

ANALISIS *RETURN* SAHAM BERDASARKAN STRATEGI *DOGS OF THE DOW* PADA IHSG DI INDONESIA

Reinandus Aditya Gunawan^{*}

ABSTRACT

Every investor is looking to earn positive return on stock investment and they hope to beat the market return. One of the most widely used methods of stock selection is the Dogs of the dow method. This method uses the selection of 10 stocks that have the highest dividend yield as a portfolio formation method. After the formation, the stock portfolio return compared with the return of IHSG as measured by price difference for a year. The result of this study is the fact that of the ten stocks selected each year only the highest dividend shares that can beat the market even though the results are not significant.

Keywords: *stock, return, Dogs of the dow*

1. PENDAHULUAN

Setiap investor yang berinvestasi di bursa saham, pasti bercita-cita ingin mendapatkan imbal hasil positif dari investasi yang dilakukannya di bursa saham. Imbal hasil positif berarti investasi yang dilakukan oleh investor tersebut nilainya lebih tinggi daripada nilai investasi awalnya. Jika hasilnya negatif, nilai investasinya lebih kecil daripada nilai investasi awal investor tersebut. Dengan kata lain, semua investor pasti bercita-cita untuk mengalahkan pasar alias memperoleh *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* pasar yang biasa dilambangkan dengan indeks. Di Indonesia indeks bursa saham disebut dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

^{*} Unika Atma Jaya, Jakarta

Di dalam pasar modal di Indonesia ada berbagai macam investor dengan berbagai cara investasi yang dilakukan. Salah satu cara investasi yang dilakukan adalah dengan berinvestasi saham. Dalam berinvestasi saham ada berbagai macam cara untuk melakukan pemilihan saham yang akan dibeli oleh investor, di antaranya adalah *day trading*, *value investing*, *growth investing*, *dogs of the dow*. *Dogs of the dow* merupakan salah satu strategi pemilihan saham berdasarkan *dividen yield* yang paling tinggi di antara sepuluh portofolio saham yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia.

Pada beberapa tahun belakangan ini *dogs of the dow* menjadi salah satu strategi pemilihan saham yang banyak dilakukan oleh investor asing, tetapi belum banyak dilakukan di Indonesia. Hal ini dibuktikan dari cukup banyak literatur penelitian internasional yang mengatakan bahwa *dogs of the dow* merupakan salah satu strategi investasi pemilihan harga saham di pasar yang dapat memberikan *return* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan *return* pasar. Akan tetapi, ada juga beberapa literatur yang mengatakan bahwa strategi *dogs of the dow* tidak dapat mengalahkan pasar. Misalnya, Yan *et al.* (2015) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan *return* pasar di Taiwan yang diwakili oleh Taiwan 50 indeks dan TAIEX. Penelitian ini juga menemukan bahwa portofolio saham *dogs of the dow* yang kurang dari sepuluh ternyata dapat memberikan *return* lebih besar daripada portfolio yang menggunakan sepuluh saham setelah penyesuaian risiko. Bedanya, di dalam penelitian ini tidak dimasukkan biaya transaksi dan *costs*. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa di dalam jangka menengah ternyata *dogs of the dow* dapat memberikan *return* yang lebih besar. Penelitian yang dilakukan di China juga menunjukkan bahwa *dogs of the dow* mendapatkan *return* yang positif di atas *return* pasar setelah disesuaikan dengan pajak dan biaya transaksi. Hasil regresi juga menyimpulkan bahwa penurunan frekuensi *rebalancing* meningkatkan *risk adjusted returns* (Wang, 2011). Walaupun banyak literatur internasional di atas yang menguji strategi *dogs of the dow* di negaranya masing-masing, belum pernah diuji secara akademis di Indonesia.

Oleh karena itu, penulis membuat penelitian yang dilakukan di Indonesia selama periode sepuluh tahun dari tahun 2007 sampai 2017 dengan meneliti apakah portfolio saham yang dipilih dengan menggunakan metode *dogs of the dow* dapat mengalahkan *return* pasar. Apabila penelitian ini terbukti, dapat menjadi alternatif bagi para investor saham untuk menyusun portofolio saham yang dapat mengalahkan *return* IHSG sehingga dapat memberikan imbal hasil yang menguntungkan bagi para investor.

