

**CONTRARIAN INVESTMENT STRATEGY
PADA SAHAM PERUSAHAAN KOMPAS 100
DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2008-2010**

Sri Astuti Nurhayati, SE, MM

ABSTRACT

Information is needed to invest in stock exchange. Investors need information to analyze a stock before finally decide to buy or sell stocks. However, many research show several phenomena that are inconsistent with the efficient market hypothesis, one of those phenomenon is return reversal. This phenomenon is called a winner-loser anomaly when stocks extremely positive abnormal return (winner) or extremely negative abnormal return (loser) experience extended reversal, so that loser can outperform winner. The presence of this anomaly creates the contrarian investment strategy: buy loser stocks and sell-short the winner stock.

The purpose of this research is to test contrarian investment strategy can be applied in the Indonesian capital market, especially companies Compass 100. Using data from January 2008 until December 2010 and covers the period of formation and testing for six months, this research found that the reversal effect occurs for portfolios formed based on the abnormal return but did not found the same thing for the portfolios are formed based on size, PBV and PER. Discovery of reversal effect in both groups of stocks may mean that the test period based on abnormal returns, contrarian investment strategy can be applied in the Indonesian capital market, especially companies Kompas 100 the period 2008 to 2010.

Keyword: Contrarian investment strategy, Abnormal Return, Size, Price Book Value and Price Earning Ratio

1. Pendahuluan

Pengujian tentang efisiensi pasar modal mulai dilakukan seiring dengan pertumbuhan yang pesat di Bursa Efek Indonesia. Hipotesis efisiensi pasar modal (*efficient market hypothesis* atau EMH) pada dasarnya berkenaan dengan reaksi pasar (yang tercermin pada penyesuaian harga) terhadap munculnya informasi baru. Secara

umum dapat dikatakan bahwa pasar yang efisien akan segera bereaksi secara cepat dan tepat terhadap informasi, sehingga tidak dimungkinkan untuk memperoleh keuntungan di atas normal (abnormal return). Efisiensi pasar modal menurut Fama (1970) dikategorikan menjadi bentuk lemah, setengah kuat dan kuat. Namun selama decade

terakhir, banyak penelitian yang menyebutkan tentang adanya anomali di pasar modal. Salah satu anomali yang bertentangan dengan efisiensi pasar adalah anomali *winner-loser*.

Anomali *Winner-loser* pertama kali dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985, 1987) yang menemukan adanya saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (seringkali disebut sebagai *winner*) atau sangat negatif (seringkali disebut sebagai *loser*) akan mengalami pembalikan pada periode di masa datang. Pengujian hipotesis reaksi pasar berlebihan didesain untuk memvalidasi hipotesis efisiensi pasar dalam bentuk lemah (Kryzanowski & Zhang, 1992).

Terjadinya anomali *winner* dan *loser* menunjukkan adanya *return reversal* yang dialami saham-saham *loser* dan *winner* yang memunculkan strategi investasi yaitu *contrarian investment strategy*. Chan (1988) menyebutkan bahwa *contrarian investment strategy* adalah strategi membeli saham-saham *loser* dan *selling short* saham-saham *winner*. *Contrarian investment strategy* menurut De Bondt dan Thaler (1985) menyarankan investor untuk membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham yang dimiliki 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*.

Sejak dikemukakan *market overreaction hypothesis* pada tahun 1985 konsep ini mendapat perhatian

serius dari kalangan peneliti. Banyak penelitian dilakukan untuk menguji kebenaran terjadinya pembalikan *return (return reversal)* yang disebabkan oleh reaksi berlebihan. Diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Brailford (1992) yang menemukan tidak terdapat *price reversal* yang signifikan di pasar modal Australia. Begitu juga hasil penelitian Warninda dan Asri (1998) yang juga tidak menemukan adanya *reversal effect* sehingga investasi *contrarian* tidak bisa diterapkan di pasar modal Jakarta. Namun dilain pihak, Rahmawati dan Suryani (2005) serta Hadioetomo dan Sukarno (2009) menemukan adanya indikasi reaksi berlebihan yang ditandai dengan kinerja portofolio *loser* mengungguli kinerja portofolio *winner*. Hal senada juga dihasilkan dalam penelitian Bildik and Giilay (2004) dimana terdapat perbedaan abnormal return rata-rata antara top *winner* dan top *loser* selama 10 tahun penelitian adalah 1.14% per bulan dimana *loser* mengungguli *winner* sehingga *Contrarian Investment Strategy* lebih baik diterapkan di Pasar Modal Istanbul daripada strategi momentum.

Penelitian Zarowin (1989 dan 1990) membuktikan bahwa fenomena pembalikan return bukan terjadi karena *market overreaction* tetapi karena *size effect*. Fenomena *Size effect* dalam *market overreaction* dapat diamati ketika saham *loser* dan *winner* mempunyai *size* yang berbeda akan tetapi tidak menunjukkan perbedaan return yang signifikan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa *abnormal return* saham *loser* yang relatif lebih tinggi dari saham *winner* pada

periode selanjutnya disebabkan oleh perbedaan *size* antara saham *winner* dan *loser*. Hal senada ditemukan oleh Chang (1995) setelah dilakukan analisa dilakukan terhadap *seasonality effect* serta pengujian dengan pengontrolan *size* dan risiko, Chang menyimpulkan bahwa *Contrarian Investment Strategy* dapat diterapkan di Pasar Modal Jepang. Namun di lain pihak, Hadioetomo dan Sukarno (2009), Warninda dan Asri (1998) serta Brailsford (1992) yang menemukan bahwa besarnya kapitalisasi pasar tidak mempengaruhi tingkat keuntungan *abnormal return* sehingga *Contrarian Investment Strategy* tidak dapat diterapkan dengan pengontrolan *size*.

