

PROFITABILITAS STRATEGI KONTRARIAN DI BURSA EFEK INDONESIA

Burhanudin¹, I Gede Mandra² Laila Wardani³

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mataram burhanudin_mtr@yahoo.com

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mataram mandraigede@yahoo.com

³Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mataram elawardani.mtr@gmail.com

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>Keywords : Contrarian Strategy, Abnormal Return, Overreaction</p> <p>How to cite : Burhanuddin., Mandra, I Gede., Wardani, Laila. (2021). Profitabilitas Strategi Kontrarian di Bursa Efek Indonesia. JMM UNRAM, 10(2), 146-159</p> <p>DOI : https://doi.org/10.29303/jmm.v10i2.657</p> <p>Dikumpulkan : 15 Juni 2021 Direvisi : 20 Juni 2021 Dipublikasi : 30 Juni 2021</p>	<p>ABSTRACT</p> <p>The efficient market hypothesis implies that no investor can get an abnormal return. This hypothesis has become a research topic that many researchers refer to. However, this hypothesis is strongly refuted after the discovery of several anomalies that are inconsistent with the efficient market hypothesis. One of them was found by De Bondt and Thaler (1985), that stock prices have a certain tendency, namely that stocks that perform well in one period will become stocks that perform poorly in the next period. Vice versa. This phenomenon is called overreaction or overreaction. These findings motivated further researchers to apply contrarian strategies to gain an advantage when there was an overreaction. This research is a study that is intended to obtain evidence of the ability of contrarian strategies in obtaining abnormal returns. This study aims to analyze the occurrence of overreaction on stocks on the Indonesia Stock Exchange and to analyze the advantages of implementing a contrarian strategy for investors. This research was conducted at companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The companies selected were 100 companies with the most active transactions during 2019. From the results of data analysis, it can be concluded that there was a price reversal for the shares listed on the Indonesia Stock Exchange. This result is quite strong because it has been tested for up to 4 weeks. Despite the price reversal, the contrarian strategy was not able to generate significant returns for investors.</p>
	<p>Copyright © 2021. Burhanuddin, I Gede Mandra, Laila Wardani. All rights reserved.</p>

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Di dalam literatur keuangan, studi tentang hipotesis pasar efisien telah banyak dilakukan. Implikasi pasar efisien adalah harga pasar merefleksikan seluruh informasi dan ekspektasi yang ada. Setiap informasi-baru akan diserap segera oleh pasar tanpa penundaan (*without delay*). Kecepatan pasar dalam menyerap informasi-baru merupakan efisiensi informasional sedangkan kemampuan untuk merefleksikan informasi-baru dengan tepat merupakan rasionalitas pasar (Aktas dan Oncu, 2006). Pasar yang rasional adalah suatu pasar dimana harga pasar merupakan estimat yang tidak bias dari nilai fundamental aset-aset finansial.

Setelah hampir tiga dasawarsa, pertengahan tahun 1980an, validitas efisiensi pasar mulai dipertanyakan. Teori efisiensi pasar mendapat kritik yang serius dari kelompok keuangan berperilaku (*behavioral finance*). Sejumlah penelitian, menantang hipotesis pasar efisien dengan menunjukkan sejumlah bukti bahwa harga masa lalu dapat digunakan untuk memprediksi harga masa yang akan datang, sehingga strategi investasi yang didasarkan pada return historis dapat menciptakan return taknormal (*abnormal return*). Strategi perdagangan ini, berlandaskan ide bahwa pasar memiliki kecenderungan untuk bereaksi-lebih (*overreact*) atau bereaksi-kurang (*underreact*) dalam jangka panjang, menengah ataupun pendek. Fenomena bereaksi-lebih menyatakan bahwa ketika individu merevisi keyakinan (*belief*) nya, mereka cenderung memberikan bobot yang lebih besar terhadap informasi terbaru serta memberikan bobot yang kurang terhadap informasi terdahulu. Keuangan berperilaku dimotori oleh De Bondt dan Thaler (1985), yang pertama kali membuktikan hipotesis bereaksi-lebih pada literatur keuangan. Mereka menduga bahwa jika pasar secara sistematis bereaksi-lebih terhadap informasi dan menyebabkan harga saham menyimpang dari nilai fundamentalnya, maka harga selanjutnya dapat diperkirakan akan berbalik (*reversal*) dari harga sebelumnya. Selanjutnya mereka menyatakan bahwa strategi kontrarian (*contrarian*) dapat dimanfaatkan untuk menciptakan keuntungan dari kondisi reaksi-lebih tersebut. Strategi kontrarian adalah strategi membeli saham-saham yang pada sebelumnya merupakan pecundang (*losers*) dan menjual saham-saham yang sebelumnya merupakan pemenang (*winners*). Keuntungan akan diperoleh jika saham-saham yang periode sebelumnya merupakan pecundang, pada periode berikutnya akan memiliki kinerja baik sementara saham-saham yang sebelumnya merupakan pemenang, setelahnya akan memiliki kinerja buruk.