2. TINJAUAN LITERATUR

Ada berbagai penelitian di dunia internasional yang telah meneliti *return* dengan metode *dogs of the dow* terhadap *return* indeks saham gabungan di negara masing-masing peneliti berasal. Misalnya, yang pertama adalah penelitian yang dilakukan di Thailand terhadap SET Index dan SET 50 Index menyatakan bahwa strategi *dogs of the dow* memberikan hasil bahwa *return* dari *dogs of the dow* dapat mengalahkan *return* dari SET Index dan SET 50 Index selama periode 1995 sampai dengan 2012 (Tissayakorn, 2013).

Qiu *et al.* (2013) dalam penelitiannya di bursa efek di Jepang, yaitu di indeks Nikkei 225, menemukan bahwa strategi *dogs of the dow* mengalahkan *return* dari indeks Nikkei 225 pada periode 1981–2010. Hasil penelitian ini menyebutkan bahwa strategi *dogs of the dow* memiliki kinerja yang lebih baik pada jangka panjang dibandingkan jangka pendek, dengan asumsi *return* dihitung sebelum pajak.

Penelitian lainnya dilakukan di Amerika Latin, yaitu di Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Meksiko, dan Peru pada periode 1995 sampai 2011. Penelitian ini menyimpulkan bahwa strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar pada semua negara yang diteliti di Amerika Latin, kecuali Meksiko setelah menyesuaikan dengan risiko, biaya transaksi, dan pajak (Carvahal, 2015).

Larsen *et al.* (2013) di dalam penelitiannya mengenai *dogs of the dow* yang dilakukan pada Real Estate Investment Trust (REIT) menyimpulkan bahwa

strategi *dogs of the dow* yang diterapkan pada REIT juga memberikan *return* sebelum menghitung *cost* yang positif.

Penelitian lainnya di Australia menunjukkan bahwa strategi *dogs of the dow* dapat memberikan *return* yang positif dibandingkan dengan metode Capital Asset Pricing Model setelah menghitung *transaction costs*. Namun, hasilnya menunjukkan bahwa walaupun *abnormal returns* sangat besar, kecenderungannya mengalami penurunan dari waktu ke waktu (Alles, 2008).

Ada juga penelitian *dogs of the dow* yang meneliti *return* saham–saham yang dikeluarkan di *Dow Jones Industrial Average*, lalu ketika dibentuk portfolionya dengan menggunakan *dogs of the dow* ternyata memberikan *return* yang lebih baik dibandingkan portofolio saham yang menggantikannya (Arora, 2008).

Penelitian lainnya yang dilakukan di Kanada pada Toronto 35 Index juga menyimpulkan bahwa strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar pada sepuluh tahun pertama dari investasi yang dilakukan oleh investor (Visscher, 2003).

Rinne dan Vahamaa (2011) menyimpulkan bahwa *dogs of the dow* dapat memberikan *return* di atas *return* pasar pada bursa saham Finlandia sebesar 4,5 % di atas *return* pasar. Periode penelitian ini adalah tahun 1988–2008. Sementara itu, menurut Chong dan Luk (2010), *dogs of the dow* juga dapat memberikan *return* di atas *return* pasar pada bursa efek di Hongkong, yaitu Hang Seng. *Return* yang diberikan 8% per tahun di atas *return* pasar pada periode 1992–2007.

Selain beberapa penelitian yang hasilnya adalah strategi *dogs of the dow* dapat memberikan *return* di atas *return* pasar, ada juga penelitian yang membuktikan bahwa *dogs of the dow* tidak memberikan *return* di atas *return* pasar. Penelitian Jeong (2009), misalnya, dilakukan di Dow Jones Industrial Average (DJIA) dalam periode 1983–2006. Penelitian lainnya yang tidak mendukung bahwa *dogs of the dow* dapat memberikan imbal hasil di atas *return* pasar adalah penelitian yang dilakukan oleh Hirschey (2000) pada periode 1961–1998. Menurutny, secara jangka panjang ternyata strategi *dogs of the dow* tidak dapat mengalahkan *return* DJIA. Penelitian lainnya adalah penelitian yang

dilakukan oleh Silva (2001) di dalam bursa saham Amerika Latin, kecuali Brazil, periode 1994–1999. Di dalam penelitian ini strategi *dogs of the dow* tidak dapat mengalahkan pasar dan tidak signifikan.

Penelitian *dogs of the dow* belum pernah dilakukan di Indonesia; karena itu penulis tertarik untuk membandingkan apakah strategi *dogs of the dow* dapat memberikan *return* di atas *return* pasar yang diwakili dengan IHSG di Indonesia.

