

KINERJA PORTOFOLIO SAHAM BERDASARKAN STRATEGI INVESTASI MOMENTUM PADA INDUSTRI MANUFAKTUR

R. Narendra Saputro¹
Ida Bagus Badjra²

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
Email: r.narendra_7@yahoo.co.id/ 085737221486

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui kinerja portofolio saham dengan menggunakan strategi investasi momentum pada industri manufaktur. Ruang lingkup wilayah penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode Januari 2009 hingga Desember 2014. Jumlah sampel yang diambil sebanyak 120 sampel, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Metode pengumpulan data dilakukan melalui observasi *non-participant* dan menggunakan teknik analisis uji beda dua rata-rata. Berdasarkan hasil analisis data ditemukan bahwa portofolio *winner* menghasilkan kinerja lebih rendah dibandingkan portofolio *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya, selain itu terdapat perbedaan antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya. Hal ini mengindikasikan bahwa strategi investasi momentum tidak menguntungkan apabila diterapkan di pasar modal Indonesia.

Kata Kunci: *kinerja portofolio saham, strategi investasi momentum, industri manufaktur.*

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the performance of a stock portfolio using momentum investment strategy in the manufacturing industry. The scope of this research area is the companies in the manufacturing industry listed in Indonesia Stock Exchange during the period January 2009 to December 2014. 120 samples of manufacturing companies were taken using purposive sampling method. Methods of data collection is done through non-participant observation and analysis techniques using paired sample t-test. Based on the results of data analysis found that the performance of winner portfolio was lower than the performance of loser portfolio in the period of the next possession, and then, there is a difference between the winner-loser portfolio performance in the formation period and the holding period. This indicates that the momentum investment strategy is not profitable when applied in the Indonesian capital market.

Keyword: *performance of stock portfolio, momentum investment strategy, manufacturing industry.*

PENDAHULUAN

Investor pada dasarnya akan menempuh beberapa strategi dalam berinvestasi guna mendapatkan *return* yang maksimal dengan jumlah risiko

investasi tertentu. *Return* itu sendiri merupakan keuntungan investor atas investasi yang dilakukannya. Salah satu strategi yang biasanya dilakukan investor dalam berinvestasi adalah membentuk portofolio saham. Portofolio merupakan serangkaian kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga (Wiagustini, 2008). Tujuan investor melakukan portofolio pada dasarnya untuk mengurangi risiko dalam berinvestasi.

Investor dalam melakukan strategi portofolio saham terlebih dahulu membentuk dua jenis portofolio saham yakni portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*. Portofolio saham *winner* merupakan kelompok saham-saham yang mampu menghasilkan kinerja yang baik, yakni memiliki *return* positif atau *return* di atas rata-rata, sedangkan portofolio saham *loser* merupakan kelompok saham-saham yang memiliki *return* negatif atau *return* di bawah rata-rata.

Para akademisi dan praktisi manajemen keuangan sudah mengenal strategi investasi saham yang dapat digunakan investor untuk membentuk portofolio saham. Salah satu strategi yang digunakan ialah strategi investasi kontrarian dan strategi investasi momentum. Strategi kontrarian merupakan strategi investasi yang tujuannya untuk memperoleh *reversal return*, sedangkan strategi momentum merupakan strategi investasi yang tujuannya untuk memperoleh *continuation return*. Pengertian *reversal return* itu sendiri berarti bahwa investor menginginkan terjadinya pembalikan (*reversal*) terhadap *return* saham pada jangka waktu tertentu, yaitu tingkat *return* yang awalnya positif atau negatif diharapkan akan

mengalami pembalikan pada jangka waktu tertentu. Hal ini sangat berlawanan dengan *continuation return*, yaitu saham yang *returnnya* positif diharapkan akan terus positif sampai jangka waktu tertentu, begitu pula dengan saham yang *returnnya* negatif diharapkan akan terus negatif hingga jangka waktu tertentu.

Adanya *research gap* juga melatarbelakangi penelitian ini dengan hasil temuan yang berbeda-beda di berbagai pasar modal terutama penelitian yang menyangkut tentang strategi kontrarian dan strategi momentum. Belum adanya hasil yang konsisten tentang pengaruh kedua strategi ini terhadap kinerja portofolio saham membuat menarik untuk diteliti lebih lanjut.

Strategi investasi kontrarian pada mulanya dipopulerkan oleh DeBondt dan Thaler (1985) melalui sebuah penelitian yang dilakukan di pasar modal Amerika Serikat. Penelitian tersebut menemukan bahwa investor hanya mengambil sepenggal informasi dan bereaksi secara berlebihan terhadap munculnya informasi baru sehingga saham-saham yang pada awalnya menghasilkan tingkat *return* positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami suatu pembalikan atau *reversal* pada periode-periode selanjutnya. Beberapa peneliti lainnya kemudian mendukung hasil dari penelitian yang dilakukan DeBondt dan Thaler (1985) tersebut, seperti Chan, *et al.* (1996), Bildik dan Gulay (2001), Hameed dan Kusnadi (2002), Rahmawati dan Suryani (2005), Wiksuana (2009), Gunarsa dan Ekayani (2011), Henker, *et al* (2012), Mansouri, *et al* (2012), Suarmanayasa dan Susila (2012), serta Swandewi dan Mertha (2013) yang secara garis besar menemukan bahwa penggunaan strategi investasi momentum tidak

menghasilkan keuntungan bagi investor, karena ditemukan adanya *overreaction*, sehingga *return* mengalami *reversal* atau pembalikan, maka dalam hal ini strategi kontrarian lebih tepat digunakan oleh investor.

