

STUDI EFISIENSI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA: OVER-REAKSI ATAU MOMENTUM?

Perdana Wahyu Santosa^{1*} dan Nurul Huda²

^{1,2}Program Magister Manajemen Universitas YARSI, Jakarta, Indonesia

email: ¹perdana.wahyu@yarsi.ac.id

²nurul.huda@yarsi.ac.id

ABSTRACT

In the bearish, islamic equity market condition of 15.6% due to the depreciation of the IDR-USD exchange rate by 10.8%, during March 2018-March 2019, respectively. The decline in the IDR exchange rate was triggered by the Federal Reserve Bank's policy of a reference interest rate of 25 basis points. The method used uses the overreaction market hypothesis. The sample stock used is a member of the Jakarta Islamic Index (JII) at Indonesia Stock Exchange with an observation period of 55 weeks. This overreaction analysis is divided in two stages: (i) formation of a winner-loser portfolio, (ii) testing the overreaction-momentum hypothesis. Findings: in (i) 10-week test period: overreaction, (ii) 20-week test period: momentum, (iii) 30-week test period: momentum; (iv) 40-week test period: overreaction; (v) 55 week test period: overreaction. It was concluded that overreaction occurred at the beginning of the market experiencing bearish due to the high shock effect, then the market began to be consistent until there was a pattern of momentum in two continued periods, but the momentum pattern ended again at the 40th week and the overreaction pattern happened again at the end of the bearish period.

Keywords: *overreaction, reversal, momentum, bearish, winner-loser, JII30*

ABSTRAK

Pada saat pasar modal syariah mengalami penurunan yang tajam (*bearish*) 15.6% akibat terdepresiasi nilai tukar IDR-USD sebesar 10.8%, periode Maret 2018-Maret 2019. Penurunan nilai tukar IDR tersebut dipicu oleh kebijakan Federal Reserve Bank yang menaikkan suku bunga acuan sebesar 25 basis poin. Metode yang digunakan menggunakan *overreaction market hypothesis*. Sampel saham yang digunakan merupakan anggota Jakarta Islamic Index (JII) di Bursa Efek Indonesia dengan periode observasi selama 55 minggu. Analisis overreaksi ini dilakukan dalam dua tahap yaitu: (i) pembentukan portofolio winner-loser, (ii) pengujian hipotesis overreaksi-momentum. Temuan: pada (i) uji periode 10 minggu: overreaksi, (ii) uji periode 20 minggu: momentum, (iii) uji periode 30 minggu: momentum; (iv) uji periode 40 minggu: overreaksi; (v) uji periode 55 minggu: overreaksi. Disimpulkan bahwa overreaksi terjadi pada awal pasar mengalami bearish karena efek kejutan yang tinggi, kemudian pasar mulai konsisten hingga terjadi pola momentum pada dua periode lanjutan, namun kembali pola momentum berakhir pada minggu ke-40 dan pola overreaksi terjadi kembali pada akhir periode bearish.

Kata Kunci: *over-reaksi, reversal, momentum, winner-loser, bearish, JII30*

Draft awal : 15 Februari 2020 ; Direvisi : 27 Mei 2020 ; Diterima : 20 Juli 2020

1. Pendahuluan

Anomali pasar modal dicirikan dengan terjadinya *abnormal return* yang merupakan salah satu indikator penting untuk menilai efisiensi pasar modal. Terjadinya *abnormal return* disebabkan kenaikan dan penurunan berlebih (*overreaksi*) memperlemah bentuk pasar tersebut, tak terkecuali pasar saham syariah. Anomali merupakan suatu kondisi yang menyimpang dan berulang (*repetition*) kali secara konsisten dari ukuran normal pasar yang efisien. Hal tersebut disertai dengan fenomena *overreaksi* baik saat harga meningkat atau ketika harga menurun (Santosa & Santoso, 2019; Hsini & Kouki, 2016; Santosa, 2011).

Studi dilakukan berdasarkan fenomena fluktuasi indek pasar modal Indonesia yang disebabkan oleh terdepresiasi nilai tukar IDR-USD selama periode Maret 2018-Maret 2019. Turunnya nilai tukar IDR-USD disebabkan oleh kenaikan suku bunga acuan the Fed sebesar 25 basis poin yang menyebabkan *capital flight* dan memicu jatuhnya IHSG dari 6.582 menjadi 5.731 (-12,9%) sepanjang Maret-Oktober 2018. Namun IHSG kembali rebound dan menaik kembali hingga 6.525 poin setelah secara bertahap BI menaikkan suku bunga acuan (*BI rate*) sebanyak 125 basis poin (lihat Gambar 1). Fenomena ini menjadi dasar studi ini untuk menilai tingkat efisiensi pasar modal syariah di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan beberapa penelitian tentang pasar modal yang terkait dengan perilaku keuangan (*financial behavior*) ditemukan beberapa fenomena yang menarik. Fenomena-fenomena tersebut pada umumnya dapat dikategorikan sebagai abnormalitas atau penyimpangan yang disebabkan oleh beberapa kejadian

(*event*) atau diakibatkan dampak proses perilaku perdagangan saham (Chaouachi & Douagi, 2014 ; Madjid & Windasari, 2015).