Temuan Budileksmana dan Gunawan (2003) dalam menghubungkan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) dengan *return portofolio* saham di Bursa Efek Jakarta menyimpulkan bahwa *portofolio* yang dibentuk berdasarkan rasio PER dan PBV tinggi menghasilkan *return portofolio* yang lebih tinggi dari PER dan PBV yang rendah. Hal tersebut berlawanan dengan hasil penelitian Anggriyani (2003) yang meneliti tentang pengaruh PBV terhadap *return* sekuritas perusahaan manufaktur, menemukan bahwa PBV berpengaruh negatif terhadap *return* sekuritas *portofolio*.

Selanjutnya, Penelitian Sukmawati dan Hermawan (2002) melakukan penelitian mengenai *overreaction hypotesis* dan *price earning ratio anomaly* pada saham-saham di sektor manufaktur di BEI. Temuan yang dihasilkan adalah reaksi berlebihan tidak terjadi dalam

rentang waktu yang lama, namun bersifat terpisah pisah. Selanjutnya diketahui bahwa reaksi berlebihan pada portofolio yang terbentuk berdasarkan peringkat abnormal return lebih menonjol dibandingkan pada yang terjadi pada portofolio dengan peringkat PER.

Dari beberapa penelitian di atas, terdapat perkembangan pendapat mengenai penyebab *winner* dan *loser anomaly*. Selain bisa dilihat dari *abnormal return*, *price to book value* dan *price earning ratio*, juga bisa dilihat dari faktor *size* sebagai penyebab *winner* *loser anomaly*. Berdasarkan alasan tersebut, maka motivasi penelitian ini adalah untuk melakukan pengujian mengenai *contrarian investment strategy* di BEI dengan menggunakan berbagai metode yaitu dilihat dari, *Abnormal Return*, *Size*, *PBV* dan *PER*.

2. Telaah Pustaka

2.1. *Contrarian Investment Strategi*

Chan (1988) megemukakan bahwa *contrarian investment strategy* adalah strategi membeli saham-saham *loser* dan *selling short* saham-saham *winner*. Mengingat psikologi investor dan hipotesis reaksi pasar berlebihan bahwa pasar saham bereaksi berlebihan terhadap berita dan *event*, saham *winner* cenderung *overvalued* sedangkan saham *loser* cenderung *undervalued*. Investor *contrarian* dapat mengeksploitasi kecenderungan investor secara umum tersebut dan memanfaatkan inefisiensi pasar untuk menuai keuntungan ketika harga saham kembali ke nilai intrinsik mereka.

Efficient Market Hypothesis (EMH) yang menyatakan bahwa harga pasar dari sekuritas secara penuh merefleksikan semua informasi yang tersedia dan memberikan perkiraan yang tidak bias dari nilai yang mendasari [Jagric dkk, (2005)]. Meskipun banyak bukti empiris yang mendukung EMH, harga saham tidak selalu mencerminkan estimasi terbaik dari nilai sesungguhnya dan pasar merespon informasi yang tidak tepat tersebut sehingga dapat menimbulkan inefisiensi pasar [Smidt (1968)]. Inefisiensi tersebut dimanfaatkan oleh investor *contrarian* yang bertindak melawan arus untuk berinvestasi pada saham *loser* untuk mendapatkan *excess return*

Contrarian investment strategy menurut De Bondt dan Thaler (1985) menyarankan investor untuk membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham yang dimiliki 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*.

2.2. Overreaction Hypothesis

Debondt dan Thaler (1985) berargumentasi bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru (kinerja saham terbaru) untuk memproyeksikan kinerja saham di masa mendatang. Investor mempunyai bias representativeness dan heuristic. Saham yang meningkat harganya akhir-akhir dianggap sebagai saham baik, karena itu saham tersebut akhirnya dibeli. Sebaliknya, saham yang menurun

harganya akhir-akhir ini dianggap jelek akan dijual. Investor dalam hal ini gagal menangkap informasi yang lebih luas. Kinerja saham mestinya tidak hanya diukur dengan informasi terbaru (yang merupakan sepenggal informasi), tetapi mestinya diukur dengan informasi yang lengkap dan komprehensif (misalnya mengamati kinerja saham yang akan dibeli selama sepuluh tahun terakhir dan digabungkan dengan informasi lainnya seperti informasi fundamental, laporan keuangan, dsb). Investor yang hanya mengambil informasi sepenggal ini bisa dikatakan mengalami over react (reaksi berlebihan) terhadap munculnya informasi baru tersebut.

Debondt dan Thaler (1985) menggunakan data return bulanan dari pasar saham US, menjelaskan bahwa saham yang memiliki bad performance atau kinerja buruk dalam periode masa lalu mendapatkan abnormal return yang positif setelah disesuaikan dengan risiko. Dan sebaliknya, saham saham yang memiliki kinerja baik dimasa lalu mendapat abnormal return negatif di periode berikutnya setelah disesuaikan dengan risiko. Debondt dan Thaler (1985) mengatakan bahwa kejadian atau pelanggaran yang terjadi dalam efisiensi pasar lemah ini terjadi karena over reaksi investor dalam menerima informasi baru. Jika investor over reaksi pada berita bagus, maka harga saham akan meningkat diatas equilibrium dalam periode pertama, dan kemudian di periode berikutnya harga saham akan menyesuaikan ke equilibrium kembali. Begitu pula jika investor

over reaksi terhadap berita buruk, maka harga saham akan bergerak dibawah equilibrium dalam periode pertama dan akan bergerak positif kembali ke equilibrium pada periode berikutnya.

2.3. Strategi Investasi

Di dalam keuangan dikenal dua strategi investasi dalam pasar modal, yaitu strategi aktif dan strategi pasif.

1. Strategi investasi Pasif

Jones (2000) menjelaskan bahwa yang dimaksud dengan *passive investment strategy* melibatkan penentuan proporsi asset yang diinginkan dan mempertahankan bagian dari asset tersebut, dengan hanya sedikit perubahan. Investor yang sangat meyakini *Efficient Market Hypothesis* akan memilih strategi investasi ini karena berdasarkan EMH sangat kecil kemungkinannya bagi investor untuk dapat menemukan sekuritas yang *underprices* yang dapat memberikan keuntungan.