Beberapa peneliti lainnya seperti Forner dan Joaquin Marhuenda (2003), Demir, *et al.* (2004), Shan Hu dan Yue Chin Chen (2011), Douagi dan Chaouachi (2011), Pasaribu (2011), Darusman (2012), Yunita (2012), dan Elias, *et al* (2014) menemukan hasil yang berbeda, bahwa penerapan strategi investasi momentum dapat menghasilkan keuntungan yang signifikan bagi investor. Sesungguhnya strategi investasi momentum itu sendiri pertama kali diperkenalkan oleh Jegadeesh dan Titman (1993), dengan menggunakan data saham di *New York Stock Exchange (NYSE)* dan *American Stock Exchange (AMEX)*, maka ditemukan bahwa strategi investasi momentum dengan membeli saham *winner*s pada periode sebelumnya dan menjual saham *loser*s pada periode sebelumnya, maka investor memperoleh *abnormal return* yang signifikan.

Penelitian ini lebih melihat pada sisi strategi investasi momentum, karena strategi ini cukup populer digunakan oleh para investor. Investor akan lebih memilih untuk melakukan pembelian saham-saham yang berkinerja baik dan melakukan penjualan saham-saham yang berkinerja buruk. Pembelian saham-saham yang berkinerja baik akan terus meningkatkan kinerja saham tersebut, sehingga peningkatan kinerja saham tersebut bisa dijadikan sebagai sinyal positif bagi investor untuk melakukan investasi di masa mendatang. Hal tersebut sejalan dengan penggunaan industri manufaktur sebagai ruang lingkup penelitian ini.

Penggunaan industri manufaktur dalam penelitian ini dikarenakan industri manufaktur memiliki karakteristik tingkat persaingan yang tinggi, sehingga membuat setiap perusahaan di industri manufaktur akan terus meningkatkan kinerjanya. Selain tingkat persaingan yang tinggi, alasan penelitian ini menggunakan industri manufaktur adalah karena perusahaan-perusahaan pada industri manufaktur lebih mendominasi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan pada industri lainnya di Bursa Efek Indonesia, dengan populasi yang paling banyak diantara industri lainnya, diharapkan industri manufaktur sudah dapat mewakili atau mencerminkan karakteristik pasar modal di Indonesia.

Pengukuran kinerja portofolio saham dalam penelitian ini menggunakan *abnormal return* dan *risk-adjusted return*, seperti di dalam penelitian-penelitian sebelumnya yang membahas mengenai strategi investasi momentum. *Abnormal return* merupakan perbedaan atau selisih antara *return* portofolio sesungguhnya (*actual return*) dengan ekspektasi *return* portofolio (*return normal*), sedangkan *risk-adjusted return* merupakan *return* per unit risiko yang dapat diukur dengan menggunakan tiga indeks yang berbeda, seperti indeks Sharpe, indeks Treynor, dan indeks Jensen. Namun, dalam penelitian ini hanya menggunakan indeks Sharpe, karena indeks Sharpe tepat digunakan untuk mengukur portofolio saham yang kurang terdiversifikasi dengan baik, seperti dalam penelitian ini yang hanya menggunakan satu industri saja, yaitu industri manufaktur.

Periode yang digunakan dalam mengukur kinerja portofolio saham pada penelitian ini, yaitu menggunakan periode formasi 12 bulan. Penggunaan 12 bulan

atau setahun pada periode formasi, karena pada umumnya investor berdasarkan strategi investasi momentum melihat data-data historis pada tahun sebelumnya yang dianggap representatif untuk dijadikan sebagai pertimbangan dalam membentuk portofolio saham. Periode kepemilikan selanjutnya sebagai pengujian adalah 3, 6, dan 12 bulan berikutnya, dengan alasan karena laporan keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) diterbitkan setiap triwulan. Periode tersebut juga dapat memberikan informasi yang lebih mendalam kepada investor tentang periode waktu membeli, menahan, dan menjual saham. Periode formasi merupakan periode pembentukan portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*, sedangkan periode kepemilikan selanjutnya merupakan periode pengujian (observasi) portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* yang sebelumnya telah ditentukan pada periode formasi. Periode kepemilikan selanjutnya juga dapat diartikan sebagai jangka waktu investor memegang atau menahan (*holding*) portofolio saham *winner* maupun portofolio saham *loser*.

Periode penelitian ini adalah dari Januari 2009 hingga Desember 2014. Alasannya karena pada periode tersebut Indonesia sudah melewati masa krisis yaitu pada tahun 2008, sedangkan pada tahun 2009, pasar modal nasional sudah mulai bergairah dan mengalami kemajuan, yaitu berupa nilai emisi saham yang terus tumbuh, kenaikan indeks yang signifikan dan peningkatan aktivitas transaksi, minat investor asing, dan nilai kapitalisasi pasar (Najmudin, 2009)

Berdasarkan uraian dari latar belakang masalah, maka dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini, yaitu: Bagaimanakah kinerja portofolio saham

winner dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya dan apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya?

