

**DAPATKAH STRATEGI KONTRARIAN DITERAPKAN
DIPASAR MODAL INDONESIA?
(Pengujian Anomali *Winner-Loser* di Bursa Efek Jakarta)**

Titi Dewi Warninda Marwan Asri Sw

Universitas Gadjah Mada

ABSTRACT

The fluctuation of of stock prices, in many occassions, are related to so called market anomalies. One of those anomalies is known as a winnerloser anomaly. A winner-loser anomaly is identified when stocks that initially earned extremely positive abnormal returns (winners) or extremely negative abnormal returns (losers) experience extended reversal, so that losers can outperform winners. The presence of this anomaly creates a contrarian investment strategy: buy loserstocks and sellshort the winner-stocks, in order to earn significant positif abnormal return. De bondt and Thaler (1985) suggested the overreaction hypothesis as an explanation of this anomaly. The hypothesis claims that the market tends to overreact to (especially new and dramatic) information. The market overvalues stock prices as a reaction to good news and undervalues stock prices as a reaction to bad news. This phenomenon is reversed when it is recognized that the market has overreacted to the information.

The purpose of this research is to test the existence of winnerloser anomaly in the Jakarta Stock Exchange. Using market adjusted abnormal return, data from December 1990 to June 1997, and overlapping six months formation/test periods, this research does not find any indication of market overreaction. So, it is not suggested that investor can use the contrarian investment strategy. This research also finds that there is no significant difference between average size of winners and losers.

Keywords: *winner-loser anomaly, Jakarta Stock Exchange contrarian investment strategy, overreaction,*

1. PENDAHULUAN

Sejak kurun waktu satu dekade yang lalu telah terjadi pertumbuhan yang pesat di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sejak itu pula, pengujian tentang efisiensi pasar modal (terutama dalam bentuk lemah) terhadap BEJ mulai dilakukan, dengan hasil yang pada umumnya mengarah pada kesimpulan ditemukannya efisiensi dalam bentuk lemah di pasar ini.

Hipotesis efisiensi pasar modal (*efficient market hypothesis* atau *EMH*) pada dasarnya berkenaan dengan reaksi pasar (yang tercermin pada "penyesuaian" harga) terhadap munculnya informasi baru. Secara umum dapat dikatakan bahwa pasar yang

efisien akan segera bereaksi secara cepat dan tepat terhadap informasi, sehingga tidak dimungkinkan untuk memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*). Hipotesis efisiensi pasar modal, 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 artikel yang menyebutkan tentang adanya anomali pada pasar modal. Salah satu anomali yang bertentangan dengan efisiensi pasar adalah anomali *winner-loser*.

Anomali *winner-loser* pertama kali dike-mukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985). Menggunakan data pasar modal Amerika, DeBondt dan Thaler menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Sehingga investor yang membeli saham-saham loser dan menjual saham-saham tersebut saat menjadi winner akan memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan sampai 15 persen pertahun selama periode penelitian DeBondt dan Thaler. DeBondt dan Thaler menggunakan periode pembentukan/formasi portofolio *winner-loser* selama tiga tahun dan periode pengujian selama tiga tahun berikutnya.

Adanya anomali *winner-loser* yang sama seperti hasil penelitian di atas maupun hanya sebagian (*reversal* hanya terjadi pada saham loser atau winner saja) telah diidentifikasi oleh Rosenberg, Reid, dan Lanstein (1985) dengan periode formasi/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 tiga tahun, dan Lehman (1990) dengan periode formasi satu minggu dan periode pengujian enam bulan.

Kryzanowski dan Zhang (1992) yang menggunakan data pasar modal Toronto tidak menemukan perilaku pembalikan rata-rata tingkat keuntungan 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. Brails-ford (1992) juga melakukan dan menemukan hal yang hampir serupa 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).

