

EKSISTENSI PROFITABILITAS STRATEGI INVESTASI MOMENTUM DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:
Najmudin
(Dosen Fakultas Ekonomi Unsoed)

Abstract

The goal of this research is to test the existence of winner-loser anomaly based on underreaction hypothesis, specifically to investigate the profitability of momentum investment strategy in Indonesia Stock Exchange (IDX) by observing a sample of the firm listed at LQ45 index. For examining the presence of momentum in prices, the research used a variable of excess return from June 2004 to June 2007, and overlapping six months formation and test period.

The analysis found that underreaction occurred in the market, and there was strong evidence for price momentum of past winners and losers in IDX. On the other word, momentum investment strategy obtained significant profit for short-term horizon (six months). If momentum returns in United States and European markets were due to underreaction to information contained in past prices, this research found the same behavioral phenomenon in the Indonesian capital market.

Key words: winner-loser, underreaction, momentum strategy.

I. PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai salah satu wahana investasi aset finansial diharapkan tidak mengalami stagnasi pasca krisis global yang bermula pada semester kedua tahun 2008 yang lalu dengan kinerja yang tidak menggembirakan. Namun begitu, harapan ke depan khususnya di tahun 2009 pasar modal nasional mengalami kemajuan, berupa nilai emisi saham yang terus tumbuh, kenaikan indeks yang signifikan dan peningkatan aktivitas transaksi, minat investor asing dan nilai kapitalisasi pasar.

Di samping dipengaruhi krisis global, kondisi makro ekonomi juga sangat berpengaruh terhadap perkembangan pasar modal nasional. Tidak kalah pentingnya adalah peran serta pelaku pasar modal sendiri, baik jumlah maupun kualitasnya. Apabila ditunjang dengan peningkatan jumlah pelaku pasar modal dan didorong dengan kemajuan pada aspek kualitasnya, maka diharapkan akan meningkatkan aktivitas pasar modal secara signifikan dan membuat industri pasar modal menjadi lebih dinamis dan kompetitif.

Salah satu aspek kualitas ini adalah berupa pemanfaatan analisis pasar modal yang perlu mendapat perhatian karena merupakan faktor penentu dalam pengambilan keputusan investasi aset finansial yang meliputi analisis fundamental dan analisis teknikal. Penelitian ini dimaksudkan salah satunya untuk memenuhi kebutuhan para

pelaku pasar modal terhadap bahasan analisis teknikal dalam strategi perdagangan saham.

Pemakaian analisis teknikal di BEI semakin meningkat dari tahun ke tahun seiring semakin bertambahnya temuan teknik analisis yang dianggap relatif baru. Para pelaku pasar modal semakin menyadari bahwa harga-harga saham tidak bergerak secara random. Harga saham bergerak membentuk pola-pola yang dapat diidentifikasi dan cenderung terulang kembali. Para pelaku pasar modal di BEI menggunakan informasi tersebut untuk meraih keuntungan dari investasi mereka (Susanto dan Sabardi, 2002).

Analisis teknikal tersebut merupakan salah satu pemikiran dan kegiatan yang tidak sejalan dengan Efficient Market Hypothesis (EMH). EMH merupakan teori yang kontroversial terutama setelah dapat dideteksinya banyak anomali di pasar modal seperti *days of the week*, *month of the year*, *end of December*, *turn of the month holiday effect*, *semi month of the year*, *week of the month*, *week day of the month* (Hansen and Lunde, 2003), termasuk juga dalam lingkup ini adalah anomali *winner-loser* yang didasari oleh hipotesis *overreaction* dan *underreaction*.

Berkaitan dengan anomali *winner-loser*, terdapat dua alternatif strategi investasi yang dapat diterapkan. Sembel (2000:18) mengemukakan bahwa dalam kancah investasi saham, ada dua kutub strategi investasi yang saling bertolak belakang, yaitu strategi *momentum* dan strategi *kontrarian*. Sesuai dengan namanya, strategi *momentum* memanfaatkan *momentum* pergerakan saham atau pasar dengan harapan pergerakan tersebut terus berlanjut. Penganut strategi *momentum* akan membeli saham pada saat harga-harga sedang bergerak naik dengan harapan *momentum* gerak naik ini terus berlanjut di masa depan. Mereka akan menjual kembali saham-saham tersebut bila dirasa *momentum* pergerakan naik telah melemah atau malah telah berhenti dan berbalik arah. Berdasarkan karakteristik strategi ini, para pengamat sering menjuluki strategi ini *buy high sell higher* (beli mahal, jual lebih mahal lagi).

