

**SHORT CONTRARIAN INVESTMENT STRATEGY :
PENGUJIAN WINNER-LOSER ANOMALY PADA SAHAM-SAHAM
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh:
Ekaningtyas Widiastuti¹ dan Jaryono²

ABSTRACT

This research is aimed to examine the winner-loser anomaly based on the overreaction hypothesis that can be decided whether the contrarian investment strategy in the short term can be applied in Indonesia Stock Exchange to obtain the return. The overreaction hypothesis is a manifestation of the inefficiency of the market (De Bondt and Thaler, 1985). Research on Short Contrarian Investment Strategy used a sample of 23 shares in the company's property and real estate sectors. The data used is stock price during the period of 2004-2008.

Results obtained by using market-adjusted abnormal return indicates that the average six-month test period only loser in the stock portfolio return reversal happens. This research also examines the possibility of other factors that could explain the market overreaction return reversal, namely size and risk control. Results obtained using regression Zero Cost Investment Portfolio with the method of size and risk adjusted returns indicates that average during the six month test period showed that the loser stocks can not provide a return that is higher than the winner stocks. Thus the research indicates only loser anomaly, this is caused by an overreaction to the bad news. So it can be said that there is no potential for profit if the short-term contrarian strategy applied to the property and real estate sectors in BEI.

Keywords: *contrarian investment strategy, winner-loser anomaly, size and risk.*

¹ Dosen Fakultas Ekonomi Unsoed

² Dosen Fakultas Ekonomi Unsoed

PENDAHULUAN

Setiap hari terdapat aliran informasi yang dipublikasikan untuk para investor di pasar modal. Jika informasi-informasi relevan, maka akan berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini berkaitan dengan efisiensi di pasar modal yang dikemukakan oleh Fama (1970) dalam artikel klasiknya mengenai *Efficient Market Hypothesis* (EMH), mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar sekuritas yang harganya mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan. EMH mengesampingkan kemungkinan adanya sistem perdagangan atau strategi yang dapat menghasilkan keuntungan yang abnormal, yang artinya tidak ada investor yang mampu mengalahkan pasar secara konsisten (Frensidy, 2009).

Pada pasar modal yang efisien, pasar bereaksi sesuai dan segera setelah informasi baru datang. Oleh karena itu diasumsikan bahwa pasar mempunyai harga yang tepat tidak terjadi *undervalued* atau *overvalued* untuk semua sekuritas dalam jangka waktu yang lama sehingga dapat diperoleh keuntungan dari transaksi beli dan jual.

Konsep pasar ini mendapat tantangan dari berbagai pihak dengan melakukan penelitian untuk membuktikan kebenarannya. Hasil yang diperoleh ternyata ditemukan bahwa pasar tidak selalu efisien, terutama setelah dapat dideteksinya banyak anomali yang muncul di pasar saham seperti *January effect*, *size effect* dan termasuk juga anomali *winner-loser* yang didasari oleh *Market*

Overreaction Hypothesis. Jones (2000) mendefinisikan *market anomaly* sebagai teknik atau strategi yang bertentangan dengan efisiensi pasar.

De Bondt dan Thaler (1985) pengemuka teori *Market Overreaction Hypothesis* menyatakan bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru (kinerja saham) yang diperoleh untuk memproyeksikan kinerja saham di masa mendatang. Fenomena reaksi yang berlebihan (*overreaction*) ini merupakan manifestasi dari ketidakefisienan pasar dengan adanya *asymmetric information*, yaitu kondisi yang menunjukkan ketika sebagian investor memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh yang lainnya. Ketidakefisienan pasar juga ditunjukkan oleh De Bondt dan Thaler (1985), bahwa pasar cenderung bereaksi secara berlebihan dalam merespon informasi baru yang baik (*good news*) maupun yang tidak baik (*bad news*).

Hipotesis *overreaction* ini menjadi penyebab terjadinya *anomaly winner-loser*, yaitu saham yang pada awalnya (*formation periode*) memperoleh tingkat *return* positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode selanjutnya (*subsequent test period*). Berkaitan dengan anomali *winner-loser*, dengan adanya *return reversal* yang dialami saham-saham *loser* dan *winner* tersebut memunculkan strategi investasi yaitu *contrarian investment strategy*.

Sesuai dengan namanya, strategi *contrarian* memanfaatkan kesalahan banyak investor pemula akibat perilaku ikut-ikutan (*herd behaviour*) dengan cara

mengambil posisi melawan pasar. Artinya, investor yang menggunakan strategi ini melakukan pembelian saham ketika pasar sedang mengalami penurunan (harga dirasa telah murah) dan ketika investor lain sedang gembira melakukan penjualan dan menjual saham ketika pasar sedang mengalami kenaikan, sementara investor lain sedang berusaha masuk membeli saham (Manurung, 2009). Debondt dan Thaler (1985) mempopulerkan strategi investasi *contrarian* dan menyarankan investor untuk membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham yang telah menjadi *winner* karena dalam jangka panjang akan terjadi pembalikan harga, sehingga saham-saham *loser* akan memberikan keuntungan yang lebih dibandingkan saham-saham *winner*.