2. Strategi Investasi Aktif

Strategi ini menurut Jones (2000) melibatkan keputusan tertentu untuk merubah proporsi investasi yang telah pilih, atau asset-asset dalam kategori tertentu yang berdasarkan keyakinannya bahwa dengan melakukan hal tersebut investor dapat memperoleh keuntungan. Bagi investor yang tidak mempercayai EMH, mereka melakukan

strategi ini. Mereka percaya masih terdapat peluang untuk mencari keuntungan bila mereka dapat menemukan sekuritas *undervalue* dan dibutuhkan waktu bagi harga sekuritas untuk menyesuaikan dengan informasi baru.

Salah satu strategi dalam investasi aktif adalah *contrarian investment strategy* yang berusaha mencari keuntungan di Pasar Modal. Strategi ini berlawanan dengan pandangan umum yang terjadi di pasar modal yang biasanya menggunakan momentum strategy untuk mencari keuntungan. Chang, Mcleavey, dan Rhee (1995) menjelaskan bahwa *contrarian investment strategy* adalah strategi membeli saham-saham loser dan selling short saham saham winner. Strategi investasi ini bertujuan untuk memperoleh abnormal return yang positif.

2.4. Penelitian Terdahulu

Sejak dikemukakan tahun 1985, *Market Overreaction Hypothesis* mendapatkan banyak perhatian dari kalangan peneliti. Telah banyak dilakukan penelitian mengenai return reversal yang disebabkan oleh *market overreaction*. Penelitian penelitian yang telah dilakukan memakai berbagai metode yang berbeda dengan periode yang berbeda pula.

Penelitian-penelitian yang mendalami anomali yang terjadi

pada saham saham *loser* maupun *winner* menemukan adanya pembalikan return pada periode pengujian. Dimana return saham *loser* mengungguli saham *winner*. Namun penelitian banyak berdebat tentang penyebab terjadinya anomali tersebut. Terdapat beberapa peneliti yang mengatakan bahwa anomali terjadi karena *market overreaction*, namun ada juga peneliti yang mengatakan bahwa terjadinya anomali *loser* mengungguli *winner* disebabkan risiko yang ditanggung saham saham *loser* lebih tinggi dan memiliki *size* yang lebih kecil.

Adanya *winner loser anomaly* ini memunculkan strategi yang dinamakan *contrarian investment strategy*. Chan (1998) mengatakan bahwa strategi ini adalah strategi yang membeli saham-saham *loser* dan kemudian melakukan *short selling* saham saham *winner* dengan harapan memperoleh *abnormal return* yang positif pada periode berikutnya. Berikut ini beberapa penelitian terdahulu yang melakukan penelitian tentang *winner loser anomaly*:

a. Chang (1995)

Chang et al, melakukan penelitian di pasar modal Jepang dengan periode jangka pendek. Dengan periode 17 saham antara tahun 1975-1991, Chang menggunakan periode pembentukan satu bulan yang dimulai bulan februari 1975 dan periode pengujian selama enam bulan. Setelah dilakukan penghitungan abnormal return masing-masing saham, sepuluh portofolio dibentuk berdasarkan ranking

abnormal return, dari yang tertinggi sampai yang terendah. Setelah diranking, analisa dilakukan terhadap *seasonality effect*, dan pengontrolan *size* dan risiko. Setelah dilakukan pengujian dengan beberapa variabel pengontrol tersebut serta mempertimbangkan biaya transaksi, Chang menyimpulkan bahwa *Contrarian Investment Strategy* dapat diterapkan di Pasar Modal Jepang.

b. Paul Zarowin (1989)

Zarowin menemukan bahwa saham loser biasanya tersusun atas perusahaan yang *size*-nya lebih kecil dibandingkan dengan saham *winner*. Setelah mencocokkan saham loser dan winner yang mempunyai *size* perusahaan yang sama ternyata perbedaan return yang terjadi menghilang. Penelitian selanjutnya menyimpulkan bahwa ketika saham *loser* memiliki *size* lebih kecil daripada *winner*, saham *loser* akan memiliki *abnormal return* yang mengungguli *winner*, begitu juga sebaliknya ketika saham *winner* memiliki *size* yang lebih kecil daripada *loser* maka *abnormal return* dari portofolio saham *winner* akan mengungguli *loser*. Kesimpulan yang diambil Zarowin adalah bahwa *anomaly loser winner* bukan disebabkan *market overreaction* melainkan lebih disebabkan oleh perbedaan *size* perusahaan

c. Brailsford (1992)

Penelitian dilakukan di pasar modal Australia, periode

penelitian 1958 sampai 1987 dengan pembentukan portofolio setiap tiga tahunan sedangkan jumlah anggota portofolio sebanyak 10% jumlah sampel. Variabel yang digunakan adalah *abnormal return* yang dihitung dengan *market adjusted return/zero-one market model*. Teknik analisis yang digunakan adalah *paired sample t test*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa anomali *winner-loser* tidak ditemukan dan tidak terdapat perbedaan size portofolio *winner* dan portofolio *loser*.

- d. Warninda dan Asri (1998)
Penelitian dilakukan di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta), periode penelitian Desember 1990 sampai Juni 1997 periode pembentukan semesteran. Variabel yang digunakan *return market*, harga saham individual, dan *abnormal return* yang dihitung dengan zero-one model dan ukuran perusahaan yang diukur dengan MVE. teknik analisis yang digunakan uji paired samples t test dua sisi. Kesimpulan yang diambil adalah pembalikan *return* tidak simetris dan tidak terdapat perbedaan ukuran perusahaan sehingga investasi *contrarian* tidak dapat diterapkan di pasar modal Jakarta.
- e. Recep Bildik and Giizhan Giilay (2004)
Bildik dan Giilay melakukan penelitian mengenai efek loser dan winner yang terjadi di Pasar Modal di Istanbul. Mereka meneliti strategi kontrarian dan momentum di Istanbul pada

periode 1991 sampai 2000. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa portofolio loser mengungguli portofolio winner, sesuai dengan *overreaction hypothesis*. Perbedaan abnormal return rata-rata antara top winner dan top loser selama 10 tahun penelitian adalah 1.14% per bulan dimana loser mengungguli winner. Akhirnya mereka berkesimpulan bahwa *Contrarian Investment Strategy* lebih baik diterapkan di Pasar Modal Istanbul daripada strategi momentum.

