleh jenis *coronavirus* baru yang ditemukan pertama kali di Kota Wuhan, Tiongkok, pada bulan Desember 2019 lalu. Saat ini, covid-19 dinyatakan sebagai sebuah pandemi yang terjadi di banyak negara di seluruh dunia. Covid-19 dengan cepat menyebar melalui percikan saluran pernapasan dan mengakibatkan demam, batuk, kesulitan bernapas, bahkan kematian. Kemunculan pandemi ini menyebar luas sampai ke 150 negara dalam waktu 2 bulan.

Masuknya covid-19 di Indonesia diumumkan pada tanggal 2 Maret 2020. Presiden Joko Widodo mengumumkan adanya dua Warga Negara Indonesia (WNI) yang terpapar virus covid-19. WNI tersebut sempat berkontakan dengan warga negara Jepang yang sempat datang ke Indonesia. Hingga tanggal 31 Maret 2020, kasus covid-19 yang terkonfirmasi mencapai 1.528 kasus, dengan 75 orang sembuh, dan 115 lainnya meninggal dunia. Pandemi ini tidak hanya menjadi masalah kesehatan, tetapi juga memberhentikan kegiatan bisnis, ekonomi, bahkan ancaman yang lebih parah (Khan et al., 2020). Baker dalam Huo & Qiu (2020) menyatakan pandemi covid-19 secara signifikan akan meningkatkan ketidakpastian ekonomi. Informasi mengenai bahaya covid-19, seperti: peningkatan angka kematian, peningkatan jumlah kasus covid-19, penutupan bisnis, dan lainnya membuat masyarakat menjadi sangat kawatir akan kondisi saat ini.

Pasar saham sebagai bagian penting dari ekonomi juga sangat terpengaruh (Huo & Qiu, 2020). Hal ini dikarenakan informasi mengenai dampak covid-19 membuat investor bereaksi yang tercermin pada perubahan harga saham di pasar. Hal ini di dukung oleh Asri Solihat (2020) yang membuktikan bahwa meningkatnya kasus covid-19 akan menyebabkan volatilitas yang tinggi di pasar ekuitas. Di Indonesia, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terbukti melemah sejak masuknya covid-19. Dapat dilihat dari grafik 1.1 yang menunjukkan bahwa selama bulan Maret 2020, IHSG mengalami penurunan seiring dengan meningkatnya jumlah kasus covid-19 yang terkonfirmasi. Sampai akhir Maret 2020, IHSG mengalami penurunan sebesar -15,34%. Kondisi terparah terjadi pada tanggal 24 Maret 2020, dimana IHSG turun tajam -26,5% hingga dititik Rp3.937,63. Hal ini sejalan dengan Khan et al. (2020) yang membuktikan peningkatan kasus covid-19 akan menurunkan *return* di pasar saham.

Grafik 1. 1 Pergerakan IHSG dan Kumulatif Kasus Covid-19 Harian



Sumber: data diolah dari investing.com dan covid19.go.id, 2020.

Mengingat pandemi covid-19 merupakan peristiwa yang belum pernah terjadi sebelumnya, investor menganggap bahwa pandemi ini merupakan peristiwa yang dramatis. Pratama et al. (2016) menyatakan bahwa peristiwa yang dianggap dramatis, dapat menyebabkan investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*). *Overreaction* merupakan penyimpagan harga aset dari harga wajarnya (Santosa, 2010). *Overreaction* dimungkinkan terjadi karena sebagian investor (pelaku pasar) melakukan transaksi saham secara tidak rasional terhadap informasi yang masuk ke bursa. Jika informasi yang diterima pasar adalah berita buruk (*bad news*), maka para pelaku pasar cenderung menilai saham terlalu rendah dari nilai wajarnya karena terlalu pesimis, sehingga harga aset tersebut menjadi undervalued. Sedangkan, pelaku pasar cenderung terlalu optimis pada informasi yang dianggap baik (*good news*), sehingga harga aser menjadi *overvalued*. Menurut Santosa (2010) setiap sekuritas yang ditransaksikan secara berlebihan, akan menciptakan return diatas normalnya (*abnormal return*).

Dalam kondisi yang berlebih, investor kemudian menyadari tindakan *overreacted* yang telah mereka lakukan dan mulai melakukan koreksi respon sesuai dengan situasi yang sebenarnya. Dengan demikian, harga sekuritas akan berbalik menuju ke harga warjarnya. Koreksi inilah yang disebut dengan fenomena *reversal*/pembalikan (Ottemoesoe & Malelak, 2014). Fenomena *reversal* dilihat dengan menggunakan saham yang mengalami kenaikan ekstrem (*winner*) dan saham yang mengalami penurunan ekstrem (*loser*). Warninda (1998) menyatakan fenomena pembalikan ditunjukkan oleh turunnya (secara ekstrem) harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya (secara ekstrem) harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*. De Bondt & Thaler mempopulerkan peristiwa ini sebagai anomali *winner-loser*, dimana mereka membuktikan saham yang awalnya memberikan tingkat keuntungan yang sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode berikutnya. Hal ini menyimpulkan bahwa terjadinya *overreaction* akan menyebabkan anomali *winner-loser* di pasar. Terbukti dari penelitian De bondt & Thaler bahwa investor yang membeli saham saat predikatnya *loser* akan memperoleh return dengan rata-rata 19,6% diatas keuntungan pasar. Sedangkan, *winner* menghasilkan penurunan keuntungan sebesar -5% dibawah return pasar.

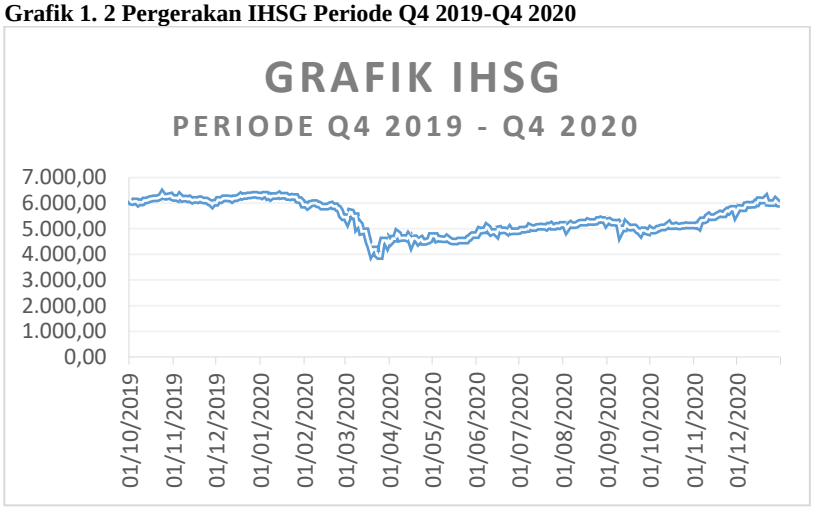
Anomali *winner-loser* kerap kali dikaitkan dengan penerapan strategi investasi kontrarian. Strategi kontrarian biasa disebut sebagai strategi pelawan, dimana investor akan membeli saham yang berpredikat *loser* dan menjualnya saat menjadi *winner*. Hal ini dikarenakan dalam jangka panjang saham yang awalnya *loser* akan memberikan keuntungan melebihi saham yang awalnya berpredikat sebagai *winner*. Dengan kata lain, adanya anomali *winner-loser* di pasar modal memungkinkan investor melakukan strategi membeli saham pada waktu *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan (Warninda, 1998).

Brown et al., (1988) menyatakan bahwa *overreaction* biasanya terjadi sebagai respon terhadap situasi yang buruk. Situasi buruk di pasar dapat terjadi saat pasar dalam kondisi bearish. Ottemoesoe & Malelak (2014) membuktikan bahwa *overreaction* cenderung terjadi pada kondisi *bearish period*. Hal ini disebabkan investor yang menghindari kerugian, cenderung agresif selama periode *bearish* (Lin & Rassenti dalam Ottemoesoe & Malelak, 2014).

Market bearish di cerminkan dengan penurunan trend pasar saham dan penurunan pertumbuhan ekonomi. Dalam grafik 1.2 dapat dilihat bahwa sejak awal tahun 2020 hingga bulan Maret 2020, IHSG tumbuh melemah. Selama kuartal satu 2020, IHSG menurun hingga -27,95% Ytd. Selain itu,

penurunan pertumbuhan ekonomi dicerminkan oleh menurunnya *Gross Domestic Product* (GDP) pada Q1-Q2 2020, yaitu menjadi 2,97% YoY dan -5,32% YoY (grafik 1.3).

Grafik 1. 2 Pergerakan IHSG Periode Q4 2019-Q4 2020



Sumber: data diolah dari BEI, 2020.

Grafik 1. 3 Pergerakan GDP Indonesia Periode Q1 2020-Q4 2020



Sumber: diolah dari BPS, 2020.

Selama masa pandemi covid-19, banyak investor yang mengalami kerugian. Mereka cenderung mencairkan asetnya karena kekhawatiran atas kondisi yang tidak pasti. Kondisi seperti ini mendorong investor untuk berperilaku tidak rasional, sehingga akan berdampak pada pergerakan harga saham di pasar. Salisu et al. (2020) menemukan bahwa pasar saham negara berkembang lebih rentan terhadap pandemi daripada pasar saham negara maju. Mohamed et al. (2020) dan Huo & Qiu (2020) juga menyatakan bahwa sentimen investor atas pandemi covid-19 akan berdampak pada *overreaction* di pasar saham. Dengan demikian, penelitian ini akan meneliti *overreaction* saat masa pandemi covid-19, di salah satu negara berkembang, yaitu Indonesia. Penelitian ini penting untuk dilakukan agar investor dapat menyadari eksistensi *overreaction*, sehingga dapat memutuskan strategi investasi yang cocok untuk diterapkan pada masa *market bearish* akibat pandemi covid-19. Peneliti memilih IDX80 sebagai indeks yang mewakili Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada Bursa Efek Indonesia (BEI). IDX80 dapat mewakili 80%-90% bursa dari segi nilai transaksi, volume transaksi, dan sebagainya (IDX, 2020). Untuk itu, IDX80 dipilih karena memiliki pilihan saham

yang lebih banyak dari indeks-indeks dengan kapitalisasi besar dan likuiditas tinggi, sehingga dianggap dapat merepresentasikan kondisi pasar.