Berbeda dengan strategi *momentum*, strategi *kontrarian*, juga sesuai namanya, memanfaatkan kesalahan banyak investor pemula akibat perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*) dengan cara mengambil posisi melawan pasar. Artinya, pada saat orang sedang demam euforia beli saham, penganut *kontrarian* justru *wait and see*. Pada waktu yang dianggap tepat (bila harga-harga diperkirakan terlalu tinggi akibat aksi beli berlebihan dari investor yang sekedar ikut-ikutan), investor *kontrarian* justru akan menjual saham-saham yang dimilikinya atau melakukan *short sell* (jual tekor). Jadi intinya, *buy low sell high* (beli murah, jual mahal). Investor *kontrarian* melakukan aksi beli pada saat harga-harga saham sudah turun banyak. Saat ini biasanya para investor pemula yang terjebak dalam perilaku ikut-ikutan sedang ketakutan dan ramai-ramai menjual saham mereka.

Beberapa riset terdahulu menyebutkan eksistensi efek *momentum* pada return saham. Saham-saham yang berkinerja unggul (*outperform*) di atas rata-rata return saham selama beberapa bulan di masa lalu cenderung berkinerja lebih baik daripada rata-rata saham pada bulan-bulan di masa depan. Sebaliknya, saham-saham yang memiliki kinerja di bawah (*underperform*) rata-rata return saham pada bulan-bulan di masa lalu, maka pada bulan-bulan berikutnya di masa depan cenderung berkinerja lebih buruk dibandingkan rata-rata saham. Dengan menggunakan data setelah tahun 1940

pada saham yang diperdagangkan di New York Stock Exchange (NYSE) dan American Stock Exchange (AMEX), Jegadeesh dan Titman (1993) melaporkan hasil risetnya bahwa strategi momentum tanpa biaya transaksi (zero-cost) dengan membeli saham winner dan menjual saham loser di masa lalu menghasilkan rata-rata profit yang signifikan.

Rouwenhorst (1998) menemukan bukti yang serupa pada saham-saham yang diperdagangkan di pasar modal Eropa. Menarik untuk dicermati apakah temuan-temuan di pasar modal Amerika dan Eropa tersebut juga terjadi di Indonesia, apalagi kajian tentang reaksi para investor seperti ini belum banyak di teliti di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, anomali winner-loser khususnya hipotesis underreaction diuji dengan mengobservasi saham-saham yang mempunyai likuiditas tinggi dan berkapitalisasi besar yaitu saham-saham indeks LQ 45. Semua jenis saham yang telah berhasil masuk dalam nominasi kriteria baik seperti LQ45 tersebut tidak mutlak menguntungkan bagi masyarakat bursa. Oleh karena itu, untuk membantu menentukan menguntungkan atau tidaknya suatu saham, peneliti tertarik untuk mencoba menginvestigasi strategi momentum.

Pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah di BEI terdapat anomali winner-loser?. Dengan kata lain, apakah hipotesis underreaction secara empiris dapat ditemukan di BEI dalam jangka pendek?. Sejalan dengan hal tersebut, cakupan tujuan yang ingin dicapai adalah menjelaskan eksistensi anomali winner-loser dengan menguji hipotesis underreaction, sehingga dapat diputuskan apakah dalam jangka pendek strategi investasi momentum dapat diterapkan di BEI untuk memperoleh return.

II. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menurut Harianto dan Sudomo (1998), investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan/atau peningkatan nilai investasi.

Dalam melakukan investasi, pemodal akan memperkirakan berapa tingkat penghasilan yang diharapkan (expected return) atas investasinya untuk suatu periode tertentu di masa datang. Namun, setelah periode investasi berlalu, belum tentu tingkat penghasilan yang terealisasi (realized return) sama dengan expected return. Ketidakpastian tingkat penghasilan adalah inti dari investasi yang merupakan risiko investasi. Risiko ini menunjukkan kemungkinan bahwa penghasilan aktual berbeda dari penghasilan yang diharapkan.

Investasi di pasar modal erat kaitannya dengan efisiensi. Campbell et.al. (1997) dalam bukunya menyebutkan bahwa pionir dalam EMH adalah kontribusi teoritis dari Bachelier (1900) dan penelitian empiris Cowles (1933). Literatur modern mengenai efisiensi pasar dimulai oleh Samuelson (1965) dengan judul artikel Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, menyebutkan bahwa dalam pasar efisien secara informasi, jika diantisipasi secara tepat, perubahan harga tidak dapat diperkirakan (mengikuti random walk). Artinya, perubahan harga di waktu lalu tidak bisa digunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa mendatang.