Berbeda dengan strategi *contrarian*, sesuai dengan namanya, investor dalam strategi momentum akan mencari dan memanfaatkan momentum pergerakan saham atau waktu yang tepat dengan harapan pergerakan tersebut terus berlanjut. Investor momentum akan membeli pada saat harga sedang mengalami momentum naik dengan harapan momentum gerak naik ini terus berlanjut di masa depan dan menjual kembali saat momentumnya telah berhenti dan berbalik arah.

Beberapa penelitian terdahulu dilakukan untuk menguji *return reversal* yang disebabkan oleh over reaksi pasar dengan anomali *winner-loser*. Penelitian-penelitian tersebut diantaranya adalah penelitian De Bondt dan Thaler (1985) menemukan bahwa portofolio *loser*

secara signifikan mengungguli portofolio *winner*. Eksistensi dari pola over reaksi juga ditemukan di pasar modal Indonesia, yaitu pada penelitian Kusumawardani (2001) yang menunjukkan adanya bukti pengaruh reaksi berlebihan investor terhadap *price reversal* dan adanya keuntungan abnormal.

Adanya perbedaan tersedianya informasi yang relevan (publikasi laporan keuangan) pada perusahaan *size* besar dan kecil menjadi pemicu terjadinya *market overreaction* (Anna, 2004). Perusahaan *size* kecil yang cenderung terlambat dan tidak penuh (lengkap) dalam mempublikasikan informasi mengenai kinerja perusahaannya menyebabkan perusahaan dengan *size* kecil mengandung risiko yang lebih besar sehingga kemungkinan return rata-rata yang dihasilkan juga lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan *size* besar. Berdasarkan hal tersebut, beberapa peneliti mengemukakan bahwa *size effect* berpengaruh terhadap terjadinya *overreaction* dan *winner loser anomaly* pada strategi *contrarian* yang dapat menghasilkan keuntungan abnormal.

Kontribusi yang diberikan Yang (1997) tentang over reaksi di TSE (Taiwan) juga memberikan bukti dengan hasil empiris bahwa strategi *contrarian* di Taiwan dengan menggunakan anomali *firm size effect* dan *February seasonality*. Begitu juga Chan (1988) menemukan pengaruh perbedaan risiko (yang ditunjukkan oleh *beta*) dapat juga digunakan untuk menjelaskan fenomena *return reversal*. Sedangkan hasil penelitian Chang (1995) menunjukkan

bahwa *short run contrarian strategy* tetap menguntungkan setelah dilakukan pengontrolan terhadap *systematic risk* dan *size*. Penelitian Hadi (2008) di BEI, juga membuktikan strategi investasi *contrarian* dapat diterapkan di BEI setelah disesuaikan dengan *size* dan risiko karena menghasilkan *abnormal return*.

Berdasarkan alasan dan fakta penelitian sebelumnya, menarik untuk dicermati apakah temuan-temuan mengenai penerapan strategi *contrarian* di pasar modal mancanegara tersebut juga dapat diterapkan di pasar modal Indonesia. Oleh karena itu, dalam penelitian ini anomali *winner-loser* dan *overreaction* diuji dengan mengobservasi saham-saham sektor properti dan *real estate* di BEI karena menurut Djohanputro dalam Profil *Return-Risk* Pasar Modal Indonesia, sektor tersebut memiliki gejolak *return* yang besar (fluktuatif) dengan adanya informasi-informasi baru ataupun kasus yang terjadi, sehingga mengindikasikan kemungkinan terjadinya *overreaction*.

Pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah di BEI dapat diterapkan strategi *contrarian* dalam jangka pendek, baik dengan pengujian *winner-loser anomaly* maupun setelah disesuaikan dengan *size* dan risiko? Sejalan dengan hal tersebut, maka tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah menguji anomali *winner-loser* dan perbedaan *return* antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* berdasarkan *risk and size adjusted return* pada periode pengujian. Sehingga dapat diputuskan apakah dalam jangka waktu yang relatif

pendek strategi investasi *contrarian* dapat bekerja secara efektif dan dapat diterapkan bagi para investor di BEI khususnya pada perdagangan saham sektor properti dan *real estate* untuk memperoleh *return* yang tinggi.

Efisiensi pasar (pasar yang efisien) merupakan pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Tandelilin, 2001). Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Fama (1970) mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu efisien dalam bentuk lemah (*weak form*), efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong*), dan efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*). Sedangkan pasar dikatakan tidak efisien jika terjadi terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas, harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi yang sama, informasi yang disebarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-pelaku pasar (Jogiyanto, 2003).

