

PENDETEKSIAN *MARKET INFORMATION* YANG MEMPENGARUHI KINERJA BURSA EFEK INDONESIA

Eka Bertuah

Fakultas Ekonomi, Universitas Esa Unggul Jakarta
Jalan Arjuna Utara No. 9, Kebun Jeruk, Jakarta 11510
eka.bertuah@esaunggul.ac.id

Abstrak

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah melakukan kajian empiris *Efficient Market Hipotesis (EMH)* dan melihat apakah terjadi anomali pasar berdasarkan return yang diperoleh dari pembentukan portfolio winner dan loser. Objek penelitian yang dipilih adalah saham LQ 45 yang terdaftar di BEI pada Tahun 2009 sampai dengan 2013. Metode analisis data yang digunakan adalah *clustered analysis* yang digunakan untuk membentuk kelompok-kelompok portfolio winner dan loser yang mempunyai konsekuensi terhadap *Efficient Market Hipotesis (EMH)*. Selanjutnya akan disusun suatu strategi dalam perspektif manajemen agar investor melakukan investasi dengan lebih cerdas (*sophisticated*) dalam jangka panjang.

Kata kunci: anomali pasar, portfolio winner, portfolio loser

Pendahuluan

Saat ini terdapat dua dasar penjelasan alternatif untuk perilaku prediksi *earning* para analist, yang satu berdasarkan respon terhadap insentif ekonomi dan yang lainnya berdasarkan perilaku non-ekonomi. Beberapa ahli berpendapat bahwa insentif ekonomi dapat mempengaruhi prediksi *earning* analist karena beberapa hal diantaranya: hubungan *underwriting* analist dan perusahaan yang mereka prediksi *earning*-nya, perihal reputasi karir, atau manajemen *earning* pada perusahaan yang dianalisis (Scharfstein dan Stein, 1990; Dechow, Hutton, dan Sloan, 1998; Michaely dan Womack, 1999; Lim, 2001). Penjelasan kelompok kedua digambarkan dari perilaku ilmuwan dan praktisi yang menyarankan agar investor jangan cenderung mengikuti teori statistik mengenai prediksi. Tapi menggunakan probabilitas subjektif pada suatu *event* (mis: informasi *earning* yang tidak diharapkan) untuk menentukan respon mereka (Kahneman dan Tversky, 1972, 1973; Tversky dan Kahneman, 1973; Einhorn dan Hogarth, 1985). Sejumlah literatur perilaku keuangan menyatakan bahwa terdapat suatu tendensi pada perilaku analist dan investor terhadap informasi *earning* yang tidak diharapkan (Thaler, 1985, 1987, 1990; Bernard dan Thomas, 1990; Abarbanell, 1991; Abarbanell dan Bernard, 1992; Easterwood dan Nutt, 1999). Selanjutnya beberapa studi juga telah dilakukan untuk mengkaji hubungan

antara tendensi perilaku dalam prediksi *earning* analist dan reaksi investor terhadap tendensi dimaksud (Abarbanell dan Bernard, 1992; Dechow dan Sloan, 1997; Ackert dan Athanassakos, 1997).

Secara praktis, terdapat dua kelompok partisipan pasar yakni: partisipan rasional dan quasi rasional. Kalau partisipan quasi rasional mendominasi di dalam proses pengambilan keputusan pasar, keseimbangan pasar rasional tidak akan tercapai. Contoh: kalau para analist berperilaku quasi-rasional terkait dengan insentif ekonomi atau perilaku non-ekonomis saat mereka memprediksi *earning*, maka hasil prediksi mereka akan menunjukkan pola yang sistematis; *overreaction*, *underreaction*, optimisme, atau pesimisme seperti yang banyak dijelaskan dalam literatur manajemen keuangan. Beberapa penelitian merupakan pendukung hipotesis rasional bahwa analist dan investor mengoptimalkan seluruh informasi yang tersedia dan menghasilkan ekspektasi yang tidak bias mengenai *earning* mendatang, disisi lain terdapat juga hasil penelitian yang mendukung hipotesis quasirasional bahwa ekspektasi mengenai *earning* mendatang cenderung menunjukkan bias yang sistematis. Studi mengenai anomali *overreaction* di pasar modal belum terlalu banyak dilakukan di Indonesia, diantaranya adalah Sartono (2000) yang menguji 3 hipotesis ketidakpastian pasar untuk event positif dan negatif di BEJ periode

1995-1998, serta Manurung dan Priotomo (2011) yang mengaplikasikan metode De Bondt dan Thaler untuk mengidentifikasi anomali *overreaction* pada saham emiten tekstil, *retailer* dan *wholesaler*.