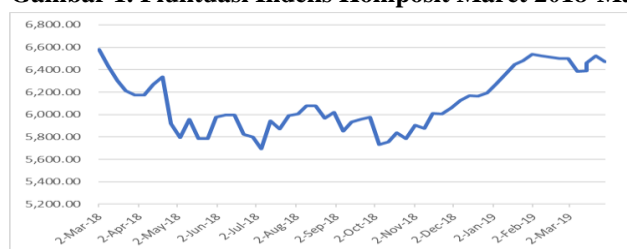
Santosa (2020) berpendapat bahwa pembentukan harga (*price formation*) dan pergerakan harga (*price movement*) saham dipengaruhi oleh abnormalitas yang terjadi di setiap pasar. Beberapa fenomena abnormalitas yang kerap terjadi di pasar adalah *January Effect*, *Holiday Effect*, *Week End Effect*, *Size Effect*, *Monday Effect* dan *Day of the Week Effect*.

Selain itu, fenomena yang hampir terjadi secara kontinu dan konsisten dalam *day trading* saham adalah fenomena *overreaction* yang disebabkan oleh *asymmetric information*. Implikasi dari fenomena *overreaction* adalah terjadinya penyimpangan harga aset (saham) dari harga wajarnya (*fair value*). Penyimpangan yang terjadi dapat dikategorikan ke dalam dua kelompok yaitu *overvalued* dan *undervalued* (Chaouachi & Douagi, 2014; Santosa & Hosen, 2011).

Artikel ini menguji kembali apakah reaksi pasar modal syariah terhadap informasi substansial yang masuk ke pasar baik berupa informasi masa lalu (*past*), informasi publik, hingga informasi private, sekaligus *news* yang dinilai dramatik.

Seberapa reaktif pasar saham syariah merespon masuknya berbagai informasi penurunan nilai tukar IDR-USD dan seberapa pantas kenaikan atau penurunan indeks yang terjadi akan mempengaruhi bentuk efisiensi pasar baik konvensional ataupun syariah. Studi dilakukan terhadap saham-saham dari indeks Jakarta Islamic Index (JII-30), yang dikenal sebagai kumpulan saham syariah berfundamental dan berlikuiditas baik.

Gambar 1. Fluktuasi Indeks Komposit Maret 2018-Maret 2019



Sumber: Bursa Efek Indonesia (2019)

2. Tinjauan Literatur

Para pelaku pasar yaitu investor dan *traders*, sebagian melakukan transaksi saham secara tidak rasional bahkan cenderung emosional terhadap informasi yang masuk ke bursa sehingga menimbulkan potensi overreaksi (Bondt & Thaler, 1985; 1986). Apabila informasi yang masuk ke pasar dinilai buruk (*bad news*), para investor cenderung menekan harga saham terlalu rendah dari nilai wajarnya (*intrinsic value*) sehingga saham menjadi *undervalued*. Begitu pula jika yang diterima pasar *good news*, pasar cenderung menilai berlebih atas konten informasi yang diterima (*overweight*) yang mengakibatkan harga saham mengalami *overvalued* (Santosa & Santoso, 2019).

Studi *overreaction* investor terhadap informasi yang mereka terima menggunakan data saham pada *kelompok* saham aktif tertentu yang dikelompokkan menjadi portofolio *losser* dan portofolio *winner*. Kelompok portofolio saham *losser* adalah kelompok yang mengalami penurunan harga besar secara konsisten. Sebaliknya untuk kelompok portofolio *winner*. Penyebab utama terjadinya penurunan besar dan konsisten sekalipun terjadi beberapa kali koreksi harga adalah masuknya informasi buruk atau berita bagus ke bursa (Han *et al.*, 2015). Namun, para investor cenderung melakukan keputusan yang irrasional dan emosional sehingga nilai portofolio turun terlalu dalam atau naik terlampau tinggi

(Choudary & Sethi, 2014; Santosa & Santoso, 2019).

Masalah *overreaction* ini menimbulkan masalah sekaligus peluang *trading* bagi para investor selama ini karena sebagian mereka melakukan transaksi saham tanpa mengetahui nilai wajar sebenarnya. Akibatnya, para investor dapat dikategorikan melakukan *fad trading* secara masif dan sistemik yang mana masuknya informasi dengan konten baik atau buruk, akan memicu *overreaction* dan *price correction* berulang-ulang yang mana kondisi ini dapat menjadi peluang bagi *informed traders* menciptakan *abnormal return* (Khatua & Pradhan, 2014; Boussaidi, 2017).

Situasi tersebut juga mempengaruhi tingkat efisiensi BEI, khususnya pasar saham syariah secara keseluruhan karena harga saham tidak sesuai dengan kandungan informasi yang masuk bursa, baik informasi historis, publik ataupun *private* sehingga potensi mispricing dapat memicu *abnormal return* (Santosa, 2020).

Studi *overreaction* yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985; 1987) menggunakan data pasar modal NYSE membuktikan bahwa ada semacam anomali pasar yang dinilai bertentangan dengan *efficiency market hypothesis* (EMH). Temuan Bondt & Thaler (1985) dikenal sebagai *winner-losser anomaly* yang berlandaskan adanya reaksi berlebih (*overreaction*) di pasar. Mereka mengemukakan bahwa portofolio saham yang menunjukkan kinerja imbal hasil

(*return*) ekstrim positif (*winner*) atau ekstrim negatif (*loser*) selama periode tertentu akan mengalami pembalikan (*reversal*) tingkat imbal hasil saham pada periode berikutnya (Bowman & Iverson, 1998; Hsini & Kouki, 2016).