Ketidakefisienan pasar juga ditunjukkan oleh De Bondt dan Thaler (1985) dalam *Overreaction Hypothesis* yang pada dasarnya menyatakan bahwa

pasar cenderung bereaksi secara berlebihan dalam merespon informasi baru yang baik (*good news*) maupun yang tidak baik (*bad news*). Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus oleh para pelaku pasar dan sebaliknya, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk. Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatik terhadap berita yang jelek. Inti dari hipotesis over reaksi mengklaim bahwa saham yang memiliki kinerja buruk pada suatu periode waktu akan memiliki kinerja yang baik pada periode berikutnya dan interval waktu yang sama. Ketika para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi tak terduga sebelumnya, maka saham-saham yang golongan *loser* akan mengungguli *winner*.

Hipotesis *overreaction* ini menjadi penyebab terjadinya *anomaly winner-loser*. Anomali *winner-loser* yaitu saham yang pada awalnya memperoleh tingkat keuntungan positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode berikutnya. Hal ini mengakibatkan investor yang membeli saham-saham *loser*, dan menjual saham-saham tersebut saat menjadi *winner* akan memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan.

Berkaitan dengan anomali *winner-loser*, dengan adanya *return reversal* yang dialami saham-saham *loser* dan *winner* tersebut memunculkan strategi investasi *contrarian*. *Contrarian investment strategy* adalah strategi

membeli saham-saham *loser* dan menjual dengan segera saham-saham *winner* (Chan, 1988). Pada intinya, dinamakan strategi *buy low sell high* (beli murah, jual mahal). *Contrarian investment strategy* dinamakan juga strategi investasi *zero cost* (tidak membutuhkan investasi awal), yaitu bahwa investor yang menggunakan strategi kontrarian akan menjual saham-saham yang diminati pasar (*winner*) dan menggunakan dana yang diperoleh seluruhnya untuk membeli saham-saham yang kurang diminati pasar (*loser*).

Strategi *contrarian* merupakan salah satu strategi investasi aktif yang merupakan tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk mendapatkan *return* abnormal. Tujuan strategi aktif ini adalah mendapatkan *return* portofolio saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh dari strategi pasif (Tandelilin, 2001).

Beberapa penelitian mengenai strategi investasi *contrarian* dilakukan oleh Recep Bildik and Giizhan Gulay (2004) dalam Hadi (2008) dengan hasil bahwa portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, sesuai dengan *overreaction hypothesis* dan berkesimpulan bahwa *Contrarian Investment Strategy* lebih baik diterapkan di Pasar Modal Istanbul daripada strategi Momentum. Begitu juga mengenai hasil penelitian Jagadeesh dan Titman (1993) mengenai "Returns to Buying Winners and Selling Losers" yang menemukan abnormal return pada strategi *contrarian*,

yaitu membeli saham-saham *loser* dan *selling short* saham-saham *winner* di pasar saham dan menginterpretasikan dukungan untuk hipotesis pasar yang over reaksi. Namun sebaliknya, penelitian Warninda dan Marwan (1998) di BEJ dalam penelitiannya tidak menemukan indikasi pada over reaksi pasar, tidak mendukung bahwa investor dapat menggunakan strategi investasi *contrarian* dan tidak menemukan perbedaan antara ukuran rata-rata dari saham *winner* dan *loser*.

Ukuran perusahaan (*firm size*) dan risiko sering dipertimbangkan dan digunakan dalam menyusun strategi investasi dalam pasar modal. *Size* merupakan nilai pasar dari ekuitas perusahaan (Zarowin, 1989). Sedangkan risiko diartikan sebagai kemungkinan tingkat keuntungan yang diperoleh menyimpang dari tingkat keuntungan yang diharapkan (Husnan, 2005). Hal ini dikarenakan adanya perbedaan antara perusahaan dengan *size* kecil dan besar dalam mempublikasikan laporan keuangan, perusahaan dengan *size* kecil lebih memunculkan reaksi yang lebih besar dikarenakan kinerja keuangannya baru dipublikasikan setelah diaudit, namun tidak semua perusahaan kecil yang mempublikasikan sepenuhnya informasi mengenai kinerja keuangannya, sehingga perusahaan *size* kecil cenderung mengandung risiko dan return yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan *size* besar. Seperti yang dikatakan Jones (2000) bahwa terdapat kecenderungan bagi perusahaan yang lebih kecil untuk memperoleh return yang

lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih besar.