Literatur perilaku keuangan substantif secara aktual mengidentifikasi 2 fenomena yang cukup berbeda, keduanya disebut '*overreaction-effect*'. Pertama, para peneliti mengisolasi fenomena jangka pendek yang muncul dari keterkejutan investor pada berita baik (buruk) perusahaan yang menghasilkan *overshooting* temporer pada nilai keseimbangan harga saham perusahaan yang terkena pengaruh.

Para peneliti telah menganalisis pengaruh jangka pendek *overreaction* dengan menggunakan beragam formasi portfolio dan periode pengujian: bulanan, mingguan, dan harian. Zarowin (1989, 1990) menggunakan *return* bulanan dalam menjelaskan pergerakan jangka pendek harga saham di Amerika. Ia menguji apakah portfolio saham yang dengan kriteria *winner-looser* (mengacu kepada diatas atau dibawa nilai rata-rata *risk-adjusted return*) mengalami pembalikan harga saham pada 1 bulan mendatang. Hasil penelitiannya mengindikasikan bahwa strategi kontrarian jangka pendek menghasilkan rata-rata *abnormal return* yang secara statistik signifikan sebesar 2%-5% perbulan. Penelitiannya mendukung hasil tentatif dari penelitian Rosenberg dan Rudd (1982) dan Rosenberg, Reid, dan Lanstein (1985) untuk strategi pembalikan *return* tertentu. Howe (1986) menggunakan metodologi yang hampir sama dengan De Bondt (1985) dan De Bondt dan Thaler (1985) yang menyatakan bahwa saham yang selalu mengalami posisi *return* yang positif atau negatif dalam minggu tertentu akan mengalami pembalikan kinerja pada minggu selanjutnya. Secara khusus, saham kategori *winner* yang menghasilkan nilai *return* mingguan yang selalu positif akan mengalami kinerja pasar yang *underperformed* sebesar 30% pada 50 minggu berikutnya. Sementara harga saham kategori *loser* yang menurun secara tajam dalam indentifikasi mingguan *winner-looser*, akan mengalami *rebound* yang kuat pada lima minggu berikutnya.

Temuan yang sama dihasilkan oleh Lehman (1992) dengan menggunakan metodologi yang berbeda. Ia membentuk portfolio dengan kriteria *short-position* untuk saham

yang mengalami kenaikan harga dan *long-position* untuk saham yang mengalami penurunan harga. Dengan menggunakan data harga saham harian Dyl dan Maxfield (1987) serta Bremer dan Sweeney (1988) juga menemukan bukti mengenai pembalikan harga untuk saham *winner* dan *loser*. Dyl dan Maxfield menyatakan bahwa dalam tiap 200 hari transaksi yang dipilih secara *random* selama periode 1974-1984, untuk kriteria saham *winner*, adalah 3 saham dengan kinerja pasar 1 hari yang *underperformed* 1%-8% dalam 10 hari perdagangan, sementara untuk kriteria saham *loser* adalah 3 saham yang kinerja pasar (1 hari) dari 10 hari perdagangan *outperformed* sebesar 3%-6%. Sementara hasil penelitian Bremer dan Sweeney menyatakan bahwa terjadi *overreaction* pada saham perusahaan Fortune 500 selama periode 1962-1986; dimana nilai *abnormal return* sebesar 4% tidak dapat di-atribusikan secara normal terhadap pengaruh perusahaan kecil, dikarenakan perusahaan yang terkecil dalam Fortune 500 pun terlalu besar bisadibandingkan dengan rata-rata perusahaan terbuka di Amerika.

Pola pembalikan rata-rata yang sama juga dinyatakan oleh Atkins dan Dyl (1990) pada *return* saham harian Amerika, tapi mereka mempertanyakan apakah tendensi dimaksud dapat membentuk basis strategi perdagangan yang *feasible*. Mereka mengestimasi kinerja harga 6 saham dari seluruh saham yang listing di NYSE untuk 300 hari perdagangan yang dipilih secara *random*; 6 saham tersebut termasuk 3 saham yang mengalami nilai persentase kerugian terbesar dan 3 saham *winner* (persentase kenaikan harga) pada hari tertentu. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* untuk saham *loser* adalah positif untuk 8-10 hari yang akan datang dihitung dari tanggal terjadi penurunan harga dan secara statistik signifikan untuk 2 hari setelah event penurunan harga. Untuk saham *winner*, rata-rata *abnormal return* adalah negatif untuk 9-10 hari setelah *event* kenaikan harga. Secara khusus, *abnormal return* secara statistik signifikan untuk hari ke 1,3, dan7.