Portofolio saham *loser* akan menunjukkan *return* yang positif yang mengungguli portofolio *winner* sebelumnya, begitu juga sebaliknya. Pada fenomena ini, para investor yang cerdas memanfaatkannya dengan membeli portofolio saham *loser* dan sebaliknya memutuskan aksi *short sales* portofolio saham *winner* secara sistematis. Dengan melakukan aksi beli dan *short sales* tersebut, para investor berpeluang mendapatkan *abnormal return* (Gaunt, 2000; Choudary & Sethi, 2014; Santosa & Santoso, 2019).

2.1 Hipotesis Penelitian

a) Hipotesis terjadinya Overreaksi (Reversal)

Terjadinya *reversal* (pembalikan) untuk periode pengujian terpendek yaitu 10 minggu (1st-10W) dan pengujian periode terpanjang selama 55 minggu (5th-55W) terhadap portofolio *winner* dan *loser*. Portofolio *winner* (*abnormal return* positif) berubah menjadi *loser* (*abnormal return* negatif) jika terjadi *overreaction*.

b) Hipotesis terjadinya Aksi Momentum

Pengujian hipotesis terjadinya *momentum* dilakukan untuk portofolio *winner-loser* untuk jangka waktu: 20 minggu (2nd-20W); 30 minggu (3rd-30W) dan 40 minggu (4th-40W). Portofolio *winner* tidak berubah menjadi *loser* maka terjadi momentum di pasar modal.

3. Data dan Metode

3.1 Jenis dan Sumber Data

Data yang akan digunakan pada penelitian ini adalah data kuantitatif bersifat sekunder (historis) yang terekam

di BEI untuk transaksi perdagangan mingguan (*weekly trading*) berupa indeks Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG); dan JII-30 selama periode Maret 2018-Maret 2019. Sedangkan data yang diperlukan adalah harga penutupan (*closing price*) dari setiap akhir minggu perdagangan selama periode penelitian.

3.2 Populasi dan Penyampelan Data

Populasi yang akan diteliti adalah emiten (saham) yang tercatat dalam Indeks JII30 periode Maret 2018-Maret 2019. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode "*puposive sampling*". Pertimbangan utama penetapan sampel saham indeks JII30 adalah 1). Kapitalisasi pasar relatif besar; 2) indeks JII30 dikenal dengan saham-saham unggulan syariah; dan 3). likuiditas saham-saham JII-30 yang tinggi dan 4). menjadi salah satu *benchmark* kinerja pasar syariah di BEI. Sampel yang digunakan harus memenuhi kriteria dengan karakteristik sebagai berikut:

- Jumlah Sampel Saham/Emiten adalah 30 sampel saham indeks JII30 yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode Maret 2018-Maret 2019.
- Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mingguan (*weekly*) dan Indeks Harga Saham Individual (IHSI) mingguan selama periode penelitian yaitu Maret 2018-Maret 2019. Data tersebut diperoleh dari finance.yahoo dan bloomberg.com.

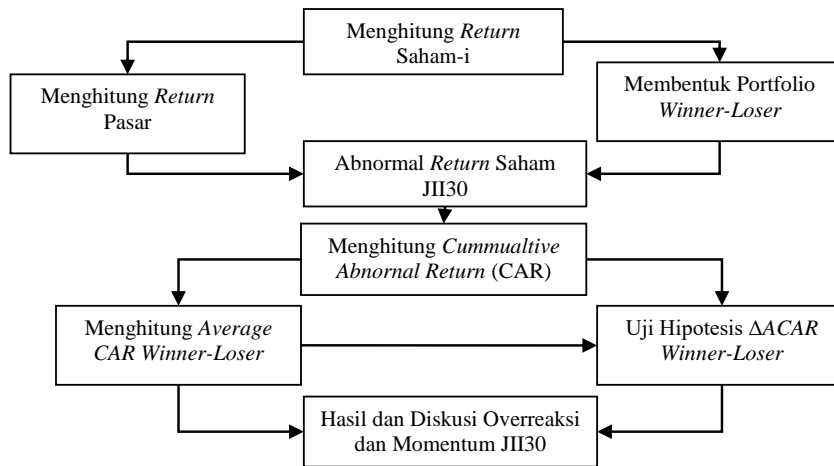
Adapun periode analisis dibagi menjadi lima sub-periode (Santosa & Santoso, 2019): (1) periode pembentukan portofolio *winner-loser* yaitu 10 minggu pertama (1st-10W), (2) periode pengujian 20 minggu (2nd-20W); (3) periode pengujian 30 minggu (3rd-30W); (4) periode pengujian 40 minggu (4th-40W) dan periode pengujian 55 minggu (5th-55W).