Hipotesis bereaksi-lebih telah diteliti secara luas baik untuk jangka panjang maupun untuk jangka pendek. Perspektif jangka panjang menyatakan bahwa harga saham secara temporer menyimpang dari nilai fundamental disebabkan karena gelombang optimisme dan pesimisme. Umumnya diteliti menggunakan return bulanan (*monthly*), diantaranya telah diteliti oleh antara lain, De Bondt dan Thaler (1985), Zarowin (1990), Chopra, Lakonishok dan Ritter (1992). Perspektif jangka pendek lebih fokus pada bias reaksi pasar terhadap kedatangan informasi yang dramatis dan yang tidak terekspektasi (*unexpected*). Perspektif jangka pendek umumnya diteliti menggunakan data return harian (*daily*), diantaranya diteliti oleh antara lain Atkins dan Dyl (1990), Akhigbe, Gosnel dan Harikumar (1998), Otchere dan Chan (2003), Larson dan Madura (2003), sedangkan Bowman dan Iverson (1998) menggunakan data mingguan.

Studi ini dimaksudkan untuk meneliti reaksi-lebih di Bursa Efek Indonesia dan bagaimana penerapan strategi kontrarian memberi keuntungan. Walaupun sudah banyak studi reaksi-lebih yang dilakukan di luar Amerika Serikat, namun studi yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia masih terbatas terutama untuk perspektif jangka pendek.

Keuntungan dari penelitian reaksi-lebih jangka pendek dibandingkan dengan jangka panjang adalah isu-isu *time-varying risk premium* dan *survivorship bias* tidak menjadi pengganggu hasil penelitian (Bowman dan Iverson, 1998). Penelitian yang dilakukan di luar pasar Amerika Serikat bermanfaat sebagai suatu pengujian *out-of sample*, karena selama ini pengujian lebih banyak dilakukan pada pasar Amerika.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan yang dipilih sebanyak 100 perusahaan dengan transaksi teraktif selama tahun 2019. Hal ini dilakukan untuk menghindari saham tidur yang akan menyebabkan diperolehnya return nol. Penelitian ini menggunakan data harga saham harian, untuk menghitung keuntungan dari strategi kontrarian. Mengacu pada Hameed dan Ting (2000), periode formasi menggunakan satu minggu di awal periode, selanjutnya periode kepemilikan (*holding*) menggunakan satu sampai empat minggu setelah periode formasi.

1.2. Perumusan Masalah

Dari paparan pada latar belakang, yang menjadi permasalahan utama dalam penelitian ini adalah "apakah terjadi reaksi-lebih pada saham-saham di Bursa Efek Indonesia dan jika hal ini terjadi apakah strategi kontrarian mampu memberi keuntungan kepada investor?"

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis terjadinya reaksi-lebih pada saham-saham di Bursa Efek Indonesia dan menganalisis keuntungan penerapan strategi kontrarian bagi investor.

2. KAJIAN PUSTAKA

Motivasi utama investor untuk berinvestasi adalah untuk mendapatkan laba atas investasi. Return adalah laba yang diperoleh investor investasinya. Investor memperoleh return sebagai hasil dari dana atau modal yang diinvestasikan, baik dalam bentuk aset riil maupun aset keuangan.

Jogiyanto (2014) menyatakan bahwa return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung resiko atas berinvestasi yang dilakukannya.. return investasi saham terdiri dari dua komponen utama, yaitu yield dan capital gain/loss. Return dapat dibagi menjadi dua, yaitu return realisasi dan return ekspektasi. Return realisasi dihitung berdasarkan data historis. Sedangkan return ekspektasi dihitung menggunakan tiga model yaitu mean adjusted model, market model dan market adjusted model.

Abnormal Return menggambarkan keuntungan yang tidak biasa yang dihasilkan oleh sekuritas atau portofolio tertentu selama periode waktu tertentu, atau perbedaan antara return realisasi dengan return yang diharapkan. *Abnormal Return* dapat berupa positif atau negative. *Abnormal Return* menjadi fokus dalam penelitian ini yaitu dengan mengamati reaksi harga atau efisiensi pasar. Return abnormal dihitung dengan rumus: $ARI_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$

Biasanya tidak setiap sekuritas menghitung atau menguji adanya *abnormal return*. Yang sering dilakukan adalah menguji rata-rata *Abnormal Return* seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk setiap hari di periode peristiwa. Rumus untuk menghitung rata-rata Abnormal return: $AARI_{i,t} = \frac{\sum ARI_{i,t}}{n}$

Sedangkan dalam penelitian ini variabel yang digunakan adalah cumulative average *Abnormal Return* yang merupakan jumlah dari rata-rata *Abnormal Return* dengan rumus: $CAAR = \sum_t^k AAR$

Secara istilah, kontrarian berarti 'melawan'. Investopedia mendefinisikan kontrarian sebagai gaya investasi yang melawan arah pasar, dengan cara membeli aset/saham yang memiliki kinerja perusahaan yang buruk, dan menjualnya nanti ketika kinerjanya menjadi baik dan biasanya sahamnya juga naik. Dasar pemikirannya adalah bahwa kita hanya bisa membeli saham pada harga yang benar-benar terdiskon, jika perusahaannya itu sendiri sedang mencatatkan kinerja yang buruk, atau jika pasar sedang turun. Namun berhubung pasar tidak turun setiap hari, maka dalam kondisi pasar yang normal atau bullish, pilihan untuk membeli saham pada harga murah cenderung terbatas pada saham-saham dengan fundamental yang buruk. Namun para investor yang disebut 'kontrarian' tadi biasanya menyukai saham yang mengalami kondisi meski laba perusahaannya tampak turun, namun ekuitas perusahaan masih naik karena adanya tambahan saldo laba ditahan. (Hidayat,2014)