Pada akhirnya, penelitian ini menjadi berbeda dari penelitian sebelumnya karena bertujuan untuk mengidentifikasi keberadaan *overreaction* pada indeks IDX80 saat kondisi *market bearish* yang disebabkan oleh pandemi covid-19. Selain itu, penelitian ini juga memiliki 3 set periode pengamatan, yaitu: 21 hari, 10 hari, dan 5 hari, untuk menguji eksistensi perilaku overreaction selama pandemi covid-19.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Teori yang mendasari penelitian ini adalah teori efisiensi pasar. Teori ini menekankan hubungan antara harga/nilai sekuritas terhadap informasi, bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi, dan sejauh mana informasi dapat mempengaruhi pergerakan harga saham yang terbentuk (Hanafi dalam Sambuari et al. (2020). Menurut Wibowo (2017), informasi yang dimaksud dalam konteks ini, yaitu: informasi yang bersumber dari internal perusahaan (*corporate action*) artinya hanya mempengaruhi harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut, informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan (informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan yang terkena regulasi tersebut), dan informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal (informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah/peraturan dari regulator, bencana alam, dan politik yang berdampak pada semua perusahaan emiten). Dapat disimpulkan bahwa informasi yang mempengaruhi pasar adalah informasi yang mempengaruhi investor untuk melakukan reaksi (pergerakan harga saham) di pasar. Contoh, masuknya informasi yang dianggap baik akan tercermin dari perubahan harga saham yang cenderung naik.

Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Tandelilin, 2010). Di dalam pasar yang efisien, keseluruhan pembentukan harga merupakan hasil interaksi antara penawaran dan permintaan yang didasarkan pada seluruh informasi yang ada (Ottemoesoe & Malelak, 2014).

Dapat disimpulkan bahwa pasar yang efisien diindikasikan dengan kecepatan dan ketepatan reaksi investor atas informasi baru yang masuk di pasar. Reaksi investor dicerminkan dari adanya penyesuaian harga awal ke titik keseimbangan yang baru.

Namun, pada prosesnya, penyesuaian harga tidak selalu berjalan dengan cepat. Banyak penelitian yang membuktikan bahwa harga tidak mencerminkan semua informasi yang ada (terjadi *lag*), sehingga terdapat kesempatan bagi investor untuk memperoleh *abnormal return*. Sedangkan, untuk pasar yang efisien, investor tidak memiliki kesempatan untuk memperoleh *abnormal return*. Hal ini di dukung oleh Ottemosoe dan Malelak (2014), mereka menuliskan bahwa seluruh pihak bertindak atas informasi yang diterima secara sama dan merata, sehingga *abnormal return* bernilai nol. Dengan demikian, masuknya informasi harus disertai dengan reaksi yang cepat dan tepat, sehingga investor tidak akan memperoleh return yang tidak normal (*abnormal return*).

Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih dari *return* aktual dengan return yang diharapkan (Robert Ang dalam Pramana, 2012). *Abnormal return* disebut juga sebagai kelebihan *return* (*excess return*) dari *return* aktual terhadap *return* normal. Return normal diartikan sebagai return yang berada di dalam *range* tertentu. Sedangkan, return tidak normal adalah *return* yang melebihi batas normalnya.

Abnormal return dapat disebabkan karena adanya peristiwa tertentu, seperti: pengumuman internal perusahaan (*stock split*, pembagian dividen, *suspend*, dsb.) dan eksternal perusahaan (bencana alam, kondisi politik, dll.). Apabila return yang diharapkan (*expected return*) lebih kecil dari *return* aktual, maka *abnormal return* akan bernilai positif. Sebaliknya, jika *return* yang diharapkan lebih besar dari return aktualnya, maka *abnormal return* akan bernilai negatif.

Nilai *abnormal return* pada beberapa penelitian seperti EMH dan behavioral finance dapat dicerminkan dengan $ACAR$ (rata-rata kumulatif *average residual return*). Dimana *residual return* merupakan selisih nilai *abnormal return* penduga (sampel) dengan nilai pengamatan *abnormal return* yang sebenarnya (populasi).

Behavioral Finance

Bertentangan dengan konsep pasar efisien, *behavioral finance* adalah studi tentang pengaruh psikologi terhadap perilaku investor/analis keuangan (CFI, 2015). Shefrin dalam Paramita et al. (2018) mendefinisikan *behavioral finance* sebagai studi tentang bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi perilaku keuangan pemain saham (para praktisi) dan bagaimana manusia berperilaku dalam penentuan keuangan yang sebenarnya. Teori ini berfokus pada fakta bahwa investor tidak selalu rasional dan akan dipengaruhi oleh psikologi diri mereka sendiri. Hal ini didukung oleh De bondt & Thaler dalam Jemmy (2012) membuktikan bahwa kebanyakan keputusan berinvestasi terdistorsi oleh hal-hal yang tidak rasional seperti sentimen, kepercayaan, sehingga menimbulkan perubahaan harga yang mendadak. Shiller (1981) juga membuktikan bahwa investor tidak selalu rasional karena adanya pengaruh psikologis investor dan perannya dalam pengambilan keputusan keuangan.

Dalam teori ini, investor berlaku tidak rasional karena terpengaruh oleh bias kognitif dan bias emosional. Bias kognitif merupakan penyimpangan pengambilan keputusan, sedangkan bias emosional merupakan kesalahan pengambilan keputusan karena mengabaikan fakta.

Dalam kondisi terbaru, pandemi covid-19 mempengaruhi kesehatan mental individu sama seperti pasar keuangan (Naseem et al., 2021). Mereka membuktikan psikologi investor menunjukkan tren penurunan di pasar saham. Perilaku pesimisme mendorong investor untuk menghentikan investasi finansial di pasar saham, akibatnya return pasar saham menurun. Hal ini disebabkan selama pandemi covid-19, investor lebih mementingkan kehidupan dan mata pencaharian mereka, bukan tentang kekayaan dan waktu luang. Naseem et al. (2021) membuktikan penurunan tren pada pasar saham China, Japan, dan United State akibat dari investor yang tidak lagi berperilaku rasional.

Overreaction Behavior

Overreaction berawal dari kata "*action*" yang artinya aksi. Aksi yang dimaksud adalah adanya informasi/peristiwa yang terjadi dan telah masuk di pasar. Informasi tersebut dapat berupa informasi baik, maupun informasi buruk. Setelah informasi diumumkan, maka investor secara otomatis akan memiliki ekspektasi yang baru. Munculnya ekspektasi baru investor akan mendorong terjadinya reaksi (*reaction*) di pasar. Reaksi investor tercermin pada perubahan harga (*return*) saham.

Warninda (1998) menyatakan bahwa reaksi berlebihan cenderung terjadi sebagai respon atas informasi yang baru dan dramatis. Reaksi berlebihan sering kali disebut sebagai *overreaction*. *Overreaction* diartikan sebagai perilaku ekstrem investor yang memberikan bobot berlebih terhadap informasi yang masuk di pasar. Hal ini didukung oleh De Bondt & Thaler yang menyatakan investor memberikan bobot berlebih terhadap informasi yang diterima, sehingga respon ekstrem terjadi pada waktu tertentu (Ottemoesoe & Malelak, 2014).

Hipotesis *overreaction* menyatakan pada dasarnya, pasar telah bereaksi berlebih terhadap informasi. Bertentangan dengan konsep pasar yang efisien, Detlev Stock (1990) menyatakan bahwa hipotesis overreaction menyarankan dua pola harga saham yang dapat diprediksi, yaitu: (1) pergerakan harga saham yang ekstrem akan diikuti oleh pergerakan harga selanjutnya dengan arah yang berlawanan, dan (2) semakin esktrem pergerakan harga awal, semakin besar penyesuaian selanjutnya. Singkatnya, setiap informasi yang diterima investor dapat membuat pergerakan ekstrem pada harga saham, dan nantinya akan diikuti oleh pergerakan ekstrem dengan arah yang berlawanan pada periode berikutnya.

Overreaction disebabkan karena investor cenderung menetapkan harga terlalu tinggi (*overpriced*) terhadap informasi yang dinilai baik dan cenderung menetapkan harga terlalu rendah (*underpriced*) terhadap informasi yang dinilai buruk. Hal ini dapat terjadi karena dalam menerima informasi, investor terlalu memberikan bobot lebih pada informasi terkini dan kurang memberikan bobot pada nilai fundamental jangka panjang (Das & Krishnakumar, 2016).

Dampak dari adanya *overreaction* adalah harga saham akan berubah secara ekstrem dan tidak lagi merefleksikan harga instrinsiknya. Konsekuensi dari adanya *overreaction* adalah investor dapat memperoleh *abnormal return*. Kemudian, setelah mereka menyadari reaksi yang telah berlebihan, mereka akan mulai melakukan koreksi reaksi sesuai dengan situasi yang sebenarnya. Hal inilah yang membuat harga saham akan kembali ke harga wajarnya. Adanya koreksi atau perubahan reaksi tersebut disebut sebagai fenomena *reversal* (pembalikan), dimana De Bondt & Thaler mempopulerkan fenomena ini sebagai anomali winner-loser.

Penyebab Overreaction

Kahneman & Trevsky (1977) menyatakan bahwa pada dasarnya manusia memiliki prediksi intuitif, yaitu manusia memprediksi dengan memahami sesuatu tanpa melalui penalaran rasional dan intelektualitas. Hal ini didukung oleh K.J Arrow (1981) yang menyatakan bahwa manusia kesulitan dalam menentukan pilihan rasional karena adanya bias kognitif. Prediksi intuitif dan bias kognitif tersebut tanpa sadar akan mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi, dimana dalam prosesnya, investor sangat menghindari kerugian. Desmond Wira (2017) menggambarkan bahwa mereka akan merasa "sakit" yang luar biasa jika mengalami kerugian, sehingga investor cenderung bereaksi tidak rasional, salah satunya mengambil keputusan saat informasi baru dan bersifat dramatis, termasuk juga informasi yang dianggap baik dan buruk.

Setelah menerima informasi tersebut, investor cenderung mengalami *negativity bias* dan *optimism bias*. Dalam Wira (2017) *negativity bias* (terlalu pesimis) merupakan kondisi pikiran dimana kita cenderung menempatkan berita buruk (*bad news*) lebih kuat daripada berita baik (*good news*). Hal ini sebabkan karena manusia memiliki perilaku dasar yaitu ingin menghindari penderitaan dan memiliki memori akan kejadian buruk. Sedangkan, *optimism bias* (terlalu optimis) merupakan kecenderungan pikiran untuk melebih-lebihkan hasil yang baik dan menyenangkan. Kedua bias tersebut dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasinya.

