

EKSISTENSI ANOMALI WINNER-LOSER SAHAM INDIVIDUAL DAN SAHAM INDUSTRI DI PASAR MODAL INDONESIA

I Gst. Bgs. Wiksuana
Universitas Udayana

The purpose of this research is to analyze the existence of winner-loser anomaly in Indonesian Capital Market, and one of many other researches that would contribute on the anomaly phenomenon in the capital market. Data is analyzed by the abnormal return of stock portfolio and tested by mean difference statistical test. The result of the data analysis shows that winner-loser anomaly exists in the Indonesian Capital Market. Average abnormal return of the winner portfolio with 3 months formation period and test period 3 months afterward shows a negative and statistically significant difference for various individual and industrial stock portfolio groups. In the contrary, the average abnormal return of loser portfolio with 3 months formation period and test period 3 months afterward shows a positive and statistically significant difference for various individual and industrial stock portfolio groups.

Keywords: winner-loser anomaly, individual stock, industrial stock.

PENDAHULUAN

Hipotesis pasar modal efisien pada dasarnya berkenaan dengan reaksi pasar yang tercermin pada penyesuaian harga terhadap munculnya informasi baru. Secara umum dapat dikatakan bahwa pasar modal yang efisien akan segera bereaksi secara cepat dan tepat terhadap informasi, sehingga tidak dimungkinkan untuk memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*). Hipotesis pasar modal efisien yang oleh Fama (1970) dikategorikan menjadi bentuk lemah, setengah kuat, dan kuat telah menjadi suatu dalil yang diterima di bidang keuangan. Namun selama dekade terakhir, banyak penelitian yang menyebutkan tentang adanya anomali pada pasar modal. Salah satu anomali yang bertentangan dengan efisiensi pasar modal adalah anomali *winner-loser*.

Anomali *winner-loser* pertama kali dikemukakan oleh DeBondtt dan Thaler (1985). Menggunakan data pasar modal Amerika Serikat, DeBondtt dan Thaler menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* sangat positif (*winner*) atau *return* sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Investor yang membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham

tersebut saat menjadi *winner* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan sampai 15% per tahun selama periode penelitian mereka. DeBondtt dan Thaler menggunakan periode formasi portofolio *winner-loser* selama tiga tahun berikutnya.

Adanya anomali *winner-loser* yang sama dengan hasil penelitian DeBondtt dan Thaler maupun hanya sebagian (*reversal* hanya terjadi pada saham *loser* atau *winner* saja) telah diidentifikasi oleh Rosenberg, Reid, dan Lastein (1985) dengan periode formasi dan pengujian satu bulan, Howe (1986) dengan periode formasi satu minggu dan periode pengujian sepuluh minggu, Brown dan Harlow (1988) dengan satu sampai enam bulan periode formasi dan periode pengujian sampai dengan tiga tahun, dan Lehman (1990) dengan periode pengujian enam bulan.

Beberapa peneliti di pasar modal yang berbeda juga berhasil mengidentifikasi adanya anomali *winner-loser*. DaCosta (1994), menemukan anomali *winner-loser* di pasar modal Brasil. Hal yang sama ditemukan oleh Alonso dan Rubio di pasar modal Spanyol. Mereka juga menemukan bahwa di pasar modal tersebut saham *loser* dapat memberi keuntungan rata-rata yang lebih besar daripada saham *winner*.

Sebaliknya, penelitian Kryzanowski dan Zhang (1992) tidak menemukan perilaku pembalikan rata-rata tingkat keuntungan di pasar modal Toronto selama periode pengujian satu dan dua tahun. Mereka juga tidak mengidentifikasi adanya perilaku pembalikan yang signifikan secara statistik untuk periode pengujian tiga sampai sepuluh tahun. Brailsford (1992) juga menemukan hal yang hampir sama dalam penelitian tentang anomali *winner-loser* di pasar modal Australia. Untuk pasar modal Inggris, Claire dan Thomas (1995) menemukan efek anomali *winner-loser* yang kecil (hampir tidak signifikan).