Hipotesis bereaksi-lebih pertama kali diajukan oleh Kahneman dan Tversky (dalam Othchere dan Chan, 2003), mereka menyatakan bahwa investor cenderung bereaksi-lebih terhadap informasi-baru dengan membobot lebih tinggi pada informasi terkini dan membobot lebih rendah pada informasi terdahulu. Implikasi hipotesis ini adalah bahwa investor gagal merevisi ekspektasi mereka secara tepat yang sesuai dengan teorema Bayes. Walaupun Kahneman dan Tversky adalah orang-orang yang memperkenalkan hipotesis reaksi-lebih, namun De Bondt dan Thaler (1985) merupakan orang-orang yang membuktikan hipotesis bereaksi-lebih jangka-panjang (*long-term*) pada literatur keuangan. Temuan mereka menunjukkan bahwa saham-saham yang 3-5 tahun sebelumnya merupakan saham-saham pemenang, dalam 3-5 tahun berikutnya memperoleh return yang negatif. Sementara itu, saham-saham yang 3-5 tahun sebelumnya merupakan saham-saham pecundang, dalam 3-5 tahun berikutnya justru memperoleh return yang positif. Temuan mereka tetap kokoh (*robust*) walaupun sudah dikontrol dengan perbedaan risiko dan *size*. Temuan mereka merupakan temuan yang paling berpengaruh dan menjadi stimulator bagi riset-riset selanjutnya.

Beberapa peneliti berikutnya telah melakukan analisis kemungkinan lemahnya metodologi yang digunakan pada studi-studi sebelumnya. Ball, Kothari dan Shanken (1995), menemukan bahwa perubahan risiko dapat menyebabkan reaksi-lebih. Mereka menyatakan bahwa jika nilai pasar adalah proksi yang bagus bagi risiko (sebagaimana ditunjukkan pada literatur dampak *size*), maka saham pecundang akan menjadi lebih berisiko pada akhir periode *formation* sedangkan saham pemenang akan memiliki risiko yang lebih kecil.

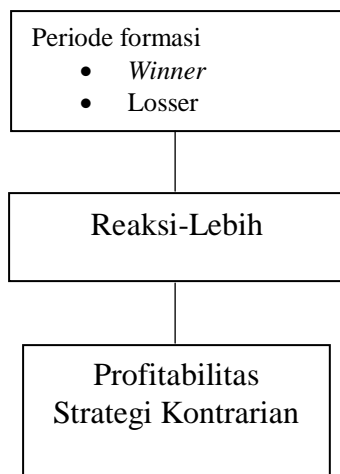
Studi yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985), merupakan studi tentang reaksi-lebih menggunakan perspektif jangka panjang. Studi- studi yang menggunakan perspektif jangka panjang masih menyisakan adanya pertentangan. Sedangkan beberapa studi tentang fenomena reaksi-lebih juga dilakukan dengan perspektif jangka pendek seperti Bremer dan Sweeny (1991), menemukan fenomena reversal yang membutuhkan waktu penyesuaian dalam 2 hari. Bremer dan Sweeny hanya menguji saham-saham pecundang saja. Mereka menggunakan penurunan harga 10% atau lebih untuk mengidentifikasi *event*. Atkins dan Dyl (1990) melakukan studi return harian, mereka menunjukkan bukti yang kuat bahwa pasar bereaksi-lebih terhadap khabar jelek (*bad news*) dan hanya terdapat bukti lemah reaksi-lebih pada khabar baik (*good news*). Akan tetapi mereka menyimpulkan bahwa tidak mungkin untuk memperoleh keuntungan dari harga reversal yang terprediksi.

Akhigbe, Gosnel dan Harikumar (1998), menguji ulang studi Atkins dan Dyl (1990) dengan menggunakan pengukuran spread bid-ask kontemporanus dan menemukan reversal harga saham yang signifikan khususnya bagi saham pecundang. Cox dan Peterson (1994), melakukan studi terhadap penurunan ekstrem harga saham dalam 1 hari dan menguji return dalam 20 hari berikutnya. Pada interval terakhir (November 1987-Juni 1991), maka *post-event return* konsisten dengan hipotesis pasar efisien jika menggunakan event window 3 hari, tetapi jika menggunakan event window 20 hari maka hasilnya konsisten dengan hipotesis reaksi-lebih.

Howe (1986), menggunakan return mingguan dan menggunakan perubahan harga 50% (tanda diabaikan). Temuan mereka menunjukkan bahwa, bagi saham pecundang, terdapat reaksi-lebih untuk periode jangka pendek tetapi terdapat reaksi-kurang untuk jangka panjang. Brown dan Harlow (1988), juga menganalisis fenomena reaksi-lebih untuk periode jangka panjang dan pendek sebagaimana halnya Howe.

Implikasi hipotesis reaksi-lebih memiliki konsekuensi sebagai berikut (1) perubahan harga saham yang ekstrem akan diikuti oleh perubahan harga saham berikutnya dengan arah yang berlawanan. (2) Semakin ekstrem perubahan yang mengawalinya maka semakin besar pembalikan harganya.

2.1. Desain Penelitian



2.2. Pengembangan Hipotesis

Fenomena reaksi-lebih telah banyak ditemukan diberbagai pasar modal. Sebagaimana dijelaskan oleh De Bond dan Thaler (1985), reaksi-lebih ini disebabkan karena investor memberi bobot lebih besar pada informasi-informasi terkini sehingga reaksi mereka menjadi tidak rasional. Fenomena reaksi-lebih juga ditemukan pada pasar modal di luar Amerika. Di Asia, Chang, Leavey, dan Rhee (1995) menemukan bukti bahwa reaksi-lebih juga terjadi di pasar modal Jepang. Hal yang sama juga dibuktikan oleh Hameed dan Ting (2000) di pasar modal Malaysia. Begitupun di pasar modal China yang dibuktikan oleh studi yang dilakukan oleh Kang, Liu dan Ni (2002).