Dalam bukunya, Wira (2017) juga menuliskan dampak dari adanya perilaku investor yang terlalu pesimis, yaitu: investor cenderung mendapatkan profit yang terlalu kecil, investor cenderung meninggalkan tren naik karena takut akan segera balik arah (saat bullish), dan cenderung terburu-buru menjual saham atau bahkan keluar dari pasar karena takut harganya akan semakin jatuh (saat bearish). Untuk dampak yang dirasakan investor ketika mengalami bias terlalu optimis adalah membuat investor mengambil tindakan berisiko dan tidak mempertimbangkan skenario yang buruk. Hal ini dikarenakan mereka terlalu percaya diri (overconfidence).

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa investor berperilaku terlalu optimis dengan adanya informasi yang dianggap baik, dan terlalu pesimis karena adanya informasi yang dianggap buruk. De Bondt & Thaler (1985) juga menyatakan bahwa investor cenderung memberikan bobot berlebih terhadap *goodnews* dan *badnews* yang nantinya akan berdampak pada naik-turunnya harga saham yang berlebihan. Selain itu, Frensidy (2020) menyatakan bahwa *overreaction* terjadi karena adanya tendensi dan provokasi atas berita/informasi yang masuk di pasar. Jelasnya, investor berperilaku terlalu optimis dan terlalu pesimis atas informasi yang mereka terima. Perilaku tersebut mendorong investor berekspektasi lebih dan bereaksi lebih, sehingga membuat pergerakan harga yang esktrem di pasar.

Indikasi Overreaction

Awalnya, ketika informasi yang dianggap baik masuk di pasar, investor akan melebih-lebihkan kemungkinan positif (optimism bias). Lalu setelah mereka terlalu optimis atas informasi tersebut, ekspektasi investor menjadi semakin tinggi dan pada akhirnya investor menaikkan harga saham melebihi nilai yang sewajarnya. Begitu juga dengan adanya informasi yang dianggap buruk, investor memilih untuk melebih-lebihkan kemungkinan yang negatif (negativity bias). Setelah itu, investor akan mengira bahwa pasar akan lebih jatuh lagi, sehingga hal ini mendorong investor secara cepat menjual sahamnya. Tidak sedikit investor yang keluar dari pasar, dan nantinya akan membuat harga saham menjadi sangat murah dari nilai wajarnya.

Overreaction behavior pertama kali ditemukan oleh De Bondt & Thaler (1985), mereka menyatakan bahwa kenaikan harga secara ekstrem pada waktu tertentu akan diikuti oleh pergerakan harga pada periode berikutnya dengan arah yang berlawanan. Perubahan harga dalam arah yang berlawanan dikenal dengan istilah *reversal*. *Price reversal* terjadi sebagai respon koreksi atas tindakan berlebihan yang diambil sebelumnya. Proses baliknya harga ekstrem ke harga wajarnya disebut sebagai fenomena *reversal*.

De Bondt & Thaler (1985) membuktikan bahwa kondisi *overreaction* dapat ditandai dengan adanya *price reversal*. Sesuai dengan hipotesis yang dinyatakan De Bondt & Thaler (1985) – perubahan harga yang ekstrem akan diikuti dengan perubahan harga ke arah yang berlawanan pada periode berikutnya – mengindikasikan bahwa saham-saham yang mengalami kenaikan ekstrem (*winner*) akan berbalik menjadi saham-saham yang mengalami penurunan ekstrem (*loser*), begitu juga sebaliknya. Penelitian pertama *overreaction* membuktikan dalam kondisi yang *overreacted*, sebuah saham *winner* akan menjadi *loser* pada periode selanjutnya (Ottemoesoe & Malelak, 2014). *Overreaction* juga dapat diindikasikan dengan adanya koreksi terhadap informasi pada periode berikutnya yang terjadi secara berlebihan, signifikan, dan berulang (Pratama et al., 2016).

Reaksi berlebihan ini dapat diukur dengan *abnormal return* dari masing-masing periode penelitian. *Abnormal return* adalah variabel yang menghitung antara *actual return* dan *expected return*. Variabel ini akan dihitung dan diuji pada periode yang berbeda. Jika pada periode pengujian, rata-rata *abnormal return* saham *winner* bernilai signifikan negatif dan berulang, maka saham tersebut dapat dikatakan mengalami *reversal* sebagai salah satu syarat dari terjadinya *overreaction*. Begitu juga dengan sebaliknya, jika pada periode pengujian saham yang berpredikat *loser* memperoleh nilai signifikan positif dan berulang, maka saham dapat disimpulkan mengalami *reversal* sebagai syarat dari terjadinya *overreaction*.

Anomali Winner-Loser

Anomali *winner-loser* adalah salah satu anomali yang terjadi di pasar modal. Anomali ini dapat juga disebut sebagai *reversal effect*. De bondt & Thaler dalam Suroso (2016) menyebutkan penyebab anomali ini adalah hipotesis *overreaction*, dimana pelaku pasar cenderung menetapkan bobot berlebih pada informasi yang dianggap baik dan buruk. Anomali ini pertama kali dipopulerkan oleh De Bondt & Thaler (1985) dan menemukan bahwa saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversa*l) pada periode-periode berikutnya (Warninda, 1998), dimana seharusnya sekuritas yang berpredikat *winner* tetap memberikan keuntungan yang positif dan *loser* memberikan keuntungan yang negatif.

Mereka membuktikan bahwa investor yang membeli saham *lose*r dan menjual saham saat menjadi *winner* akan memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan sebesar 15% tiap tahunnya selama periode penelitian. Selanjutnya, penelitian mengenai anomali *winner-loser* dibuktikan oleh Alonso dan Rubio (1990) dan menemukan adanya anomali *winner-loser* di pasar modal Spanyol. Warninda (1998) menjelaskan bahwa penelitian Alonso dan Rubio menemukan saham *loser* dapat memperoleh keuntungan rata-rata 24,5% lebih besar daripada saham *winner* selama periode penelitian tersebut.

Strategi Kontrarian

Strategi kontrarian diartikan sebagai gaya investasi di mana investor melawan tren pasar yang berlaku dengan menjual sekuritas saat orang lain membeli, dan membeli saat sebagian besar investor menjual (Chen, 2020). Investor kontrarian merupakan individu yang bertindak berlawanan dengan sentimen pasar (CFI, 2015). Dasar dari strategi ini bahwa pasar mengikuti perilaku *herding* yang ditambah oleh rasa takut dan keserakahan, sehingga membuat pasar secara berkala terlalu mahal dan murah.

Ketika informasi dinilai negatif, nilai pasar/saham akan berada di bawah nilai intrinsiknya. Pesimisme di antara investor mendorong harga saham akan semakin dibawah dari nilai wajarnya. Dalam kondisi ini, investor kontrarian akan membeli saham sebelum meluasnya sentimen pasar dan sebelum harga saham mengalami rebound. Investor kontrarian mencari peluang untuk membeli saat pasar *bearish* dan peluang untuk menjual saat pasar *bullish*.

Strategi ini menyarankan untuk membeli saham *loser* diwaktu lampau dan menjual saham tersebut setelah menjadi *winner* di waktu mendatang. Lo & McKinlay dalam Jemmy (2012) menyatakan cara untuk mendapatkan keuntungan dengan menerapkan strategi kontrarian saat *overreaction* adalah melakukan pembelian terhadap suatu sekuritas yang berkinerja buruk (*loser*) dimasa lalu dan melakukan penjualan terhadap sekuritas yang berkinerja baik (*winner*). Hal ini dikarenakan dalam jangka waktu yang panjang, saham loser tersebut akan memberikan keuntungan melebihi saham yang sebelumnya berpredikat sebagai *winner*. Selain itu, hal ini sebagai akibat dari adanya korelasi yang negatif antara sekuritas *winner* dan *loser*. *Loser* akan menjadi *winner* dan *winner* akan menjadi *loser*, sehingga penjualan terhadap sekuritas loser akan memperoleh *abnormal return* yang positif.

Pandemi Covid-19 Sebagai Market Bearish

Dampak dari adanya pandemi ini meningkatkan ketidakpastian ekonomi secara signifikan (Huo & Qiu, 2020). Beberapa kebijakan dan himbauan yang diciptakan untuk meminimalisir penyebaran covid-19, akan menghambat kegiatan ekonomi di setiap negara. Wren-Lewis dalam Khan et al. (2020) mengklaim bahwa pandemi covid-19 berdampak signifikan terhadap *Gross Domestic Product* (GDP) karena penurunan produksi dan perubahan permintaan konsumen. Di Indonesia, pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan sejak Q4 2019 (4,97% YoY) diikuti dengan penurunan yang curam pada Q1 dan Q2 tahun 2020, yaitu menjadi 2,97% dan -5,32% YoY. Pada

saat yang sama, pasar saham, sebagai bagian penting ekonomi juga merasakan dampaknya. Khan et al. (2020) membuktikan bahwa meningkatnya kasus covid-19 akan menurunkan return pasar saham. Di Indonesia, sejak awal tahun hingga Q1 2020, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan yang ekstrem. Kuartal pertama 2020 mengalami penurunan sebesar -23,59% YtD, dilanjutkan dengan adanya koreksi di Q2-Q4 2020, yaitu sebesar -17,42%, -18,01%, dan 0,66% YtD. Pergerakan saham yang ekstrem dan penurunan pertumbuhan ekonomi disebabkan karena investor hidup dibawah situasi yang tidak pasti. Mereka khawatir atas kondisi yang tidak menentu, sehingga membuat investor berperilaku *overreaction*. Hal ini didukung oleh Brown, Harlow dan Tinic (1988) menyatakan bahwa *overreaction* biasanya terjadi sebagai respon terhadap situasi buruk (Ottemoesoe & Malelak, 2014). Situasi buruk dalam konteks ini dapat tercermin dari menurunnya tren pasar saham dan melambatnya pertumbuhan ekonomi. Kondisi pasar yang seperti ini, dapat dikatakan sebagai market bearish.

C. METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini akan menganalisis *overreaction behavior* pasar modal Indonesia pada saat *market bearish*. Metode dan prosedur penelitian diadaptasi dari penelitian De bondt & Thaler (1985). Penelitian ini berfokus pada periode *bearish* saat terjadinya pandemi covid-19. Pemilihan adaptasi metode ini dilakukan dengan pertimbangan adanya kesamaan tujuan penelitian, yaitu untuk menilai sejauh mana perilaku sistematis *residual return* dalam periode setelah pembentukan portofolio/pengujian (t>0) dikaitkan dengan sistematis residual return dalam periode sebelum pembentukan portofolio/formasi (t<0).