Untuk negara Inggris, MacDonald dan Power (1992 dan 1993) juga mengemukakan kesimpulan yang skeptis mengenai pengaruh *overreaction* jangka pendek dalam *return* saham mingguan atas 40 perusahaan publik periode Januari 1982-Juni 1990. Strategi jangka

pendek membeli saham *looser* dan menjual saham *winner* akan memiliki kinerja *under-performed* daripada pasar dalam periode 12 minggu yang akan datang setelah pembentukan portfolio saham *winner* dan *looser*. Berdasarkan hasil tersebut mereka menyimpulkan bahwa apabila pada suatu tingkatan tertentu investor mempertimbangkan bahwa *return* mingguan lebih baik dibanding periode bulanan, maka *return* saham jangka pendek tidak mengandung komponen transitory pembalikan-rata-rata. Dengan kata lain apabila harga saham meningkat lebih daripada yang diprediksi model pasar dalam 1 minggu, kenaikan harga tersebut akan mengalami penguatan oleh kenaikan harga berikutnya.

Analisis dan investor adalah jenis partisipan pasar yang berbeda dan memiliki kumpulan informasi yang berbeda, karenanya memiliki karakteristik perilaku yang juga berbeda. Oleh sebab itu prediksi analyst, bukanlah proksi yang memadai bagi ekspektasi investor. Suatu kondisi pasar tertentu akan mempengaruhi langkah-langkah dan keputusan investasi. Dalam kondisi tersebut, harus ditemukan saham dengan rasio keuangan bagaimana yang akan memberikan peluang atau prospek untuk memperoleh *return* yang maksimal dengan tingkat resiko tertentu atau bagaimana saham akan memberikan resiko yang lebih kecil dengan tingkat *return* tertentu.

Efficient Market Hypothesis

Suatu bursa dikatakan efisien jika bursa tersebut dapat menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya minimal. Pasar modal yang efisien juga diartikan sebagai pasar yang berada dalam keadaan seimbang sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan keuntungan diatas tingkat keuntungan seimbang atau yang sering disebut *external efficiency*.

Terdapat tiga jenis pasar yang efisien, yaitu: (1) pasar efisien secara informasi (*informationally efficient market*), yaitu keseimbangan harga mencerminkan consensus bersama antara partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia secara cepat dan akurat; (2) pasar efisien secara operasional (*operationally efficient market*) yaitu operasi pasar dapat dilakukan dengan cepat (liquid) dan biayanya murah; dan (3) pasar efisien secara keputusan

(*decisionally efficient market*) adalah pasar yang mencerminkan ketersediaan informasi dan investornya pandai untuk mengambil keputusan yang benar (kecanggihan pelaku pasar).

Market efficiency hypothesis pada dasarnya berkenaan dengan reaksi pasar (yang tercermin pada penyesuaian harga) terhadap munculnya informasi baru. Fama (1970) menyajikan tiga bentuk utama efisiensi pasar berdasarkan tiga bentuk informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dengan informasi *private*, yaitu:

1. *Weak-Form Efficiency* (Efisiensi lemah) adalah bahwa harga saham di pasar modal juga mencerminkan informasi pergerakan harga saham. Bentuk ini berkaitan dengan *random walk theory* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Menurut teori ini, analisis teknikal yang berusaha memprediksi harga saham berdasarkan informasi harga historis adalah suatu kesia-siaan. Karakteristik *weak form* (Fama, 1965) adalah: (a) urutan perubahan harga independen satu sama lain dan (b) perubahan harga menyesuaikan dengan distribusi probabilitas
2. *Semi-Strong Form Efficiency* (Efisiensi Setengah Kuat) adalah bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk publik (*all publicity available information*). Tidak ada investor yang dapat untung dengan hanya mengandalkan informasi yang tersedia untuk umum. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa:
 - a. Informasi yang mempengaruhi hanya harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan, misalnya: pengumuman laba, pembagian dividend dan perubahan pergantian manajemen.
 - b. Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas sejumlah perusahaan. Contoh: regulasi pemerintah.
 - c. Informasi yang mempengaruhi semua harga saham perusahaan *go public*. Contoh: regulasi yang mewajibkan semua perusahaan mencantumkan laporan arus kas.
3. *Strong-Form Efficiency* (Efisiensi Kuat) adalah bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi tentang perusa-

haan, baik itu informasi yang dipublikasikan ataupun informasi yang tidak dipublikasikan (*private information*). Dengan demikian, percuma saja usaha investor yang mempunyai informasi umum maupun informasi orang dalam untuk memprediksi harga saham.