Bukti empiris di atas mengindikasikan bahwa anomali *winner-loser* merupakan fenomena yang masih kontroversial, sehingga menarik untuk dilakukan kajian tentang eksistensinya di pasar modal Indonesia. Meskipun telah banyak penelitian yang dilakukan dengan mengambil data dari pasar modal yang telah berkembang, namun hanya sedikit yang diketahui tentang prediksi *return* di pasar modal yang sedang berkembang. Jika anomali *winner-loser* memang benar disebabkan oleh pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi (*overreaction*), seharusnya dapat ditemukan bukti yang serupa di pasar modal Indonesia.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang hanya mengkaji anomali *winner-loser* saham individual di berbagai pasar modal dunia. Dalam paper ini akan dikaji anomali *winner-loser* saham individual dan saham beragam industri di pasar modal Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Hipotesis Pasar Efisien

Jones (1991) menyebutkan konsep hipotesis pasar efisien berkaitan erat dengan penaksiran informasi oleh investor di pasar modal. Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit (atau bahkan hampir tidak mungkin) bagi para investor untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal. Tingkat keuntungan di atas normal diperoleh apabila tingkat keuntungan yang direalisasikan lebih tinggi dari tingkat keuntungan ekuilibrium (yang diharapkan) secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek.

Implikasi Pasar Modal Efisien

Belum semua kaum praktisi pasar modal bisa menerima konsep mengenai pasar efisien ini. Sebagian investor percaya bahwa pasar tidak efisien, sehingga mereka bisa memanfaatkan ketidak efisienan pasar tersebut untuk mendapatkan *return abnormal*. Meskipun demikian, disisi lain, banyak kalangan akademisi yang percaya bahwa pasar efisien pada tingkat tertentu itu ada.

Investor yang percaya bahwa pasar dalam kondisi yang tidak efisien akan menerapkan strategi aktif. Investor tersebut secara aktif melakukan perdagangan di pasar agar bisa mendapatkan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* pasar. Untuk itu mereka akan melakukan analisis-*analisis* baik analisis teknis maupun analisis fundamental. Investor yang percaya mengenai adanya pola tertentu dalam pergerakan harga yang dapat digunakan untuk memperoleh *return* akan melakukan analisis teknikal untuk menentukan nilai intrinsik dari suatu sekuritas. Mereka akan berusaha untuk

mencari saham-saham yang tidak mencerminkan nilai intrinsik yang sebenarnya, dan kemudian akan melakukan penjualan atau pembelian saham tersebut untuk memperoleh *abnormal return* yang melebihi return pasar. Sedangkan, bagi investor yang percaya pasar dalam kondisi efisien, akan cenderung menerapkan strategi perdagangan pasif, dengan membentuk portofolio yang bisa mereplikasi indeks pasar. Investor seperti ini percaya bahwa tidak ada satu investor pun yang dapat memperoleh *return* yang lebih besar dari *return* pasar.

Implikasi hipotesis pasar efisien terhadap investor yang berinvestasi di pasar modal bisa juga dilihat dari implikasinya terhadap investor yang menerapkan analisis teknikal maupun analisis fundamental dalam penilaian dan pemilihan saham. Bagi investor yang menerapkan analisis teknikal, mereka pada dasarnya percaya bahwa pergerakan harga saham di masa datang bisa diprediksi dari data pergerakan harga saham di masa lampau. Dengan demikian, investor yang menerapkan analisis teknikal akan bergantung pada informasi masa lalu tentang data harga dan volume perdagangan saham, untuk memperkirakan harga saham di masa datang. Dalam situasi seperti ini, jika hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah benar, maka tindakan investor yang melakukan analisis teknikal sudah tidak akan memberi nilai tambah lagi bagi investor, karena harga pasar saham yang terjadi sudah mencerminkan semua informasi pergerakan harga dan volume saham historis.

Sedangkan implikasi hipotesis pasar efisien terhadap investor yang melakukan analisis fundamental adalah sebagai berikut. Analisis fundamental merupakan analisis saham yang dilakukan dengan mengestimasi nilai intrinsik saham berdasar informasi fundamental yang telah dipublikasi perusahaan (seperti laporan keuangan, perubahan dividen dan lainnya) untuk menentukan keputusan menjual atau membeli saham. Dalam situasi seperti ini, jika hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat adalah benar, dimana semua informasi fundamental yang dipublikasikan perusahaan sudah tercermin dalam harga pasar, maka tindakan investor yang melakukan analisis fundamental untuk memperoleh *abnormal return* juga sudah tidak bermanfaat lagi.