Dalam beberapa penelitian empiris, ukuran perusahaan dan risiko digunakan dalam menguji fenomena *overreaction*. Return yang disesuaikan dengan risiko dan efek ukuran dari portofolio investasi *zero cost* (investasi diasumsikan tanpa biaya transaksi), hasilnya mengindikasikan bahwa *loser outperform* (melebihi kinerja) *winner*.

Penelitian mengenai pengujian *Contrarian Investment Strategy* dengan pengontrolan *size*, risiko dan biaya transaksi dilakukan oleh Chang (1995) di Jepang dengan kesimpulan bahwa *Contrarian Investment Strategy* dapat diterapkan di pasar modal Jepang. Sedangkan penelitian pada saham-saham di BEJ dilakukan Hadi (2008) mengenai strategi *contrarian* jangka pendek dengan hasil menunjukkan bahwa setelah dilakukan pengontrolan terhadap *size* dan risiko dapat menghasilkan return, sehingga strategi investasi *contrarian* dapat diterapkan di BEJ. Namun, sebaliknya dengan penelitian Brouwer, Jeroen dan Veld (1997) dalam Yang (1997) yang meneliti pada pasar modal negara Eropa dengan hasil menunjukkan bahwa dalam penerapan strategi Nilai (*Contrarian Strategy*) tidak dapat dijelaskan dengan efek ukuran (*size*) dan risiko.

Berdasarkan ulasan dan temuan penelitian terdahulu, maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut :

H1: Terdapat *return reversal* yang signifikan pada portofolio saham *winner* pada periode pengujian.

- H2: Terdapat *return reversal* yang signifikan pada portofolio saham *loser* pada periode pengujian.
- H3: Terdapat perbedaan return yang signifikan antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* pada periode pengujian.
- H4: Terdapat perbedaan return yang signifikan antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* berdasarkan *risk and size adjusted return* pada periode pengujian.

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Sampel yang diambil dalam penelitian ini sebanyak 23 perusahaan yang ditentukan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria saham perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2008 secara terus-menerus, data yang digunakan adalah data bulanan selama lima tahun, data selama periode observasi, dari Januari 2004 sampai Desember 2008 lengkap.

Definisi Operasional Variabel

1. Return Saham

Return saham yang diperoleh dengan mencari *return* bulanan dengan membagi selisih harga penutupan akhir bulan dengan harga penutupan pada akhir bulan sebelumnya.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

2. Return Pasar

Operasionalisasi *return* pasar menggunakan perbandingan antara indeks

harga pasar (*IHSG*) bulan t minus (-) indeks harga pasar (*IHSG*) pada bulan t-1 dibagi dengan indeks harga pasar (*IHSG*) pada bulan t-1.

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

3. Abnormal Return

Abnormal return saham dihitung menggunakan metode *market adjusted model* dengan mencari selisih *return* bulanan masing-masing sampel dengan *return* indeks pasar yang diwakili oleh *return* *IHSG* bulanan (Jogiyanto, 2003):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

4. Average Cummulative Abnormal Return

Average Cummulative Abnormal Return merupakan akumulasi rata-rata *return* tidak normal yang diukur dengan jumlah *abnormal return* saham (AR_{it}) dibagi dengan jumlah saham dalam portofolio.

$$ACAR_{pt} = \frac{1}{N} \sum_i^N (r_{it} - r_{mt})$$

5. Grand Average Cummulative Abnormal Return

Grand Average Cummulative Abnormal Return portofolio ($GACAR_{pt}$) merupakan $ACAR_i$ gabungan dari seluruh saham pada seluruh periode pengujian dan ditentukan untuk masing-masing portofolio *winner* ($GACAR_w$), portofolio *loser* ($GACAR_L$).

6. Size

Size diukur dengan menggunakan nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization*) masing-masing saham, yang diperoleh dengan cara mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga pasar saham (*closing price*).

7. Risiko

Risiko diartikan sebagai kemungkinan tingkat keuntungan yang diperoleh menyimpang dari tingkat keuntungan yang diharapkan (Husnan, 2005). Risiko yang digunakan adalah risiko sistematis yang diukur dengan Beta.

Teknik Analisis Data

Analisis data secara umum terbagi menjadi dua tahap yang terpisah berdasarkan periodenya, yaitu tahap pembentukan (formasi) portofolio saham *winner-loser* dan tahap pengujian portofolio saham *winner-loser* yang sebelumnya telah ditentukan pada periode formasi. Periode pembentukan saham-saham *loser* dan *winner* dalam penelitian ini adalah satu bulan dan periode pengujiannya adalah enam bulan setelah periode pembentukan (*formation period*). Dengan menggunakan data dari Januari 2004 sampai dengan Desember 2008 maka tersusun jumlah observasi (sampel) sebanyak 54 observasi.