Dari paparan di atas diajukan hipotesis:

H_1 : Terdapat fenomena reaksi-lebih di Bursa Efek Indonesia

Fenomena reaksi-lebih akan berimplikasi pada kemungkinan bermanfaatnya penerapan strategi kontrarian. Ciri-ciri reaksi-lebih dalam perspektif jangka panjang menunjukkan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja baik (*winner*), selanjutnya di periode berikutnya akan mengalami kinerja yang buruk (*losser*). Adapun ciri-ciri reaksi-lebih dalam perspektif jangka pendek adalah bahwa terjadi pembalikan harga saham.

Turunnya harga saham dalam jumlah besar akan diikuti oleh kenaikan harga pada periode berikutnya. Begitu pula sebaliknya, kenaikan harga dalam jumlah yang besar akan diikuti oleh penurunan harga pada periode berikutnya. Gejala atau fenomena ini akan menguntungkan bagi investor yang melakukan perdagangan menggunakan strategi kontrarian. Strategi kontrarian adalah *buying loser, selling winner*. Studi-studi di berbagai negara menunjukkan keuntungan penerapan strategi kontrarian ini. De Bond dan Thaler (1987), menemukan bahwa reaksi-lebih ini berimplikasi pada dimungkinkannya para investor menerapkan strategi kontrarian untuk memperoleh keuntungan atau abnormal return. Zarowin (1990); Chopra, Lakonishok dan Ritter (1992), mereka menemukan bahwa strategi kontrarian memperoleh abnormal return, bahkan ketika sudah dilakukan kontrol terhadap perubahan risiko. Chopra, Lakonishok dan Ritter (1992) menemukan bahwa fenomena reaksi-lebih pada perusahaan-perusahaan kecil lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan besar. Chang, Leavey dan Rhee (1995) dipasar modal Jepang; Hameed dan Ting di pasar modal Malaysia; kang, Liu dan Ni (2002) di pasar modal China dan dikhususkan pada saham kategori A yang diperdagangkan oleh investor domestik, menunjukkan bahwa strategi kontrarian mampu digunakan untuk memperoleh abnormal return

Dari paparan di atas diajukan hipotesis:

H_2 : Penerapan strategi kontrarian dapat digunakan untuk memperoleh abnormal return

3. METODE PENELITIAN

Yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun sampelnya akan dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan persyaratan merupakan 100 perusahaan dengan transaksi teraktif selama tahun 2019. Hal ini dilakukan untuk menghindari saham tidur yang akan menyebabkan diperolehnya return nol.

Jenis data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *www.idx.com* yang berupa harga saham harian.

Penelitian ini menggunakan data harga saham harian, untuk menghitung keuntungan dari strategi kontrarian maka pertama-tama harus ditetapkan saham-saham pemenang (*winner*) dan saham-saham pecundang (*loser*). Penentuan saham-saham *winner* dan saham-saham *loser* ini dengan melakukan rangking *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR). Saham dibagi menjadi 10 desil. D1 merupakan kelompok saham-saham dengan CAAR tertinggi dikategorikan saham *winner* dan D10 merupakan kelompok saham-saham dengan CAAR terendah, dikategorikan saham *loser*. Jika terdapat reaksi-lebih maka saham-saham *winner* di periode pertama (periode formasi) akan menjadi saham-saham *loser* di periode berikutnya (periode kepemilikan / *holding* periode). Mengacu pada Hameed dan Ting (2000), periode formasi menggunakan satu minggu di awal periode, selanjutnya periode kepemilikan (*holding*) menggunakan satu sampai empat minggu setelah periode formasi. Hal ini dimaksudkan untuk melihat lebih rinci lagi tahap-tahapan saham mengalami pembalikan harga (*reversal*). Adapun langkah-langkah pengujiannya adalah sebagai berikut:

1. Menentukan expected return dengan menggunakan model *market adjusted return*. Model ini mengasumsikan bahwa return saham sama dengan return pasar yang diperoleh dari return indeks harga saham gabungan (IHSG).
2. Menghitung return pasar dengan rumus:

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / (IHSG_{t-1}) \dots \dots \dots (1)$$
3. Menghitung return aktual untuk saham dengan rumus:

- $R_{it} = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ (2)
4. Menghitung return taknormal dengan rumus:
 $AR = R_{it} - R_{mt}$ (3)
5. Menghitung cumulative average *Abnormal Return* dengan rumus:
 $CAAR = \sum_t^k AAR$
6. Berdasarkan CAAR tersebut, selanjutnya dilakukan klasifikasi *winner* (10% saham-saham dengan CAAR tertinggi), *loser* (10% saham-saham dengan CAAR terendah) di periode formation.
7. Untuk membuktikan keberadaan reaksi lebih maka CAAR_w (CAAR_L) di periode formation > CAAR_w (CAAR_L) di periode kepemilikan (*holding period*). Untuk membuktikan hal ini digunakan uji beda dua sampel independen dengan menggunakan tingkat signifikansi 5%. Pada penelitian ini akan dianalisis apakah pembalikan harga terjadi di *holding period* 1 minggu, 2 minggu, 3 minggu dan 4 minggu.
8. Untuk membuktikan profitabilitas strategi kontrarian, maka dilakukan dengan menghitung jumlah *return winner* dan *return loser* disetiap minggu pada periode kepemilikan. Karena periode kepemilikan dihitung selama 4 minggu maka akan diperoleh empat perhitungan profit kontrarian. Dengan demikian akan nampak keuntungan di setiap tahap (minggu). Analisis dilakukan dengan uji beda dua sampel independen antara *winner* dan *loser* pada periode *holding*. Strategi contrarian akan mendatangkan keuntungan jika CAAR_L > CAAR_w pada periode *holding*.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Data