3.3 Analisis Data

Diagram alir (*flow-charts*) dari teknik analisis data yang dilakukan dalam

penelitian ini berdasarkan rancangan analisis sebagai berikut ini:

Gambar 1. Diagram Alir Analisis Data



3.3.1 Tahap I: Pembentukan Portofolio Winner-Loser

1. Memastikan seluruh saham indeks JII30 yang terdaftar selama periode penelitian Maret 2018-Maret 2019. Saham yang baru tercatat (*listing*) selama periode penelitian hanya dapat dianalisis untuk periode analisis berikutnya. Sebaliknya jika ada saham JII30 yang *delisting*, maka akan dikeluarkan dari analisis pada periode selanjutnya.
2. Melakukan perhitungan *return* dari masing-masing saham-i, yang tercatat di JII30 periode mingguan. Apabila pada saat tanggal perhitungan ada sampel yang tidak ditransaksikan, maka harga saham transaksi terakhir yang akan digunakan sesuai rumus:

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

3. Melakukan perhitungan *cummulative return* pada periode-t ($CR_{i,t}$) masing-masing sampel saham-i dengan periode 10 minggu pertama. Rumus *cummulative return* yang digunakan adalah:

$$CR_{i,t} = \sum_{\tau=1}^n R_{i,\tau} \quad (2)$$

4. Selanjutnya hasil perhitungan *cummulative return* (CR) diurut secara *descending*, yaitu nilai $CR_{i,t}$ tertinggi akan berada di urutan atas dan sebaliknya nilai $CR_{i,t}$ terendah berada di urutan terbawah. Selanjutnya mengelompokkan 10 saham-saham dengan CR_{it} tertinggi sebagai portofolio *winner* dan kelompok 10 saham dengan nilai CR_{it} terendah menjadi portofolio *loser*.

3.3.2 Tahap II: Pengujian Average Cummulative Average Return (ACAR)

1. Menghitung return mingguan ($R_{i,t}$) untuk saham-saham portofolio *winner* dan *loser* yang telah ditetapkan sesuai peringkat *cummulative return* ($CR_{i,t}$) yang telah ditetapkan pada Tahap I di atas. Pengujian dilakukan pada beberapa periode yaitu (i) Pengujian 1st-10W; (ii) Pengujian 2nd-20W; (iii) Pengujian 3rd-30W; (iv) Pengujian 4t-40W dan Pengujian 5th-55W.

- Melakukan perhitungan *return* pasar mingguan, $R_{M,t}$ sesuai dengan periode pengujian saham-saham portfolio *winner* dan *loser* di atas, sesuai dengan rumus:

$$R_{M,t} = \frac{IHSG_{i,t} - IHSG_{i,t-1}}{IHSG_{i,t}} \quad (3)$$

- Menghitung *abnormal return* setiap saham *winner* ($AR_{W,t}$) dan saham *loser* ($AR_{L,t}$) pada setiap periode pengujian yang telah ditetapkan.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t} \quad (4)$$

- Menghitung *Average Abnormal Return* untuk setiap portfolio *winner* maupun *loser* pada setiap masing-masing periode pengujian:

$$Average\ AR_{j,t} = \frac{\sum_{n=1}^{10} AR_{j,t}}{10} \quad (5)$$

- Melakukan perhitungan *Average Cummulative Abnormal Return* (ACAR) untuk setiap portfolio *winner* (ACAR_W) dan portfolio *loser* (ACAR_L) untuk setiap periode pengujian:

$$ACAR_W = \left[\prod_{t=1}^{55} (1 + AR_{W,t}) \right]^{1/55} - 1 \quad (6)$$

$$ACAR_L = \left[\prod_{t=1}^{55} (1 + AR_{L,t}) \right]^{1/55} - 1 \quad (7)$$

- Menghitung selisih $\Delta ACAR_{W-L}$ antara portfolio *Winner* dengan portfolio *Losser* pada masing-masing periode pengujian melalui rumus:

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

(8)

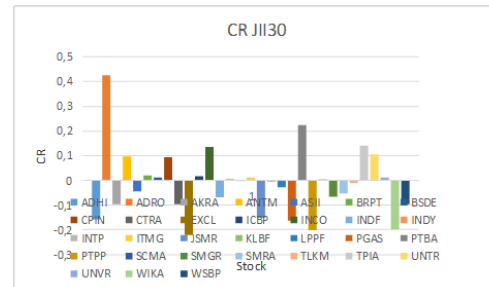
- Kemudian dilakukan pengujian hipotesis untuk setiap periode pengujian yaitu 10 minggu, 20 minggu, 30 minggu, 40 minggu dan 55 minggu pada tingkat signifikansi 5%. Pengujian beda melalui *paired sample t-test* menggunakan piranti lunak SPSS 21.

3. Analisis dan Hasil

3.1 Tahap I: Pembentukan Portfolio Winner-Loser Cummulative Return Saham Syariah

Analisis data dilanjutkan dengan pembentukan portfolio *winner* dan *loser* dengan metode pemeringkatan *cummulative return* (CR) emiten JII30 selama Maret 2018-Maret 2019. Pemeringkatan dilakukan untuk mendapatkan 10 emiten *winner* dengan CR tertinggi dan 10 emiten *loser* dengan CR terendah dari 30 saham syariah yang dianalisis.

Gambar 2. Analisis Cummulative Return Saham JII30



Hasil analisis perhitungan *return* saham-saham JII30 diakumulasi menjadi *cummulative return* keseluruhan selama 10 minggu pertama periode penelitian menghasilkan temuan seperti terlihat pada Gambar 2 di atas terlihat bahwa CR saham JII30 terlihat kurang menggembirakan karena sebagian besar CR yang dihasilkan adalah negatif, selama kurun waktu 10 minggu pertama. Hal ini disebabkan karena adanya gejolak indeks saham baik IHSG maupun JII30 yang relatif besar akibat jatuhnya nilai tukar rupiah. Nilai tukar IDR-USD mengalami penurunan yang signifikan hingga 10,8% dari Maret-Oktober 2019, atau yang terburuk sejak 2009. Hal tersebut membuat IHSG anjlok dari 6.650 (Maret 2018) hingga 5.650 (Oktober 2018).