Ketiga bentuk pasar efisien ini saling berhubungan. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini saling berhubungan. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini saling berhubungan. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Tingkatan kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya, yaitu pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien bentuk setengah kuat.

Anomali Pasar

Anomali tentang pasar efisien juga dapat dijelaskan dan sudut pandang *behavioral finance*. Shefrin (2013) membagi anomali tersebut kedalam tiga kelompok, yaitu:

1. Long-term reversal: winner-loser effect. Istilah ini berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan DeBondtThaler, bahwa secara historis, saham yang memiliki kinerja terburuk selama periode tiga tahun memiliki kecenderungan untuk outperform terhadap pasar pada periode lima tahun berikutnya sebesar 30 persen. Sebaliknya, saham yang returnnya memiliki kinerja terbaik selama periode tiga tahun terakhir cenderung underperformed terhadap pasar pada lima tahun berikutnya sebesar 10 persen. Keadaan di atas disebut sebagai *winner-loser effect*.

2. Momentum: short-term continuation; dimana dalam jangka pendek return menunjukkan momentum (bukan reversal). Secara historis portofolio yang dibentuk dengan cara menahan winner dan menjual saham losers yang diperoleh dan periode 6 bulan yang lalu akan memberikan hasil lebih dari 10 persen per tahun. Pola ini terutama

terjadi pada saham-saham yang berkapitalisasi kecil. Jadi, dalam jangka pendek saham *losers (recent losers)* cenderung untuk underperformed pada periode berikutnya dan saham *winner (recent winners)* cenderung *outperform* terhadap pasar pada periode berikutnya.

3. Post-earning announcement drift; dimana saham-saham perusahaan yang memberikan peningkatan earnings surprise yang positif akan menunjukkan kinerja positive drift setelah pengumuman laba, sedangkan saham-saham yang memberikan peningkatan earnings surprise yang negatif akan menunjukkan kinerja *negative drift* setelah pengumuman laba.

Metode Penelitian

Rancangan Penelitian

Desain penelitian ini melakukan formasi dan observasi atau pengujian perilaku *return* dari portfolio selama periode observasi.

Populasi, Sampel dan Penarikan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Sampel dalam penelitian ini adalah saham yang masuk dalam LQ 45 secara konsisten di Bursa Efek Indonesia (BEI), Jakarta selama 10 tahun, terhitung sejak tahun 2009 sampai dengan 2013.

Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dalam pengambilan sampel. Adapun kriteria pemilihan sampel adalah saham LQ 45 selama tahun 2009 sampai dengan 2012, dan memiliki data perdagangan yang lengkap.

Analisis Data

Tahap-tahap pembentukan Portofolio akan dijelaskan sebagai berikut:

1. Menghitung *return* harian dari harga saham yang ada selama periode pembentukan yaitu selama triwulan, semester, dan tahunan dengan rumus :

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

di mana :

$R_{j,t}$ = *return* saham ke-j pada hari ke-t.

$P_{j,t}$ = harga saham ke-j pada hari ke-t.

$P_{j,t-1}$ = harga saham ke-j pada hari ke t-1.

2. Menghitung *return* pasar harian, dengan rumus :

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

di mana :

$R_{m,t}$ = *return* pasar pada hari ke-t.

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t.

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1.

3. Menghitung *abnormal return* saham harian yaitu dengan rumus :

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t}$$

di mana :

$AR_{j,t}$ = *abnormal return* saham ke-j pada hari ke-t.

$R_{j,t}$ = *return* saham ke-j pada hari ke-t.

$R_{m,t}$ = *return* pasar pada hari ke-t.