Overreaction dihitung dengan mencari nilai positif yang signifikan dari rata-rata kumulatif *average residual return* selisih portofolio *loser* dengan *winner* selama periode pengujian (*test period*). Jika selisih portofolio *loser* dengan *winner* bernilai positif dan signifikan, maka dapat dikatakan bahwa dalam periode tersebut terjadi *overreaction*. Salah satu syarat terjadinya *overreaction* adalah adanya *reversal* yang signifikan pada masing-masing portofolio *winner* dan *loser*. Sebelum membuktikan perilaku *overreaction*, terlebih dahulu akan dibuktikan adanya *reversal* yang signifikan pada masing-masing sampel portofolio loser dan winner. Selanjutnya, overreaction akan dibuktikan menggunakan portofolio selisih loser dengan winner. Nilai positif dan signifikan mencerminkan bahwa portofolio *loser* mengalami *reversal*. Sedangkan, nilai negatif dan signifikan mencerminkan bahwa portofolio *winner* mengalami *reversal*. Hal ini dihitung untuk membuktikan bahwa portofolio *loser* menghasilkan keuntungan yang melebihi portofolio *winner*.

Prosedur dalam penelitian De Bondt & Thaler untuk menghitung *overreaction*, yaitu: menghitung return harian saham individu, menghitung return market, menghitung A*bnormal Return* ($U_{j,t}$) dengan model *market adjusted abnormal return*, dan mencari *Cumulative Abnormal Return* (CU_j) dari masing-masing saham *winner* dan *loser*. Di tahap ini, nilai CU_j digunakan untuk mengurutkan saham-saham dengan kumulatif tertinggi hingga terendah yang nantinya digunakan untuk mengklasifikasikan saham ke dalam portofolio *winner* dan *loser*. Portofolio diklasifikasikan menjadi *winner* yang terdiri dari 10% saham yang memiliki nilai CU_j tertinggi dan portofolio *loser* terdiri dari 10% saham yang memiliki nilai CU_j terendah. Tahap terakhir pengolahan data adalah mencari nilai *Cumulatif Average Residual Return (CAR)* dan menguji Rata-rata *Cumulative Average Residual Return* (ACAR) pada masing-masing portofolio *winner* dan *loser* untuk setiap periode pengujian.

Subjek dan Sampel Penelitian

Subjek penelitian adalah sumber data dan informasi yang esensial untuk kelangsungan penelitian (Harrys, 2020). Dalam penelitian ini, subjek penelitian yang digunakan adalah saham-saham yang termasuk dalam Indeks IDX80. Pemilihan subjek didasarkan pada adanya kesamaan dari segi nilai transaksi dan volume transaksi dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IDX80 juga mewakili 80%-90% dari pasar saham, sehingga IDX 80 diyakini mampu mencerminkan pergerakan saham di pasar.

Populasi penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang termasuk indeks IDX80 di Bursa Efek Indonesia dan konsisten *listed* selama periode Desember 2019-April 2021. Sedangkan, untuk sampel penelitian diseleksi dengan menggunakan *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel dengan menentukan kriteria-kriteria tertentu (Sugiyono dalam Lararenjana, 2020). Adapun ketentuan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. 10% saham perusahaan IDX80 dengan nilai kumulatif *abnormal return* (CU_j) tertinggi pada tiap periode replikasi untuk setiap set pengamatan.
2. 10% saham perusahaan IDX80 dengan nilai kumulatif abnormal return (CU_j) terendah pada tiap periode replikasi untuk setiap set pengamatan.

Dengan penggunaan *purposive sampling*, penelitian ini mengambil sampel sebanyak 7 saham untuk masing-masing portofolio *winner & loser* dari total 64 saham yang konsisten *listed* dalam indeks IDX80. Data saham individu diyakini lengkap dan tersedia.

Definisi Oprasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Untuk memahami variabel penelitian dengan jelas, berikut definisi masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

1) Abnormal Return (U)

Menurut Tandelilin (2010) *abnormal return* adalah return sekuritas yang lebih besar dari normalnya (*excess return*). Pada dasarnya *abnormal return* merupakan selisih dari *return* aktual dengan return ekspektasi yang dinotasikan sebagai AR atau U pada penelitian De bondt &Thaler. *Abnormal return* dinyatakan pada persamaan berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

dimana:

$AR_{i,t}$ = *return* tak normal sekuritas *i* pada hari *t*
$R_{i,t}$ = *return* aktual sekuritas i pada hari *t*
$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi sekuritas i pada hari *t*

Return ekspektasi menurut Brown dan Warner dalam Tandelilin (2010) dapat diestimasi dengan tiga macam model, yaitu: *mean adjusted return, market adjusted returns, dan market model returns*. Penelitian ini menggunakan variabel *abnormal return* menggunakan *expected return* yang diestimasi dengan *market adjusted returns*. Model ini dipilih karena menjadi *benchmark* model terbaik untuk setiap penelitian *overreaction*.

2) Actual Return (R)

Return aktual adalah *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* aktual digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko di masa mendatang (Jogiyanto dalam Suroso, 2016). Berikut perhitungan *return* aktual:

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

dimana:

$R_{i,t}$ = *return* aktual sekuritas *i* pada hari *t*
$P_{i,t}$ = harga saham *i* pada hari *t*
$P_{i,t-1}$ = harga saham *i* satu hari sebelum hari *t*

3) Return Pasar (R_M)

Return pasar dalam penelitian ini adalah return indeks pasar di Bursa Efek Indonesia. Berikut perhitungan *return* pasar yang digunakan:

$$R_{M,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

dimana:

$R_{M,t}$ = *return* pasar pada waktu *t*
I_t = indeks harga pasar pada waktu t
I_{t-1} = indeks harga pasar sebelum waktu *t*

4) Average Residual Return (AR)

Average residual return adalah rata-rata *residual return* untuk setiap waktu periode pengujian dan dihitung pada tiap sampel masing-masing portofolio. Untuk menghitung rata-rata *residual return* tiap waktu pengujian, rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$AR_t = \frac{\left[\sum_{i=1}^{n} U_{i,t}\right]}{p}$$

dimana:

AR_t = rata-rata tingkat keuntungan *residual return* portofolio selama periode t
$U_{i,t}$ = residual return pada periode t>0

p = jumlah sekuritas pada periode t di tiap portofolio
t = periode pengujian (harian/bulanan/tahunan)

5) Cumulative Average Residual Return (CAR)

Cumulative Average Residual Return dihitung sebagai akumulasi dari rata-rata *abnormal return* sesuai dengan periode pengujian. Perhitungan ini bertujuan untuk mencari *residual return* kumulatif (CAR) portofolio *winner & loser* selama periode pengujian (Warninda, 1998). Berikut rumus yang digunakan:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^{T=t} AR_t$$

dimana:
AR_t = rata-rata residual *return portofolio* pada periode t
T = panjang periode akumulasi sampai waktu t

Periode Analisis

Penelitian ini menggunakan periode Desember 2019 – April 2021 dengan data harian, dimana periode tersebut sedang terjadi krisis kesehatan karena pandemi covid-19, penurunan *trend* pasar saham, dan penurunan pertumbuhan ekonomi, sehingga diasumsikan sebagai periode *market bearish*. Penelitian ini mengamati tiga set pengujian, yaitu: pengujian 21 hari, 10 hari, dan 5 hari. Untuk pengujian 21 hari, periode yang digunakan mulai dari 2 Desember 2019-21 April 2021 dikarenakan pada periode ini mulai terjadi *market bearish* hingga periode *bearish* yang paling panjang (adanya keterbatasan data). Sedangkan, untuk periode pengujian 10 hari, penelitian ini menggunakan periode analisis 2 Desember 2019-29 Maret 2021 dikarenakan periode tersebut merupakan awal *bearish* hingga satu tahunnya pandemi covid-19 di Indonesia. Untuk pengujian 5 hari, penelitian ini menggunakan periode analisis lebih singkat, yaitu: 2 Januari 2020-2 Oktober 2020 dikarenakan periode tersebut merupakan periode *bearish* jangka pendek dimana saat periode tersebut dibarengi dengan penurunan pertumbuhan ekonomi dan penurunan harga pasar yang ekstrem.

Sumber Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data harga saham individu yang termasuk IDX80 dan harga indeks saham IDX80. Data harga saham individu perusahaan yang termasuk dalam IDX80 bersumber dari *investing.com*, sedangkan untuk data harga saham IDX80 bersumber dari *www.idx.co.id*.

Metode Analisis

Data yang telah dikumpulkan akan diolah berdasarkan prosedur yang dilakukan De Bondt & Thaler (1985). Metode analisis data yang akan digunakan untuk menguji hipotesis adalah *one sample t-test* dengan *left tail t-test* untuk hipotesis 1 dan *right tail t-test* untuk hipoteis 2&3. Berikut langkah-langkah perhitungannya:

1) Tahap Pembentukan Replikasi

Periode analisis diolah dan dibagi menjadi dua periode pada tiap pengamatan, yaitu periode formasi dan periode pengujian (observasi). Periode formasi/estimasi dan pengujian portofolio, masing-masing memiliki 21 hari, 10 hari , dan 5 hari untuk sebelum dan sesudah periode pengujian, dengan overlapping 21 hari, 10 hari, dan 5 hari setiap replikasi baru. Menurut Tandelilin (2010) periode estimasi tidak diperlukan jika perhitungan *abnormal return* menggunakan model *market adjusted return*. Dengan demikian, periode formasi ditujukan untuk menyusun portofolio *loser* dan *winner* ditiap replikasi. Setelah digunakan untuk penyusunan portofolio, periode formasi digunakan sebagai periode pengujian. Dalam penelitian ini, periode replikasi portofolio dibuat menggunakan data harian dengan alasan adanya keterbatasan data. Dengan demikian untuk periode pengamatan 21 hari memiliki 15 replikasi, pengamatan 10 hari memiliki 31 replikasi, dan pengamatan 5 hari memiliki 36 replikasi.