Observasi pertama adalah periode pembentukan Januari 2004 dan periode pengujian Februari 2004 sampai Juli 2004. Observasi kedua adalah periode pembentukan Februari 2004 dan periode pengujian Maret 2004 sampai Agustus

2004. Observasi ketiga adalah periode pembentukan Maret 2004 dan periode pengujian April 2004 sampai September 2004. Observasi terakhir adalah periode pembentukan Juni 2008 dan periode pengujian Juli 2008 sampai Desember 2008.

Periode Formasi Portofolio

1. Menghitung *return* saham bulanan (R_{it}) dan *return* pasar bulanan (R_{mt}).
2. Menghitung *abnormal return* saham i bulan t (AR_{it}).
3. AR_{it} setiap saham diurutkan (diranking) dari *abnormal return* terendah (*loser*) hingga *abnormal return* tertinggi (*winner*). Kemudian saham yang diranking dibuat menjadi dua kelompok (portofolio) yaitu Portofolio saham *winner* dan Portofolio saham *loser*.

Periode Pengujian Portofolio

1. Menghitung *return* bulanan (R_{it}) khusus untuk saham-saham portofolio *winner* dan *loser* yang telah ditentukan pada periode formasi, dengan menggunakan harga saham selama periode pengujian untuk 6 bulanan. Kemudian menghitung *return* pasar bulanan (R_{mt}) yang disesuaikan dengan periode pengujian selama 6 bulanan yaitu dimulai dari bulan Februari 2004 sampai Desember 2008.
2. Menghitung *abnormal return* setiap bulan saham-saham *winner* dan *loser* (AR_{Wt} dan AR_{Lt}), masing-masing selama 6 bulan.

3. Menghitung *cummulative abnormal return* (CAR_{it}) saham *winner* dan *loser* bulan ke t (CAR_{it}) dan panjang periode yang dikumulatifkan adalah 6 bulan.
4. Menghitung *Average Cummulative Abnormal Return* ($ACAR_{pt}$) untuk setiap portofolio baik *winner*, *loser* maupun *loser-winner* seluruh 6 periode. Kemudian $ACAR_{it}$ seluruh periode digabungkan masing-masing menjadi $GACAR_{Wt}$ dan $GACAR_{Lt}$. Nilai $GACAR_{Wt}$ dan $GACAR_{Lt}$ dan $GACAR_{L-W}$ masing-masing diuji tingkat signifikansinya.
5. Menarik kesimpulan mengenai penerimaan dan penolakan hipotesis untuk masing-masing pengujian dengan cara membandingkan kriteria tingkat keyakinan $\alpha = 5\%$ dengan hasil tingkat signifikansi pengujiannya.

Sebagai kriteria anomali *winner-loser* dan penerapan strategi kontrarian pada BEI, maka masing-masing hipotesis alternatif berikut harus terpenuhi :

$$H1 : GACAR_W < 0$$

$$H2 : GACAR_L > 0$$

$$H3 : GACAR_L > GACAR_W \text{ atau } GACAR_L - GACAR_W > 0$$

Hipotesis pertama dan kedua diuji untuk mengetahui ada tidaknya *return reversal* pada portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* pada periode pengujian atau menguji ada (positif atau negatif) tidaknya signifikansi satu *mean* variabel. Dalam pengujian hipotesis pertama dan kedua, alat analisis yang digunakan adalah *one sample t-test* dengan program SPSS. Hipotesis ketiga

diuji untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *abnormal return* antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* pada periode pengujian atau menguji ada (positif atau negatif) tidaknya signifikansi perbedaan dua *mean* variabel. Pengujian hipotesis ini dilakukan menggunakan alat analisis *independent sample t-test* atau dapat juga diuji dengan *one sample t-test* dengan cara menghitung selisih mean kedua variabelnya (*winner* dan *loser*).

Sedangkan hipotesis keempat adalah menganalisis *return reversal* dan perbedaan return antara saham *winner* dan saham *loser* pada periode pengujian yang telah disesuaikan dengan *size* dan risiko yang dinamakan *Zero Cost Investment Portfolio* (*Contrarian investment strategy* dengan asumsi tidak ada *transaction cost*). Pengujian hipotesis dilakukan dengan meregresikan variabel independen yaitu *market premium* ($R_{mt} - R_{ft}$) dengan variabel dependen yaitu *return dari zero cost investment portfolio* ($R_{lt} - R_{mlt}$) - ($R_{wt} - R_{mwt}$) seperti penelitian yang dilakukan Chang, Mcleavey dan Ghon Rhee (1995) dan Hadi (2008) dengan menggunakan *risk and size adjusted returns*.

$$R_{zt} = \alpha_z + \beta_z (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{zt}$$