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Return dan Risk di Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan tabel 1, dapat dilihat dari *mean* yang menggambarkan *return* saham serta standar deviasi yang menggambarkan risiko, maka saham-saham yang mengalami tingkat pengembalian tertinggi (mengalami keuntungan) adalah saham PGAS sebesar rata-rata 0.015 perhari dengan tingkat risiko sebesar 0.3858, diikuti urutan kedua saham BNBR sebesar rata-rata 0.011 dengan tingkat risiko sebesar 0.1719. Sedangkan tingkat pengembalian terendah atau mengalami kerugian tertinggi adalah saham TSPC sebesar rata-rata negatif 0.7975 perhari dengan tingkat risiko sebesar 0.0335, diikuti urutan kedua saham BMTR sebesar rata-rata 0.002 dengan tingkat risiko sebesar 0.0375. Risiko terendah diperoleh oleh saham BBKA sebesar 0.0251, diikuti urutan kedua saham AALI sebesar 0.0251, sedangkan risiko tertinggi diperoleh oleh saham PGAS sebesar 0.3858, diikuti urutan kedua saham BNGA sebesar 25,62%.

Tabel 1 panel B menggambarkan statistik deskriptif dari data *abnormal return* saham, memperlihatkan saham-saham yang mengalami tingkat pengembalian tertinggi (mengalami keuntungan) adalah saham BNBR sebesar rata-rata 0.009652 perhari dengan dari pada saham *winner* karena hal tersebut tidak terjadi pada triwulan 1 tahun 2009. Triwulan 2 tahun 2009 memiliki hasil yang tak jauh berbeda dengan hasil triwulan 1 tahun 2009, dimana baik saham *loser* dan saham *winner*

tidak mengalami pembalikan *return* dan cenderung statis, dan untuk seluruh bulan yang ada tingkat CAR dari *winner* tetap bernilai positif dan tetap mengungguli CAR *loser* dengan nilai terbesar terjadi pada bulan ke-1 sebesar 2,72%. Selisih CAR yang terjadi antara *loser* dan *winner* untuk semua bulan bernilai negatif pada hasil ini. Hal ini dikarenakan pembalikan CAR *loser* lebih rendah dibandingkan peningkatan CAR *winner*. Tingkat selisih CAR terbesar terjadi pada bulan ke-1 sebesar -3,23%, sehingga pada hasil ini anomali *overreaction* juga tidak terjadi. Hasil yang sama juga ditemukan pada triwulan III tahun 2009, yaitu tidak terjadinya anomali *overreaction* pada hasil ini. Saham *loser* tetap mengalami tingkat pengembalian yang negatif untuk seluruh bulan dengan nilai CAR terendah sebesar -4,99% pada bulan ke-2 sedangkan saham *winner* meskipun pada bulan pertama mengalami pembalikan CAR menjadi negatif, namun pada bulan ke-2 dan CAR-nya kembali menjadi positif dengan tingkat CAR terbesar pada bulan ke-2 sebesar 4,47%. Hal tersebut menyebabkan nilai selisih CAR *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan yang ada.

Analisis Portfolio Winner dan Loser

Langkah selanjutnya adalah melihat bagaimana strategi perdagangan yang didesain para pelaku pasar untuk mengeksploitasi bukti prediktabilitas dalam *return* saham secara konsisten diatas kinerja pasar. Pengujian didesain awal dengan menghitung *abnormal return* saham portfolio, atau yang biasa disebut portfolio saham *winner* dan *loser*.

Perhitungan pada triwulan 1 tahun 2010, memiliki hasil yang sama dengan triwulan 1 tahun 2009, yakni tidak terjadi anomali *overreaction* atau pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner*. Begitu juga pada triwulan 2 tahun 2010, dimana tingkat pengembalian saham *winner* tetap bernilai positif dan saham *loser* tetap bernilai negatif. Selisih CAR yang terjadi untuk hasil ini bernilai negatif untuk semua bulan dengan selisih terbesar pada bulan ke-2 sebesar -12,22%. Hasil dari triwulan 3 tahun 2010, menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*, bila dilihat dari grafik pergerakan CAR-nya pada Gambar 1 dan hasil perhitungan CAR *winner* dan *loser*. CAR *winner* tetap memiliki nilai positif pada seluruh periode. Hasil triwulan terakhir

pada tahun 2010 yaitu triwulan 4, efek pembalikan CAR atau anomali *overreaction* juga tidak terjadi pada seluruh periode.

Triwulan 1 tahun 2011 menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*. Tingkat CAR saham *winner* pada hasil ini mengungguli tingkat CAR *loser* untuk seluruh bulan yang ada, dimana untuk seluruh bulan yang ada nilai CAR *winner* bernilai positif. Tingkat CAR *loser* terbesar terjadi pada bulan ke-3 sebesar 0,52% dan tingkat CAR *winner* terbesar pada bulan ke-3 sebesar 5,73%. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada hasil ini untuk semua bulan bernilai negatif, dimana selisih terbesar terjadi pada bulan ketiga sebesar 6,25%.