Analisis data pembentukan portfolio *winner* dan *loser* dengan metode pemeringkatan *cummulative*

return (CR) emiten JII30 10 minggu pertama. Pemeringkatan dilakukan untuk mendapatkan 10 emiten *winner* dengan CR tertinggi dan 10 emiten *loser* dengan CR terendah dari 30 saham yang dianalisis. Hasil analisis terlihat seperti pada Tabel 2 di bawah ini.

Tabel 1. Portofolio Winner dan Loser JII30

<i>Winner</i>		<i>Loser</i>	
Peringkat	Saham	Peringkat	Saham
1	ADRO	20	HMSA
2	PTBA	21	SMGR
3	TPIA	22	INDF
4	INCO	23	AKRA
5	UNTR	24	WSBP
6	ANTM	25	CTRA
7	CPIN	26	JSMR
8	BRPT	27	ADHI
9	EXCL	29	WIKA
10	UNVR	30	PTPP

Portofolio *winner* yang terdiri dari 10 saham dengan CR tertinggi selama periode penelitian adalah ADRO, PTBA, TPIA, INCO, UNTR, ANTM, CPIN, BRPT, EXCL dan UNVR. Yang cukup menarik adalah masuknya empat saham tambang (*mining*) ke dalam portofolio *winner* ini. Hal tersebut disebabkan karena beberapa komoditas seperti batubara, nikel dan emas mengalami kenaikan harga signifikan karena terkerek peningkatan nilai USD karena sebagian besar hasil penambangan di ekspor.

Sedangkan portofolio *loser* didominasi oleh saham-saham berbasis infrastruktur, properti, consumer goods, food & beverage, seperti HMSA, SMGR, INDF, AKRA, WSBP, CTRA, JSMR, ADHI, WIKA, dan PTPP. Saham-saham infrastruktur dan properti tercatat mengalami penurunan return yang tinggi bahkan semua CR negatif yang diduga karena porsi utang luar negeri yang besar dalam USD. Meningkatnya nilai USD jelas memukul beban leverage sehingga berpotensi meningkatkan masalah profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas perusahaan. Di sisi lain penjualan properti juga sedang lesu karena kenaikan suku

bunga acuan BI Rate dari 4.25% menjadi 5.50%. Hal tersebut akan menjadi beban keuangan dan KPR properti di 2019. Saham F&B seperti Indofood mengalami CR negatif karena sebagian besar bahan bakunya diimpor dalam USD.

3.2 Tahap II: Pengujian Portofolio Winner dan Loser

Tahap selanjutnya adalah melakukan pengujian hipotesis terjadinya overreaksi (*reversal*) dan aksi momentum terhadap portofolio *winner* dan *loser*. Sebelum pengujian hipotesis overreaksi dan momentum dilakukan perhitungan *sum of abnormal return* (Sum AR), lalu menyusun *average abnormal return* (AAR). Setelah diperoleh AAR, dilanjutkan dengan perhitungan *average cumulative abnormal return* (ACAR) untuk portofolio *winner* dan *loser* tersebut.

Sebagai ilustrasi saham ADRO yang pada 1st-10W (10 minggu awal) pengujian menunjukkan performa tertinggi, kemudian pada 2nd-10W dan 3rd-10W relatif stabil sebagai *winner* namun kinerjanya anjlok menjadi *loser* pada 4th-10W, dan pada 5th-10W berada diantara *winner-loser*. Hal tersebut mirip dengan transformasi saham UNTR yang mana diawali dengan *winner* (1th-10W, 2nd-10W dan 3rd-10W) dan kemudian menjadi *loser* pada periode akhir pengujian, 5th-10W. Hal overreaksi berbeda dialami AKRA yang dimulai dengan *loser* (1th-10W) dan berakhir dengan *winner* (5th-10W). Maka sampel ketiga saham tersebut, ADRO, UNTR dan AKRA dapat diduga mengalami overreaksi. Namun beberapa saham lainnya banyak yang stabil sebagai *winner* atau *loser*, sehingga diduga mengalami aksi momentum karena tidak terjadi *reversal*. Dengan menganalisis transformasi *winner-loser* maka dapat diidentifikasi saham-saham yang mengalami overreaksi atau momentum selama periode observasi.