Merujuk pada rumusan masalah, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dan menguji kinerja portofolio saham *winner* dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya, serta signifikansi perbedaan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris pada ilmu manajemen keuangan tentang strategi investasi momentum dalam penerapannya di pasar modal Indonesia. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan informasi kepada para pelaku pasar modal di Indonesia, terutama investor dan manajer investasi sebagai pertimbangan di dalam melakukan analisis dan merumuskan kebijakan investasi saham yang lebih tepat dan menguntungkan.

Teori yang berkaitan dengan penelitian ini, yaitu teori portofolio, strategi portofolio saham, strategi investasi momentum, dan kinerja portofolio saham. Menurut Samsul (2006), portofolio keuangan merupakan suatu investasi dalam berbagai instrument keuangan yang dapat diperdagangkan di Bursa Efek dan Pasar Uang, dengan tujuan menyebarkan sumber perolehan keuntungan atau *return* dan kemungkinan risiko yang akan ditanggung. Menurut Husnan (2012),

pada umumnya pengurangan risiko investasi dilakukan dengan cara menyebarkan dana ke berbagai aset yang berbeda, sehingga jika satu aset menderita kerugian, maka nilai investasi tidak akan hilang semua. Berdasarkan konteks dari teori portofolio, maka semakin banyak kuantitas saham yang dimasukkan ke dalam portofolio, semakin besar pula manfaat dari pengurangan risiko (Tandelilin, 2010:112).

Terdapat dua strategi yang bisa dilakukan investor dalam pembentukan portofolio saham, yakni: strategi pasif dan strategi aktif. Strategi pasif meliputi tindakan investor yang cenderung pasif dalam melakukan investasi pada saham dan hanya melihat pergerakan saham di dalam indeks pasar. Strategi pasif ini bertujuan untuk mengikuti kinerja indeks pasar secara lebih dekat. Investor dalam hal ini tidak ikut secara aktif dalam mencari informasi maupun melakukan pembelian dan penjualan saham yang bisa menghasilkan *abnormal return*. Investor yang menerapkan strategi pasif biasanya meyakini bahwa harga pasar yang ada merupakan harga yang mencerminkan nilai intrinsik saham tersebut. Adapun strategi yang terdapat dalam strategi portofolio pasif, yakni strategi beli dan tahan (*buy and hold strategy*) dan strategi mengikuti indeks (*indexing strategy*).

Strategi portofolio aktif pada dasarnya meliputi perlakuan investor yang aktif dalam melakukan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai macam tindakan aktif lainnya guna menghasilkan *abnormal return*. Strategi aktif bertujuan untuk mencapai *return*

portofolio saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh melalui strategi pasif. Pembentukan portofolio saham dengan strategi aktif bisa menerapkan dua pendekatan analisis, yaitu pendekatan analisis fundamental dan pendekatan analisis teknikal. Pendekatan analisis fundamental merupakan pendekatan dengan tujuan untuk menganalisis suatu saham berdasarkan pada data-data perusahaan, seperti *earning*, dividen, penjualan, dan lain sebagainya, sedangkan pendekatan analisis teknikal merupakan pendekatan yang berguna untuk mencari pola pergerakan harga saham yang dapat digunakan untuk meramalkan pergerakan harga saham di kemudian hari. Ada tiga strategi yang biasanya dipakai investor dalam menerapkan strategi portofolio aktif, yaitu pemilihan saham, rotasi sektor, dan strategi momentum harga.

Strategi investasi momentum merupakan strategi investasi yang dilakukan dengan cara melakukan pembelian saham yang pada mulanya memiliki kinerja baik dan melakukan penjualan saham yang pada mulanya memiliki kinerja buruk (Sharpe, *et al.*, 1995). Investor momentum berusaha membeli saham yang harganya baru saja naik atau memiliki kinerja yang baik, atas dasar kepercayaan bahwa harga saham tersebut akan terus naik atau kinerja saham akan terus mengalami peningkatan. Saham-saham yang akhir-akhir ini harganya turun atau memiliki kinerja yang buruk, sebaliknya akan dijual dengan kepercayaan bahwa saham-saham tersebut akan terus berada pada kinerja yang buruk.

Harapan dari penerapan strategi investasi momentum ini adalah, apabila portofolio saham pemenang (*winner*) yang dibentuk pada periode formasi

memiliki kinerja lebih baik atau tetap terus mengungguli kinerja portofolio saham pecundang (*loser*) pada periode kepemilikan selanjutnya. Kinerja portofolio saham itu sendiri dapat diukur dengan *abnormal return* dan *risk adjusted return*.

Adapun deskripsi teori yang dijadikan sebagai acuan dalam merumuskan hipotesis penelitian adalah sebagai berikut. Strategi investasi momentum membuat investor berasumsi bahwa apa yang terjadi di masa sebelumnya cenderung akan terulang lagi di masa mendatang. Investor mengasumsikan kemungkinan hasil yang terjadi pada saat ini akan sama atau muncul lagi pada masa depan di bursa saham (Sharpe *et al.*, 1995).

Investor momentum berusaha membeli saham yang harganya baru saja naik atau memiliki kinerja yang baik, atas dasar kepercayaan bahwa harga saham tersebut akan terus naik atau kinerja saham akan terus mengalami peningkatan. Saham-saham yang akhir-akhir ini harganya turun atau memiliki kinerja yang buruk, sebaliknya akan dijual dengan kepercayaan bahwa saham-saham tersebut akan terus berada pada kinerja yang buruk.