Sebaliknya, beberapa peneliti di pasar modal yang berbeda berhasil mengidentifikasi adanya anomali *winner-loser*. Da Costa (1994), misalnya, menemukan anomali *winner-loser* di pasar modal Brasil. Hal ini sama dengan temuan Alonso dan Rubio (1990) di pasar modal Spanyol. Dalam penelitian mereka, teridentifikasi anomali *winner-loser* di pasar modal Spanyol. Mereka juga menemukan bahwa di pasar tersebut saham loser dapat memberi keuntungan rata-rata sampai 24,5 persen lebih besar daripada saham *winner* selama periode penelitian tersebut.

DeBondt dan Thaler menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* adalah hipotesis *overreaction*. Hipotesis ini menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam hal ini, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai "baik". Sebaliknya, mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar "buruk." Kemudian, fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya (secara drastis) saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat loser.

Anomali *winner-loser* telah mempopulerkan penerapan strategi investasi *contrarian*, yaitu strategi yang "menyarankan" untuk membeli saham-saham loser dan menjual saham-saham yang dimiliki yang telah 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 keuntungan abnormal yang signifikan.

2. DATA DAN METODOLOGI

Tulisan ini merupakan hasil dari penelitian yang bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat anomali *winner-loser* di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi tambahan informasi kepada investor tentang dapat-tidak diterapkannya strategi investasi *contrarian*, yaitu membeli saham pada saat menjadi *loser* dan menjualnya saat menjadi *winner* sehingga dapat memperoleh keuntungan

abnormal yang signifikan. Selain itu, hasil penelitian ini diharapkan dapat menunjukkan apakah terdapat *overreaction* di Bursa Efek Jakarta.

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari dua macam. Pertama adalah data harga saham individual bulanan. Kedua adalah data harga pasar rata-rata, yang dalam hal ini diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Kedua data ini dikumpulkan untuk periode Desember 1990 sampai dengan Juni 1997. Data harga saham bulanan digunakan untuk menghitung tingkat keuntungan individual saham sedangkan data IHSG untuk menghitung tingkat keuntungan pasar.

Tingkat keuntungan saham mulai bulan Januari 1991 sampai dengan bulan Juni 1997 dihitung dengan rumus:

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}}$$

Dimana:

P_{jt} = harga saham perusahaan j pada saat t

P_{jt-1} = harga saham j pada saat t-1

Sedangkan tingkat keuntungan pasar dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Dimana:

I_t = indeks harga pasar pada saat t

I_{t-1} = indeks harga pasar pada saat t-1

Portofolio saham *winner* dan *loser* dibentuk menurut tingkat keuntungan abnormal yang diperoleh (sangat positif dan sangat negatif). Periode pembentukan portofolio adalah enam bulan dan periode pengujian portofolio adalah enam bulan berikutnya. Periode enam bulan ini dipilih agar didapat banyak jumlah observasi karena periode penelitian hanya enam setengah tahun yaitu dimulai pada tahun 1991 sampai dengan bulan Juni 1997. Sehingga dengan periode pembentukan dan pengujian portofolio enam bulan yang overlapping akan terdapat 12 observasi portofolio *winner-loser* seperti tampak pada tabel 1.

Observasi pertama adalah periode formasi bulan Januari-Juni 1991 dan periode pengujian bulan Juli-desember 1991. Observasi kedua adalah periode formasi

bulan Juli-Desember 1991 dan periode pengujian bulan Januari-Juni 1992. Demikian seterusnya sampai dengan observasi terakhir dengan periode formasi bulan Juli-Desember 1996 dan periode pengujian bulan Januari-Juni 1997.

Tabel 1. Observasi, Periode Formasi dan Pengujian

Observasi	Periode Formasi	Periode Pengujian
1	Januari 1991 - Juni 1991	Juli 1991 - Desember 1991
2	Juli 1991-Desember 1991	Januari 1992 - Juni 1992
3	Januari 1992 - Juni 1992	Juli 1992 - Desember 1992
4	Juli 1992 - Desember 1992	Januari 1993 - Juni 1993
5	Januari 1993 - Juni 1993	Juli 1993 -Desember 1993
6	Juli 1993 - Desember 1993	Januari 1994 - Juni 1994
7	Januari 1994 - Juni 1994	Juli 1994 - Desember 1994
8	Juli 1994 - Desember 1994	Januari 1995-Juni 1995
9	Januari 1995 - Juni 1995	Juli 1995 - Desember 1995
10	Juli 1995 - Desember 1995	Januari 1996 - Juni 1996
11	Januari 1996 - Juni 1996	Juli 1996 - Desember 1996
12	Juli 1996-Desember 1996	Januari 1997 - Juni 1997