3. METODE PENELITIAN

Dari data seluruh saham yang terdaftar di Indonesia pada tahun 2017, yaitu sebanyak 446 perusahaan, diambil data perusahaan secara berturut-turut selama sepuluh tahun ke belakang yang memberikan dividen secara konstan, yaitu sebanyak 49 perusahaan. Dari 49 perusahaan tersebut diambil 10 perusahaan yang memiliki dividen tertinggi sebagai klasifikasi saham mana saja yang masuk ke dalam ukuran saham *dogs of the dow* setiap tahun. Jadi, sepuluh saham yang memberikan dividen tertinggi hanya berfungsi sebagai ukuran pembentukan portofolio saham setiap tahun. Bukan berarti *return*-nya dihitung dari *return* dividen, melainkan dihitung dari *return* selisih harga dari portofolio tersebut setiap tahun. *Return* portofolio saham dihitung setiap tahun selama sepuluh tahun berturut-turut. *Return* di sini adalah *return* yang diperoleh dari perbedaan harga saham dari awal tahun sampai ke awal tahun berikutnya. Harga saham yang diambil setiap tahun adalah harga awal tahun pada tanggal 1 Januari dan data akhir tahun 31 Desember. *Return* berdasarkan harga diukur berdasarkan data harga pada tahun berikutnya karena pembagian dividen selama satu tahun antara satu perusahaan dan perusahaan lainnya tidak merata. Karena itu, dilihat terlebih dahulu pembagian dividen selama setahun, lalu dihitung *return*-nya dengan menggunakan data harga pada tahun berikutnya.

Data dividen diperoleh dari www.yahoofinance.com. Jika dalam satu tahun perusahaan membagikan beberapa kali dividen, yang diambil adalah rata-rata dividen yang dibagikan setiap tahun tersebut. Jika hasil rata-rata tidak bulat, hasilnya dibulatkan ke atas. Berikutnya dibandingkan *return* dari rata-rata

sepuluh saham yang masuk ke dalam *dogs of the dow* dengan *return* dari IHSG. Jika *return* saham dengan metode *dogs of the dow* dapat memberikan *return* yang lebih tinggi dari IHSG, disimpulkan bahwa metode *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar.

Selain menggunakan pembentukan portofolio dengan sepuluh dividen tertinggi, dilakukan juga pengujian terhadap lima dividen tertinggi dan dividen yang paling tinggi. Berikutnya secara statistik diuji dengan uji T untuk mengetahui apakah *return* yang dihasilkan signifikan atau tidak. Signifikansi diuji dengan menggunakan *t-test* secara statistik pada tingkat signifikansi 5%. Untuk perhitungan *return* tahun 2017 hanya dilakukan dari bulan Januari sampai dengan Oktober karena pada saat penelitian ini dilakukan, belum genap setahun berlangsung pada tahun 2017.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Untuk menguji *return* metode *dogs of the dow*, dari 446 perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2017 hanya 49 perusahaan yang membagi dividennya secara terus-menerus selama sepuluh tahun. Dirunut sepuluh tahun ke belakang diambil hanya perusahaan yang membagikan dividen berturut-turut secara konstan selama sepuluh tahun. Setelah itu, setiap tahun diambil sepuluh saham yang memberikan dividen tertinggi sebagai dasar pembentukan portofolio. Kesepuluh saham tersebut dihitung rata-rata *return*-nya berdasarkan selisih harga awal tahun dan akhir tahun dan dibandingkan dengan *return* IHSG. Hasil perbandingan *return* dari portofolio yang menggunakan sepuluh saham yang memiliki *dividen* tertinggi adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Perbandingan rata-rata *return* IHSG dan
sepuluh saham dividen tertinggi

No.	Tahun	Rata – rata Return IHSG	Rata – rata Return Top Ten Dividen
1	2007	-101,62	-84,62
2	2008	43,29	48,49
3	2009	30,48	27,63

4	2010	2,46	5,36
5	2011	10,63	10,49
6	2012	-1,71	-2,59
7	2013	17,22	9,88
8	2014	-14,15	-40,85
9	2015	14,56	9,81
10	2016	10,59	10,71

Dari hasil perbandingan rata-rata di atas, posisi *return* IHSG dan *return* sepuluh saham dividen tertinggi adalah strategi *dogs of the dow* dengan menggunakan sepuluh saham dengan dividen tertinggi tidak dapat mengalahkan pasar dari sepuluh tahun, hanya empat tahun dari sepuluh tahun strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar, yaitu tahun 2007, 2008, 2010, dan 2016.

Secara statistik dengan uji t juga dapat dilihat pada Tabel 2 bahwa karena signifikansi berada di atas 0.05, yaitu $0,629 > 0,05$, dapat disimpulkan hasil dari perhitungan *return* di atas tidak signifikan.