2) Tahap Pembentukan Portofolio

Penelitian ini menguji 2 portofolio, yaitu portofolio *winner* dan *loser*. Untuk itu, tahap yang selanjutnya dilakukan adalah membentuk portofolio saham dengan membagi 10% CU (*Cumulative Abnormal Return*) tertinggi menjadi portofolio *winner* dan 10% CU

(*Cumulative Abnormal Return*) terendah menjadi portofolio *loser*. Berikut tahap yang dilakukan untuk membentuk portofolio:

a. Menghitung return aktual

Return aktual yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* saham perusahaan individu yang termasuk dalam IDX80 yang menjadi sampel penelitian. Untuk menghitung *return* aktual, peneliti menyadur dari penelitian Warninda (1998) dan De bondt (1985), sebagai berikut:

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

b. Menghitung return pasar

Return pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* indeks IDX80 dengan perhitungan rumus:

$$R_{M,t} = \frac{I_{IDX80,t} - I_{IDX80,t-1}}{I_{IDX80,t-1}}$$

c. Menghitung nilai abnormal return

Abnormal return dihitung dengan *expected return* yang menggunakan estimasi *market adjusted model*. Peneliti menggunakan rumus yang bersumber dari Warninda (1998) dan De Bondt (1985), dimana notasi sekuritas i di awal penjelasan *abnormal return* disebut sebagai sekuritas j dengan arti yang sama. Notasi *abnormal return* dituliskan menjadi $U_{j,t}$ agar tidak membingungkan di tahap berikutnya. Rumus *abnormal return* dituliskan sebagai berikut:

$$U_{j,t} = R_{j,t} - R_{M,t}$$

d. Menghitung kumulatif abnormal return

Dalam penelitian ini periode formasi membentuk $CU_{j,t}$ (*Cumulative Abnormal Return*) dengan menyesuaikan rumus yang bersumber dari penelitian De Bondt & Thaler (1985). Berikut rumus perhitungan:

$$CU_{j,t} = \sum_{t=-t}^{t=0} U_{j,t}$$

e. Pengelompokan saham winner dan loser

Mengelompokkan saham yang termasuk *winner* dan *loser* pada setiap periode replikasi dengan menentukan 10% saham dengan CU tertinggi sebagai *winner* dan 10% saham terendah sebagai *loser*.

3) Tahap Observasi

a. Menghitung average residual return

Setelah pembentukan portofolio *winner* dan *loser*, data saham yang termasuk *winner* dan *loser* akan dihitung rata-ratanya untuk setiap waktu t (harian/bulanan/tahunan). AR_t disebut juga sebagai rata-rata dari *abnormal return* sampel pada tiap portofolio (*residual return*) dan akan dihitung untuk periode pengujian. Untuk notasi f menunjukkan jumlah saham yang termasuk dalam sampel. Berikut rumus AR :

$$AR_t = \frac{\sum_{j=1}^{n} U_{j,t}}{f}$$

b. Menghitung kumulatif average residual return

Average Residual Return (AR) akan dihitung untuk tiap waktu t pada portofolio *winner* dan *loser* selama periode pengujian (Warninda, 1998), sehingga menghasilkan *Cumulative Average Residual Return* (CAR) sebagai berikut:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^{T=t} AR_t$$

c. Menghitung rata-rata kumulatif average residual return

Rata-rata *Cumulative Average Residual Return* (ACAR) disebut sebagai rata-rata CAR_t dari masing-masing portofolio. Untuk notasi N pada rumus menunjukkan jumlah replikasi pada masing-masing portofolio. Berikut rumus yang digunakan untuk menghitung $ACAR$:

$$ACAR_{portofolio,t} = \frac{\sum CAR_t}{N}$$

d. Menghitung selisih portofolio loser dengen portofolio winner

Selisih $ACAR$ *loser* dan *winner* dihitung untuk melihat apakah portofolio *loser* mengungguli *winner* (Jemmy, 2012). Berikut rumus yang dapat digunakan untuk menghitung selisih ACAR *loser* dan *winner*:

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

e. Menghitung t-statistik untuk menguji signifikansi hipotesis

Nilai t-statistik dihitung untuk menguji gejala *reversal* yang menjadi dasar untuk menyimpulkan adanya *overreaction* yang signifikan. Sampel akan diuji menggunakan uji *one sample t-test* dengan *left tailed test* untuk menguji hoptesis 1 dan *right tailed t-test* untuk menguji hipotesis 2&3. Hipotesis penelitian akan dilakukan dengan menggunakan derajat kepercayaan α=10% (0,10), α=5% (0,05), α=1% (0,01). Berikut rumus perhitungannya (De Bondt & Thaler, 1985):

$$T_t = \frac{\left(ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t}\right)}{\sqrt{\frac{2S_t^2}{N}}}$$

dimana,

T_t = t-hit selisih portofolio *loser-winner* pada waktu t

$ACAR_{L,t}$ = rata-rata kumulatif *average residual return* portofolio *loser* pada waktu t

$ACAR_{W,t}$ = rata-rata kumulatif *average residual return* portofolio *winner* pada waktu t

S_t^2 = varians portofolio *winner* dan *loser* pada waktu t

Untuk nilai S_t^2 dihitung dengan rumus:

$$S_t^2 = \frac{[\sum(CAR_{W,n,t} - ACAR_{W,t})^2 + \sum(CAR_{L,n,t} - ACAR_{L,t)}{}^2]}{2(N-1)}$$

dimana,

S_t^2 = varians portofolio *winner* dan *loser* pada waktu t

$CAR_{W,n,t}$ = CAR portofolio *winner* pada replikasi n di waktu t

$CAR_{L,n,t}$ = CAR portofolio *loser* pada replikasi n di waktu t

$ACAR_{W,t}$ = $ACAR$ portofolio *winner* pada waktu t

$ACAR_{L,t}$ = $ACAR$ portofolio *loser* pada waktu t

N = jumlah replikasi

Untuk menilai apakah untuk setiap waktu t, *average residual return* memberikan kontribusi terhadap $ACAR_{W,t}$ atau $ACAR_{L,t}$, peneliti akan menguji beda satu arah. Dengan demikian rumus uji t untuk sampel portofolio *winner* dan *loser* sebagai berikut (De Bondt & Thaler, 1985):

$$S_t = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^{N}(AR_{w,n,t} - AAR_{w,t})^2}{N-1}}$$

Dimana t-statistik dihitung untuk masing-masing portofolio:

$$T_t = \frac{AR_{w,t}}{\frac{S_t}{\sqrt{N}}}$$

f. Menarik kesimpulan berdasarkan parameter uji

Pernarikan kesimpulan penelitian ini berdasarkan pada nilai t-statistik. Nilai t-stat menunjukkan arah perbedaan secara statistik. Penelitian dikatakan signifikan apabila hasil pengujian pada $ACAR$ *winner* dan *loser* menerima Ha atau menolak H0. Berikut adalah kaidah penarikan kesimpulan statistik:

- $H_1 : ACAR_{w,t} < 0$ ($ACAR$ *winner* bernilai negatif secara signifikan)
- $H_2 : ACAR_{L,t} > 0$ ($ACAR$ *loser* bernilai positif secara signifikan)

- H_3 : $ACAR_{L,t} - ACAR_{w,t} > 0$ ($ACAR$ *loser-winner* bernilai positif secara signifikan)

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis

Dalam tahap ini, dilakukan pengujian one sample t-test terhadap nilai CAR_t untuk setiap replikasi. Hal ini ditujukan untuk mengetahui adanya perbedaan yang signifikan secara statistik. Berikut hasil uji one sample t-test untuk ketiga periode pengamatan:

Gambar 4. 1 Hasil Uji Selisih ACAR Loser-Winner Untuk Seluruh Replikasi

Replikasi		15 Replikasi 21 harian	t-stat	31 Replikasi 10 Harian	t-stat	36 Replikasi 5 Harian	t-stat
Jumlah Saham Formasi		7		7		7	
ACAR pada akhir periode formasi	Winner	0,2223		0,1575		0,1125	
	Loser	-0,1731		-0,1199		-0,0953	
Selisih ACAR Loser-Winner (t-statistik)	Hari ke-1	0,0136	0,006	-0,0016	-0,432	0,0100	2,371
	Hari ke-2	0,0268	0,015	-0,0029	-0,454	0,0134	2,062
	Hari ke-3	0,0355	0,021	0,0020	0,257	0,0096	1,194
	Hari ke-4	0,0295	0,020	0,0008	0,097	0,0061	0,738
	Hari ke-5	0,0351	0,021	0,0038	0,396	0,0082	0,842
	Hari ke-6	0,0269	0,021	0,0063	0,588	NA	NA
	Hari ke-7	0,0396	0,024	0,0067	0,572	NA	NA
	Hari ke-8	0,0412	0,024	0,0106	0,891	NA	NA
	Hari ke-9	0,0356	0,025	0,0082	0,650	NA	NA
	Hari ke-10	0,0420	0,024	0,0112	0,827	NA	NA
	Hari ke-11	0,0419	0,025	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-12	0,0366	0,022	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-13	0,0252	0,023	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-14	0,0123	0,024	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-15	0,0053	0,022	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-16	0,0055	0,024	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-17	0,0019	0,025	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-18	-0,0079	0,026	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-19	-0,0059	0,028	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-20	0,0058	0,028	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-21	0,0077	0,028	NA	NA	NA	NA

Sumber: data diolah peneliti, 2021.

Gambar 4. 2 Hasil Uji ACAR WInner Untuk Seluruh Replikasi

Replikasi		15 Replikasi 21 harian	t-stat	31 Replikasi 10 Harian	t-stat	36 Replikasi 5 Harian	t-stat
Jumlah Saham Formasi		7		7		7	
ACAR Winner pada akhir periode formasi		0,2223		0,1575		0,1125	
ACAR Winner (t-statistik)	Hari ke-1	-0,0067	-1,543	0,0028	1,001	-0,0046	-1,693
	Hari ke-2	-0,0090	-0,727	0,0037	0,736	-0,0062	-0,743
	Hari ke-3	-0,0107	-0,437	-0,0005	-0,086	-0,0055	0,382
	Hari ke-4	-0,0086	0,668	0,0024	0,399	-0,0050	0,218
	Hari ke-5	-0,0132	-1,133	0,0048	0,606	-0,0084	-1,740
	Hari ke-6	-0,0078	1,584	0,0022	0,258	NA	NA
	Hari ke-7	-0,0175	-2,845	0,0006	0,065	NA	NA
	Hari ke-8	-0,0188	-0,423	-0,0017	-0,189	NA	NA
	Hari ke-9	-0,0154	0,671	-0,0010	-0,094	NA	NA
	Hari ke-10	-0,0209	-1,487	-0,0035	-0,312	NA	NA
	Hari ke-11	-0,0201	0,247	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-12	-0,0165	1,258	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-13	-0,0154	0,239	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-14	-0,0094	1,472	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-15	-0,0089	0,135	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-16	-0,0103	-0,288	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-17	-0,0069	0,789	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-18	0,0001	2,212	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-19	-0,0041	-1,124	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-20	-0,0130	-1,946	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-21	-0,0104	0,789	NA	NA	NA	NA

Sumber: data diolah peneliti, 2021.