Zero-one market model digunakan untuk menghitung tingkat keuntungan abnormal saham yang merupakan *market adjusted return* seperti yang digunakan oleh Brailsford (1992). Model tersebut dirumuskan sebagai berikut:

$$U_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Dimana:

R_{jt} = tingkat keuntungan saham j pada periode t

R_{mt} = tingkat keuntungan pasar pada periode t

Sebagai langkah awal dalam membentuk portofolio *winner* dan *loser*, terlebih dahulu dihitung tingkat keuntungan *abnormal* kumulatif (*cummulative abnormal return* atau *CAR*) masing-masing saham selama enam bulan periode formasi. Kemudian dipilih 30 saham yang memiliki *CAR* tertinggi sebagai *winner* dan 30 saham dengan *CAR* terendah sebagai *loser* pada masing-masing periode formasi. Saham yang termasuk dalam portofolio saham *winner/loser* harus merupakan saham yang tercatat di BEJ selama periode formasi dan periode pengujian berikutnya.

Pada periode pengujian dihitung rata-rata tingkat keuntungan abnormal untuk masing-masing portofolio pada bulan ke-1 sampai bulan ke-6 selama periode pengujian (ARJ).

$$AR_t = \left[\sum_{j=1}^n U_{jt} \right] / N$$

AR_t = rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* portofolio selama periode t

U_{jt} = tingkat keuntungan abnormal pada periode t

N = jumlah perusahaan pada periode t

t = periode bulanan

Kemudian dihitung tingkat keuntungan *abnormal* kumulatif (CAR) untuk portofolio selama periode pengujian yaitu:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^T AR_t$$

AR_t = rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* portofolio pada periode t

T = panjang periode akumulasi dalam bulan (enam bulan)

Langkah berikutnya adalah mencari rata-rata dari seluruh CAR, yang diperoleh dari setiap observasi pada masing-masing portofolio saham *winner/loser* sehingga diperoleh rata-rata tingkat keuntungan abnormal untuk saham *winner* dan *loser*.

$$ACAR = CAR_t / n$$

$ACAR_t$ = rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *winner/loser*

CAR_t = tingkat keuntungan abnormal kumulatif masing-masing portofolio pada masing-masing observasi

n = jumlah observasi

Untuk menguji signifikansi rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *winner* dan signifikansi rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *loser*, serta menguji perbedaan rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *winner* dan *loser*, digunakan uji t dua sisi.

2. HASIL PENGUJIAN EKSISTENSI ANOMALI WINNER-LOSER

Hasil perhitungan *abnormal return* kumulatif, baik untuk periode formasi maupun periode pengujian, tampak pada Tabel 2.¹ Rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *winner* pada periode formasi adalah 44,53%, yang mencerminkan tingkat keuntungan 44,53 persen lebih tinggi daripada tingkat keuntungan pasar. Di lain pihak, rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *loser* adalah -56,89% atau 56,89 persen lebih rendah daripada tingkat keuntungan pasar.

Pada akhir periode pengujian, rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *winner* turun secara drastis menjadi -12,60%. Sekali lagi, ini mencerminkan bahwa return saham yang sebelumnya termasuk kelompok *winner* "berubah arah" menjadi 12,6 persen lebih rendah daripada tingkat keuntungan pasar. Sementara itu, rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* saham *loser* naik menjadi 2,67% atau 2,67 persen lebih tinggi daripada tingkat keuntungan pasar, namun tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, ditentukan adanya gejala *reversal asymmetry* (atau "pembalikan" yang tidak simetri).