- f. Sukmawati dan Hermawan (2002)
Melakukan penelitian mengenai *overreact hypothesis* dan *price earning anomaly* pada saham sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Kesimpulan yang diambil dalam penelitian ini adalah *overreact* tidak terjadi dalam rentang waktu yang lama tetapi lebih bersifat separatis/terpisah-pisah dalam pergerakannya. Selain itu, *overreact* pada portofolio dengan ranking *excess return* lebih menonjol dibandingkan dengan *overreact* yang terjadi pada portofolio dengan ranking PER.
- g. Budileksmana dan Gunawan (2003)
Melakukan penelitian tentang pengaruh PER dan PBV terhadap return portofolio saham di Bursa Efek Jakarta. Hasilnya menunjukkan bahwa portofolio saham yang dibentuk berdasarkan rasio PER dan PBV tinggi dengan target optimalisasi tingkat resiko minimal, menghasilkan *return* portofolio

- yang lebih tinggi dari portofolio PER rendah.
- h. Anggriyani (2003)
 Penelitian dilakukan pada perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta untuk mengetahui pengaruh Beta dan PBV terhadap return sekuritas portofolio perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa PBV portofolio perusahaan berpengaruh negatif terhadap return sekuritas portofolio perusahaan dengan tingkat signifikansi 0.02 dan uji korelasi antara PBV dengan *return* sekuritas sebesar -0.3511. Hasil pengaruh negative PBV terhadap *return* berlawanan dengan teori anomaly.
 - i. Rahmawati dan Suryani (2005)
 Melakukan penelitian tentang over reaksi pasar terhadap harga saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Hasil pengujian hipotesis yang menguji keberadaan reaksi berlebihan terhadap peristiwa-peristiwa yang terjadi selama tahun pengujian menyimpulkan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Efek reaksi berlebihan ini terjadi tidak dalam kurun waktu yang konstan lama, tetapi terjadi secara terpisah-pisah atau separatis.
 - j. Hadioetomo dan Sukarno (2009)
 Melakukan penelitian tentang perbandingan kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dan *loser* saat terjadi anomaly *winner-loser*. Hasil penelitian ini menunjukkan terjadi *market overreaction* yang ditunjukkan

dengan pembalikan kinerja portofolio *loser* dan *winner* dengan selisih CAAR yang berbeda secara signifikan. Selain itu, penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara rata-rata kapitalisasi pasar portofolio saham *winner* dan *loser* sehingga anomaly *size effect* tidak terjadi di Bursa Efek Jakarta pada saat terjadi anomaly *winner-loser*

2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pada teori serta penelitian sebelumnya, maka dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. H1 : terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *winner* pada periode pembentukan dengan periode pengujian.
2. H2 : terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *loser* pada periode pembentukan dengan periode pengujian.
3. H3: terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian.
4. H4: terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian.
5. H5: terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan PBV pada periode pembentukan dengan periode pengujian.

6. H6: terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan PBV pada periode pembentukan dengan periode pengujian.
7. H7: terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian.
8. H8: terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian.

3. Data dan Metodologi

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah *contrarian investment strategy* yaitu membeli saham pada saat *loser* dan menjualnya saat menjadi *winner* bisa diterapkan di Bursa Efek Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 periode 2008 sampai dengan 2010

Variabel yang digunakan pada penelitian tentang *contrarian investment strategy* adalah *abnormal return*, PER, PBV dan Size. Perlakuan yang diberikan pada variabel yang dianalisis adalah pengelompokan saham *winner* dan *loser* pada periode pembentukan dan periode pengujian.

Data *Abnormal Return* diperoleh dari selisih *return* saham yang dihitung dari *return* individual dikurangi *return* ekspektasi.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

dimana :

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada periode t

R_{it} = *return actual* saham i pada periode t

$E(R_{it})$ = *return* ekpektasi pada periode

Actual return dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Dimana :

R_{it} = tingkat keuntungan saham i pada periode t.

P_{it} = harga penutupan saham i pada periode t

P_{it-1} = harga penutupan saham i pada periode sebelumnya

Sedangkan, menurut Ghazali (2007), *Return Ekspektasi (expected return)* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \frac{\sum_{i=1}^N ri}{N}$$

Dimana :

$E(R_{it})$ = *Return* Ekspektasi saham i pada saat t

ri = *return actual*

N = Jumlah pengamatan

Selanjutnya dari kumpulan AR saham individual dilakukan perhitungan *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)* untuk dilakukan analisis selanjutnya. Adapun rumus dalam perhitungan ACAR adalah sebagai berikut:

$$ACAR_{it} = \frac{\sum_{t=1}^T AR_{it}}{N}$$

Dimana :

$ACAR_{it}$ = rata-rata *abnormal return* saham i selama periode t

AR = *Abnormal Return* saham i pada periode t

N = Jumlah emiten

Data *Price to Book Value* (PBV) dihitung dengan formula:

$$= \frac{\text{---}}{\text{---}}$$

$$= \frac{\text{---}}{\text{---}}$$

Data *Price Earning Ratio* (PER) dihitung dengan formula:

$$= \frac{\text{---}}{\text{---}}$$

Ukuran Perusahaan (*Size*) dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan kapitalisasi pasar masing-masing saham.

Portofolio *winner* dan *loser* dibentuk berdasarkan tingkat *abnormal return*, PBV, PER dan *Size* sangat positif dan sangat negative dengan kriteria sebagai berikut:

- 3.1. Saham-saham yang termasuk dalam desil pertama ke atas (10%) maka dapat dikategorikan sebagai saham *winner* dalam periode formasi
- 3.2. Saham-saham yang termasuk dalam desil terbawah (10%) dikategorikan sebagai saham *loser* dalam periode formasi

Periode pembentukan saham-saham *loser* dan *winner* dalam penelitian ini adalah satu bulan dan periode pengamatannya adalah bulan pertama sampai bulan keenam sesudahnya. Dengan menggunakan data dari Januari 2008 sampai dengan Desember 2010 maka akan diperoleh 30 observasi

seperti terlihat pada tabel di bawah ini. Observasi pertama adalah periode pembentukan Januari 2008 dan periode pengujian Februari 2008 sampai Juli 2008. Observasi terakhir adalah periode pembentukan Juni 2010 dan periode pengujian Juli 2010 sampai Desember 2010.