Tabel 2. Transformasi Winner-Loser Saham Syariah dalam 5 Periode

Saham	1st-10W	2nd-10W	3rd-10W	4th-10W	5th-10W
ADHI	Loser	Loser	Loser	Loser	Loser
ADRO	Winner	Winner	Winner	Loser	
AKRA	Loser	Loser	Loser	Loser	Winner
ANTM	Winner	Winner	Winner	Winner	Winner
ASII				Winner	
BRPT	Winner	Loser	Loser		Winner
BSDE		Loser	Loser	Loser	Loser
CPIN	Winner	Winner	Winner	Winner	Winner
CTRA	Loser		Loser	Winner	Loser
EXCL	Loser	Winner	Winner		
ICBP	Winner	Winner	Winner	Winner	Winner
INCO	Winner	Winner	Winner	Winner	Winner
INDF	Loser				
INDY			Loser	Loser	Loser
INTP		Loser		Winner	
ITMG			Winner	Loser	Loser
JSMR	Loser	Winner			
KLBF				Winner	Winner
LPPF			Loser	Loser	Loser
PGAS	Loser	Loser			Winner
PTBA	Winner	Winner	Winner	Winner	Winner
PTPP	Loser	Loser	Loser	Loser	Loser
SCMA		Loser	Loser	Loser	Loser
SMGR		Loser	Winner	Winner	Winner
TLKM		Winner			
TPIA	Winner				
UNTR	Winner	Winner	Winner		Loser
UNVR	Winner				
WIKA	Loser				
WSBP	Loser			Loser	Loser

Analisis dilanjutkan dengan mencari perbedaan antara ACAR *winner* dan ACAR *loser* ($\Delta ACAR_{W-L}$), kemudian dilakukan uji beda (*paired sample t-test*).

Hasil perhitungan dan uji beda portfolio *winner* dan *loser* dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Perhitungan $\Delta ACAR$ Portfolio Syariah Winner-Loser dan Pengujian Hipotesis

Periode Pengujian	Sum AR		Average AR		ACAR		$\Delta ACAR$	t-test (p-value)
	Winner	Loser	Winner	Loser	Winner	Loser		
1st-10W	1,26766	(1,45457)	0,12677	(0,14546)	0,12115	(0,14694)	0,26809	0,0693%
2nd-20W	2,08805	(2,08194)	0,20881	(0,20819)	0,09548	(0,11171)	0,20719	0,0224%
3rd-30W	2,36427	(3,06389)	0,23643	(0,30639)	0,06975	(0,11853)	0,18828	0,0216%
4th-40W	2,35720	(3,27312)	0,23572	(0,32731)	0,05081	(0,10094)	0,15174	0,1112%
5th-55W	2,50153	(3,14190)	0,25015	(0,31419)	0,03871	(0,07011)	0,10883	0,1049%

Sumber : Hasil Olah Data (2019)

4. Diskusi

4.1 Hipotesis 1: Terdapat Pola

Reversal pada Periode 1st-10W

Pola *reversal* pada umumnya terjadi pada periode jangka terpendek (Periode 1st-10W) dan/atau periode jangka terpanjang pengujian (Periode 5th-55W). Pada periode awal dan akhir kerap terjadi pembalikan kinerja *return* portofolio saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*) menjadi berkinerja buruk (*loser*), atau sebaliknya (Choudary & Sethi, 2014; Santosa, 2011). Berdasarkan hasil pengujian reversal 1st-10W pada Tabel 3, terlihat bahwa selisih *Average Cumulative Abnormal Return* ($\Delta ACAR_{W-L}$) menunjukkan hasil 0,26809, dengan *p-value* $0.0693 > 0.05$ yang artinya tidak signifikan. Dengan demikian ditemukan bahwa pada periode 10 minggu pertama terjadi *overreaction* atau momentum namun tidak signifikan. Dengan demikian reaksi berlebih investor dalam merespon terdepresiasi nilai tukar IDR-USD pada 10 minggu pertama terjadi. Hal ini disebabkan belum pastinya kebijakan moneter Bank Indonesia untuk meredam gejolak pasar finansial.

4.2 Hipotesis 2: Terdapat Pola

Momentum pada Periode 2nd-20W

Pengujian pola **momentum** di pasar modal pada umumnya ditemukan pada jangka yang lebih panjang karena aksi momentum terjadi apabila portofolio saham *winner* dapat menjaga kinerjanya hingga periode pengujian berikutnya. Begitu juga portofolio saham *loser* tetap berkinerja tidak baik hingga periode pengujian berikutnya (Jagadeh & Titman, 1993; Santosa & Hosen, 2011; Boussaidi, 2017). Hasil pengujian (Tabel 2) menemukan bahwa $\Delta ACAR_{W-L}$ bernilai 0,20719, artinya menunjukkan terbentuk pola momentum. Hasil pengujian signifikansi menunjukkan *p-value* $0,0224 < 5\%$, berarti signifikan. Dengan

pada periode 2nd-20W terjadi pola momentum signifikan yang berbeda dengan periode 10st-10W yang bermomentum namun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa perilaku investor semakin konsisten beraksi momentum karena berpegangan kepada kebijakan moneter BI dalam sebagai respon menurunnya indeks saham JII30 yang semakin dalam. Temuan ini sesuai dengan pendapat sebelumnya Jagadeh & Titman (1993); Santosa and Hosen (2011); Alwathainani (2012), dan Boussaidi (2017).