Apabila hasil regresi menunjukkan Jensen's alpha positif dan signifikan, berarti saham *loser* memberikan return yang lebih tinggi daripada saham *winner* atau kinerja portofolio *loser* mengungguli kinerja portofolio *winner*, maka terdapat perbedaan *return* berdasarkan *risk and size adjusted return*. Jensen's alpha

menunjukkan negatif, berarti terdapat *another return reversal* yang dialami saham *loser*, maka portofolio saham *loser* tidak mengungguli portofolio saham *winner* (Hadi,2008). Apabila koefisien *slope* (B_z) signifikan, menunjukkan portofolio saham *loser* memiliki risiko sistematis yang lebih besar daripada portofolio saham *winner*. Hal ini berarti bahwa *return* yang dialami portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* sebagai akibat atas risiko yang ditanggung saham-saham *loser* lebih besar daripada saham-saham *winner*. Sebaliknya, apabila koefisien *slope* (B_z) tidak signifikan, maka menunjukkan bahwa *loser* tidak memiliki risiko sistematis yang lebih besar daripada *winner*.

Hipotesis diterima apabila terdapat perbedaan *return* yang signifikan antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* berdasarkan *risk and size adjusted return* pada periode pengujian. Sedangkan hipotesis ditolak apabila tidak terdapat perbedaan *return* yang signifikan

antara portofolio *loser* dan portofolio *winner* berdasarkan *risk and size adjusted return* pada periode pengujian.

HASIL ANALISIS

Berdasarkan hasil perhitungan $ACAR_{i,t}$ (*Average Cummulative Abnormal Return*) untuk setiap saham *winner* dan *loser*, baik periode formasi maupun periode pengujian tampak pada tabel 1. Rata-rata tingkat *abnormal return* kumulatif saham *winner* yang telah digabungkan ($GACAR_w$) pada periode formasi adalah 0,2323, yang menunjukkan tingkat keuntungan (*return* saham *winner*) 0,2323 lebih tinggi daripada tingkat keuntungan pasar (*return* pasar), sedangkan rata-rata *abnormal return* kumulatif saham *loser* ($GACAR_L$) pada periode formasi adalah -0,1200, yang menunjukkan tingkat keuntungan (*return* saham *loser*) -0,1200 lebih rendah daripada tingkat keuntungan pasar (*return* pasar).

Tabel 1. Rata-rata *abnormal return* saham *winner* ($GACAR_w$), saham *loser* ($GACAR_L$), dan hasil perbandingan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* dan *loser* ($GACAR_{L-w}$)

Portofolio	GACAR			
	Periode formasi	<i>p-value</i>	Periode pengujian	<i>p-value</i>
<i>Winner</i>	0.2323	0.000	0.0178	0.025
<i>Loser</i>	-0.1200	0.000	0.0282	0.000
<i>Loser-Winner</i>	-0.3523	0.000	0.0104	0.122

Tabel 2. Hasil perbandingan *abnormal return* antara saham *loser* dan saham *winner* selama periode 6 bulan

Periode	<i>Loser Mean</i>	<i>Winner Mean</i>	<i>Loser-Winner</i>	
			<i>Mean Difference</i>	<i>p-value</i>
T0	-0.12002	0.23228	-0.35230	0.000
T1	0.05560	-0.02049	0.07609	0.000
T2	0.01435	0.03806	-0.02371	0.230
T3	0.02816	0.02599	0.00216	0.910
T4	0.03420	0.00601	0.02819	0.115
T5	0.01169	0.04321	-0.03152	0.127
T6	0.02537	0.01391	0.01146	0.646

Tabel 3. Regresi *Market Premium* terhadap *Zero Cost Investment*

Periode	<i>Loser - Winner</i>			
	α	<i>p-value</i>	β	<i>p-value</i>
T1	0.097	0.004	1.552	0.008
T2	-0.008	0.738	-0.504	0.226
T3	0.014	0.581	0.186	0.671
T4	0.006	0.837	-0.278	0.573
T5	-0.016	0.455	-0.190	0.620
T6	-0.049	0.100	0.377	0.466

Pada periode pengujian, rata-rata *abnormal return* saham *winner* turun menjadi 0.0178, hal ini juga menunjukkan bahwa return saham *winner* masih tetap lebih tinggi daripada *return* pasar. Dengan nilai $GACAR_W$ yang positif, maka dapat dikatakan bahwa saham *winner* tidak mengalami pembalikan (*reversal*) *return* pada periode pengujian tetapi signifikan secara statistik untuk sebagian besar saham. Hal ini berarti bahwa hipotesis pertama ditolak.