Gambar 4. 3 Hasil Uji ACAR Loser Untuk Seluruh Replikasi

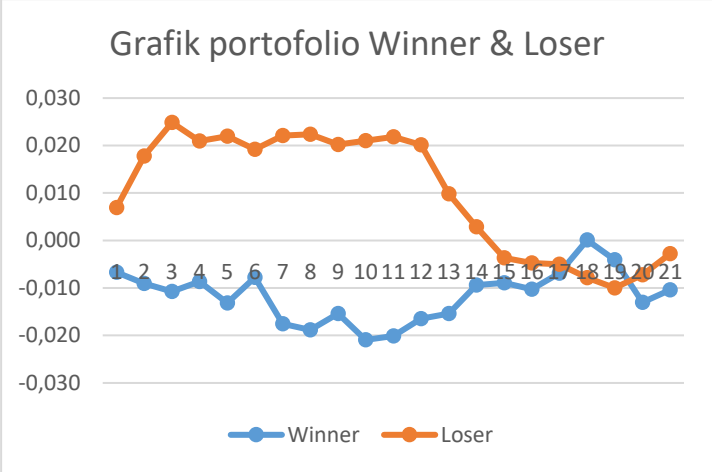
Replikasi		15 Replikasi 21 harian	t-stat	31 Replikasi 10 Harian	t-stat	36 Replikasi 5 Harian	t-stat
Jumlah Saham Formasi		7		7		7	
ACAR Loser pada akhir periode formasi		-0,1731		-0,1199		-0,0953	
ACAR loser (t-statistik)	Hari ke-1	0,0069	1,527	0,0011	0,449	0,0053	1,671
	Hari ke-2	0,0178	0,885	0,0008	0,198	0,0073	0,502
	Hari ke-3	0,0248	1,023	0,0015	0,294	0,0042	-1,285
	Hari ke-4	0,0209	-1,192	0,0032	0,573	0,0011	-1,539
	Hari ke-5	0,0220	0,337	0,0086	1,646	-0,0002	-0,482
	Hari ke-6	0,0192	-0,766	0,0085	1,252	NA	NA
	Hari ke-7	0,0221	0,790	0,0073	0,909	NA	NA
	Hari ke-8	0,0224	0,071	0,0089	1,173	NA	NA
	Hari ke-9	0,0202	-0,848	0,0072	1,003	NA	NA
	Hari ke-10	0,0210	0,213	0,0077	1,012	NA	NA
	Hari ke-11	0,0218	0,248	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-12	0,0201	-0,351	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-13	0,0098	-1,766	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-14	0,0029	-2,771	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-15	-0,0036	-2,112	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-16	-0,0047	-0,340	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-17	-0,0050	-0,094	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-18	-0,0078	-0,867	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-19	-0,0100	-0,576	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-20	-0,0072	0,804	NA	NA	NA	NA
	Hari ke-21	-0,0028	0,982	NA	NA	NA	NA

Sumber: data diolah peneliti, 2021.

Hasil uji pertama, yaitu pengamatan 21 hari untuk 15 replikasi (gambar 4.1) tidak konsisten dengan hipotesis overreaction. Secara kaidahnya nilai ACAR loser-winner memang memiliki nilai yang lebih besar dari nol (kecuali hari ke-18 dan ke-19), tetapi secara statistik pembalikannya tidak signifikan. Hal ini terlihat dari nilai t-statistik yang memiliki nilai < t tabel dengan taraf signifikansi 1%, 5%, dan 10%, sehingga H_3 ditolak. Selama satu tahun terakhir, portofolio loser terbukti mengungguli pasar tetapi tidak bernilai positif, yaitu dengan rata-rata -0,28%. Sedangkan, portofolio

winner menghasilkan rata-rata -1,04% dibawah pasar, sehingga selisih ACAR loser-winner sebesar 0,77% (t-stat: 0,03).

Grafik 4. 1 ACAR Portofolio Winner dan Loser 16 Replikasi Untuk Periode Formasi dan Pengujian 21 Hari

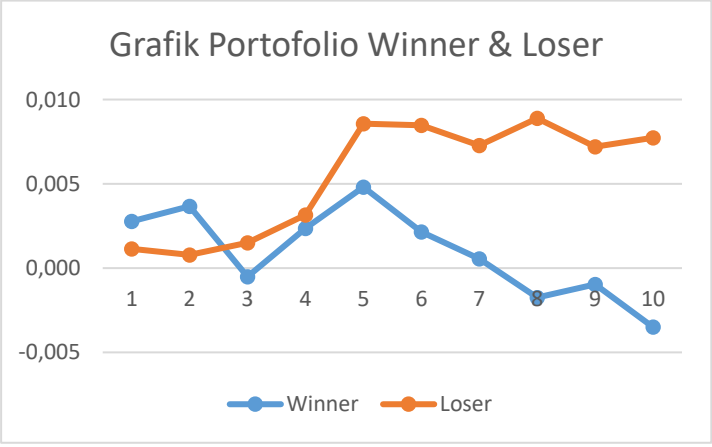


Sumber: data diolah peneliti, 2021.

Nilai rata-rata portofolio winner mengalami pembalikan yang signifikan pada hari ke-1, ke-7, ke-10, dan ke-20. Untuk hari pertama setelah periode formasi, yaitu sebesar -0,67% (t-stat: -1.54) signifikan pada taraf signifikansi 10%. Sedangkan, untuk hari ketujuh, nilai rata-rata diperoleh sebesar -1,75% (t-stat: -2,84) yang signifikan pada taraf signifikansi 1%, 5%, dan 10%. Untuk hari kesepuluh, portofolio winner memiliki nilai -2,09% (t-stat: -1,49) yang signifikan pada taraf signifikansi 10%. Selanjutnya, untuk hari kedua puluh, mereka memperoleh rata-rata -1,30% (t-stat: -1,95) pada taraf signifikansi 5% dan 10%. Nilai rata-rata portofolio loser mengalami pembalikan yang signifikan pada hari ke-1 setelah periode formasi. Pada hari pertama, nilai rata-rata yang diperoleh sebesar 0,69% (t-stat: 1,53) pada taraf signifikansi 10%.

Hasil uji kedua, yaitu pengamatan 10 hari untuk 31 replikasi (gambar 2). Pengujian kedua tidak konsisten dengan hipotesis overreaction. Secara kaidahnya nilai ACAR loser-winner memang memiliki nilai yang lebih besar dari nol (kecuali untuk hari pertama dan kedua), tetapi secara statistik tidak signifikan. Hal ini terlihat dari nilai t-statistik yang memiliki nilai < t tabel dengan taraf signifikansi 1%, 5%, dan 10%, sehingga H_3 ditolak. Sejak mulai tersebarnya covid-19 hingga saat ini, portofolio loser terbukti mengungguli pasar tetapi tidak signifikan, yaitu dengan rata-rata 0,77% di atas pasar. Sedangkan, portofolio winner menghasilkan rata-rata -0,35% dibawah pasar, sehingga selisih ACAR loser-winner sebesar 1,12% (t-stat: 0,83).

Grafik 4. 2 ACAR Portofolio Winner dan Loser 16 Replikasi Untuk Periode Formasi dan Pengujian 10 Hari

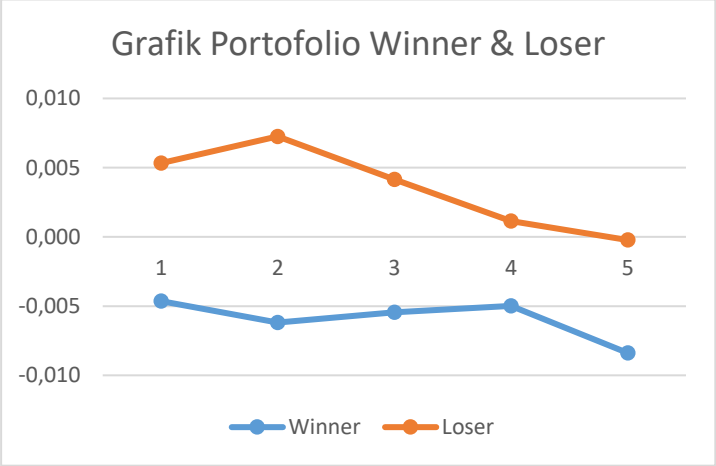


Sumber: data diolah peneliti, 2021.

Portofolio winner tidak mengalami pembalikan yang signifikan. Hal ini dikarenakan selama sepuluh hari pengujian, portofolio memiliki t statistik < -t tabel untuk taraf signifikansi 1%, 5% dan 10%. Sedangkan, untuk portofolio loser, mereka mengalami reversal yang signifikan pada hari ke-5, yaitu 0,86% (t-stat: 1,64) pada taraf signifikansi sebesar 10%.

Hasil uji ketiga, yaitu pengamatan 5 hari untuk 36 replikasi (gambar 3). Pengamatam ketiga konsisten dengan hipotesis overreaction. Pada kaidahnya, nilai seluruh hari memiliki nilai yang lebih besar dari nol, tetapi secara statistik yang signifikan hanya terjadi pada hari pertama dan kedua. Hal ini terlihat dari nilai t-statistik yang memiliki nilai > t tabel pada taraf signifikansi 5% dan 10%, sehingga H_3 diterima. Sejak awal tahun 2020 hingga Oktober 2020 (dalam kondisi bearish), portofolio loser masih memperoleh rata-rata di bawah pasar, yaitu -0,02%. Sedangkan, portofolio winner memperoleh rata-rata yang dibawah pasarnya juga, yaitu -0,84%, sehingga selisih ACAR loser-winner sebesar 0,82% (0,84).

Grafik 4. 3 ACAR Portofolio Winner dan Loser 16 Replikasi Untuk Periode Formasi dan Pengujian 5 Hari



Sumber: data diolah peneliti, 2021.