4.3 Hipotesis 3: Terdapat Pola Momentum pada Periode 3

Dilakukan pengujian pola momentum pada periode tiga (30 minggu) untuk melihat konsistensi perilaku investor dalam melakukan *trading* pada saat pasar *bearish* yang disebabkan kebijakan The Fed menaikkan suku bunga acuannya. Pada periode tiga ini, penurunan harga saham lebih dalam dari kedua periode sebelumnya. Hasil analisis menunjukkan bahwa $\Delta ACAR_{W-L}$ menunjukkan nilai 0,18828, yang menunjukkan pola aksi momentum. Hasil uji signifikansi menunjukkan *p-value* $0,0216 < 5\%$, artinya signifikan. Namun $\Delta ACAR_{W-L}$ lebih kecil dibanding kedua periode sebelumnya yang menunjukkan konsistensi pola momentum semakin berkurang. Berkurangnya pola momentum disebabkan oleh keraguan investor terhadap nilai wajar saham yang terdampak penurunan nilai tukar IDR. Temuan ini *in-line* dengan temuan-temuan Santosa (2011), Han *et al.*, (2015) dan Julianti (2016).

4.4 Hipotesis 4: Terdapat Pola Momentum pada Periode 4

Dari hasil analisis Tabel 3 tertera bahwa $\Delta ACAR_{W-L}$ yang merupakan selisih antara portofolio $ACAR_W$ dengan $ACAR_L$ menunjukkan nilai 0,15174,

masih positif yang menunjukkan terbentuk pola momentum. Hasil uji signifikansi menunjukkan $p\text{-value } 0,1112 < 5\%$, yang artinya pola momentum periode empat tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis momentum ditolak. Disertai nilai ΔACAR_{W-L} yang lebih kecil dibanding ketiga periode sebelumnya dan ditetapkan tidak terjadi momentum pada 4th-40W ini. Apabila nilainya negatif maka pola momentum berubah menjadi pola reversal. Berakhirnya pola momentum disebabkan oleh keraguan investor yang semakin besar terhadap *intrinsic value* saham yang terdampak penurunan nilai tukar IDR dan semakin besarnya ketidak-pastian ekonomi global. Walaupun respon BI yang cepat dan tepat sedikit mengurangi keraguan para investor. Temuan ini *in-line* dengan temuan-temuan Piccoli *et al.*, (2017), Han *et al.*, (2015) dan Julianti (2016).

4.5 Hipotesis 5: Terdapat Pola Momentum pada Periode 5

Pengujian Periode 5th-55 weeks untuk membuktikan apakah terjadi perilaku *overreaction* di kalangan investor pada periode akhir pengamatan. Nilai ΔACAR periode lima semakin berkurang namun masih tercatat positif 0,10883, yang mana uji signifikansi menunjukkan $p\text{-value } 0,1049 > 5\%$, hal ini menunjukkan bahwa pola *overreaction* terjadi dan signifikan. Pada periode 55 minggu ini terjadi pola reversal yang melanjutkan kegagalan pola momentum periode 4th-40W sebelumnya. Temuan ini menunjukkan perilaku konsisten para investor dalam melakukan transaksi saham periode terakhir dan berbalik menyikapi kondisi pasar yang semakin *bearish*. (Choudary & Sethi, 2014; Hsini & Kouki, 2016; Julianti, 2016). Dengan demikian semua hasil pengujian menunjukkan hasil kombinasi pola overreaksi dan momentum terjadi selama periode Maret 2018-Maret

2019, di mana terjadi fluktuasi indeks JII30 yang tinggi di BEI disebabkan oleh depresiasi nilai tukar IDR-USD yang signifikan.

5. Kesimpulan

Pada saat pasar mengalami *bearish* kemudian *bullish* dalam jangka pendek pada umumnya terjadi *reversal* atau *overreaction* yang dalam pengujian ditemukan di pasar modal syariah BEI. Pengujian terhadap portfolio *winner* dan *loser* menemukan adanya *reversal* atau *over-reaction* pada awal *bearish* (10 minggu pertama) dan awal *bullish* (15 minggu terakhir). Hal ini menunjukkan perilaku finansial di BEI menunjukkan konsistensi yang baik searah dengan momentumnya. Dengan demikian terbukti adanya *overreaction hypothesis* akibat fluktuasi pasar modal syariah yang sangat tinggi dan dalam waktu relatif singkat.

Kemudian pengujian momentum dilakukan untuk portfolio *winner* dan *loser* menunjukkan perilaku yang *in-line* atau mendukung konsistensi portfolio *winner* dan *loser* dari awal minggu ke-20 dan ke-30. Konsistensi momentum terjadi karena investor mulai berperilaku rasional menyikapi respon BI meredam gejolak indeks syariah dengan menaikkan suku bunga acuan secara signifikan. Dalam dua kali pengujian tersebut ditemukan perilaku konsistensi momentum yang signifikan dalam kondisi pasar *bearish*. Dapat disimpulkan bahwa perilaku investor BEI sudah semakin responsif terhadap masuknya berita dramatik sekaligus substansial, namun tetap konsisten dalam momentum pasar dan tidak mengalami *reversal* dan *overreaction* terkait depresiasi nilai tukar IDR-USD. Namun memasuki minggu ke-40, perilaku investor berubah hingga pola momentum berakhir yang mulai mengalami overreaksi.

Inkonsistensi portfolio *winner* dan *loser* kembali terjadi pada periode ke-55

yang mana pola overreaksi kembali muncul kembali, karena dipengaruhi berbagai faktor, selain bentuk efisiensi pasar yang masih labil, juga karena perubahan arah *bearish* menjadi *bullish*

terbatas mulai terbentuk. Hal ini sebagai respon terhadap bank sentral yang sangat reaktif menaikkan BI rate hingga lebih 125 basis poin untuk meredam gejolak *capital flight*.