Sedangkan yang terjadi pada saham *loser*, dengan nilai $GACAR_L$ yang mengalami kenaikan yaitu menjadi 0.0282, maka dapat dikatakan bahwa saham *loser* berkedudukan sebagai saham

winner pada periode pengujian. Rata-rata *abnormal return* saham *loser* naik menjadi positif 0.0282, artinya bahwa *abnormal return* saham *loser* lebih tinggi daripada *return* pasar. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* portofolio saham *loser* pada periode formasi mengalami pembalikan (*reversal*) *return* pada periode pengujian dan signifikan secara statistik untuk sebagian besar saham, sehingga hipotesis kedua diterima. Hipotesis ketiga membandingkan rata-rata *abnormal return* saham *winner* dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* baik pada 1 bulan periode formasi ataupun pada 6 bulan periode pengujian.

Pada tabel 1, hasil perbandingan antara *winner* dan *loser* yang merupakan selisih antara portfolio saham *winner* dengan *loser* ($GACAR_{L-W}$) menunjukkan sebesar -0.3523 pada periode formasi dan pada periode pengujian sebesar 0.01045 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.122 lebih besar dari tingkat keyakinan 5 persen. Hasil pengujian perbandingan *abnormal return* antara saham *loser* dan saham *winner* selama periode 6 bulan dapat dilihat juga pada tabel 2.

Hipotesis keempat ini meneliti adanya pembalikan *return* dan perbedaan return antara saham *winner* dan saham *loser* setelah disesuaikan dengan *size* dan risiko. Pengujian dilakukan dengan regresi antara *market premium* sebagai variabel independen dengan *return of zero cost investment* sebagai variabel dependen.

Pada tabel 3 dapat dilihat bahwa pada bulan pertama setelah periode formasi (T1), menunjukkan Jensen's alpha signifikan dengan *abnormal return* yang diperoleh berdasarkan *risk and size adjusted return* sebesar 9.7%. Sedangkan koefisien *slope* (β) sebesar 1.552 yang signifikan pada tingkat keyakinan 5 persen. Hal ini dapat diartikan bahwa pada T1 saham *loser* memberikan return yang lebih tinggi dan memiliki *systematic risk* yang lebih besar daripada saham *winner*, sehingga kinerja saham *loser* lebih unggul daripada kinerja saham *winner* setelah disesuaikan dengan *size* dan risiko.

Nilai Jensen Alpha yang negatif pada T2 sebesar -0.008, T5 sebesar -0.016 dan T6 sebesar -0.049, menunjukkan *abnormal return* yang diperoleh saham *loser* tidak melebihi saham *winner* (*another return reversal*

yang dialami saham *loser*), yang berarti saham *winner* memberikan return yang lebih tinggi daripada saham *loser*. Jensen Alpha bernilai positif namun tidak signifikan yaitu pada T3 sebesar 0.014 dan T4 sebesar 0.006. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* berdasarkan *risk and size adjusted return* setelah periode formasi.

Koefisien slope (B_Z) yang tidak signifikan pada T2 sebesar -0.504, T3 sebesar 0.186, T4 sebesar -0.278, T5 sebesar -0.190, dan T6 sebesar 0.377 menunjukkan bahwa portofolio saham *loser* tidak memiliki risiko sistematis yang lebih besar dibandingkan portofolio saham *winner*. Berdasarkan hasil regresi tersebut berarti bahwa hipotesis keempat ditolak.

Berdasarkan hasil pengolahan data dan analisis yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa portofolio saham *winner* tidak mengalami *return reversal*, sedangkan portofolio saham *loser* mengalami *return reversal* dan menghasilkan *abnormal return* yang signifikan dalam jangka pendek. Begitu juga hasil pengujian sebelum dan setelah disesuaikan dengan *size* dan risiko, tetap tidak terdapat perbedaan return antara portofolio saham *loser* dan portofolio saham *winner*. Sehingga hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa strategi investasi *contrarian* tidak tepat untuk diterapkan pada kondisi seperti ini, yaitu investor dalam melakukan perdagangan saham pada perusahaan sektor properti dan *real estate* sebaiknya tidak membeli saham *loser* dan menjual saham *winner* karena tidak dapat menghasilkan rata-rata profit yang signifikan.

Hal ini dapat diartikan bahwa pada saham sektor properti dan *real estate* di BEI tidak mengindikasikan terjadinya *winner-loser anomaly* dan *market overreaction*. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Jianzhou Zhu (2007) dalam Sunarto dan Setiono (2008), yang mengemukakan bahwa seringkali *short sell* yang dilakukan investor tidak menghasilkan *abnormal return* yang signifikan, dikarenakan investor cenderung *underreaction* terhadap *good news* yang masuk ke pasar saham, sedangkan saham *loser* atau biasa disebut dengan *bad news stock* seringkali akan menghasilkan *abnormal return* jangka pendek yang signifikan, dikarenakan investor cenderung *overreaction* terhadap *bad news* yang masuk ke pasar saham. Begitu juga hasil studi empiris yang telah dilakukan oleh Yulianawati (2003) dan Warninda dan Marwan (1998) dengan menguji anomali *winner-loser* di BEJ, bahwa pada periode pengujian tidak terlihat adanya *reversal effect* yang simetri dan saham *loser* tidak mampu mengungguli kinerja saham *winner* yaitu salah satu saham tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan, sehingga disimpulkan bahwa strategi investasi *contrarian* tidak dapat diterapkan di BEJ.