Hasil triwulan 2, triwulan 3, dan triwulan 4 pada tahun 2011 memiliki hasil yang sama dengan triwulan 1 tahun 2011. Hasil perhitungan dari triwulan tersebut menunjukkan bahwa anomali *overreaction* tidak terjadi, tingkat CAR dari saham-saham *winner* tetap mengungguli tingkat CAR dari saham *loser*. Hasil triwulan 2 tahun 2011 nilai CAR dari saham *winner* untuk semua bulan bernilai positif dengan nilai CAR pada akhir periode triwulan atau pada bulan ke-3 sebesar 0,39% dan CAR dari saham *loser* untuk seluruh periode bernilai negatif, dengan tingkat selisih CAR antara *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan pada triwulan tersebut. Hasil perhitungan triwulan 3 tahun 2011 nilai CAR *winner* untuk semua bulan bernilai positif dimana nilai CAR *winner* pada akhir periode triwulan sebesar 0,85% dan nilai CAR *loser* sebesar -0,7% dengan selisih CAR antara *loser* dan *winner* pada triwulan tersebut pada akhir periode sebesar -1,56%, sedangkan pada triwulan terakhir pada tahun 2011 yaitu triwulan 4. CAR *loser* tidak mengalami pembalikan sehingga untuk semua bulan yang ada tetap bernilai negatif.

Hasil uji pada 2 tahun terakhir (2012 dan 2013) juga menunjukkan bahwa pada seluruh periode triwulan (kecuali triwulan 2 bulan ketiga 2012, dan triwulan ketiga bulan kedua 2013) tingkat CAR dari saham-saham *winner* tetap mengungguli tingkat CAR dari saham *loser* dengan tingkat selisih CAR antara *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan pada triwulan tersebut. Atau dengan kata lain tidak terjadi gejala anomali *overreaction*.

Pengujian Anomali Market di BEI

Tabel 4 memperlihatkan nilai CAR dan ACAR dari saham *winner* dan *loser* untuk setiap hasil yang ada pada periode semester untuk setiap bulan 1, sampai dengan bulan 6 tahun 2009 sampai dengan tahun 2013, dan tabel 3 (abnormal profit) yang memperlihatkan selisih CAR dan rata-rata selisih ACAR dari saham *loser* dan *winner* serta tingkat signifikansi untuk seluruh hasil yang ada.

Hasil semester 1 tahun 2009 tidak menunjukkan terjadinya pembalikan CAR dari saham *winner* dan *loser* (tingkat CAR *loser* mengungguli tingkat CAR *winner*), dimana tingkat pengembalian saham *loser* bernilai negatif (kecuali bulan ke 1 dan ke 3) untuk semua bulan yang ada. Tingkat pengembalian saham *winner* pada hasil ini bernilai positif untuk semua bulan dengan tingkat pembalikan CAR tertinggi sebesar 5,25% yang terjadi pada bulan pertama dan nilai CAR sebesar 1,79% pada akhir periode semester atau pada bulan ke-6. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada semester ini untuk semua bulan bernilai negatif, dan memiliki tingkat signifikansi yang tinggi. Tingkat signifikansi yang tinggi ini tidak hanya terjadi pada semester 1 tahun 2009 tetapi juga untuk seluruh semester yang ada pada periode 6 bulanan.

Semester 2 tahun 2009 memiliki hasil yang tak jauh berbeda dengan hasil semester 1 tahun 2009, dimana baik saham *loser* dan saham *winner* tidak mengalami pembalikan *return* dan cenderung statis untuk seluruh bulan yang ada. Tingkat CAR dari portfolio *winner* tetap bernilai positif (kecuali bulan ke-5) dan tetap mengungguli CAR *loser* dengan nilai terbesar terjadi pada bulan ke-3 sebesar 3,49%. Selisih CAR yang terjadi antara *loser* dan *winner* untuk semua bulan bernilai negatif (kecuali bulan ke 5) pada semester ini. Hal ini dikarenakan pembalikan CAR *loser* lebih rendah dibandingkan peningkatan CAR *winner*. Tingkat selisih CAR terbesar terjadi pada bulan ke-2 sebesar -3,9%, sehingga pada semester ini anomali *overreaction* juga tidak terjadi.