Konsep ini meskipun secara umum dipercaya oleh kalangan akademisi, namun tidak semua masyarakat keuangan mempercayainya. Pasar modal yang efisien mungkin diartikan sebagai pasar modal yang menyediakan jasa-jasa yang diperlukan para investor dengan biaya minimal yang biasanya digunakan oleh pelaku pasar. Fama (1970) dalam artikelnya yang terkenal menyatakan bahwa pasar disebut efisien jika harga sekuritasnya selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia.

Untuk memudahkan penelitian tentang efisiensi pasar, Fama (1970) telah mengklasifikasikan efisiensi pasar ini menjadi tiga *efficient market hypothesis* (EMH) berdasarkan tersedianya informasi yang relevan, yaitu 1) efisiensi bentuk lemah (*weak form*), yaitu harga sekuritas telah merefleksikan informasi harga yang lalu (*past price change*). 2) Bentuk setengah kuat (*semi strong form*) yaitu harga sekuritas sekarang telah merefleksikan informasi yang tersedia bagi umum (*public information*). 3) Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) yaitu harga sekarang merefleksikan informasi baik yang dipublikasikan bagi umum maupun tidak dipublikasikan (*private information*). Dalam bentuk efisien kuat tidak ada seorang pun yang dapat memperoleh *abnormal return*.

Pada tahun 1991, Fama mengemukakan penyempurnaan klasifikasi efisiensi pasar. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih umum untuk menguji *return predictability*. Pada klasifikasi ini, informasi tentang pola *return* sekuritas, seperti *return* yang tinggi di bulan Januari, tidak dapat digunakan untuk memperoleh *abnormal return*. Efisiensi bentuk setengah kuat dan efisiensi bentuk kuat diubah menjadi *event study*, dan pengujian efisiensi bentuk kuat disebut sebagai pengujian *private information*.

Investor yang percaya bahwa pasar dalam kondisi tidak efisien akan menerapkan strategi perdagangan aktif, yaitu akan berusaha mendapatkan *return* yang lebih besar daripada *return* pasar. Untuk itu mereka akan melakukan analisis-analisis baik analisis teknikal maupun fundamental. Sedangkan bagi investor yang percaya bahwa pasar dalam kondisi yang efisien akan cenderung menerapkan strategi perdagangan pasif dengan membentuk *portfolio* yang bisa mereplikasi indeks pasar.

Selama dekade terakhir, sejumlah artikel menyebutkan adanya anomali pada pasar modal, salah satu anomali yang bertentangan dengan efisiensi pasar adalah anomali *winner-loser*. Selain itu ditemukan juga pola *return* sekuritas di antaranya adalah anomali *days of the week pattern*, *intraday pattern* (pola *return* dalam satu hari) dan *January effect* (*return* bulan Januari paling tinggi). Pada pasar yang efisien, pola-pola ini seharusnya tidak terjadi, sehingga bila AR terjadi, maka anomali ini merupakan penyimpangan bagi pasar efisien. Anomali adalah kejadian/peristiwa yang tidak diantisipasi dan dapat menghasilkan *abnormal return*.

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang menjelaskan fenomena *overreaction* dan *underreaction*, atau anomali *winner-loser*. Bloomfield et al. (2000) mengemukakan beberapa di antara temuan tentang *underreaction* yaitu *post-earnings-announcement drift* (Bernard and Thomas, 1989, 1990) dan *success of momentum trading strategies* (Jegadeesh and Titman, 1993; Chan et al., 1996), sedangkan temuan tentang *overreaction* beberapa diantaranya adalah *long-term negative serial correlations*

in prices (DBT, 1985, 1987) dan overly extreme responses to sales growth (Lakonishok et al., 1994).

Lebih jauh Bloomfield *et al.* (2000) mendefinisikan bahwa pasar dikatakan bereaksi lemah/tidak bereaksi (underreact) terhadap informasi apabila harga pasar tidak bergerak naik cukup jauh dalam merespon berita baik atau tidak bergerak turun cukup jauh dalam merespon berita buruk. Sebaliknya pasar disebut bereaksi berlebihan (overreact) terhadap informasi apabila harga pasar bergerak naik terlalu jauh dalam merespon berita baik atau bergerak turun terlalu jauh dalam merespon berita buruk.