Investor berdasarkan strategi investasi momentum akan membentuk portofolio saham dengan melakukan pembelian saham yang memiliki kinerja baik (portofolio *winner*) pada masa lalu dan melakukan penjualan saham yang memiliki kinerja buruk (portofolio *loser*) di masa lalu, sehingga portofolio saham *winner* akan tetap menghasilkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio saham *loser* pada periode mendatang dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner* pada periode formasi dengan

periode kepemilikan selanjutnya, serta tidak terdapat perbedaan yang signifikan pula antara kinerja portofolio saham *loser* pada periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya.

Beberapa penelitian terdahulu yang mendukung deskripsi teori strategi investasi momentum juga dijadikan sebagai acuan untuk merumuskan hipotesis dalam penelitian ini, seperti Rouwenhorst (1998) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 12 negara Eropa selama periode 1980-1995. Hasil penelitiannya menemukan bahwa strategi investasi momentum akan memberikan keuntungan apabila diterapkan di pasar modal Eropa. Moskowitz dan Grinblatt (1999), melakukan penelitian mengenai strategi investasi momentum yang membentuk portofolio berbasis saham industri. Strategi investasi momentum yang dibentuk dari *return* saham industri ternyata jauh lebih menguntungkan dibandingkan strategi investasi momentum yang dibentuk dari *return* saham individual.

Grundy dan Martin (2001), meneliti strategi investasi momentum dengan memperpanjang jangka waktu pengujiannya. Hasil penelitiannya menemukan bahwa strategi investasi momentum menguntungkan di pasar modal Amerika Serikat sejak tahun 1920-an. Forner dan Joaquin Marhuenda (2003) melakukan penelitian di *Spanish Stock Market* menemukan *abnormal return* yang positif dengan menggunakan strategi momentum pada saat *short term period*. Penelitian serupa juga ditemukan oleh Isabelle Demir, *et al.* (2004) di pasar modal Australia.

Najmudin (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat anomali *winner-loser* di BEI dalam jangka pendek yang berupa terjadinya investor *underreaction*. Baik saham *winner* maupun saham *loser* masing-masing bergerak dengan tidak berganti posisi sejak periode pembentukan sampai dengan periode pengujian. Terjadi pula pergerakan *excess return* yang simetris, saham *loser* bergerak semakin menurun, dan sebaliknya saham *winner* bergerak semakin naik, sehingga strategi investasi momentum bisa diterapkan di pasar modal Indonesia.

Shan Hu dan Yue Chin Chen (2011) dalam penelitiannya menemukan bahwa strategi investasi momentum menghasilkan *abnormal return* saham yang positif signifikan selama *medium-horizon* dan *return* saham yang tinggi selama dua tahun *holding period* ketika *ranking period* melebihi sembilan bulan. Douagi dan Chaouachi (2011) yang melakukan penelitian di pasar modal Tunisia menemukan bahwa strategi investasi momentum memberikan keuntungan yang signifikan.

Penelitian lebih lanjut kemudian dilakukan oleh Pasaribu (2011) untuk mengetahui adanya reaksi berlebih di Indonesia melalui harga saham perusahaan LQ-45 dengan judul “Anomali *Overreaction* di Bursa Efek Indonesia: Penelitian Saham LQ-45”. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak ada reaksi berlebih di Indonesia, maka secara teoritis strategi investasi momentum bisa diterapkan oleh investor untuk melakukan investasi. Kowanda dan Pasaribu (2012) melakukan penelitian dengan judul “Strategi Investasi Momentum: Profit

Momentum Saham Pemenang-Pecundang di Indonesia” membahas mengenai besarnya keuntungan yang diperoleh dari portofolio yang terbentuk berdasarkan strategi investasi momentum, menemukan bahwa masa efektif portofolio saham *winner* adalah periode formasi selama tiga bulan dengan periode kepemilikan selanjutnya selama sembilan bulan, sedangkan untuk portofolio *loser*, masa efektifnya adalah pada periode formasi sembilan bulan dengan periode kepemilikan selanjutnya dua belas bulan atau setahun.

Penelitian mengenai *overreaction* di Indonesia juga diteliti oleh Yunita (2012), namun penelitiannya hanya dilakukan pada perusahaan keuangan dan properti. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa anomali *overreaction* tidak terjadi pada perusahaan keuangan dan properti di Bursa Efek Indonesia, karena pola portofolio *loser* memiliki *abnormal return* negatif dan portofolio *winner* memiliki *abnormal return* positif, sehingga penelitian tersebut sejalan dengan interpretasi dari strategi investasi momentum. Penelitian Siti Masitah Elias, *et al.* (2014) di Bursa Efek Malaysia mengenai profitabilitas strategi momentum saham industri, menemukan bahwa strategi momentum saham industri menguntungkan di Bursa Efek Malaysia.