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis terjadinya reaksi-lebih pada saham-saham di Bursa Efek Indonesia dan menganalisis manfaat penerapan strategi kontrarian. Data yang digunakan adalah harga saham harian dari 100 perusahaan sampel selama 1 tahun (2019). Untuk menghitung keuntungan dari strategi kontrarian maka pertama-tama harus ditetapkan saham-saham pemenang (*winner*) dan saham-saham pecundang (*loser*).

Statistik deskriptif berikut ini menjelaskan perihal *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) bagi saham-saham *winner* dan saham-saham *loser* pada periode formasi dan periode *holding* (kepemilikan). Masing-masing saham *winner* dan *loser* akan dipaparkan pada setiap periode kepemilikannya. Penelitian ini menggunakan periode kepemilikan 1 minggu, 2 minggu, 3 minggu dan 4 minggu sehingga akan diperoleh 8 kombinasi.

Tabel 4.1 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 1 Minggu Untuk Saham Winner

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	500	.04220	1.36854	.1836624	.12927749
CAAR_1	500	-1.37528	.65916	-.0034126	.15432212
Valid N (listwise)	500				

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 1 minggu untuk saham *winner* pada tahun 2019 adalah 0,1836624 (18,37%) sementara itu CAAR minimum 0,04220 (4,22%) dan maksimum adalah 1,36854 (136,85%). Rata-rata ini cukup tinggi jika dibandingkan dengan SBI (sekitar 6,8% di tahun 2019). Di periode kepemilikan 1 minggu, saham-saham *winner* tersebut mengalami penurunan return, mengalami kerugian rata-rata 0,0034126 atau 0,34%, namun penurunan ini tidak terlalu tajam.

Tabel 4.2 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 1 Minggu Untuk Saham Loser

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	500	-1.37528	-.05562	-.1817252	.13094375
CAAR_1	500	-.82590	1.36854	.0010549	.16725508
Valid N (listwise)	500				

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 1 minggu untuk saham *loser* pada tahun 2019 adalah -0,1817252 (-18,17%) sementara itu CAAR minimum -1,37528 (-137,53%) dan maksimum adalah -0,05562 (-5,56%). Di periode kepemilikan 1 minggu, saham-saham *loser* tersebut mengalami kenaikan return, mengalami keuntungan rata-rata 0,0010549 atau 0,1%. Rata-rata keuntungan ini tidak sebesar return saham *winner* yang mampu mencapai 18,37%.

Tabel 4.3 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 2 Minggu Untuk Saham Winner

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	490	-.24765	1.36854	.1766618	.13888000
CAAR_2	490	-1.81207	.94525	-.0006112	.23259516
Valid N (listwise)	490				

Tabel 4.3 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 2 minggu untuk saham *winner* pada tahun 2019 adalah 0,1766618 (17,67%) sementara itu CAAR minimum -0,24765 (-24,76%) dan maksimum adalah 1,36854 (136,85%). Rata-rata ini di bawah di periode kepemilikan 1 minggu namun jika dibandingkan dengan SBI (sekitar 6,8% di tahun 2019), masih dikategorikan cukup tinggi. Di periode kepemilikan 2 minggu, saham-saham *winner* tersebut mengalami penurunan return, mengalami kerugian rata-rata 0,0006112 atau 0,06%, namun penurunan ini tidak terlalu tajam.

Tabel 4.4 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 2 Minggu Untuk Saham Loser

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	490	-1.37528	.25233	-.1747709	.13957134
CAAR_2	490	-.98623	1.72059	-.0010345	.22587639
Valid N (listwise)	490				

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 2 minggu untuk saham *loser* pada tahun 2019 adalah -0,1747709 (-17,48%) sementara itu CAAR minimum -1,37528 (-137,53%) dan maksimum adalah 0,25233 (25,23%). Di periode kepemilikan 2 minggu, saham-saham *loser* tersebut mengalami penurunan return, mengalami kerugian rata-rata -0,0010345 atau 0,10%. Rata-rata keuntungan ini tidak sebesar return saham *winner* yang mampu mencapai 17,67%.

Tabel 4.5 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 3 Minggu Untuk Saham Winner

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	480	-.27170	1.04551	.1718490	.12635656
CAAR_3	480	-1.90179	1.02427	-.0190618	.25669448
Valid N (listwise)	480				

Tabel 4.5 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 3 minggu untuk saham *winner* pada tahun 2019 adalah 0,1718490 (17,18%) sementara itu CAAR minimum -0,27170 (-27,17%) dan maksimum adalah 1,04551 (104,55%). Rata-rata CAAR ini di bawah di periode kepemilikan 1 minggu dan 2 minggu, namun jika dibandingkan dengan SBI (sekitar 6,8% di tahun 2019), masih dikategorikan cukup tinggi. Di periode kepemilikan 3 minggu, saham-saham *winner* tersebut mengalami penurunan return, dengan kerugian rata-rata 0,0190618 atau 1,91%.