Hasil yang sama juga ditemukan pada semester 1 tahun 2010, yaitu tidak terjadinya anomali *overreaction* pada hasil ini. Saham *loser* tetap mengalami tingkat pengembalian yang negatif untuk seluruh bulan (kecuali bulan ke 2 dan ke 6) dengan nilai CAR terendah sebesar -1,24% pada bulan ke-1 sedangkan saham *winner* meskipun pada

bulan ke 6 mengalami pembalikan CAR menjadi negatif, namun pada bulan lainnya tingkat CAR adalah positif dengan tingkat CAR terbesar pada bulan ke-5 sebesar 10,96%. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan terjadi anomali *overreaction* atau pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner* hanya pada bulan ke 6. Begitu juga pada semester 2 tahun 2010, dimana tingkat pengembalian saham *winner* tetap bernilai positif (kecuali bulan ke 5) dan saham *loser* tetap bernilai negatif (kecuali bulan ke 2 dan ke 5). Selisih CAR yang terjadi untuk semester ini bernilai negatif untuk semua bulan dengan selisih terbesar pada bulan ke-3 sebesar -2,2%. Hasil dari semester 1 tahun 2011, menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*, bila dilihat dari grafik pergerakan CAR-nya pada gambar 2 dan hasil perhitungannya CAR *winner* dan *loser*. CAR *winner* tetap memiliki nilai positif (kecuali bulan ke 4 dan ke 5) pada seluruh periode. Hasil semester terakhir pada tahun 2011 yaitu semester 2, efek pembalikan CAR atau anomali *overreaction* juga tidak terjadi pada seluruh periode. Untuk periode semester 1 dan semester 2 tahun 2011 juga menunjukkan tidak terjadinya anomali *overreaction*. Tingkat CAR saham *winner* pada hasil ini mengungguli tingkat CAR *loser* untuk seluruh bulan yang ada, dimana untuk seluruh bulan yang ada (kecuali bulan ke 6 semester 1 dan bulan ke 1 semester 2) nilai CAR *winner* bernilai positif. Tingkat CAR *loser* terbesar terjadi pada bulan ke-6 sebesar 0,59% untuk semester 1 dan 0,05% pada semester 2, sementara tingkat CAR *winner* semester 1 terbesar pada bulan ke-2 sebesar 0,98% dan 1,14% (bulan ke 6).

Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi pada semester 1 dan 2 untuk semua bulan bernilai negatif, dimana selisih terbesar terjadi pada bulan ke 4 sebesar -1,38% (semester 1) dan bulan ketiga 2,01% (semester 2). Hasil uji tahun 2012 hampir sama dengan tahun 2013. Hasil perhitungan dari ke 2 semester tahun 2013 juga menunjukkan tidak terjadi anomali *overreaction*, tingkat CAR dari saham-saham *winner* tetap mengungguli tingkat CAR dari saham *loser*.

Pada periode semester 1 dan 2 tahun 2013 nilai CAR dari saham *winner* untuk semua bulan bernilai positif (kecuali bulan ke 2 semester 2) dengan nilai CAR pada akhir periode semester 1 sebesar 1,05% dan semester 2 sebesar 0,47%. Untuk CAR dari saham *loser*

untuk seluruh periode bernilai negatif (kecuali bulan ke-1 semester pertama), dengan tingkat selisih CAR antara *loser* dan *winner* bernilai negatif untuk seluruh bulan pada dua semester tersebut. Hasil tersebut juga membuktikan bahwa tidak terjadi gejala anomali *overreaction* atas saham LQ45.