Berdasarkan deskripsi teori dan hasil penelitian terdahulu yang telah diuraikan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu: H1: portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya. H2: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja

portofolio saham *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini melibatkan perusahaan-perusahaan manufaktur yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), dan secara aktif diperdagangkan dalam periode Januari 2009 sampai dengan Desember 2014. Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah jenis data kuantitatif. Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2014. Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini meliputi data (1) harga saham, (2) tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan (3) indeks harga saham gabungan (IHSG). Data tersebut dikumpulkan untuk periode Januari 2009 sampai dengan Desember 2014. Data harga saham digunakan untuk menghitung *return* saham, data tingkat bunga SBI digunakan untuk menghitung *return* bebas risiko, dan data IHSG digunakan untuk menghitung *return* pasar. Data harga saham didapat dari *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)*, data tingkat bunga SBI didapat dari *website* Bank Indonesia, yaitu *www.bi.go.id*, dan data IHSG didapat dari *www.finance.yahoo.com*. Data perusahaan-perusahaan manufaktur yang menerbitkan saham di BEI dalam periode 2009-2014 diperoleh dari *website* BEI, yaitu *www.idx.co.id*. Variabel dalam penelitian ini adalah kinerja portofolio saham *winner-loser* yang diukur dengan *abnormal return* dan Indeks Sharpe.

Penelitian ini menggunakan populasi, yaitu seluruh perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai akhir tahun 2014, yaitu sebanyak 125 perusahaan. Sampel adalah himpunan objek dari pengamatan yang dipilih dari populasi yang memiliki karakteristik yang akan diselidiki dan dianggap bisa representatif (mewakili) keseluruhan populasi. Sampel pada penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu peneliti sebelum mengambil sampel harus membuat kriteria-kriteria tertentu yang diinginkan dari sampel, setelah itu peneliti baru bisa menentukan sampel sesuai dengan kriteria yang telah dibuat sebelumnya.

Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan aktif diperdagangkan selama periode Januari 2009 hingga Desember 2014. Berarti dalam hal ini, perusahaan manufaktur yang tidak termasuk dalam kriteria sampel ialah perusahaan manufaktur yang *delisting* dalam periode Januari 2009 sampai dengan Desember 2014, sehingga jumlah sampel, yaitu sebanyak 120 perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode pengumpulan data berupa metode observasi non partisipan.

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan teknik analisis statistik uji beda dua rata-rata. Adapun rumus pengujian dengan menggunakan statistik uji beda dua rata-rata adalah sebagai berikut:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2} \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan:

- \bar{X}_1 = rata-rata kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi.
 \bar{X}_2 = rata-rata kinerja portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.
 S_1 = simpangan baku portofolio saham *winner-loser* periode formasi.
 S_2 = simpangan baku portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.
 n_1 = jumlah sampel kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi.
 n_2 = jumlah sampel kinerja portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Abnormal return portofolio winner-loser

Abnormal return portofolio *winner-loser* merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* berdasarkan strategi investasi momentum pada periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3, 6, 12 bulan selanjutnya selama periode 2009-2014. Berdasarkan statistik deskriptif *abnormal return* portofolio *winner-loser*, rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* periode formasi 12 bulan memiliki nilai rata-rata kumulatif *abnormal return* terendah pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya, yaitu sebesar -1,0925 dengan nilai minimum -1,50 dan nilai maksimum -0,76 serta standar deviasinya sebesar 0,29347, sedangkan untuk rata-rata kumulatif *abnormal return* tertinggi portofolio *winner* adalah pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya, yaitu sebesar -0,9889 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,31462 dan nilai minimum -1,46 serta nilai maksimum -0,58. Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* periode formasi 12 bulan juga memiliki nilai rata-rata kumulatif *abnormal return* terendah pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya, yaitu sebesar 0,6120 dengan nilai minimum 0,36

dan nilai maksimum 1 serta standar deviasinya sebesar 0,25371, sedangkan nilai tertinggi dari rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* terjadi pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya, yaitu sebesar 0,7720 dengan standar deviasi sebesar 0,30736 dan nilai minimum 0,43 serta nilai maksimum 1,24.

Hasil perhitungan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya, menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode formasi 12 bulan mengalami penurunan pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya, dan dari kelima observasi yang telah dilakukan, menyatakan bahwa *return* mengalami *reversal* atau pembalikan ke arah negatif. Hasil observasi ini dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Rata-rata Kumulatif *Abnormal Return* Portofolio *Winner* Periode Formasi 12 Bulan dan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Tahun 2009-2014

Observasi	Periode Formasi	Periode Kepemilikan			Beda			
		3 bulan	6 bulan	12 bulan	3 bulan	6 bulan	12 bulan	
1	0.77	0.01	-0.01	0.20	-0.76	-0.78	-0.58	
2	1.52	0.02	0.08	0.06	-1.50	-1.44	-1.46	
3	1.01	0.10	0.08	0.02	-0.91	-0.93	-0.99	
4	1.31	0.04	0.06	0.31	-1.28	-1.26	-1.00	
5	0.99	-0.02	0.07	0.08	-1.01	-0.92	-0.91	
Rata-rata kumulatif <i>abnormal return</i>		1.12	0.03	0.06	0.13	-1.09	-1.07	-0.99

Sumber: Data diolah

Hasil perhitungan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* tentunya bertentangan dengan hasil perhitungan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *loser*. Hasil perhitungan rata-rata kumulatif *abnormal*

return portofolio saham *loser* periode formasi 12 bulan menunjukkan peningkatan nilai *abnormal return*, baik itu pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya, 6 bulan selanjutnya, maupun 12 bulan atau setahun berikutnya, yang dapat dilihat pada Tabel 2. Tabel 2 ini juga menunjukkan bahwa *return* portofolio *loser* mengalami *reversal* atau pembalikan seperti pada *return* portofolio *winner*, namun dalam hal ini pembalikan yang terjadi pada *return* portofolio *loser* yaitu ke arah positif.