Tabel 2
Uji T

		Paired Samples Test					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Paired Differences		95% Confidence Interval of the Difference				
			Std. Error Mean		Lower	Upper			
Pair 1	IHSG - Top	1,74400	11,01662	3,48376	-6,13682	9,62482	,501	9	,629

Berikutnya dilakukan pengujian dengan menggunakan portfolio lima saham yang memiliki dividen tertinggi setiap tahunnya. Hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Perbandingan rata-rata *return* IHSG dan 5 saham dividen tertinggi

No.	Tahun	Rata – rata Return IHSG	Rata – rata Return Top Five Dividen
1	2007	-101,62	-42,84
2	2008	43,29	41,10
3	2009	30,48	36,69
4	2010	2,46	17,81
5	2011	10,63	5,92
6	2012	-1,71	5,42
7	2013	17,22	8,50

8	2014	-14,15	-29,99
9	2015	14,56	-1,02
10	2016	10,59	13,21

Dari hasil perbandingan rata-rata di atas, dapat dilihat bahwa posisi *return* IHSG dan *return* lima saham dividen tertinggi adalah posisi strategi *dogs of the dow* dengan menggunakan lima saham dengan dividen tertinggi seimbang dengan posisi *return* dari pasar. Dari sepuluh tahun periode penelitian, lima tahun strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar, yaitu tahun 2007, 2009, 2010, 2012, dan 2016.

Secara statistik dengan uji t juga dapat dilihat pada Tabel 4 bahwa karena signifikansi berada di atas 0.05, yaitu $0,544 > 0.05$, dapat disimpulkan hasil dari perhitungan *return* di atas tidak signifikan.

Tabel 4

Uji T

Paired Samples Test

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference			
					Lower Upper			
Pair 1	IHSG – Top	4,30500	21,59811	6,82992	-19,75536 11,14536	,630	9	,544

Berikutnya dilakukan pengujian dengan menggunakan saham yang memiliki dividen yang tertinggi setiap tahunnya. Hasilnya adalah sebagai berikut :

Tabel 5

Perbandingan rata – rata *return* IHSG dan saham dividen tertinggi

No.	Tahun	Rata – rata	
		<i>Return</i> IHSG	Rata – rata <i>Return</i> Highest Dividen
1	2007	-101,62	-11,11
2	2008	43,29	66,67
3	2009	30,48	35,64
4	2010	2,46	23,40
5	2011	10,63	51,49
6	2012	-1,71	38,33
7	2013	17,22	-0,42
8	2014	-14,15	-46,34
9	2015	14,56	-38,47
10	2016	10,59	2,89

Dari hasil perbandingan rata-rata di atas, dapat dilihat bahwa posisi *return* IHSG dan *return* saham dividen tertinggi adalah posisi strategi *dogs of the dow* dengan menggunakan saham dengan dividen tertinggi berada di atas *return* dari pasar. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan *return* dari saham yang memiliki dividen tertinggi, strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar. Dari sepuluh tahun periode penelitian, enam tahun strategi *dogs of the dow* dapat mengalahkan pasar, yaitu tahun 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, dan 2012.

Secara statistik dengan uji t juga dapat dilihat pada Tabel 6 bahwa karena signifikansi berada di atas 0.05, yaitu $0,422 > 0.05$, dapat disimpulkan hasil dari perhitungan *return* di atas tidak signifikan.

Tabel 6

Uji T

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	IHSG - Top	11,03300	41,47034	13,11407	-40,69909	18,63309	,841	9	,422

Jadi, dari Tabel 1 dapat dilihat bahwa strategi *dogs of the dow* dengan menggunakan portofolio sepuluh saham yang memiliki dividen tertinggi dari sepuluh tahun pengujian, hanya empat tahun portofolio tersebut yang dapat mengalahkan *return* pasar, yaitu tahun 2007, 2008, 2010, dan 2016. Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa portofolio *dogs of the dow* dengan menggunakan lima dividen tertinggi secara seimbang dapat mengalahkan pasar, yaitu dari sepuluh tahun pengujian ada lima tahun portofolio tersebut dapat mengalahkan pasar, yaitu tahun 2007, 2009, 2010, 2012, dan 2016. Dari Tabel 5 dapat dilihat bahwa *dogs of the dow* dengan hanya menggunakan satu saham yang memiliki dividen tertinggi ternyata dapat mengalahkan pasar, yaitu tahun 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, dan 2012. Karena itu, sebaiknya investor saham yang memilih strategi *dogs of the dow* menggunakan saham yang hanya memiliki dividen tertinggi walaupun secara uji t tidak signifikan.