Anomali Winner-Loser

Anomali *winner-loser* merupakan salah satu bentuk anomali pasar modal yang bertentangan dengan konsep hipotesis pasar efisien. DeBondt dan Thaler (1985), menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* adalah *overreaction hipotesis*. Hipotesis ini menyatakan bahwa pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus dan sebaliknya para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi buruk. Saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya.

Secara psikologis, pelaku pasar cenderung memberikan reaksi dramatis terhadap berita yang buruk. DeBondt dan Thaler membagi portofolio dalam kelompok portofolio yang konsisten mendapatkan *return (winner)* dan portofolio yang konsisten tidak mendapatkan *return (loser)*. Koreksi terhadap informasi tersebut pada periode berikutnya dilakukan secara berlebihan, jangka pendek, signifikan, dan berulang. Inilah yang dikatakan sebagai *overreaction*.

Anomali *winner-loser* menjadi sangat penting untuk dibahas, karena reaksi berlebihan memberikan perilaku prinsipal terhadap para pelaku pasar yang akan mempengaruhi banyak konteks. Ketika para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi tak terduga sebelumnya, maka saham-saham yang golongan *loser* akan mengungguli saham-saham yang golongan *winner*. Akibat dari adanya reaksi berlebihan ini mendorong investor untuk menerapkan strategi investasi *contrarian*, yaitu strategi yang menyarankan untuk membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham tersebut setelah menjadi *winner*, karena saham-saham *loser* dalam jangka panjang akan memberikan keuntungan melebihi saham-saham yang sebelumnya adalah saham *winner*. Dengan kata lain, adanya anomali *winner-loser* di pasar modal memungkinkan investor melakukan strategi membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*, sehingga investor dapat memperoleh *abnormal return* yang signifikan.

Strategi ini diuji oleh Chan (1988) dengan menggunakan prosedur yang telah digunakan oleh DeBondt dan Thaler. Dikonstruksikan setiap tiga tahun antara periode

1932-1983 dan ternyata *return* portofolio *winner* dan *loser* tidak konstan sepanjang waktu. Hal ini berarti bahwa estimasi *return* dari strategi investasi *contrarian* sangat sensitif terhadap metode yang digunakan, sehingga hanya sedikit *abnormal return* yang diperoleh pada saat ada perubahan risiko yang mengontrolnya.

Pengujian hipotesis terhadap harga saham di pasar modal secara umum berfokus pada sekuritas secara individu maupun portofolio (pengelompokkan sekuritas). Sukmawati dan Hermawan (2003) melakukan penelitian tentang *overreaction hypothesis* dengan cara membentuk enam portofolio, yang terdiri dari tiga portofolio golongan *loser* dan tiga portofolio golongan *winner*. Penelitian tersebut menguji keberadaan reaksi berlebihan yang digunakan untuk memprediksi pola portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Mereka menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti mengungguli portofolio *winner*, dan terjadi secara separatis dan terpisah-pisah selama beberapa waktu.

Hipotesis

Berdasarkan studi literatur dan penelitian empiris di atas, maka rumusan hipotesis penelitian ini adalah anomali *winner-loser* saham individual dan saham industri eksis di pasar modal Indonesia, yang dapat dibuktikan dengan (1) pola portofolio *loser* memiliki *abnormal return* yang mengungguli portofolio *winner* dan (2) terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara portofolio *loser* dan portofolio *winner*.

METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Pengukuran *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri dilakukan dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Berdasarkan model tersebut, pengukuran *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri dilakukan sebagai berikut:

(1). Menghitung *abnormal return* masing-masing saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri dengan menggunakan formula :

$$AR_t = R_t - R_{Mt}$$

di mana:

AR_t = *Abnormal return* masing-masing saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri.

R_t = *Actual return* masing-masing saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri, yang dihitung dari akumulasi perubahan harga saham relatif per bulan selama 3 bulan.