Tabel 1. Observasi, Periode Pembentukan dan Periode Pengujian

Obse rvasi	Pembent ukan (t0)	Pengujian (t1-t6)
1	Jan-08	Feb-Juli '08
2	Febr-08	Mar-Aug '08
3	Mar-08	Apr-Sept '08
4	Apr-08	May-Okt '08
5	May-08	Juni-Nop '08
6	Juni-08	Juli -Des '08
7	Juli-08	Aug'08-Jan'09
8	Aug-08	Sept'08-Feb'09
9	Sept-08	Okt'08-Mar'09
10	Okt-08	Nop'08-Apr'09
11	Nov-08	Des'08-Mei'09
12	Des-08	Jan-Juni '09
13	Jan-09	Feb-Juli '09
14	Febr-09	Mar-Aug '09
15	Mar-09	Apr-Sept '09
16	Apr-09	May-Okt '09
17	May-09	Juni-Nop '09
18	Juni-09	Juli -Des '09
19	Juli-09	Aug'09-Jan'10
20	Aug-09	Sept'09-Feb'10
21	Sept-09	Okt'09-Mar'10
22	Okt-09	Nop'09-Apr'10
23	Nov-09	Des'09-Mei'10
24	Des-09	Jan-Juni '10
25	Jan-10	Feb-Juli '10
26	Febr-10	Mar-Aug '10
27	Mar-10	Apr-Sept '10
28	Apr-10	May-Okt '10
29	May-10	Juni-Nop '10
30	Juni-10	Juli -Des '10

Untuk menguji perbedaan rata-rata *abnormal return*, PBV, PER dan *Size winner* dan *loser*, digunakan uji t (paired sample t-test)

4. Hasil Penelitian

4.1. Pengujian Pembalikan Return Portofolio Saham Winner

Hasil perhitungan pengujian pembalikan saham *winner* tampak pada Tabel 2. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa pada periode pengujian pertama atau pada t1, saham *winner* secara signifikan berbeda dengan pada waktu periode pembentukan (t0). Saham *winner* yang memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0.253453 pada t=0, pada T1 saham *winner* memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0.038123, atau memiliki nilai *mean difference* sebesar -0.21533, yang artinya saham *winner* juga mengalami pembalikan return, dan signifikan pada tingkat keyakinan 5%.

Tabel 2. Hasil Pengujian Paired sample t-test Saham Winner

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	-.21533	5.618	.000
T0 - T2	-.244973	6.694	.000
T0 - T3	-.2262	5.191	.000
T0 - T4	-.2434	5.508	.000
T0 - T5	-.24738	5.500	.000
T0 - T6	-.23272	5.793	.000

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dibandingkan pada T1, portofolio saham *winner* pada T2 mengalami penurunan *abnormal return*. Namun demikian *abnormal return* yang didapatkan pada periode ini tetap signifikan dan berbeda dengan pada waktu periode pembentukan (t0). Portofolio saham *winner* mempunyai

abnormal return sebesar positif 0.00848 dengan *mean difference* sebesar -.244973 dan signifikan pada tingkat keyakinan 5%.

Pada t3 *abnormal return* yang didapatkan oleh portofolio *winner* tetap konsisten mendukung terjadinya *anomaly loser winner*. Dimana return saham *winner* memiliki *abnormal return* sebesar 0.02725 dengan *mean difference* sebesar -0.2262 dan signifikan pada tingkat keyakinan 5%.

Pada t4, t5, dan t6, portofolio saham *winner* mendukung terjadinya pembalikan return. Dimana saham *winner* yang terus mengalami penurunan *abnormal return* semenjak periode pengujian. Pada T4 portofolio *winner* memiliki *abnormal return* sebesar 0.01005, turun lagi pada T5 menjadi 0.00607, dan pada T6 sebesar 0.02073 (signifikan pada tingkat keyakinan 5%).

Terdapatnya pembalikan return yang dialami portofolio *winner* pada periode pengujian dibandingkan pada periode pembentukan serta signifikansi sebesar 0.000 untuk semua periode menunjukkan bahwa hipotesis pertama diterima.

4.2. Pengujian Pembalikan Return Portofolio Saham Loser

Hasil perhitungan pengujian pembalikan saham *Loser* tampak pada Tabel 3. Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa pada periode pengujian pertama atau pada t1, saham *loser* secara signifikan berbeda dengan pada waktu periode pembentukan (t0). Saham *loser* yang memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar -.172730 pada t=0,

pada T1 saham *loser* memiliki rata-rata abnormal return sebesar -.029343, atau memiliki nilai *mean difference* sebesar 0.143387, yang artinya saham *loser* juga mengalami pembalikan return, dan signifikan pada tingkat keyakinan 5%.

Tabel 3. Hasil Pengujian Paired sample t-test Saham Loser

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	0.143387	-5.034	.000
T0 - T2	0.162453	-5.174	.000
T0 - T3	0.173873	-5.941	.000
T0 - T4	0.197203	-5.453	.000
T0 - T5	0.21032	-5.317	.000
T0 - T6	0.1932	-5.134	.000

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dibandingkan pada T1, portofolio saham *loser* pada T2 mengalami kenaikan abnormal return. Namun demikian abnormal return yang didapatkan pada periode ini tetap signifikan dan berbeda dengan pada waktu periode pembentukan ($t=0$). Portofolio saham *loser* mempunyai abnormal return sebesar negatif -.010277 dengan *mean difference* sebesar 0.162453 dan signifikan pada tingkat keyakinan 5%.