Jika dilihat dari hasil pengujian di atas, strategi *dogs of the dow* tidak secara berurutan mengalahkan pasar selama sepuluh tahun. Hal ini disebabkan terjadi krisis *subprime mortgage* di Amerika pada tahun 2008. Pada waktu itu krisis bursa saham yang terjadi di Amerika turut memengaruhi bursa saham di Indonesia karena hampir 70% dari investor saham di Indonesia adalah investor asing, khususnya Amerika. Bila terjadi krisis, ini merupakan risiko sistematis yang tidak dapat dihindari oleh investor mana pun karena penurunan yang signifikan terjadi di IHSG sehingga memengaruhi saham dalam semua sektor; begitu juga investor yang menggunakan strategi *dogs of the dow*.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil statistik di atas, dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang tahun 2007–2017, strategi *dogs of the dow* hanya dapat mengalahkan pasar pada saham yang memberikan dividen tertinggi walaupun tidak signifikan. Karena itu, disarankan kepada para investor apabila ingin menggunakan strategi *dogs of the dow* sebagai dasar pembentukan portofolio sahamnya, sebaiknya investor hanya menginvestasikan uangnya pada saham yang memberikan dividen tertinggi sehingga investor dapat memperoleh imbal hasil yang optimal.

Saran untuk penelitian berikutnya adalah mencoba strategi *dogs of the dow* pada horizon investasi yang lebih panjang, misalnya dua puluh tahun di Indonesia. Penelitian lain yang disarankan adalah membandingkan *dogs of the dow* dengan strategi investasi lainnya, seperti *value investing* atau *growth investing* dan dicari mana yang memberikan *return* lebih tinggi.

DAFTAR RUJUKAN

- Alles, L., F Fin; Sheng, Y. T. (2008). "Dogs of the dow" down under. *The Finsia Journal of Applied Finance*, Sydney 3 , 30-38.
- Arora, A., Capp, L., Smith, G. (Spring 2008). The real dogs of the dow. *The Journal of Wealth Management*. London, 10, 4 , 64-72.

- Calvalhal, A., & Meireles, A. (January, 2015). Does the dogs of the dow strategy outperform the market in Latin America? *Business and Management Review*, 4, 5, 531-542.
- Chong, T. T., & Luk, K. K. (2010). Does the 'dogs of the dow strategy' work better in blue chips? *Applied Economics Letter*, 17, 1173-1175.
- Hirschey, M. (2000). The "dogs of the dow" myth. *The Financial Review*, 35, 1-16.
- Jeong, Jin-Gil; Lee, Youngho; Mukherji, S. (Winter, 2009). Do dow stocks offer a value premium? *The Journal of Wealth Management; London*, 12, 3, 95-103.
- Larsen, J. E., Ainina, M.F., Akhbari, M. L., Wang, C., Gressis, N. (Winter 2013). *Real Estate Issues*. Chicago, 38, 3 , 44-55.
- Qiu, M., Song, Y., & Hasama, M. (September, 2013). Empirical analyses of the "dogs of the dow" strategy: Japanese evidence. *International Journal of Innovative Computing, Information and Control*, 9, 9, 3677-3684.
- Rinne, E., & Vahamaa, S. (2011). The 'dogs of the dow' strategy revisited : Finnish evidence. *The European Journal Of Finance*, 17, 5-6, 451-469.
- Silva, A. (2001). Empirical tests of the dogs of the dow strategy in Latin America stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 10, 187-199.
- Tissayakorn, K., Song, Y., Qiu, M., & Akagi, F. (April, 2013). A study on effectiveness of the "dogs of the dow" strategy for the Thai stock Investment. *International Journal of Innovation, Management and Technology*, 4, 2, 277-280. <https://doi.org/10.7763/IJIMT.2013.V4.406>
- Visser, S., Filbeck, G. (Jan/Feb 2003). Dividend-yield strategies in the Canadian stock market. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, 59, 1, 99-106.
- Wang, C., Larsen, J. E., Ainina, M.F., Akhbari, M.L. & Gressis, N. (Oktober, 2011). The dogs of the dow in China. *International Journal of Business and Social Science*, 2, 18, 70-80.
- Yan, H., Song, Y., Qiu, M., & Akagi, F. (April, 2015). An empirical analysis of the dog of the dow strategy for the Taiwan stock market. *Journal Economics, Business and Management*, 3, 4, 435-439.