Tabel 4.6 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 3 Minggu Untuk Saham Loser

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	480	-1.00669	.30477	-.1710792	.12746129
CAAR_3	480	-1.44802	1.74131	.0085116	.27169780
Valid N (listwise)	480				

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 3 minggu untuk saham *loser* pada tahun 2019 adalah -0,1710792 (-17,11%) sementara itu CAAR minimum -1,00669 (-100,67%) dan maksimum adalah 0,30477 (30,48%). Di periode kepemilikan 3 minggu, saham-saham *loser* tersebut mengalami kenaikan return, mengalami keuntungan rata-rata 0,0085116 atau 0,85%. Rata-rata keuntungan ini tidak sebesar return saham *winner* yang mampu mencapai 17,18%.

Tabel 4.7 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 4 Minggu Untuk Saham Winner

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	470	.04220	1.04551	.1773046	.11615462
CAAR_4	470	-1.74940	1.35461	-.0072550	.27709993
Valid N (listwise)	470				

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 4 minggu untuk saham *winner* pada tahun 2019 adalah 0,1773046 (17,73%) sementara itu CAAR minimum 0,04220 (4,22%) dan maksimum adalah 1,04551 (104,55%). Rata-rata CAAR ini di bawah di periode kepemilikan 1 minggu, tapi di atas periode kepemilikan 2 minggu dan 3 minggu, begitu pula jika dibandingkan dengan SBI (sekitar 6,8% di tahun 2019), masih dikategorikan cukup tinggi. Di periode kepemilikan 4 minggu, saham-saham *winner* tersebut mengalami penurunan return, dengan kerugian rata-rata 0,0072550 atau 0,07%.

Tabel 4.8 Deskripsi Data CAAR di Periode Formasi dan CAAR di Periode Kepemilikan 4 Minggu Untuk Saham Loser

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR_F	470	-1.00669	-.05562	-.1752538	.11465446
CAAR_4	470	-1.54152	1.57986	.0076555	.29278199
Valid N (listwise)	470				

Tabel 4.8 menunjukkan bahwa rata-rata CAAR di periode kepemilikan 4 minggu untuk saham *loser* pada tahun 2019 adalah -0,1752538 (-17,53%) sementara itu CAAR minimum -1,00669 (-100,67%) dan maksimum adalah -0,05562 (5,56%). Di periode kepemilikan 4 minggu, saham-saham *loser* tersebut mengalami kenaikan return, mengalami

keuntungan rata-rata 0,0076555 atau 0,77%. Rata-rata keuntungan ini tidak sebesar return saham *winner* yang mampu mencapai 17,73%.

4.2. Menguji Keberadaan Pembalikan Harga (*Price Reversal*)

Pembalikan harga merupakan suatu kondisi dimana saham-saham *winner* diperiode sebelumnya akan mengalami penurunan harga diperiode berikutnya, begitu sebaliknya, saham-saham *loser* pada periode sebelumnya mengalami kenaikan harga pada periode berikutnya. Untuk menguji keberadaan price reversal ini maka dilakukan uji beda terhadap return saham di periode formation dengan return di periode *holding*. Periode formation ditentukan selama satu minggu, sementara periode *holding* ditentukan pada 1, 2, 3, 4 ($t+1$, $t+2$, $t+3$, $t+4$) minggu berikutnya sehingga akan diperoleh 4 kombinasi untuk masing-masing saham *winner* dan saham *loser*. Pemilihan 4 periode *holding* disini dimaksudkan untuk mengantisipasi bahwa mungkin suatu saham membutuhkan waktu yang lebih panjang untuk berbalik (*reversal*). Hasil uji beda terhadap saham-saham *winner* dan *loser* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.9 Price Reversal Saham Winner dan Loser Setelah t+1

Saham	CAAR periode formation	CAAR holding 1minggu	t-value
<i>Winner</i>	0,1836624	-0,0034126	20,779***
<i>Loser</i>	-0,1817252	0,0010549	-19,241***

*** signifikan pada 1%

Tabel 4.9 menunjukkan bahwa terjadi pembalikan harga pada 1 minggu berikutnya, baik untuk saham *winner* maupun saham *loser*. Saham *winner* memiliki CAAR 0,1836624 pada periode formation dan diikuti oleh penurunan return menjadi negatif (-0,0034126) pada satu minggu berikutnya. Return formation memiliki perbedaan yang signifikan dengan return *holding* dimana return formation lebih tinggi dibandingkan dengan return *holding*. Sementara itu saham *loser* dengan CAAR -0,1817252 pada periode formation mengalami kenaikan return pada satu minggu berikutnya menjadi 0,0010549. Return periode *holding* lebih tinggi dibandingkan dengan periode formation. perbedaan tersebut signifikan pada level 1%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa baik saham *winner* maupun saham *loser* mengalami price reversal, atau saham-saham tersebut mengalami overreaction.

Berikutnya akan dilakukan uji pada periode *holding* 2 minggu. Saham-saham *winner* dan *loser* diuji kembali apakah mengalami price reversal pada dua minggu berikutnya. Hasil uji dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.10 Price Reversal Saham Winner dan Loser Setelah t+2

Saham	CAAR periode formation	CAAR holding 2minggu	t-value
<i>Winner</i>	0,1766618	-0,0006112	14,485***
<i>Loser</i>	-0,1747709	-0,0010345	-14,484***

*** signifikan pada 1%

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa baik saham *winner* maupun saham *loser* mengalami price reversal pada dua minggu berikutnya. Hal ini dapat dilihat pada CAAR periode formation dan periode *holding*. $CAAR_{winner}$ periode formation lebih besar dari pada $CAAR_{winner}$ periode *holding*. Begitu pula untuk saham *loser*, $CAAR_{loser}$ periode *holding* lebih besar dari pada $CAAR_{loser}$ periode formation. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa telah terjadi overreaction untuk periode *holding* 2 minggu.