Gejala tidak simetrinya pembalikan kedua portfolio pada periode pengujian dapat diartikan bahwa anomali *winner-loser* tidak terdapat di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian. Hal ini serupa dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kryzanowski dan Zhang (1992) dalam menguji anomali *winner-loser* di pasar modal Kanada. Pada penelitian tersebut ditemukan rata-rata tingkat keuntungan abnormal saham loser secara signifikan berubah menjadi positif, sedangkan tingkat keuntungan *abnormal* rata-rata saham *winner* menjadi negatif, tetapi tidak signifikan. Kryzanowski dan Zhang kemudian menyimpulkan bahwa di pasar modal Kanada tidak terdapat anomali *winner-loser*.

¹ Uji statistik menunjukkan adanya perbedaan rata-rata tingkat keuntungan abnormal saham loser dan winner pada periode pengujian sebesar 15,28 % (signifikan pada $\alpha = 0,01$).

Tabel 2. Abnormal return Kumulatif Pada Periode Formasi dan Pengujian

Portfolio (Winner/ Loser)	Rata-Rata Keuntungan Abnormal Kumulatif	
	Periode Formasi	Periode Pengujian
Winner	44,53*** (7,5599)	-12,60*** (- 3,9473)
Loser	-56,89*** (-11,9527)	2,67 (0,7785)

*** signifikan pada $\alpha = 0,01$

Fakta bahwa tidak ditemukannya anomali *winner-loser* diperkuat dengan hasil pengamatan pada perkembangan rata-rata keuntungan *abnormal* selama enam bulan periode pengujian. Hasil pengamatan tersebut tampak pada Tabel 3. Pada tabel tersebut tampak bahwa dari bulan ke-1 sampai ke-6 pada periode pengujian saham *winner* tidak benar-benar mengalami *return reversal* (pembalikan rata-rata tingkat keuntungan kearah negatif) karena rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* pada bulan ketiga memiliki tanda positif. Jika saham *winner* memang mengalami pembalikan rata-rata return dalam jangka panjang, seharusnya rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* yang diperoleh dari bulan ke-1 sampai bulan ke-6 adalah negatif.

Gejala yang sama tampak pada portfolio saham yang termasuk dalam kelompok loser. Tingkat keuntungan *abnormal* rata-rata bulan ke-2 dan ke-4 mempunyai tanda negatif: Dengan kata lain, selama periode pengamatan tidak sepenuhnya terjadi pembalikan dari return yang negatif ke arah positif. Hasil pengamatan pada kedua portofolio saham tersebut menguatkan kesimpulan bahwa tidak terdapat anomali *winner-loser* di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 3. Rata-Rata Tingkat Keuntungan Abnormal dalam Periode Pengujian Enam Bulan

Bulan ke 1-6 pada Periode Pengujian	Rata-rata Keuntungan Abnormal	
	Saham Winner	Saham Loser
1	-2,8 (-1,5886)	1,94 (1,0755)
2	-3,4 (-2,2414)**	-0,17 (-0,1160)
3	0,39 (0,04543)	0,65 (0,4780)
4	-3,12 (-2,8558)**	-1,48 (-1,0541)
5	-2,5 (-1,4839)	0,24 (0,1248)
6	-1,15 (-1,3061)	1,5 (0,9200)

** signifikan pada $\alpha = 0,05$

3. ANALISIS KAPITALISASI PASAR PORTOFOLIO SAHAM WINNER-LOSER

Zarowin (1990) mengungkapkan bahwa saham *loser* secara rata-rata memiliki size lebih kecil daripada saham *winner*. Hal ini menjawab hipotesis yang dikemukakannya bahwa perbedaan size antara saham *winner* dan *loser* akan menimbulkan tingkat keuntungan yang berbeda.

Dalam penelitian ini juga dilakukan hal yang serupa dengan yang dilakukan oleh Zarowin, yakni diuji apakah ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata size saham *loser* dengan saham *winner*. Size diukur dengan kapitalisasi pasar masing-masing saham pada akhir masing-masing periode formasi (pengukuran ini mengikuti cara yang dilakukan oleh Brailsford (1992)]. Pengujian rata-rata kapitalisasi pasar menggunakan t statistik dengan null hipotesis tidak ada perbedaan rata-rata kapitalisasi pasar saham *winner* dan *loser*.