Pada T3 abnormal return yang didapatkan oleh portofolio *loser* tetap konsisten mendukung terjadinya anomaly loser winner. Dimana return saham *loser* memiliki abnormal return sebesar 0.001143 dengan *mean difference* sebesar 0.173873 dan signifikan pada tingkat keyakinan 5%.

Pada T4, T5, dan T6, portofolio saham *loser* mendukung terjadinya pembalikan return. Dimana saham *loser* mengalami kenaikan pada T4 dengan abnormal

return sebesar 0.024473, naik lagi pada T5 .037590, akan tetapi mengalami penurunan pada T6 sebesar 0.020470 (signifikan pada tingkat keyakinan 5%).

Terdapatnya pembalikan return yang dialami portofolio *loser* pada periode pengujian dibandingkan pada periode pembentukan serta signifikansi sebesar 0.000 untuk semua periode menunjukkan bahwa hipotesis kedua diterima.

4.3. Pengujian Pembalikan Size Portofolio Saham Winner

Hasil perhitungan pengujian pembalikan *size* saham *winner* tampak pada Tabel 3.

Tabel 4. Hasil Pengujian Paired sample t-test Saham Winner Berdasarkan Peringkat Size

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	0.018	1.052	.301
T0 - T2	0.019	.892	.379
T0 - T3	0.014	.709	.484
T0 - T4	0.007	.365	.718
T0 - T5	0.009	.356	.724
T0 - T6	0.005	.203	.841

Sumber: Data Sekunder, diolah

Portofolio *winner* berdasarkan Tabel 4 di atas menunjukkan bahwa tidak terdapat signifikan antara periode pembentukan dan periode pengujian. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *reversal abnormal return* berdasarkan peringkat *size* sehingga hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian ditolak.

4.4. Pengujian Pembalikan *Size* Portofolio Saham *Loser*

Hasil perhitungan pengujian pembalikan *size* saham *winner* tampak pada Tabel 5

Tabel 5. Hasil Pengujian *Paired sample t-test* Saham *Loser* Berdasarkan Peringkat *Size*

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	-0.031	-0.964	.343
T0 - T2	-0.036	-0.956	.347
T0 - T3	-0.065	-1.839	.076
T0 - T4	-0.072	-1.805	.081
T0 - T5	-0.052	-1.361	.184
T0 - T6	-0.038	-0.987	.332

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan Tabel tersebut dapat dilihat bahwa pada periode pengujian, portofolio *loser* secara signifikan berbeda dari periode pembentukan terjadi pada T3 dan T4 pada tingkat keyakinan 10%, dan untuk periode yang lain menunjukkan tidak berbeda secara signifikan dengan *mean difference* untuk T3 sebesar 0.076 dan T4 sebesar 0.081.

Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *reversal abnormal return* berdasarkan peringkat *size loser* sehingga hipotesis keempat yang menyatakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian ditolak.

4.5. Pengujian Pembalikan *PBV* Portofolio Saham *Winner*

Hasil perhitungan pengujian pembalikan *PBV* saham *winner* tampak pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Pengujian *Paired sample t-test* Saham *Winner* Berdasarkan Peringkat *PBV*

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	0.028	1.301	.204
T0 - T2	0.038	1.403	.171
T0 - T3	0.028	1.224	.231
T0 - T4	0.013	.479	.636
T0 - T5	0.016	.545	.590
T0 - T6	0.016	.554	.584

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan Tabel 6 tersebut dapat dilihat bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan *PBV* antara periode pembentukan dengan periode pengujian. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *reversal abnormal return* saham *winner* berdasarkan peringkat *PBV* sehingga hipotesis kelima yang menyatakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan *PBV* pada periode pembentukan dengan periode pengujian ditolak.

4.6. Pengujian Pembalikan *PBV* Portofolio Saham *Loser*

Hasil perhitungan pengujian pembalikan *PBV* saham *loser* tampak pada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Pengujian *Paired sample t-test* Saham *Loser* Berdasarkan Peringkat *PBV*

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	-0.034	-1.224	.231
T0 - T2	-0.104	-1.161	.255
T0 - T3	-0.051	-1.297	.205
T0 - T4	-0.063	-1.456	.156
T0 - T5	-0.041	-1.143	.262
T0 - T6	-0.033	-.853	.401

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan Tabel 7 tersebut dapat dilihat bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan portofolio *loser* yang dibentuk berdasarkan PBV antara periode pembentukan dengan periode pengujian. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *reversal abnormal return* portofolio *loser* berdasarkan peringkat PBV sehingga hipotesis keenam yang menyatakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan PBV pada periode pembentukan dengan periode pengujian ditolak.

4.7. Pengujian Pembalikan PER Portofolio Saham Winner

Hasil perhitungan pengujian pembalikan PER saham *winner* tampak pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Pengujian Paired sample t-test Saham Winner Berdasarkan Peringkat PBV

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	0.015	.585	.563
T0 - T2	0.019	.688	.497
T0 - T3	0.010	.362	.720
T0 - T4	0.011	.378	.708
T0 - T5	0.023	.807	.426
T0 - T6	0.006	.161	.873

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan Tabel 8 tersebut dapat dilihat bahwa, tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara periode pembentukan dengan periode pengujian. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *reversal abnormal return* saham *winner* berdasarkan peringkat PER sehingga hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan

PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian ditolak.

4.8. Pengujian Pembalikan PER Portofolio Saham Loser

Hasil perhitungan pengujian pembalikan PER saham *loser* tampak pada Tabel 9.

Tabel 8. Hasil Pengujian Paired sample t-test Saham Loser Berdasarkan Peringkat PBV

Periode	Mean Diff	t	Sig.
T0 - T1	-0.119	-1.048	.303
T0 - T2	-0.016	-.442	.662
T0 - T3	-0.030	-.795	.433
T0 - T4	-0.045	-1.087	.286
T0 - T5	-0.021	-.550	.587
T0 - T6	-0.014	-.378	.708

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan Tabel 8 tersebut menunjukkan bahwa, tidak terdapat perbedaan *abnormal return* secara signifikan antara periode pembentukan dengan periode pengujian portofolio saham *loser* berdasarkan PER. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *reversal abnormal return* saham *loser* berdasarkan peringkat PER sehingga hipotesis kedelapan yang menyatakan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian ditolak.