Dengan cara yang sama, selanjutnya diuji keberadaan price reversal pada periode kepemilikan 3 mingguan dan 4 mingguan. Hasil uji beda ditunjukkan pada tabel-tabel berikut ini.

Tabel 4.11 Price Reversal Saham Winner dan Loser Setelah t+3

Saham	CAAR periode formation	CAAR holding 3 minggu	t-value
Winner	0,1718490	-0,0190618	14,619***
Loser	-0,1710792	0,0085116	-13,111***

*** signifikan pada 1%

4.12 Price Reversal Saham Winner dan Loser Setelah t+4

Saham	CAAR periode formation	CAAR holding 4 minggu	t-value
Winner	0,1773046	-0,0072550	13,317***
Loser	-0,1752538	0,0076555	-12,611***

*** signifikan pada 1%

Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 merupakan uji beda baik saham *winner* maupun *loser* untuk melihat perbedaan CAAR formation dan CAAR holding period. Kedua tabel menunjukkan hasil bahwa CAAR_{winner} formation lebih besar dari pada CAAR_{winner} periode holding. CAAR_{loser} periode holding lebih kecil dari pada CAAR_{loser} periode formation. Kedua tabel menunjukkan overreaction baik untuk kepemilikan 3 minggu maupun 4 minggu.

Dari Tabel 4.9, Tabel 4.10, Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 dapat diambil kesimpulan bahwa telah terjadi fenomena *overreaction* atau reaksi lebih di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian maka hipotesis H₁ terbukti.

4.3. Profitabilitas Strategi Contrarian

Keberadaan fenomena reaksi lebih memungkinkan investor untuk menerapkan strategi contrarian demi memperoleh keuntungan. Untuk itu perlu dilakukan pengujian apakah memang strategi tersebut mampu digunakan untuk memperoleh profit atau abnormal return. Uji yang akan dilakukan disini adalah membedakan CAAR_{winner} dan CAAR_{loser} pada periode holding. Jika CAAR_{loser} mampu mengungguli CAAR_{winner} maka strategi contrarian layak digunakan.

Periode holding 1 minggu (t+1)

Pertama-tama akan dilakukan pengujian terhadap saham *winner* dan *loser* 1 minggu setelah periode formation. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel berikut

Tabel 4.13 Profit Strategi Contrarian pada Kepemilikan (Holding) 1 minggu

Saham	Winner	Loser
CAAR _{holding}	-0,0034126	0,0010549
t-value	-0,439	

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa Jika saham *loser* dimiliki selama satu minggu, maka kepemilikan itu tidak memberi keuntungan bagi investor karena t-value dari uji beda CAAR *winner* dan *loser* adalah -0,439, artinya CAAR *winner* dan CAAR *loser* tidak berbeda. Investor tidak memperoleh abnormal return.

Untuk memperkuat hasil penelitian maka selanjutnya juga diuji kepemilikan saham *loser* selama dua minggu ke depan. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.14

Tabel 4.14 Profit Strategi Contrarian pada Kepemilikan (*Holding*) 2 minggu

Saham	Winner	Loser
CAAR _{holding}	-0,0006112	-0,0010345
t-value	0,09	

Ketika investor memegang saham *loser* selama 2 minggu, maka mereka tidak memperoleh keuntungan abnormal (abnormal return). Return *loser* tidak lebih besar daripada return *winner*. Hasil uji beda menunjukkan t-value sebesar 0,09. CAAR saham *loser* sama dengan CAAR saham *winner*. Selanjutnya dihitung kepemilikan selama 3 minggu.

Tabel 4.15 Profit Strategi Contrarian pada Kepemilikan (*Holding*) 3 minggu

Saham	Winner	Loser
CAAR _{holding}	-0,0190618	0,0085116
t-value	-1,616	

Sebagaimana halnya pada periode kepemilikan 1 minggu dan 2 minggu, maka pada periode kepemilikan 3 minggu pun menunjukkan hasil yang sama yaitu CAAR_L tidak lebih besar daripada CAAR_w. Dengan demikian maka penerapan strategi contrarian pada periode kepemilikan 3 minggu tidak mendatangkan keuntungan bagi investor.

Selanjutnya yang terakhir akan diuji penerapan strategi contrarian pada periode kepemilikan 4 minggu. Hasil uji beda CAAR dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.16 Profit Strategi Contrarian pada Kepemilikan (*Holding*) 4 Minggu

Saham	Winner	Loser
CAAR _{holding}	-0,0072550	0,0076555
t-value	-0,802	

Tabel 4.16 menunjukkan hasil bahwa CAAR_L sama dengan CAAR_w. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada periode kepemilikan 4 minggu pun tidak diperoleh *Abnormal Return* (keuntungan)

4.4. Pembahasan Hasil

Dari tabel 4.9 sampai dengan tabel 4.12 nampak bahwa saham-saham *winner* maupun *loser* mengalami pembalikan harga (price reversal) baik untuk kepemilikan (*holding*) 1 minggu, 2 minggu, 3 minggu maupun 4 minggu. Hasil ini sesuai dengan harapan bahwa ada kecenderungan overreaction pada saham-saham tersebut. Saham-saham *winner* diminggu sebelumnya mengalami penurunan return di minggu-minggu berikutnya bahkan sampai dengan minggu keempat. Begitupun dengan saham-saham *loser* mengalami kenaikan return di minggu-minggu berikutnya sampai dengan 4 minggu. Kecenderungan ini memungkinkan untuk diterapkannya strategi contrarian yaitu membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham *winner* diminggu sebelumnya.