Nilai portofolio winner mengalami pembalikan yang signifikan, yaitu hari pertama dan kelima. Untuk hari pertama, winner memperoleh -0,46% (t-stat: -1,69) signifikan pada taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sedangkan, untuk hari kelima mereka akan memperoleh -0,84% (t-stat: -1,740) pada taraf signifikansi 5% dan 10%. Berbeda dengan portofolio winner, portofolio loser mengalami reversal hanya pada hari pertama, yaitu 0,53% (1,67) pada taraf signifikansi 10%.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa untuk pengujian hipotesis 1 yang menyatakan ACAR portofolio winner memiliki perbedaan nilai negatif/lebih kecil dari nol pada periode pengujian 21 hari hanya signifikan pada hari ke-1, ke-7, ke-10, dan ke-20. Untuk pengujian 10 hari, hipotesis 1 ditolak pada setiap waktu t. Hal ini dikarenakan nilai t-stat < -t tabel, sehingga portofolio winner tidak mengalami reversal yang signifikan. Sedangkan, pada pengujian 5 hari, hipotesis 1 diterima hanya untuk hari ke-1 dan ke-5 pada taraf signifikansi 5% dan 10%. Dari hal tersebut, dapat dinyatakan bahwa perolehan nilai negatif/kurang dari nol yang signifikan mengindikasikan portofolio winner mengalami reversal sebagai salah satu syarat terjadinya overreaction.

Untuk pengujian hipotesis 2 yang menyatakan ACAR portofolio loser memiliki perbedaan nilai positif/lebih besar dari nol pada periode pengujian 21 hari hanya signifikan pada hari ke-1. Untuk pengujian 10 hari, hipotesis 2 diterima hanya untuk hari ke-5 pada signifikansi 10%. Hal ini dikarenakan waktu t yang lain memiliki nilai t-stat < t tabel. Sedangkan, untuk pengujian 5 hari, hipotesis 2 diterima pada hari ke-1 pada taraf signifikansi 10%. Dari hal tersebut, dapat dinyatakan bahwa perolehan nilai positif/lebih dari nol yang signifikan mengindikasikan portofolio loser mengalami reversal sebagai salah satu syarat terjadinya overreaction.

Selanjutnya, untuk pengujian hipotesis 3 yang menyatakan ACAR portofolio loser-winner memiliki perbedaan nilai positif/lebih besar dari nol pada periode pengamatan 21 hari dan 10 hari tidak signifikan untuk setiap waktu t. Hal ini dibuktikan dari nilai t-stat < t tabel, sehingga nilai positif yang diperoleh portofolio ini tidak signifikan. Sedangkan, untuk periode pengujian 5 hari, hipotesis 3 diterima hanya pada hari ke-1 dan ke-2 pada taraf signifikansi 5% dan 10%. Dengan demikian, perolehan nilai rata-rata yang positif/lebih dari nol mengindikasikan portofolio loser

mengungguli winner atau portofolio winner memperoleh rata-rata yang negatif dan portofolio loser memperoleh rata-rata yang positif. Namun, pada hari ke-2 periode pengujian 5 hari, portofolio loser dan winner mengalami reversal yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa gejala overreaction terjadi pada pasar saham Indonesia yang diwakilkan oleh IDX80 saat kondisi market bearish di hari pertama pengujian 5 hari sejak 2 Januari 2020 hingga 2 Oktober 2020.

Pembahasan

Penelitian ini dilakukan untuk mengidentifikasi perilaku overreaction saat market bearish pada saham IDX80. Perilaku overreaction dapat diteliti dari perilaku portofolio investasi. Setelah melakukan pengujian, peneliti mendapatkan hasil sebagai berikut. Tiga set pengamatan, yaitu: 21 hari, 10 hari, dan 5 hari, tidak dapat dibandingkan. Hal ini dikarenakan ketiga periode pengamatan memiki periode analisis yang berbeda dalam rentang waktu periode bearish yang sama.

Untuk pengamatan 21 hari, pengujian portofolio winner mengalami reversal yang signifikan pada hari ke-1, ke-7, ke-10, dan ke-20. Sedangkan, portofolio loser hanya mengalami reversal pada hari ke-1, sehingga pengamatan 21 hari pengujian mengalami reversal pada hari ke-1 tetapi tidak signifikan secara statistik dan tidak mengalami gejala overreaction.

Pada periode pengamatan 10 hari, portofolio winner tidak mengalami reversal yang signifikan di seluruh waktu t. Sedangkan, portofolio loser mengalami reversal yang signifikan pada hari ke-5 untuk taraf signifikansi 10%. Dengan demikian, pengamatan 10 hari tidak mengalami reversal sebagai gejala fenomena overreaction.

Portofolio winner dalam periode pengamatan 5 hari mengalami reversal yang signifikan untuk hari ke-1 dan ke-5. Sedangkan, portofolio loser hanya mengalami reversal yang signifikan pada hari ke-1 untuk taraf signifikansi 10%, sehingga reversal untuk hari-1 pengamatan ini terjadi secara signifikan pada taraf signifikansi 10%. Dengan demikian, pengamatan 5 hari mengalami overreaction secara signifikan pada taraf signifikansi 10% pada hari ke-1 setelah periode formasi.

Pernyataan Piccoli, Chaudhury, & Souza, (2017) mengenai periode overreaction terbukti pada penelitian ini, yaitu overreaction akan terlihat pada periode kurang dari 21 hari, dimana pada penelitian ini overreaction terjadi pada periode pengamatan 5 hari dengan 36 replikasi selama periode bearish. Penelitian Ottemoesoe & Malelak (2014) mengenai overreaction pada kondisi market bearish terjadi kembali pada penelitian ini, dimana setiap pengamatan terjadi reversal pada setiap portofolio pada tiga set pengamatan sebagai salah satu syarat overreaction, namun tidak signifikan. Penelitian ini juga mendukung Maharani & Witiastuti (2015) yang membuktikan bahwa terjadi fenomena overreaction di Bursa Efek Indonesia tetapi tidak signifikan.

Dengan demikian, overreaction saat market bearish karena pandemi covid-19 disimpulkan terjadi namun tidak signifikan. Adapun faktor-faktor yang menyebabkan overreaction tidak signifikan, yaitu: adanya kebijakan yang diterbitkan oleh pemerintah mengenai upaya meminimalisir bahaya covid-19 dan kebijakan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sepanjang pandemi covid-19 yang dapat menahan perilaku investor di pasar modal. Analis Binaartha Parama Sekuritas, M. Nafan dalam Jpnn (2021) menyatakan bahwa selama pandemi covid-19 OJK mengeluarkan berbagai kebijakan yang mampu menjaga sentimen pasar untuk meredam volatilitas. Adapun kebijakan utama OJK di pasar modal, yaitu: larangan short selling untuk sementara waktu, pemberlakuan asymmetric auto rejection untuk memastikan perdagangan efek berjalan secara teratur di tengah ketidakpastian kasus covid-19, menerapkan trading halt 30 menit untuk setiap penurunan 5% yang mampu mencegah penurunan IHSG, kebijakan buyback saham tanpa melalui RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) oleh emiten dengan persyaratan tertentu, dan kebijakan relaksasi kredit mengenai stimulasi perekonomian nasional sebagai kebijakan countercyclical dampak penyebaran covid-19. Kebijakan-kebijakan yang diterapkan dianggap akan membawa pengaruh yang positif terhadap reaksi investor di pasar sehingga pelaku pasar dapat saling menjaga sentimen pasar dan menahan volatilitas yang tinggi. Setelah berbagai kebijkan khusus yang diterapkan, kepanikan mulai mereda, yaitu pada bulan Agustus 2020 ketika rilis laporan kinerja emiten kuartal II, serta jelang rilis pertumbuhan nasional kuartal II, dan pasca pengumuman kebijakan PSBB (Pembatasan Sosial Berskala Besar) (Wuryasti, 2020). Reaksi berlebihan investor semakin mereda dengan adanya uji klinis vaksin covid-19. Terbukti dari adanya peningkatan IHSG setelah adanya uji klinis vaksin sinovac di Indonesia (Wareza, 2020).

E. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Setelah menganalisis dan membahas hasil penelitian, berikut beberapa kesimpulan yang didapat dari penelitian ini:

1) Rata-rata kumulatif *average residual return* ($ACAR$) portofolio *winner* memiliki perbedaan nilai negatif/lebih kecil dari nol pada pengamatan 5 hari, sehingga portofolio *winner* memperoleh *return* negatif yang signifikan pada hari pertama. Dengan demikian, portofolio *winner* terbukti mengalami *reversal* (pembalikan) sebagai salah satu syarat dari terjadinya *overreaction*.
2) Rata-rata kumulatif *average residual return* ($ACAR$) portofolio *loser* memiliki perbedaan nilai positif/lebih besar dari nol untuk pengamatan 5 hari, sehingga portofolio *loser* memperoleh *return* positif yang signifikan pada hari pertama. Dengan demikian, portofolio *loser* terbukti mengalami *reversal* (pembalikan) sebagai salah satu syarat dari terjadinya *overreaction*.
3) Rata-rata kumulatif abnormal return ($ACAR$) portofolio selisih *loser* dan *winner* memiliki perbedaan nilai positif/lebih besar dari nol untuk pengamatan 5 hari, sehingga portofolio selisih *loser* dan *winner* memperoleh return positif yang signifikan pada hari pertama. Hal ini mengindikasikan bahwa portofolio *loser* dapat mengungguli *winner*. Dengan demikian, dapat disimpulkan terjadi perilaku *overreaction* di pasar modal Indonesia saat *market bearish* yang tercermin dari portofolio *winner* dan *loser* indeks saham IDX80, mengalami *reversal* secara signifikan.
4) Terjadinya *overreaction* yang signifikan menunjukkan bahwa pasar saham di Bursa Efek Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah.
5) Terjadi *overreaction* yang signifikan antara saham *loser* dan *winner* pada periode pengamatan 5 hari, sehingga penerapan strategi kontrarian, dimana membeli sekuritas saat *loser* dan menjual saat sekuritas tersebut menjadi *winner* dapat diterapkan dalam kondisi *market bearish* selama pandemi covid-19 dengan penuh kehati-hatian. Hal ini dikarenakan *overreaction* hanya terjadi pada hari pertama dan bukan untuk seluruh waktu pengujian.