Namun sebaliknya hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Jegadeesh & Titman (1993) dan Hadi (2008) yang menunjukkan bahwa dengan hasil dari return yang signifikan positif selama periode pengujian dapat diterapkan *contrarian strategy* pada jangka pendek dengan membeli saham *loser* dan menjual saham *winner*. Begitu juga penelitian Debondt-Thaler (1985) dengan hasil

menunjukkan bahwa saham-saham yang mulanya merupakan *loser* mengungguli saham-saham *winner* pada periode berikutnya dalam jangka panjang dan pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi baru dan cenderung mengabaikan informasi sebelumnya.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis dan pembahasan sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terdapat anomali *winner-loser* dan *market overreaction*, yaitu tidak adanya *reversal effect* yang simetri, kinerja saham *loser* tidak mampu mengungguli saham *winner*, dan salah satu saham tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan baik sebelum dan setelah disesuaikan dengan *size* dan risiko yang berarti bahwa *contrarian investment strategy* dalam jangka pendek kurang tepat diterapkan di BEI khususnya pada perdagangan saham sektor properti dan *real estate* karena tidak sepenuhnya dapat menjelaskan dan menghasilkan profit.

DAFTAR PUSTAKA

- Anna, N. 2004. *Analisa Pengaruh Perbedaan Besaran Perusahaan terhadap Terjadinya Market Overreaction di BEJ 1999-2003*. Skripsi. Universitas Kristen Petra. Surabaya.
- Chan, K.C.1988. *On The Contrarian Investment Strategy*. Journal of Business. Volume 61. Nomor 2. Halaman 47-163.

- Chang, Rosita P, D. W. McLeavy and S. Ghon Rhee. 1995. *Short-term Abnormal returns of the Contrarian Strategy in the Jappanese Stock Market*. Journal of Business Finance and Accounting. 22 (7). pp. 1035-1048.
- De Bondt, F. M. Werner dan Richard Thaler. 1985. *Does the Stock Market Overreact?*. The journal of Finance. Vol. XI. No. 3. July. pp 793-805.
- Djohanputro, Bramantyo. *Profil Return-Risk Pasar Modal Indonesia*. Sekolah Tinggi Manajemen PPM (www.bram39.wordpress.com).
- Fama, E.F. 1970. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance. 25. 383-417.
- Frensidy, Budi. 2008. *Mendayung di tengah badai pasar saham*. 11 April 2008.
- Hadi, DK. 2008. *Short Contrarian Investment Strategy Analisis Pada Saham Saham Di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi. UGM. Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. 1993. *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. Journal of Finance. 48. 65-91.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. BPFE. Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 2000. *Investment Analysis and Management*. 7th Edition. John Wiley & Sons Inc. New York.
- Kusumawardani, Srihartati. 2001. *Analisis Reaksi Berlebihan, Efek Bid-Ask, Firm Size dan Likuiditas dalam Fenomena Price Reversal di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Prodi Magister Manajemen, Universitas Diponegoro. Semarang.
- Manurung, A. H. 2009. *Berinvestasi Dan Perlindungan Investor Di Pasar Modal*. Perbanas Quarterly Review. Vol. 2.No. 1.
- Najmudin. 2008. *Eksistensi Profitabilitas Strategi Investasi Momentum Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Performance. Vol. 9. No. 2. Hal.1-20.
- Sunarto, I., Setiono, A. 2008. *Analisa Contrarian Investment Strategy pada Saham-saham yang Tergabung dalam Liquidity 45 yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2001-2005*. Skripsi. Universitas Kristen Petra.
- Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE. Yogyakarta.
- Yang, Jack J.W. 1997. *Does the Contrarian Investment Strategy Work in Taiwan ? An Integrated Study*. Proc. Natl. Sci. Council. ROC (C). Volume 9. Nomor 3. pp. 522-531. December 1998.
- Yulianawati, Enny. 2003. *Pengujian Anomali Winner-Loser di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Prodi Magister Manajemen. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Warninda, T.D. & Marwan, A.S. 1998. *Dapatkah strategi kontrarian*

diterapkan di pasar modal Indonesia?(pengujian anomali winner-loser di bursa efek Jakarta).Jurnal ekonomi dan bisnis Indonesia. Yogyakarta. 13-2-1998: 71-77.

Zarowin, Paul.1989. *Short-Run Market Overreaction: Size and Seasonality Effects*. Journal of Portofolio Management. Vol. 15. No. 3. pp. 26-29.