Tabel 5 memperlihatkan tingkat pengembalian atau rata-rata CAR dari saham-saham *loser* dan *winner*, selisih CAR *loser* dan *winner* dan pengujian tingkat signifikansi atas CAR *winner* dan *loser* dengan menggunakan taraf nyata 1% berdasarkan bulanan dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2013 untuk periode penelitian tahunan. Hasil perhitungan yang telah dilakukan pada hasil tahun 2009-2013 menunjukkan bahwa pada hasil ini terdapat pembalikan CAR dari saham *loser* dan *winner* atau terjadinya anomali *overreaction* selama periode hasil ini. Tingkat pengembalian atau CAR dari saham *loser* tetap tidak mengalami pembalikan dan mengungguli tingkat CAR dari saham *winner* yang terjadi pada hampir seluruh bulan yang ada (Januari-Desember) pada periode tahunan 2009-2013. Selisih CAR antara *loser* dan *winner* yang terjadi sebahagian besar periode tahunan ini bernilai negatif, dimana sampai pada akhir periode nilai selisih CAR *loser* dan *winner* masing-masing tahun adalah sebesar -2,61%, -0,71%, -0,31%, -1,1%, dan -0,33%, oleh karena itu apabila investor mengimplementasikan strategi kontrarian maka investor akan mengalami rentang *loss* atau kerugian sebesar 0,31%- 2,61%. Hasil perhitungan dari hasil ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh DeBondt-Thaler sebelumnya.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa gejala anomali market tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada seluruh periode (triwulan, semester, dan tahunan) khususnya saham yang tergabung dalam LQ-45. Dengan tidak terbuktinya anomali market di BEI khususnya pada saham LQ-45 maka strategi kontrarian secara teoritis menghasilkan pertimbangan resiko yang perlu dicermati bagi investor dalam melakukan investasinya.

Berdasarkan keterbatasan penelitian ini, diharapkan untuk penelitian selanjutnya, yaitu memperluas sampel penelitian pada sampel non LQ-45 dan periode penelitian, memperluas

kriteria dalam pembentukan portfolio pada kerangka strategi kontrarian. Misalnya: kriteria *book-to-market value* saham, aktif-pasif dalam perdagangan dan lain-lain.

Daftar Pustaka

- Aggrawal, Vineet dan Richard Thaffler, "*Does the Financial Distress Factor Drive The Momentum Anomaly?*", Paper presented in The Financial Faculty Seminar Series at City University Business School London, p.1-35, 2011
- Ajayi, Richard, A. and Mboja Mougoue, "*On The Dynamic Relation Between Stock Prices and The Exchange Rate*", Journal of Financial Research, Vol. XIX, No.2, p.193-207, 1996
- Barberis, Nicholas, and Thaler, Richard, "*Handbook of the Economics of Finance*", Elsevier Science, 2009
- Beaver, W.H., "*Financial Reporting: An Accounting Revolution, Second Edition, Englewood Cliffs*", Prentice Hall, New Jersey, 1989
- Charness, G., &Gneezy, U., "Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment. Working Paper", 2009. [Online] Available: <http://papers.ssrn.com/>
- Daniel , Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam, "*Investor psychology and security market under- and overreactions*", Journal of Finance 53, p. 1839-1885, 1998.
- Daniel, Kent, and Sheridan Titman, "*Evidence on the Characteristics of Cross- Sectional Variation in Stock Returns*", Journal of Finance 52, p.1-33, 1997
- DeBondt, Werner F.M., and Richard H. Thaler, "*Further evidence on investor overreaction and stock market sesonality*", Journal of Finance 42, p. 557-581, 1987
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, "*Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds*", Journal of Financial Economics 33, p. 3-56, 1993
- Ghozali, Imam, "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS", Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang, 2012
- Graham, J., Harvey, C. &Huang, H., "*Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias*", Working Paper, 2012. [Online] Available: <http://papers.ssrn.com>
- Grinblatt, M., & Keloharju, M., "*Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity*", Journal of Finance, 549-578, 2009.
- Hailu, Getu, Ellen W. Goddard, and Scott R. Jeffrey, "*Do Decision Makers' Debt-risk Attitudes Affect the Agency Costs of Debt?*", Annual meeting of the Canadian Agricultural Economics Society, Halifax, 2010
- Hartono, Jogiyanto, "Teori Portofolio dan Analisis Investasi", Edisi 5, BPFE, Yogyakarta, 2008
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman, "*Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations*", Journal of Finance 56,699-720, 2001
- Lee, Charles, and Bhaskaran Swaminathan,"*Price momentum and trading volume*", Journal of Finance 55, 2017-2069, 2000
- Kopcke, Richard W;Rutledge, Matthew, "*Stock Prices and the Equity Premium during the Recent Bull and Bear Markets*", New England Economic Review, pg. 63, 2010
- Mansouri, Reza, and Ansari, "*Momentum Returns in Tehran Stock Exchange: The Influences of Size and Liquidity*", International Business Research; Vol. 5, No. 11, 2012
- Pathirawasan, Chandrapala, et al, "*Momentum Anomaly in Emerging Stock Markets: Some Empirical Evidence from The Colombo Stock Exchange*", Economic Management and Financial Markets, pp.92-104, 2011