Implikasi

Portofolio winner terbukti mengalami reversal/pembalikan yang signifikan. Hal ini mengakibatkan investor yang membeli saham winner terdahulu akan memperoleh abnormal return yang negatif (investor memperoleh kerugian). Sedangkan, portofolio loser yang terbukti mengalami reversal dan signifikan mencerminkan bahwa investor yang membeli saham loser terdahulu akan memperoleh abnormal return yang positif (investor memperoleh keuntungan). Untuk itu, dapat disimpulkan bahwa adanya overreaction pada saham IDX80 membuat investor yang membeli saham-saham loser terdahulu akan memperoleh keuntungan melebihi investor yang membeli saham-saham winner terdahulu. Hasil penelitian dapat digunakan sebagai masukan bagi para investor/pelaku pasar lainnya untuk menggunakan strategi kontrarian saat market bearish, yaitu membeli saham saat loser dan menjual saat menjadi winner.

Saran

Setelah mengetahui kesimpulan penelitian di atas, berikut saran yang dapat diberikan terkait penelitian, yaitu:

1) Investor disarankan tidak menerapkan strategi kontrarian. Tetapi, apabila investor ingin menerapkan strategi kontrarian, investor dianjurkan untuk berhati-hati dan bersikap aktif dalam mencari informasi yang berikaitan dengan sekuritas yang dimiliki. Adapun saran ini diberikan karena perilaku *overreaction* hanya terbukti pada satu hari saat kondisi *bearish* selama pandemi covid-19.
2) Dalam meneliti *overreaction*, peneliti selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan, sehingga penelitian ini dapat berpotensi untuk mengidentifikasi perilaku *overreaction*.
3) Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan sampel sekuritas pada indeks lain selain IDX80. Hal ini dikarenakan IDX80 merupakan indeks dengan kapitalisasi besar, sehingga perusahaan dapat meyakinkan investor dengan nilai intrinsiknya dan membuat reaksi investor tidak berlebihan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Peneliti mengucapkan terima kasih kepada pihak yang telah membantu sehingga jurnal ini dapat terselesaikan. Ucapan terima kasih khusus peneliti sampaikan kepada Asosiasi Dosen Ilmu Ekonomi dan Jurusan Ekonomi Keuangan dan Perbankan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya yang memungkinkan jurnal ini dapat diterbitkan.

DAFTAR PUSTAKA

Asri Solihat, N. (2020). How Behavioral Finance During Pandemic COVID-19? *Business Innovation And Entrepreneurship Journal*, *2*(2), 2020. Http://Ejournals.Fkwu.Uniga.Ac.Id/Index.Php/BIEJ/Article/View/126

Brown, K. C., Harlow, W. V., & Tinic, S. M. (1988). Risk Aversion, Uncertain Information, And Market Efficiency. *Journal Of Financial Economics*, *22*, 355–385. Https://Doi.Org/Https://Doi.Org/10.1016/0304-405X(88)90075-X

CFI. (2015). *What Is Behavioral Finance?* Corporate Finance Institute. Https://Corporatefinanceinstitute.Com/Resources/Knowledge/Trading-Investing/Behavioral-Finance/#:~:Text=Behavioral Finance Is The Study,Influenced By Their Own Biases.

Chen, J. (2020). *Contrarian*. Investopedia. Https://Www.Investopedia.Com/Terms/C/Contrarian.Asp#:~:Text=Key Takeaways,Over- And Under-Priced.

Das, V. S., & Krishnakumar, K. (2016). Over Reaction And Underreaction In Indian Stock Market: Comparison Based On Analysis Considering Two Different Sets Of Stocks - Short Term And Long Term Perspective. *International Journal Of Industrial Engineering Research And Development*, *7*(2), 63–74. Https://Doi.Org/10.34218/Ijierd.7.2.2016.007

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does The Stock Market Overreact? *The Journal Of Finance*, *40*(3), 793–805. Https://Doi.Org/10.1111/J.1540-6261.1985.Tb05004.X

Detlev Stock. (1990). Winner And Loser Anomalies In The German Stock Market. *Journal Of Institutional And Theoretical Economics (JITE)*, *146*(3), 518–529. Http://Www.Jstor.Org/Stable/40751330

Frensidy, B. (2020). *Gesit Dan Taktis Di Pasar Modal: Berbekal Behavioral Finance* (Dedy A. Halim (Ed.)). Salemba Empat.

Harrys. (2020). *Objek Penelitian*. Jopglass.Com. Https://Www.Jopglass.Com/Objek-Penelitian/

Huo, X., & Qiu, Z. (2020). How Does China's Stock Market React To The Announcement Of The COVID-19 Pandemic Lockdown? *Economic And Political Studies*, *8*(4), 436–461. Https://Doi.Org/10.1080/20954816.2020.1780695

IDX. (2020). *Indeks Saham*. Idx.Co.Id. Https://Www.Idx.Co.Id/Produk/Indeks/

Jemmy, H. (2012). Haensri Jemmy 1006793561. In *Thesis Universitas Indonesia*.

Jpnn. (2021, April 16). Lima Kebijakan OJK Yang Mampu Amankan Pasar Modal Dari Dampak Pandemi Covid-19. *Jpnn.Com*, 1. Https://Www.Jpnn.Com/News/Lima-Kebijakan-Ojk-Yang-Mampu-Amankan-Pasar-Modal-Dari-Dampak-Pandemi-Covid-19

Khan, K., Zhao, H., Zhang, H., Yang, H., Shah, M. H., & Jahanger, A. (2020). The Impact Of COVID-19 Pandemic On Stock Markets: An Empirical Analysis Of World Major Stock Indices. *Journal Of Asian Finance, Economics And Business*, *7*(7), 463–474. Https://Doi.Org/10.13106/Jafeb.2020.Vol7.No7.463

Lararenjana, E. (2020). *Purposive Sampling Adalah Teknik Pengambilan Sampel Dengan Ciri Khusus, Wajib Tahu*. Merdeka.Com. Https://Www.Merdeka.Com/Jatim/Purposive-Sampling-Adalah-Teknik-Pengambilan-Sampel-Dengan-Ciri-Khusus-Wajib-Tahu-Kln.Html?Page=All

Maharani, S., & Witiastuti, R. S. (2015). Fenomena Market Overreaction Di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal*, *4*(1), 30–38. Https://Doi.Org/10.15294/Maj.V4i1.7209

Mohamed, M., Abdelrhim, M., & Allam, S. (2020). The Effect Of The COVID-19 Spread On Investor Trading Behavior On The Egyptian Stock Exchange. *SSRN Electric Journal*, *July*. Https://Doi.Org/10.2139/Ssrn.3655202

Naseem, S., Mohsin, M., Hui, W., Liyan, G., & Penglai, K. (2021). The Investor Psychology And Stock Market Behavior During The Initial Era Of COVID-19 : A Study Of China , Japan , And The United States. *Frontiers In Psychology*, *12*(February), 1–10. Https://Doi.Org/10.3389/Fpsyg.2021.626934

Ottemoesoe, R. S. D., & Malelak, M. I. (2014). Fenomena Reaksi Berlebihan Atau Overreaction Pada Transaksi Saham Di Asia Tenggara. *Forum Manajemen Indonesia 6*, *6*. Http://Repository.Petra.Ac.Id/17266/1/Publikasi1_09002_2419.Pdf

Paramita, R. S., Isbanah, Y., & Purwohandoko. (2018). Bias Kognitif Dan Personal Traits: Studi Perilaku Investasi Muda Di Surabaya). *JRMSI - Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, *9*(2), 214–235. Https://Doi.Org/10.21009/Jrmsi.009.2.03

Piccoli, P., Chaudhury, M., & Souza, A. (2017). How Do Stocks React To Extreme Market Events? Evidence From Brazil. *Research In International Business And Finance*, *42*, 275–284. Https://Doi.Org/10.1016/J.Ribaf.2017.07.166

Pramana, A. (2012). Analisis Perbandingan Trading Volume Activity Dan Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Pemecah Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011) [Universitas Diponegoro]. In *Juornal Management Diponegoro*. Jurnalmahasiswa.Stiesia.Ac.Id

Pratama, I. G. S., Purbawangsa, I. B. A., & Artini, L. G. S. (2016). Analisis Overreaction Pasar Pada Saham Winner Dan Loser Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, *12*(5), 4387–4414.

Salisu, A. A., Sikiru, A. A., & Vo, X. V. (2020). Pandemics And The Emerging Stock Markets. *Borsa Istanbul Review*, *20*, S40–S48. Https://Doi.Org/10.1016/J.Bir.2020.11.004

Sambuari, I. B., Saerang, I. S., & Maramis, J. B. (2020). Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Virus Corona (Covid-19) Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal Of Chemical Information And Modeling*, *7*(3), 407–415.

Santosa, P. W. (2010). *Memahami Overreaction Di Pasar Modal*. Kompasiana. Https://Www.Kompasiana.Com/Perdana.Wahyu/54ff19e7a333110e4550f877/Memahami-Overreaction-Di-Pasar-Modal

Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much To Be Justified By Subsequent Changes In Dividends ? *American Economic Review*.

Suroso, Y. O. (2016). *Analisis Market Overreaction Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia* [Universitas Negeri Yogyakarta]. Https://Doi.Org/10.1016/J.Ajodo.2017.09.016%0Ahttp://Www.Ncbi.Nlm.Nih.Gov/Pubmed/?Term=M+Yamaguchi+RANK+?+RANKL+?+OPG+During+Orthodontic+Tooth+Movement%0Ahttps://Doi.Org/10.1016/J.Ajodo.2018.10.015%0Ahttp://Dx.Doi.Org/10.1186/S40510-016-0158-5%0Ahttp://Ww

Tandelilin, E. (2010). *Portofolio Dan Investasi: Teori Dan Aplikasi* (First). Kanisius.

Wareza, M. (2020, December 7). Vaksin Jadi Booster IHSG, Investor Kalap & "Panic Buying." *CNBC Indonesia*, 1. Https://Www.Cnbcindonesia.Com/Market/20201207090726-17-207244/Vaksin-Jadi-Booster-Ihsg-Investor-Kalap-Panic-Buying

Warninda, T. D. (1998). Dapatkah Strategi Kontrarian Diterapkan Dipasar Modal Indonesia? (Pengujian Anomali Winner-Loser Di Bursa Efek Jakarta). *Journal Of Indonesian Economy And Business*, *XIII*(2).

Wira, D. (2017). *Psikologi Trading* (Kedua). Exceed.

Wuryasti, F. (2020, December 2). Kepanikan Investor Mereda. *Mediaindonesia.Co*, 1. Https://Mediaindonesia.Com/Ekonomi/365591/Kepanikan-Investor-Mereda