Ucapan Terima Kasih

Ucapan terima kasih disampaikan kepada para kolega, reviewer dan editor Jurnal DeReMa yang telah memberikan kritik dan rekomendasi atas artikel ini serta Program Magister Manajemen dan LPPM Universitas YARSI yang telah mendanai studi ini pada tahun fiskal 2018-2019.

KATA PENGANTAR

Alwathainani, A. M. (2012). Consistent winner and loser. *International Review of Economics and Finance*, 21(1), 210-220.
<https://doi.org/10.1016%2Fj.iref.2011.05.009>

Boussaidi, Ramzi. (2017). The winner loser effect in the Tunisian stock market: A multidimensional risk-based explanation. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 178-189.
<https://doi.org/10.1016%2Fj.bir.2017.02.001>

Boussaidi, Ramzi. (2013). Overconfidence bias and overreaction to private information signal: The case of Tunisia. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 8, 241-245.
<https://doi.org/10.1016%2Fj.sbspro.2013.06.420>

Bowman, R. G. and Iverson, D. (1998). Short run overreaction in the New Zealand stock market, *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 475-491.
<https://doi.org/10.1016%2Fs0927-538x%2898%2900021-3>

Chaouachi, O., & Douagi, F. W., (2014). Overreaction effect in the Tunisian stock market, *Journal of Asian Business Strategy*, 4(11), 130-140.

Choudary, K., and Sethi, N. (2014). A study of overreaction hypothesis in the Indian equity market. *Asia Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 10(4), 355-366.

De Bondt, W & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.1111%2Fj.1540-6261.1985.tb05004.x>

De Bondt, W. & Thaler, R. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality, *Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
<https://doi.org/10.1111%2Fj.1540-6261.1987.tb04569.x>

Gaunt, Clive. (2000). Overreaction in the Australian equity market 1974-1997. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(3-4), 375-398.
<https://doi.org/10.1016%2Fs0927-538x%2800%2900017-2>

- Han, C., Hwang, S., Ryo, Dojin. (2015). Market overreaction and investment strategies. *Journal of Applied Economics*, 1-18. <https://doi.org/10.1080%2F00036846.2015.1058913>
- Howe, John S. (2018). Evidence of stockmarket overreaction. *Financial Analyst Journal*, 42(4), 74-77. <https://doi.org/10.2469/faj.v42.n4.74>
- Hsini, M., & Kouki, M. (2016). The reversal of stock market trends as behavioral bias: Evidence from Tunisian stock exchange. *Business and Economic Research*, 6(2), 13-29. <https://doi.org/10.5296%2Fber.v6i2.9326>
- Julianti, M. (2016). Pola return portofolio winner-loser di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Terapan Manajemen dan Bisnis*. 2(2), 57-67.
- Khatua, S. & Pradhan, H. K. (2014). Examining overreaction in India stock market for quarterly news, *EMAJ: Emerging Market Journal*, 4(1), 1-17. <https://doi.org/10.5195%2Femaj.2014.57>
- Lerskullawat, P. & Ungphakorn, T. (2018). Does overreaction stillexist in Thailand?, *Kasetsart Journal of Social Sciences*. <https://doi.org/10.1016/j.kjss.2018.02.001>
- Madjid, M.S.A, & Windasari, C. (2015). Analisis return dan kalender Anomali: Studi komparatif antara saham syariah dan konvensional di Indonesia, *Jurnal Human Falah*, 2(1), 29-49.
- Ottemoesoe, R. & Malelak, M. (2014). Fenomena reaksi berlebih atau overreaction pada transaksi saham di Asia Tenggara. [Proceeding]. Seminar Nasional Forum Manajemen Indonesia 6. Medan.
- Piccoli, P., Chaudhuryb, M., Souza. A. (2017). How do react to extreme market event? Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 42, 275-284. <https://doi.org/10.1016%2Fj.ribaf.2017.07.166>
- Santosa, P.W. (2011). Probability of price reversal and intraday trading activity on tick size 25 at Indonesia stock exchange, *Jurnal Manajemen Teknologi ITB*, 10(3), 226-242.
- Santosa, P. W., & Hosen M.N. (2011), Probability of price reversal and intraday trading activity for low banking sector at Indonesia stock exchange, *International Research Journal of Finance and Economics*, 79, 31-42.
- Santosa, P. W & Santoso, P. W. (2019). Does Exchange Rate Volatility cause Overreaction in the Capital Market? Evidence from Indonesia. *International Journal of Finance and Accounting*. 8(3), 80-87. <https://doi.org/10.5923/j.ijfa.20190803.02>
- Santosa, P W. (2020). Determinants of price reversal in highfrequency trading: empirical evidence from Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(1), 175-187. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(1\).2020.16](https://doi.org/10.21511/imfi.17(1).2020.16)

Suciningtias, S. A. (2011). Gejala overreaction pada saham-saham yang tergabung dalam Jakarta islamic index di bursa efek Jakarta, *Jurnal Ekobis*, 12(1), 58-76.

Yussof, W. S., Salleh, M. F. M., Ahmad, A., Idris, F. (2015). Shortrun political events and stock market reactions: Evidence from companies connected to Malaysian hi-power business-political elite. *Procedia-Social and Behavioral Science*, 211, 421-428. <https://doi.org/10.1016%2Fj.sbspro.2015.11.055>