Tabel 2
Rata-rata Kumulatif *Abnormal Return* Portofolio *Loser* Periode Formasi 12 Bulan dan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Tahun 2009-2014

Observasi	Periode Formasi	Periode Kepemilikan			Beda			
		3 bulan	6 bulan	12 bulan	3 bulan	6 bulan	12 bulan	
1	-0.98	0.02	0.06	0.26	1.00	1.04	1.24	
2	-0.65	0.05	0.17	0.22	0.69	0.82	0.87	
3	-0.38	0.04	0.03	0.22	0.42	0.41	0.60	
4	-0.62	-0.03	-0.07	0.10	0.59	0.55	0.72	
5	-0.46	-0.10	-0.15	-0.04	0.36	0.31	0.43	
Rata-rata kumulatif <i>abnormal return</i>		-0.62	-0.01	0.01	0.15	0.61	0.63	0.77

Sumber: Data diolah

Indeks Sharpe portofolio *winner-loser*

Berdasarkan statistik deskriptif Indeks Sharpe portofolio *winner-loser*, rata-rata Indeks Sharpe portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya menunjukkan bahwa rata-rata Indeks Sharpe tertinggi terjadi pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya, yaitu sebesar -2,1025 dengan standar deviasi sebesar 1,76297 dan nilai minimum -5,05 serta nilai maksimum -0,35, sedangkan untuk rata-rata Indeks Sharpe

terendah portofolio *winner* terjadi pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya, yaitu sebesar -2,2602 dengan standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum masing-masing sebesar 1,95732; -5,58; -0,60. Rata-rata Indeks Sharpe portofolio *loser* juga memiliki nilai tertinggi pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya dan nilai terendah pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya. Nilai rata-rata tertinggi Indeks Sharpe portofolio *loser* pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya, yaitu sebesar 2,3960 dengan standar deviasi sebesar 0,80027 dan nilai minimum 1,26 serta nilai maksimum 3,41. Nilai rata-rata terendah Indeks Sharpe portofolio *loser* pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya sebesar 2,1280 dengan standar deviasi 1,06968 dan nilai minimum 0,85 serta nilai maksimum 3,49. Hasil perhitungan rata-rata kumulatif Indeks Sharpe portofolio saham *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya dapat dilihat pada Tabel 3, sedangkan untuk hasil perhitungan rata-rata kumulatif Indeks Sharpe portofolio saham *loser* dapat dilihat pada Tabel 4. Tabel 3 memperlihatkan bahwa rata-rata kumulatif Indeks Sharpe portofolio saham *winner* mengalami penurunan pada periode 3, 6, dan 12 bulan kepemilikan selanjutnya. Serupa dengan hasil perhitungan *abnormal return* portofolio *winner*, hasil perhitungan dengan menggunakan Indeks Sharpe juga menunjukkan terjadinya suatu *reversal* atau pembalikan ke arah negatif pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya.

Tabel 3
Rata-Rata Kumulatif Indeks Sharpe Portofolio *Winner* Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Tahun 2009 – 2014

Observasi	Periode Formasi	Periode Kepemilikan			Beda		
		3 bulan	6 bulan	12 bulan	3 bulan	6 bulan	12 bulan
1	5.82	0.24	0.24	0.77	-5.58	-5.58	-5.05
2	2.02	-0.23	0.16	0.11	-2.25	-1.86	-1.91
3	1.98	0.29	0.13	0.16	-1.69	-1.85	-1.82
4	1.54	0.36	0.32	0.15	-1.17	-1.22	-1.38
5	0.64	0.04	0.28	0.29	-0.60	-0.36	-0.35
Rata-rata kumulatif Indeks Sharpe	2.40	0.14	0.23	0.30	-2.26	-2.17	-2.10

Sumber: Data diolah

Tabel 4 menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif Indeks Sharpe portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya mengalami peningkatan, dan pada Tabel 4 ini juga memperlihatkan bahwa adanya *reversal* atau pembalikan ke arah positif pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan berikutnya.

Tabel 4
Rata-Rata Kumulatif Indeks Sharpe Portofolio *Loser* Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Tahun 2009 – 2014

Observasi	Periode Formasi	Periode Kepemilikan			Beda		
		3 bulan	6 bulan	12 bulan	3 bulan	6 bulan	12 bulan
1	-1.52	0.12	0.26	0.57	1.64	1.78	2.09
2	-0.95	-0.11	0.37	0.31	0.85	1.32	1.26
3	-3.16	0.34	0.04	0.26	3.49	3.19	3.41
4	-2.70	0.25	-0.02	0.08	2.95	2.68	2.78
5	-2.28	-0.57	-0.50	0.16	1.71	1.78	2.44
Rata-rata kumulatif Indeks Sharpe	-2.12	0.00	0.03	0.27	2.13	2.15	2.40

Sumber: Data diolah

Pembahasan hasil penelitian

Pengujian kinerja portofolio *winner* dengan kinerja portofolio *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya

Hasil dari pengujian kinerja portofolio *winner* dan kinerja portofolio *loser* dapat dilihat pada Tabel 5 dan Tabel 6. Tabel 5 merupakan hasil pengujian kinerja portofolio *winner-loser* yang diukur dengan menggunakan pengukuran *abnormal return*, sedangkan pada Tabel 6 merupakan hasil pengujian kinerja portofolio *winner-loser* yang diukur dengan Indeks Sharpe.