Dalam penelitian didapatkan bahwa rata-rata kapitalisasi pasar saham *loser* adalah Rp 444.945,73 milyar sedangkan saham *winner* Rp 526.681,10 milyar. Namun hasil uji statistik adalah menunjukkan bahwa perbedaan tersebut tidak signifikan (t

statistik: 0,5076). Dengan demikian, diperoleh gambaran bahwa size yang digambarkan oleh kapitalisasi pasar tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang diperoleh saham *winner/loser*. Hal yang sama juga ditemukan oleh Brailsford (1992) di pasar modal Australia.

4. KESIMPULAN

Dengan menggunakan data dari bulan Desember 1990 sampai dengan Juni 1997, dan periode formasi/pengujian enam bulan, hasil pengujian di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa tidak terdapat anomali *winner-loser* atau dengan kata lain, tidak terdapat *investor overreaction*. Pada periode pengujian tidak terlihat adanya *reversal effect* yang simetri, dimana saham *loser* tidak mampu memberikan keuntungan abnormal positif yang signifikan pada periode pengujian. Dengan demikian, dapat disimpulkan pula bahwa investasi contrarian tidak dapat diterapkan di pasar modal Jakarta.

Selanjutnya, dalam penelitian ini diungkapkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata size (kapitalisasi pasar) saham *winner* dan *loser*. Hal ini dapat diartikan bahwa besarnya kapitalisasi pasar tidak mempengaruhi tingkat keuntungan *abnormal*. Dengan demikian, investor tidak dapat menjadikan pedoman bahwa saham yang berkapitalisasi pasar kecil tentu akan menjadi saham *loser* dan sebaliknya, saham yang berkapitalisasi pasar besar selalu akan menjadi *winner*.

5. REFERENSI

- Alonso, Aurora, dan Rubio, Gonzalo (1990). "Overreaction in the Spanish Equity Market," *Journal of Banking and Finance*, Agustus: 469-481.
- Ball, R., dan S. P. Kothari (1989), "Nonstationary Expected Returns: Implications for Tests of Market Efficiency and Serial Correlations in Returns", *Journal of Financial Economics*, 25: 51-74.
- Brailsford, Tim (1992), "A Test for the Winner-Loser Anomaly in the Australian Equity Market: 1958-87," *Journal of Business Finance and Accounting*. Januari: 225-241.

- Brown, K.C., dan M. V. Harlow (1988), "Market Overreaction, Magnitude, and Intensity," *Journal of Portofolio Management*, 14: 6-13.
- Clare, Andrew, dan Stephen Thomas (1995), "The Overreaction Hypothesis and the UK Stockmarket," *Journal of Business Finance and Accounting*, October: 961-973.
- Da Costa, Newton C A Jr (1994), "Over-reaction in the Brazilian Stock Market," *Journal of Banking and Finance*, September: 633-642.
- De Bondt, W.F.M, dan R.H. Thaler (1985), "Does the Stock Market Overreact?." *Journal of Finance*, Juli:793-805.
- Howe, J.S. (1986), "Evidence on Stock market Overreaction," *Financial Analyst Journal*, 41: 74-77.
- Kryzanowski, L dan H. Zhang (1992), "The Contrarian Investment Strategy Does Not Work in Canadian Market." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September: 383-394.
- Lehmann, B.N. (1990), "Fads, Martingales, and Market Efficiency," *Quarterly Journal of Economics*, Februari: 1-27.
- Pettengill, G. N., dan B. D. Jordan (1990), "The Overreaction Hypothesis, Finn Size, and Stock market Seasonality," *The Journal of Portfolio Management*, Spring: 60-64.
- Rosenberg, B., K. Reid, dan R. Lanstein (1985), "Persuasive Evidence of Market Efficiency," *Journal of Portofolio Management*, 11:9-11.
- Zarowin, P (1990), "Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Maret: 113-125.