5. Pembahasan

Dari pengolahan data yang dilakukan pada tabel 4.6. dan 4.8. di atas dapat diketahui bahwa terjadi pembalikan return. Saham-saham *winner* mengalami pembalikan pada periode pengujian, begitu pula dengan saham *loser*. Pada penelitian

ini membalikkan return yang dialami oleh saham *winner* lebih ekstrem dibandingkan saham *loser*. Hasil ini menunjukkan bahwa pada periode pengujian terlihat adanya *reversal effect* (efek pembalikan) yang simetri, dimana saham *loser* memberikan *abnormal return* positif yang signifikan pada periode pengujian begitu pula sebaliknya dengan saham *winner* yang memberikan *abnormal return* negatif yang signifikan pada periode pengujian. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati dan Suryani (2005) serta Hadioetomo dan Sukarno yang menemukan bahwa terdapat indikasi reaksi berlebihan yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli *winner*. Hasil ini juga senada dengan penelitian Bildik and Giilay (2004) dimana terdapat perbedaan *abnormal return* rata-rata antara top winner dan top loser selama 10 tahun penelitian adalah 1.14% per bulan dimana loser mengungguli winner sehingga *Contrarian Investment Strategy* lebih baik diterapkan di Pasar Modal Istanbul daripada strategi momentum.

Terbuktinya anomali winner dan loser pada hipotesis 1 dan 2 tersebut menunjukkan adanya *return reversal* yang dialami saham-saham *loser* dan *winner* yang memunculkan strategi investasi yaitu *contrarian investment strategy*. Chan (1988) menyebutkan bahwa *contrarian investment strategy* adalah strategi membeli saham-saham *loser* dan *selling short* saham-saham *winner*. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa berdasarkan *abnormal return*

strategi investasi *contrarian* dapat diterapkan oleh para investor di Bursa Efek Indonesia khususnya pada saham perusahaan Kompas 100.

Analisis terhadap anomaly winner-loser dilanjutkan dengan memeringkat saham sesuai dengan *size*. Hasil analisis atas data pada tabel 4.10 dan 4.12 serta gambar 4.2. menunjukkan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* dan *winner* yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *Contrarian Investment Strategy* tidak dapat diterapkan di pasar modal Indonesia khususnya pada saham perusahaan Kompas 100 berdasarkan *size*. Hasil penelitian ini senada dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hadioetomo dan Sukarno (2009), Warninda dan Asri (1998) serta Brailsford (1992) yang menemukan bahwa besarnya kapitalisasi pasar tidak mempengaruhi tingkat keuntungan *abnormal return* sehingga *Contrarian Investment Strategy* tidak dapat diterapkan dengan pengontrolan *size*.

Selanjutnya analisis dilakukan dengan memeringkat saham berdasarkan PBV. Hasil pengolahan data pada tabel 4.14. dan 4.16 serta gambar 4.3 menunjukkan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* dan *winner* yang dibentuk berdasarkan PBV pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *Contrarian Investment Strategy* tidak dapat diterapkan di pasar modal Indonesia khususnya pada saham perusahaan

kompas 100 berdasarkan PBV. Hasil ini berlawanan dengan temuan Budileksmana dan Gunawan (2003) yang menemukan bahwa portofolio yang dibentuk berdasarkan rasio PBV tinggi menghasilkan return portofolio yang tinggi. Akan tetapi senada dengan penelitian Anggriyani (2003) yang menemukan bahwa portofolio yang dibentuk berdasarkan rasio PBV rendah (*loser*) menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan rasio PBV tinggi (*winner*).

Selanjutnya analisis dilakukan dengan memeringkat saham berdasarkan PER. Hasil pengolahan data pada tabel 4.18. dan 4.20 serta gambar 4.4. menunjukkan bahwa terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* dan *winner* yang dibentuk berdasarkan PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *Contrarian Investment Strategy* tidak dapat diterapkan di pasar modal Indonesia khususnya pada saham perusahaan Kompas 100 berdasarkan PER.

6. Simpulan dan Implikasi Kebijakan

6.1. Simpulan

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa diketemukannya adanya *reversal effect* untuk portofolio yang dibentuk berdasarkan *abnormal return* akan tetapi tidak ditemukan hal yang sama untuk portofolio yang dibentuk berdasarkan *size*, PBV dan PER. Diketemukannya gejala simetri pembalikan kedua kelompok saham

pada periode pengujian dapat diartikan bahwa berdasarkan *abnormal return, contrarian investment strategy* bisa diterapkan di pasar modal Indonesia khususnya perusahaan Kompas 100 periode 2008 sampai dengan 2010, adapun secara rinci dijelaskan sebagai berikut:

1. Terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *winner* pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Sehingga *strategi contrarian* dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan *abnormal return*.
2. Terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *loser* pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Sehingga *strategi contrarian* dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan *abnormal return*.
3. Terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *strategi contrarian* tidak dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan *size*.
4. Terdapat fenomena pembalikan *return* portofolio saham *winner*

- yang dibentuk berdasarkan *size* pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *strategi contrarian* tidak dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan *size*.
5. Terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan PBV pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *strategi contrarian* tidak dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan PBV
 6. Terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan PBV pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *strategi contrarian* tidak dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan PBV
 7. Terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *loser* yang dibentuk berdasarkan PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *strategi contrarian* tidak dapat diterapkan di Pasar

Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan PER.

8. Terdapat fenomena pembalikan return portofolio saham *winner* yang dibentuk berdasarkan PER pada periode pembentukan dengan periode pengujian. Akan tetapi perbedaannya tidak signifikan sehingga *strategi contrarian* tidak dapat diterapkan di Pasar Modal Indonesia khususnya pada perusahaan Kompas 100 dengan portofolio yang dibentuk berdasarkan PER.