Tabel 5 dan Tabel 6 sama-sama menunjukkan bahwa portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya, sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang telah diusung sebelumnya, maka dalam hal ini hipotesis 1 ditolak.

Pengujian perbedaan signifikansi antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya

Perbedaan signifikansi antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya dapat dianalisis dengan menggunakan uji beda dua rata-rata. Pengujian dilakukan pada rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya, dan Indeks Sharpe portofolio *winner-loser* periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya sebagai ukuran dari kinerja portofolio *winner* dan portofolio *loser*.

Tabel 5 menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* pada periode formasi dengan periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya memiliki perbedaan yang negatif dan signifikan, sedangkan untuk portofolio *loser* pada periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya memiliki perbedaan rata-rata kumulatif *abnormal return* yang positif signifikan. Tabel 6 menunjukkan bahwa rata-rata Indeks Sharpe portofolio *winner* pada periode formasi dengan periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya memiliki perbedaan yang negatif, namun tidak signifikan, sedangkan pada portofolio *loser* memiliki perbedaan rata-rata Indeks Sharpe yang positif dan signifikan.

Tabel 5
Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata *Abnormal Return* Portofolio *Winner-Loser* pada Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Selanjutnya Tahun 2009-2014

No.	Periode Kepemilikan	Portofolio			
		<i>Winner</i>		<i>Loser</i>	
		Beda	Sig	Beda	Sig
1	3 bulan	-1.09	0.001*	0.61	0.006*
2	6 bulan	-1.07	0.001*	0.63	0.010*
3	12 bulan	-0.99	0.002*	0.77	0.005*

*Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data diolah

Tabel 6
Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata Indeks Sharpe Portofolio *Winner-Loser* pada Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Selanjutnya

No.	Periode Kepemilikan	Portofolio			
		<i>Winner</i>		<i>Loser</i>	
		Beda	Sig	Beda	Sig
1	3 bulan	-2.26	0.061	2.13	0.011*
2	6 bulan	-2.17	0.072	2.15	0.003*
3	12 bulan	-2.10	0.056	2.40	0.003*

*Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya, sehingga hasil ini membuat hipotesis 2 ditolak. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Chan, *et al.* (1996) yang berjudul “*Momentum Strategies*” bahwa harga saham kurang bereaksi terhadap informasi yang terdapat pada *return* saham yang lalu. Portofolio *winner* yang menghasilkan *return* tinggi pada masa lalu, tidak membuat para investor bereaksi untuk membeli saham-saham *winner* tersebut, melainkan cenderung menjual saham-saham yang menghasilkan *return* tinggi. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian DeBondt dan Thaler (1985) yang mempopulerkan strategi investasi kontrarian, selain itu hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Bildik dan Gulay (2001), Hameed dan Kusnadi (2002), Rahmawati dan Suryani (2005), Wiksuana (2009), Gunarsa dan Ekayani (2011), Suarmanayasa dan Susila (2012), Henker, *et al.* (2012), Mansouri, *et al.* (2012), serta Swandewi dan Mertha (2013).

Hasil ini mencerminkan bahwa eksistensi dari teori strategi investasi momentum tidak ditemukan di pasar modal Indonesia. Pelaku investasi di pasar modal Indonesia cenderung memiliki sifat *overreaction* (reaksi berlebih) terhadap suatu informasi, sehingga menyebabkan kinerja dari suatu saham mengalami *reversal* atau pembalikan. Saham yang pada mulanya menghasilkan kinerja yang positif dapat berubah pada periode berikutnya menjadi negatif. Hal ini disebabkan karena pelaku investasi di pasar modal Indonesia yang cenderung lebih banyak

menjual saham-saham yang harganya dianggap sudah tinggi (*overvalued*), kemudian membeli saham-saham yang harganya dianggap rendah (*undervalued*), sehingga saham-saham yang sebelumnya memiliki kinerja yang tinggi (*winner*) menjadi rendah pada akhir periode kepemilikan, sebaliknya saham-saham yang sebelumnya memiliki kinerja yang rendah (*loser*) menjadi tinggi pada akhir periode kepemilikan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian yang telah diperoleh, maka hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) Kinerja portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata kumulatif *abnormal return* dan Indeks Sharpe portofolio *winner* yang lebih rendah dibandingkan dengan *abnormal return* dan Indeks Sharpe portofolio *loser* pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan berikutnya. 2) Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* periode kepemilikan selanjutnya. Hal ini didukung oleh hasil uji beda dua rata-rata kumulatif *abnormal return* dan Indeks Sharpe portofolio *winner* yang menunjukkan perbedaan negatif dan signifikan untuk periode 2009-2014. Hasil uji beda dua rata-rata kumulatif *abnormal return* dan Indeks Sharpe portofolio *loser*

menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang positif dan signifikan untuk periode 2009-2014.