R_{Mt} = *Market return*, yang dihitung dari akumulasi perubahan IHSG relatif per bulan selama 3 bulan.

(2).Menghitung rata-rata *abnormal return* masing-masing portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri, dengan formula:

$$AAR_t = \left[\sum_{t=1}^n AR_t \right] / n$$

di mana:

AAR_t = Rata-rata *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri pada masing-masing observasi.

AR_t = *Abnormal return* masing-masing saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri.

n = Jumlah saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri.

(3).Menghitung kumulatif *abnormal return* masing-masing portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri selama observasi, dengan formula:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AAR_t$$

di mana:

CAR_t = Kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri selama observasi.

AAR_t = Rata-rata *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri pada masing-masing observasi.

n = Jumlah observasi.

(4). Menghitung rata-rata kumulatif *abnormal return* masing-masing portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri, dengan formula:

$$ACAR_t = CAR_t/n$$

di mana:

$ACAR_t$ = Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri.

CAR_t = Kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dan saham industri selama observasi.

n = Jumlah observasi

Dasar pertimbangan memilih model ini adalah (1) tidak memerlukan periode estimasi seperti pada model lain, (2) pasar modal Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), di mana pada tahap ini pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan transaksinya tidak likuid sehingga saham tersebut jarang diperjual belikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return nol* selama tidak terjadi transaksi, yang akan menimbulkan masalah dalam perhitungan koefisien beta.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

- (1). *Abnormal return* portofolio *winner* saham individual merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* saham individual periode formasi dan pengujian 3 bulan di BEJ selama tahun 1999-2005.
- (2). *Abnormal return* portofolio *loser* saham individual merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* saham individual periode formasi dan pengujian 3 bulan di BEJ selama tahun 1999-2005.
- (3). *Abnormal return* portofolio *winner* saham industri merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* saham industri periode formasi dan pengujian 3 bulan di BEJ selama tahun 1999-2005.

- (4). *Abnormal return* portofolio *loser* saham industri merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* saham industri periode formasi dan pengujian 3 bulan di BEJ selama tahun 1999-2005.

Metode Penentuan Sampel

Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan prosedur pengambilan sampel berjenjang (*multiphase sampling*) sebagai berikut:

- (1). Saham-saham populasi dikelompokkan ke dalam unit sampel primer berdasarkan tingkat *return* (*return* tinggi untuk saham-saham yang memiliki *return* di atas *return* rata-rata dan *return* rendah untuk saham-saham yang memiliki *return* di bawah *return* rata-rata).
- (2). Menentukan unit sampel sekunder berdasarkan koefisien korelasi antar *return* saham (korelasi antar *return* saham yang memiliki *return* tinggi dan korelasi antar *return* saham yang memiliki *return* rendah).
- (3). Menentukan unit sampel tersier berdasarkan kelompok saham individual dan kelompok saham beragam industri.
- (4). Memilih saham-saham individual yang dijadikan sampel untuk dimasukkan ke dalam portofolio *winner* dan portofolio *loser* saham individual (portofolio *winner* yang mempresentasikan 8, 10, 15 dan 20 saham individual yang memiliki *return* tinggi dan koefisien korelasi rendah, dan portofolio *loser* yang mempresentasikan 8, 10, 15 dan 20 saham individual yang memiliki *return* rendah dan koefisien korelasi tinggi).
- (5). Memilih saham-saham industri yang dijadikan sampel untuk dimasukkan ke dalam portofolio *winner* dan portofolio *loser* saham industri (portofolio *winner* yang mempresentasikan 8, 10, 15 dan 20 saham beragam industri yang memiliki *return* tinggi dan koefisien korelasi rendah, dan portofolio *loser* yang mempresentasikan 8, 10, 15 dan 20 saham beragam industri yang memiliki *return* rendah dan koefisien korelasi tinggi).

Penentuan jumlah sampel saham individual dan saham industri didasarkan atas rekomendasi beberapa bukti empiris tentang jumlah saham minimal dalam portofolio.