6.2. Implikasi Kebijakan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa anomali *winner-loser* terjadi pada perusahaan Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia untuk portofolio yang dibentuk berdasarkan *abnormal return* akan tetapi tidak ditemukan hal yang sama untuk portofolio yang dibentuk berdasarkan *size*, PBV dan PER. Dengan demikian investor yang ingin menerapkan *strategi contrarian* di pasar modal Indonesia khususnya di perusahaan Kompas 100 hendaknya menggunakan *abnormal return* sebagai dasar analisis yaitu dengan membeli *return* saham yang sangat negatif (*loser*) dan segera menjualnya setelah menjadi *winner* untuk memperoleh abnormal return yang optimal.

6.3. Keterbatasan Penelitian

Setelah dilakukan pengolahan data ditemukan bahwa hanya satu variabel yaitu *abnormal return* yang mengalami *reversal effect*. Sedangkan variabel lainnya seperti

size, PBV dan PER tidak mengalami *reversal effect*. Hal ini disebabkan karena keterbatasan penelitian ini, diantaranya:

- a. Faktor yang mempengaruhi abnormal return pada portofolio winner-loser berdasarkan *abnormal return* lebih responsif terhadap informasi dibandingkan kategori pemeringkatan terhadap *Size*, PBV dan PER.
- b. Periode pengamatan *reversal effect* dilakukan dalam waktu sebulan padahal pergerakan saham sangat cepat sehingga model yang disusun belum mampu menjelaskan dengan tepat.

6.4. Agenda Penelitian Mendatang

Berdasarkan hasil penelitian serta keterbatasan penelitian ini maka agenda untuk penelitian mendatang adalah sebagai berikut:

- a. Dalam penentuan variabel penelitian hendaknya menggunakan variabel yang lebih responsif terhadap informasi.
- b. Periode pengamatan *reversal effect* dilakukan dalam kurun waktu mingguan karena pergerakan saham yang sangat cepat sehingga diharapkan hasil yang diperoleh lebih tepat.

Daftar Referensi

- Adler H. Manurung & Pondra N. Permana. 2005. "Gejala Overreaction pada Saham dalam Perhitungan Indeks LQ 45". **Usahawan** No. 09 Tahun XXXIV
- Ang, Robert. 1997. **Buku Pintar Pasar Modal**. Mediasoft Indonesia. Jakarta.
- Anggriyani. 2003. Pengaruh Beta dan Price to Book Value terhadap Return Sekuritas Portofolio Perusahaan: Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. **KOMPAK** Nomor 9.
- Anoraga, Panji & Piji Pakarti. 2001. **Pengantar Pasar Modal**. PT. Rineka Cipta. Jakarta
- Arikunto, Suharsimi. 2002. **Prosedur Penelitian : Suatu Pendekatan Praktek**. Rineka Cipta. Jakarta
- Bildik, R. Giilay, G. (2004). "*Profitability of Contrarian vs Momentum Strategies: Evidence from Istanbul Stock Exchange*". Istanbul
- Bringham, E.F, dan Houston, J.F.(2001). **Manajemen Keuangan (terjemahan)**, Edisikedelapan, Jakarta:Erlangga.
- Brailsford, Tim. 1992. "A Test for The Winner-Loser Anomaly in the Australian Equity

- Market". **Journal of Business Finance and Accounting** Vol. 19 No.2
- Budileksmana, Antaraiksa dan Barbara Gunawan. 2003. Pengaruh Indikator Rasio Keuangan Perusahaan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) terhadap Return Portofolio Saham di Bursa Efek Jakarta. **Jurnal Akuntansi dan Investasi** Vol.4 No.2
- Chan, K.C. (1988). "*On The Contrarian Investment Strategy*". **Journal of Business**, vol 61. no.2 hlm 147-163
- Chang, Rosita P. et all. 1995. "Short Term Abnormal Returns of the Contrarian Strategy in The Japanese Stockmarket". **Journal of Business Finance and Accounting** Vol 22 No. 7
- De Bondt, Werner F.M and Tallor, Richard H. 1985. "Does the Stock Market Overreact?". **The Journal of Finance** Vol. 40 No. 3
- De Bondt, Werner F.M and Tallor, Richard H. 1987. "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality". **The Journal of Finance** Vol. 42 No. 3
- Fama, E.F. (1970). "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*". **The Journal of Finance**, 25, 383-417.
- Fama, Eugene F., and French, K.R. (1995). "*Size and book-to-market factors in earnings and returns*", **Journal of Finance**, 50: 131-155.
- Hartono, Jogyanto 2009. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Keenam**. BPFE. Yogyakarta.
- Husnan, S. (2005). **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Ghozali, Imam. 2001. **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**. Badan Penerbit UNDIP. Semarang
- Jagric, T, Podopnik, B and Kolavonic, M. 2005. Does the Efficient Market Hypothesis Hold?. **Eastern European Economics**, 43 (4), 79-103.
- Jones, Charles P. (2000). **"Investment Analysis and Management 7th Edition"**. John Wiley & Sons, Inc.
- Kryzanowski, Lawrence and Hao Zhang. 1992. "The Contrarian Investment Strategy Does Not Work in Canadian Markets". **Journal of Financial and**

- Quantitative Analysis** Vol. 27 No. 3.
- Sartono, Agus & Yarmanto. 1996. "Analisis Koefisien Penyesuaian Harga dan Efektivitas Penyerapan Informasi Baru di Bursa Efek Jakarta". **Jurnal Kelola** No. 12
- Smidt, S. 1968. A New Look at the Random Walk Hypothesis. **Journal of Finance**, 53 267-284.
- Sukamawati dan Daniel Hermawan. 2002 . Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham-saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. **Jurnal Riset Akuntansi Manajemen dan Ekonomi** Vol.2 No.1
- Sunariyah. 2006. **Pengantar Pengetahuan Pasar Modal Edisi Kelima**. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Titi Dewi Warninda dan Marwan Asri. 1998. Dapatkah Strategi Kontrarian Diterapkan di Pasar Modal Indonesia? (Pengujian Anomaly Winner-Loser di Bursa Efek Jakarta)". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia** Vol. 13 No.2.
- Zarowin, Paul.(1990). "Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction". **Journal of Financial and Quantitative analysis**. Vol 25.No.1 March