Berdasarkan dari hasil penelitian dan kesimpulan yang diambil, maka dapat diajukan beberapa saran sebagai berikut: 1) Investor atau manajer investasi dalam merumuskan kebijakan investasi di pasar modal Indonesia sebaiknya tidak menggunakan strategi investasi momentum terutama dalam jangka waktu 3, 6, dan 12 bulan periode kepemilikan, sebaliknya investor atau manajer investasi disarankan lebih baik menggunakan strategi investasi kontrarian yang merupakan kebalikan dari strategi investasi momentum, karena hasil penelitian ini sesuai dengan interpretasi strategi investasi kontrarian yang menunjukkan bahwa saham-saham yang pada awalnya menghasilkan *return* positif (*winner*) dan *return* negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada akhir periode kepemilikan. 2) Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk melakukan variasi yang berbeda pada sampel penelitiannya, seperti dengan menggunakan segmen industri yang berbeda, yaitu industri jasa.

REFERENSI

- Bildik, R. dan Gulay, G., 2001. Profitability of Contrarian vs. Momentum Strategies: Evidence from the Istanbul Stock Exchange, *JEL Classification: G12 – G14*.
- Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. 1996. Momentum strategies. *The Journal of Finance*, 51 (5), pp: 1681-1713.
- Darusman, Prasetiono. 2012. Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Momentum Terhadap Return Portofolio Saham. *Diponegoro Journal of Management*, 1 (1), pp: 212-225.

- DeBondt, W.F.M. dan R.H. Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40 (3), pp: 793-805.
- Demir, Isabelle., Jay Muthuswamy., Terry Walter. 2004. Momentum returns in Australian equities: The influences of size, risk, liquidity and return computation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, pp: 143–158.
- Douagi, Ben Mrad., Chaouachi. 2011. What Should We Know About Momentum Strategies? The Case Of The Tunisian Stock Market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3 (1), pp: 218-229.
- Elias, Siti Masitah., Nur Nabilah Hanis Nur Azmi., Karmila Hanim Kamil. 2014. Industry Momentum Strategy in Malaysian Stock Market. *International Journal of Business and Social Science*, 5 (11), pp: 194-202.
- Forner, Carlos., Joaquin Marhuenda. 2003. Contrarian and Momentum Strategies in the Spanish Stock Market. *European Financial Management*, 9 (1), pp: 67-88.
- Grundy, Bruce D., and J. Spencer Martin. 2001. Understanding the nature of the risks and the source of the rewards to momentum investing. *Review of Financial Studies*, 14 (1), pp: 29-78.
- Gunarsa dan Ekayani, S. 2011. Pengujian Eksistensi Anomali Winner-Loser Saham Industri Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen & Akuntansi STIE Triatma Mulya*, 16 (2), pp: 34-41.
- Hameed, A., & Kusnadi, Y. 2002. Momentum strategies: Evidence from Pacific Basin stock markets. *Journal of financial research*, 25 (3), pp: 383-397.
- Henker, Julia, et al. 2012. The Vanishing Abnormal Returns of Momentum Strategies and ‘Front-Running’ Momentum Strategies. *Journal of Accounting and Finance*, 12 (4), pp: 86-100.
- Husnan, Suad. 2012. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jegadeesh, N. and S. Titman. 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losses: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48 (1), pp: 65-91.
- Kowanda, D., dan Pasaribu, R. 2012. Strategi Investasi Momentum: Profit Momentum Portofolio Pemenang-Pecundang di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6 (2), pp: 95-185.
- Mansouri, Samira., Reza Tehrani., Hojatollah Ansari. 2012. Momentum Returns in Tehran Stock Exchange: The Influences of Size and Liquidity. *International Business Research*, 5 (11), pp: 43-53.
- Moskowitz, T.J., dan Grinblatt, M. 1999. Do Industry Explain Momentum?. *The Journal of Finance*, 54 (4), pp: 1249-1290.

- Najmudin. 2009. Eksistensi Profitabilitas Strategi Investasi Momentum di Bursa Efek Indonesia. *Performance*, 9 (2), pp: 1-20.
- Pasaribu, Rowland. 2011. Anomali Overreaction di Bursa Efek Indonesia: Penelitian Saham LQ-45. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5 (2), pp: 87-115.
- Rahmawati dan Suryani, T. 2005. Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *SNA VIII*, pp: 64-74.
- Rouwenhorst, K. G. 1998. International momentum strategies. *The Journal of Finance*, 53 (1), pp: 267-284.
- Samsul, Mohammad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Shan Hu, John Wei., Yue Chin Chen. 2011. The Performance of Momentum Investment Strategies : An International Examination of Stock Markets. *International Journal of Management*, 28 (4), pp: 165-195.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander dan Jeffery V. Bailey. 1995. *Investment*. New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Suarmanayasa, I. N., dan Susila, G. P. A. J. 2012. Eksistensi Anomali Winner-Loser Saham Industri di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, 2 (1), pp: 1-12.
- Swandewi, G.A.E., dan Merta, I. M. 2013. Abnormal Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 5 (1), pp: 85-99.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Wiksuana. 2009. Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Momentum di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11 (1), pp: 73-84.
- Wiagustini. 2008. Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Pemilihan Saham dan Faktor-faktor Penentunya di Bursa Efek Indonesia. *Disertasi Program Doktor Ilmu Manajemen pada Fakultas ekonomi Universitas Brawijaya*, Malang.
- Yunita, Ellya. 2012. Analisis Overreaction Hypothesis pada Sektor Perusahaan Properti dan Keuangan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*, 1(5), pp: 1-7.