Pratomo dan Nugraha (2004), mengemukakan bahwa manajer investasi di Indonesia umumnya memiliki paling tidak 8 saham perusahaan di dalam portofolio reksa dana saham yang dikelolanya. Moskowitz dan Grinblatt (1999), dalam kajiannya menemukan bahwa risiko tidak sistematis akan relatif lebih kecil setelah 10 saham dimasukkan ke dalam portofolio, dan manfaat diversifikasi yang lebih baik dapat dicapai dengan memasukkan saham-saham dari beragam industri ke dalam portofolio. Penelitian Tandelilin di pasar modal Indonesia menghasilkan rekomendasi bahwa untuk meminimalkan risiko portofolio sedikitnya diperlukan 15 saham, sedangkan **penelitian French (1989); Sharpe dan Alexander (1990); Brealy dan Myers (1991) dalam Tandelilin (2001) merekomendasikan untuk memasukkan minimal 20 saham ke dalam portofolio.**

Metode Analisis Data

Signifikansi perbedaan antara kinerja portafolio *winner-loser* saham individual dan saham industri periode formasi dengan periode pengujian dilakukan dengan menggunakan statistik uji beda dua rata-rata. sebagai berikut:

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

HASIL PENGUJIAN EKSISTENSI ANOMALI WINNER-LOSER

Portofolio *winner-loser* saham industri periode formasi 3 bulan dan periode pengujian 3 bulan sesudahnya selama periode 1999-2005 meliputi 27 observasi. Observasi pertama adalah periode formasi bulan Januari-Maret 1999 dan periode pengujian bulan April-Juni 1999. Observasi kedua adalah periode formasi bulan April-Juni 1999 dan periode pengujian bulan Juli-September 1999, demikian seterusnya sampai dengan observasi terakhir yaitu periode formasi bulan Juli-September 2005 dan periode pengujian bulan Oktober-Desember 2005.

Hasil analisis data menunjukkan bahwa terdapat kesamaan pola antara perubahan *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham individual dengan saham industri.

Rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* saham individual periode formasi dengan periode pengujian menunjukkan perbedaan yang negatif dan signifikan untuk berbagai kelompok portofolio saham. Sebaliknya, rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* saham individual periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang positif dan signifikan untuk berbagai kelompok portofolio saham (lihat Tabel 4.1).

Tabel 4.1 Hasil Uji Beda Rata-Rata *Abnormal Return* Portofolio *Winner-Loser* Saham Individual Periode Formasi dengan Periode Pengujian 3 Bulan, Tahun 1999-2005

No	Kelompok Portofolio Saham	Portofolio			
		Winner		Loser	
		Beda	Sig.	Beda	Sig
1	20 saham	-0.839	0.000*	0.391	0.000*
2	15 saham	-0.864	0.000*	0.424	0.000*
3	10 saham	-1.049	0.001*	0.477	0.000*
4	8 saham	-1.133	0.005**	0.530	0.000*

*Signifikan pada $\alpha = 0.01$

** Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Demikian halnya dengan kinerja portofolio *winner-loser* saham beragam industri. Rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* saham industri periode formasi dengan periode pengujian menunjukkan perbedaan yang negatif dan signifikan untuk berbagai kelompok portofolio saham. Sebaliknya, rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* saham individual periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang positif dan signifikan untuk berbagai kelompok portofolio saham (lihat Tabel 4.2).

Tabel 4.2 Hasil Uji Beda Rata-Rata *Abnormal Return* Portofolio *Winner-Loser* Saham Industri Periode Formasi dengan Periode Pengujian 3 Bulan, Tahun 1999-2005

No	Kelompok Portofolio Saham	Portofolio			
		Winner		Loser	
		Beda	Sig.	Beda	Sig
1	20 saham	-0.515	0.000*	0.389	0.000*
2	15 saham	-0.588	0.000*	0.419	0.000*
3	10 saham	-0.635	0.001*	0.473	0.000*
4	8 saham	-0.661	0.005**	0.522	0.000*