Banyak pula penelitian yang tidak setuju dengan interpretasi tentang bukti temuan momentum harga di AS. Jegadeesh dan Titman (1993) dan Chan et al. (1996) berargumen bahwa harga pasar yang bereaksi lemah atau tidak bereaksi (underreaction) terhadap informasi yang berisi tentang return saham di masa lalu dan earnings perusahaan akan menghasilkan momentum harga. Barberis et al. (1998), Daniel et al. (1998), dan Hong dan Stein (1999) mengemukakan model-model teoritis perilaku investor yang menunjukkan bahwa momentum harga tersebut konsisten dengan bias yang membuat investor menafsirkan informasi yang tidak sempurna. Untuk menjelaskan profit momentum, model-model perilaku ini berdasarkan pada faktor-faktor psikologis, seperti representativeness, konservatisme, percaya diri yang berlebihan dan sifat-sifat diri pelaku pasar.

Hameed dan Kusnadi (2002) meneliti profitabilitas strategi investasi momentum di enam pasar modal asia. Strategi momentum yang tidak dibatasi (unrestricted) tidak menghasilkan profit momentum yang signifikan. Walaupun HK (2002) menemukan bahwa strategi diversifikasi country-neutral menghasilkan return yang kecil, tetapi secara statistik signifikan selama periode 1981 – 1994. Ketika HK (2002) memasukkan variabel kontrol size dan efek turnover, ditemukan bahwa profit country-neutral menghilang. Temuan ini menunjukkan bahwa faktor-faktor yang memberi kontribusi pada fenomena momentum di pasar modal AS tidak terjadi secara umum di pasar modal Asia.

Dengan mengikuti seperti yang dilakukan Jegadeesh dan Titman (1993), dan Rouwenhorst (1998), HK (2002) menguji enam belas strategi momentum unrestricted yang merangking sekuritas-sekuritas berdasarkan kinerja mereka pada bulan-j di masa lalu ($j = 3, 6, 9$ dan 12) dan mengevaluasi (menguji) return selama bulan-k di masa depan atau periode berikutnya ($k = 3, 6, 9$ dan 12) pada periode sampel 1981 – 1994. Hasilnya adalah tidak ditemukan bukti adanya momentum harga, atau dengan kata lain tidak terdapat profit yang signifikan yang diperoleh dari strategi momentum. Dalam tulisan Sembel (2000:18) dijelaskan bahwa kedua strategi baik momentum maupun kontrarian, ada alasan logikanya dan menjadi perdebatan di level teoritis, para pakar peneliti investasi saham langsung menguji kebenarannya dengan data dari pasar saham. Pakar peneliti untuk bidang ini misalnya Andrei Shleifer dari Universitas Harvard dan Richard Thaler dari Universitas Cornell. Portfolio saham momentum terdiri dari winner stocks (saham-saham yang secara historis harganya telah naik kencang di atas rata-rata pasar), sementara portfolio kontrarian terdiri dari loser stocks (saham-saham yang secara historis kinerjanya di bawah rata-rata pasar). Oleh Shleifer dkk portfolio momentum dinamakan portfolio glamour, sementara portfolio kontrarian dinamakan

portfolio value. Ukuran kuantitatif yang digunakan untuk mengelompokkan saham-saham glamour dan value misalnya pertumbuhan penjualan perusahaan selama beberapa tahun terakhir dan rasio P/CF yaitu rasio antara harga saham pada saat awal pembentukan portfolio dibagi arus kas bersih per saham pada periode sebelumnya. Portfolio glamour terdiri dari saham-saham dengan pertumbuhan penjualan yang secara historis tinggi dan rasio P/CF tinggi. Sedangkan portfolio value terdiri dari saham-saham dengan pertumbuhan penjualan yang secara historis rendah dan rasio P/CF rendah.

Menurut Shleifer, pertumbuhan penjualan mewakili kinerja perusahaan di masa lalu, sementara rasio P/CF mewakili ekspektasi pasar tentang kinerja perusahaan di masa depan. Saham-saham glamour (value) memiliki kinerja historis yang baik (buruk) dan diharapkan oleh pasar akan tetap tinggi (rendah) kinerjanya di masa depan. Setelah portfolio dibentuk, kinerja jangka panjangnya diukur dengan peningkatan harga saham relatif terhadap indeks pasar selama lima tahun berikutnya. Penelitian ini menggunakan data komprehensif saham-saham di AS selama beberapa dekade terakhir pada awal dekade 90-an. Ternyata portfolio value memberikan hasil yang jauh lebih baik dibandingkan indeks pasar maupun portfolio glamour, dan portfolio glamour berkinerja lebih rendah dibanding indeks pasar. Dalam periode lima tahunan itu, portfolio value memberikan return rata-rata sekitar 2,5 kali lipat return portfolio glamour. Kesimpulannya adalah dalam jangka panjang strategi kontrarian memberikan hasil yang jauh lebih baik dibandingkan strategi momentum.