Dari tabel 4.13 sampai dengan tabel 4.16 menunjukkan bahwa penerapan strategi contrarian pada saham-saham *winner* dan *loser* menunjukkan hasil tidak memperoleh keuntungan. Saham-saham *winner* dan *loser* memang mengalami pembalikan harga namun demikian ketika diterapkan strategi contrarian tidak memperoleh keuntungan. Hasil analisis data ini menunjukkan bahwa hipotesis H₁ terbukti yaitu terjadi pembalikan harga pada saham-saham *winner* dan *loser*. Saham-saham *winner* di awal minggu mengalami penurunan return di empat minggu berikutnya. Demikian juga saham-saham *loser* di awal minggu mengalami peningkatan return di empat minggu berikutnya. Akan tetapi

penerapan strategi contrarian tidak bermanfaat karena dari tabel 4.13 sampai dengan tabel 4.16 ternyata kepemilikan saham-saham *loser* tidak mengungguli kepemilikan saham-saham *winner*. Hasil ini dapat menjadi pembuktian bahwa pasar modal dalam kondisi efisien. Penerapan strategi perdagangan tidak mampu digunakan untuk memperoleh keuntungan.

5. KESIMPULAN

5.1. Kesimpulan

Dari hasil analisis data dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut

1. Terjadi pembalikan harga pada saham-saham yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini cukup kuat karena telah diuji sampai dengan 4 minggu
2. Walaupun terjadi pembalikan harga, namun penerapan strategi contrarian tidak mampu memperoleh keuntungan yang signifikan bagi investor

5.2. Saran

Dari hasil penelitian ini masih terbuka peluang untuk menguji kembali fenomena price reversal dan menerapkan strategi contrarian. Masih terbuka untuk menguji pada periode-periode yang lebih panjang baik bulanan maupun tahunan. Masih memungkinkan untuk melakukan perbandingan apakah fenomena price reversal juga selalu terjadi baik untuk periode pendek maupun panjang. Begitupun dalam hal pengukuran (*measurement*), penelitian ini menggunakan model market adjusted return untuk mengestimasi return ekspektasian. Masih terbuka penggunaan model-model yang lain yang memungkinkan untuk diperolehnya hasil yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhigbe, A., T. Gosnell dan T. Harikumar (1998), *Winners and Losers on NYSE: A Re-Examination Using Daily Closing Bid-Ask Spread*, *Journal of Financial Research*, Vol. 21, 53-64
- Aktas, H. Dan Semra Oncu (2006), *The Stock Market Reaction to Extreme Events: The Evidence from Turkey*, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 6, 78-85
- Atkins, A.B. dan E.A. Dyl (1990), *Price Reversal, Bid-Ask Spreads and Market Efficiency*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25, 535-547
- Ball, R., S. Kothari dan J. Shanken (1995), *Problems in Measuring Portfolio Performance: An Application to Contrarian Investment Strategies*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 79-107
- Bowman, R.G. dan D. Iverson (1998), *Short-run Overreaction in The New Zealand Stock Market*, *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.6, 475-491
- Brown, K. dan W. Harlow (1988), *Market Overreaction: Magnitude and Intensity*, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 14, 6-13
- Chang, R.P., D.W. McLeavey dan S.G. Rhee (1995), *Short-term Abnormal Returns of The Contrarian Strategy in The Japanese Stock Market*, *Journal of Business Finance and Accounting*, No. 22
- Chopra, N., J. Lakonishok dan J.R. Ritter (1992), *Measuring Abnormal Performance*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 235-268

- Cox, D. dan D. Peterson (1994), Stock Returns Following Large One-day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance, *The Journal of Finance*, 49, 255-267
- De Bont, W.F. dan R. Thaler (1985), Does The Stock Market Overreact?, *The Journal of Finance*, 40, 793-805
- Hameed, A dan S. Ting (2000), Trading Volume and Short-Horizon Contrarian Profit: Evidence from Malaysian Stock Market, *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 8
- Howe, J (1986), Evident on Stock Market Overreaction, *Financial Analysts Journal*, Vol. 42, 74-77
- Jogiyanto. Hartono 2014. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta: BPFE-UGM
- Kang, J , M.H. Liu dan S. X. Ni (2002), Contrarian and Momentum Strategies in The China Stock Market: 1993-2000, *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 10
- Larson, Stephen J. dan Jeff Madura (2003), What Drives Stock Price Behavior Following Extreme One-Day Returns, *The Journal of Financial Research*, Vol. 25, No.1, 113-127
- Otchere, Isaac dan Jonathan Chan (2003), Short-Term Overreaction in Hong Kong Stock Market: Can Contrarian Trading Strategy Beat The Market?, *The Journal of Behavioral Finance*, Vol.4, No.3, 157-171
- Zarowin, P (1990), Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, 113-125
- <https://www.teguhhidayat.com/2014/01/mengenal-strategi-kontrarian.html>