* Signifikan pada $\alpha = 0.01$

** Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* saham individual periode formasi yang mencerminkan *return* lebih tinggi dari *return* pasar, pada akhir periode pengujian mengalami penurunan untuk semua kelompok portofolio saham. Saham-saham yang memberikan *return* positif (*winner*) pada periode 3 bulan sebelumnya mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode 3 bulan sesudahnya. Perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* selama 27 observasi periode pengujian mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah negatif. Portofolio *winner* 20 saham mengalami *reversal* sebanyak 55,56 %, portofolio 15 saham sebanyak 55,56 %, portofolio 10 saham sebanyak 48,15 % dan portofolio 8 saham sebanyak 51,85 %. Sebaliknya, rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* saham individual periode formasi yang mencerminkan *return* lebih rendah dari *return* pasar, pada akhir periode pengujian mengalami peningkatan untuk semua kelompok portofolio saham. Saham-saham yang memberikan *return* negatif (*loser*) pada periode 3 bulan sebelumnya mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode 3 bulan sesudahnya. Perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* selama 27 observasi mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah positif. Portofolio *loser* 20 saham mengalami *reversal* sebanyak 66,67 %,

portofolio 15 saham sebanyak 59,26 %, portofolio 10 saham sebanyak 48,15 % dan portofolio 8 saham sebanyak 55,56 %.

Kondisi yang tidak jauh berbeda diperlihatkan oleh portofolio *winner-loser* saham industri. Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* saham industri periode formasi, pada akhir periode pengujian mengalami penurunan untuk semua kelompok portofolio saham. Perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah negatif. Portofolio *winner* 20 saham mengalami *reversal* sebanyak 48,15 %, portofolio 15 saham sebanyak 51,85 %, portofolio 10 saham sebanyak 55,56 % dan portofolio 8 saham sebanyak 55,56 %. Sebaliknya, rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* saham industri pada akhir periode pengujian mengalami peningkatan untuk semua kelompok portofolio saham. Perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah positif. Portofolio *loser* 20 saham mengalami *reversal* sebanyak 59,26 %, portofolio 15 saham sebanyak 51,85 %, portofolio 10 saham sebanyak 48,15 % dan portofolio 8 saham sebanyak 51,85 %.

Gejala pembalikan *return* saham yang berada rata-rata di atas 50% pada periode pengujian dapat diartikan bahwa anomali *winner-loser* saham individual dan saham industri terjadi di pasar modal Indonesia selama periode penelitian. Terjadinya anomali ini memungkinkan investor unruk melakukan strategi membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*, sehingga diperoleh *abnormal return* yang signifikan. Temuan ini mendukung hasil penelitian DeBondt dan Thaler (1985) dan penelitian-penelitian lainnya di berbagai pasar modal dunia tentang anomali *winner-loser* saham individual, serta melengkapi berbagai temuan empiris tersebut melalui temuan penelitian ini dengan anomali *winner-loser* saham industri di pasar modal Indonesia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, analisis data menunjukkan bahwa terjadi kecenderungan anomali *winner-loser* di pasar modal Indonesia. Hasil pengamatan pada perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* saham individual dan saham industri selama 27 observasi periode pengujian menunjukkan bahwa sebagian besar

saham *winner* mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah negatif. Hasil uji beda menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* saham individual dan saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang negatif dan signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portofolio saham.

Hasil pengamatan pada perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* saham individual dan saham industri selama 27 observasi periode pengujian menunjukkan bahwa sebagian besar saham *loser* mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah positif. Hasil uji beda menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* saham individual dan saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang positif dan signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portafolio saham.

Masyarakat investor di pasar modal Indonesia seyogianya menggunakan strategi investasi kontrarian untuk membentuk portofolio saham, karena temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* positif (*winner*) dan *return* negatif (*loser*) mengalami pembalikan (*reversal*) pada akhir periode pengujian. Penelitian ini menggunakan *market-adjusted model* dalam menghitung *abnormal return*, dengan asumsi bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan alternatif model yaitu *market model* dan *mean-adjusted model*; periode formasi portofolio saham dapat diperpendek (satu minggu atau satu bulan), sehingga lebih mampu merefleksikan realitas di pasar modal Indonesia; dan saham-saham yang dikaji perlu dibatasi pada sektor industri tertentu saja seperti industri primer, industri manufaktur, atau industri tersier sehingga variasi data antar industri dapat dikurangi.

REFERENSI

- Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny, (1998), "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 307-343.
- Brailsford, Tim, (1992), "A Test for the winner-loser Anomaly in the Australian Equity Market: 1958-1987", *Journal of Business Finance and Accounting*, January, pp. 225-241.
- Brinson, Gary P., Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, (1986), "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, pp. 39-44
- Brown, K.C., and M. V. Harlow, (1988), "Market Overreaction, Magnitude, and Intensity", *Journal of Portfolio Management* 14, pp. 6-13.
- Chan, K.C., Jason Karceski, and J. Lakonishok, (1998), "The Risk and Return from Faktors", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 (2), pp. 159-187.
- Chelley, Patricia L., Steeley, and James M. Steeley, (1995), "Conditional Volatility and Firm Size: An Empirical Analysis of UK Equity Portfolio", *Applied Financial Economics*, Vol. 5, pp. 433-440.
- Clare, Andrew, and Stephen Thomas, (1995), "The Over-reaction Hypothesis and the UK stock market", *Journal of Business Finance and Accounting*, October, pp. 961-973.
- Conrad, J. and G. Kaul, (1998), "An Anatomy of Trading Strategies", *Review of Financial Studies*, Vol. 11, pp. 489-519.
- Da Costa, N.C.A., Jr., (1994), "Overreaction in the Brazilian Stock Market", *Journal of Banking and Finance* 18, pp. 633-642.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, (1998), "Investor Psychology and Security Market Under and Over Reactions", *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1839-1885.
- DeBondtt, W.F.M. dan R.H. Thaler, (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40 (3), July, pp. 793-808
- De Long, J.B., A. Shleifer, L. Summers and R. Waldmann, (1990), "Noise Trader Risk in Financial Market", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 703-738.
- Elton, E.J., and M.J. Gruber, (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th ed., New York: John Wiley and Sons, Inc.
- Fama, E.F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, pp. 427-456.
- Fama, E.F., (1981), "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *American Economic Review*, Vol. 71 (4), September, pp. 545-565.
- Fama, E.F. and French, K.R., (1992), "The Cross Section of Expected Stock Return", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, June, pp. 427-465.
- Ferson, Wayne E., and Campbell R. Harvey, (1991), "Sources of Predictability in Portfolio Returns", *Financial Analyst Journal*, May-June, pp. 49-56.

- Ferson, Wayne E., and Rudi W. Schadt, (1996), "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions", *The Journal of Finance*, Vol. LI (2), June, pp. 425-448.
- Foster, George, (1986), *Financial Statement Analysis*, New Jersey : Prentice Hall.
- Harvey, C.R., 1995, "Predictable Risk and Return in Emerging Markets", *Review of Financial Studies*, Vol. 8, pp. 773-816.
- Haugen, Robert A., (2001), *Modern Investment Theory*, New Jersey: Prentice Hall.
- Howe, J.S., (1986), "Evidence on Stock Market Overreaction", *Financial Analyst Journal* 41, pp. 74-77.
- Jogiyanto, H.M., (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPF.
- Jones, Charles P., (2002), *Investment: Analysis and Management*, 8th Ed., New York: John Willey & Sons.
- Kryzanowski, L and H. Zhang, (1992), "The Contrarian Investment Strategy Does Not Works in Canadian Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, pp. 383-394.
- Lehmann, B.N., (1990), "Fads, Martingales, and Market Efficiency", *Quarterly Journal of Economics*, February, pp. 1-27.
- Moskowitz, T. and M. Grinblatt, (1999), "Do Industries Explain Momentum", *Journal of Finance*, Vol. LIV (4), August, pp. 1249-1288.
- Pratomo, Eko Priyo dan Ubaidillah Nugraha, (2004), *Reksa Dana: Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Rosenberg, B., K. Reid, and R. Lastein, (1985), "Persuasive Evidence of Market Efficiency", *Journal of Portfolio Management* 11, pp. 9-11.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander dan Jeffery V. Bailey, (1995), *Investment*, New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Sukmawati dan Daniel hermawan, (2003), "Overreact Hipotesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham-Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 3, No. 1.
- Tandelilin, Eduardus, (2001), *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta: BPF.