Sementara itu pakar peneliti lain, Narasimhan Jegadeesh dan Sheridan Titman dari Universitas Kalifornia di Los Angeles (UCLA), pada tahun 1993 melakukan penelitian serupa untuk jangka waktu investasi yang lebih pendek. Hasilnya portfolio winners memberikan kinerja yang lebih baik dibandingkan portfolio losers untuk jangka waktu 12 bulan pertama setelah pembentukan portfolio. Namun dalam periode 1 tahun berikutnya, portfolio losers mulai menyusul kinerja portfolio winners. Kesimpulannya, dalam jangka pendek, strategi momentum memberikan hasil yang lebih baik.

Berdasarkan ulasan yang telah dikemukakan, maka hipotesis alternatif yang diajukan adalah terdapat anomali winner-loser dalam jangka pendek di Bursa Efek Indonesia.

III. METODE PENELITIAN DAN ANALISIS DATA

Adapun data yang digunakan adalah: 1). Daftar empat puluh lima (45) perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ45 di BEI pada periode Agustus 2004 s.d. Juli 2007. Untuk mendapatkan daftar tersebut, dapat diperoleh pada website BEI yaitu www.idx.co.id, 2). Indeks Harga Saham Individual (IHSI) bulanan selama periode Juni 2004 s.d. Juni 2007, dan 3). IHSG bulanan, yaitu IHSG pada setiap akhir bulan selama periode Juni 2004 sampai dengan Juni 2007. Data bersumber dari Daftar Kurs Efek (DKE) Bursa Efek Indonesia atau www.idx.co.id, www.bapepam.go.id., ICMD, JSX-monthly, JSX-Quarterly, JSX-Statistics, Pojok BEI FE UNSOED dan publikasi lain yang relevan.

Kriteria pengambilan sampelnya adalah saham yang pernah termasuk dalam indeks LQ45 selama periode Agustus 2004 sampai dengan Juli 2007, yaitu selama lima kali periode enam bulanan sejak periode Agustus 2004 – Januari 2005, Februari 2005 – Juli 2005, dan seterusnya. Kriteria kedua adalah saham tersebut memiliki data IHSI setiap akhir bulan yang lengkap berturut-turut sejak Juni 2004 dan masih terdaftar pada BEI sampai dengan Juli 2007.

Definisi variabel dan simbolnya adalah sebagai berikut:

1. *Excess (Abnormal) Return* saham i bulan t (**ER_{i,t}**) adalah selisih antara *return* bulanan saham i dengan *return* pasar bulanan pada bulan di mana *return* saham i diukur, yang dihitung dengan rumus: $ER_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$
2. *Return* saham i bulanan (**R_{it}**) dan *return* pasar bulanan (**R_{mt}**) dihitung masing-masing dengan rumus:
 $R_{it} = (IHSI_t - IHSI_{t-1}) / IHSI_{t-1}$
 $R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$
3. *Cummulative Excess Return* saham i pada bulan t (**CER_{i,t}**) didefinisikan sebagai selisih antara *return* kumulatif saham i bulan t dengan *return* kumulatif pasar pada bulan di mana *return* kumulatif saham i diukur. CER_{i,t} dirumuskan dengan $CER_{i,t} = CR_{i,t} - CR_{m,t}$ atau dengan $CER_{i,t} = \sum ER_{i,t}$
4. *Average Cummulative Excess Return* saham i bulan t (**ACER_{i,t}**) didefinisikan sebagai rata-rata CER saham i bulanan pada periode bulan t yang dirumuskan $ACER_{i,t} = CER_{i,t} / n$ atau dengan $ACER_{i,t} = \sum ER_{i,t} / n$
5. *Grand Average Cummulative Excess Return* portfolio j (**GACER_j**) merupakan ACER_i gabungan dari seluruh saham i pada seluruh periode pengujian, GACER_j ditentukan untuk masing-masing portfolio *winner* (GACER_w) maupun *loser* (GACER_L).

Analisis data secara umum terbagi menjadi dua tahap yang terpisah berdasarkan periodenya, yaitu tahap pada periode pembentukan (formasi) portfolio saham *winner-loser* dan berikutnya adalah tahap pada periode pengujian (observasi) portfolio saham *winner-loser* yang sebelumnya telah ditentukan pada periode formasi. Pada tabel 1 ditampilkan pembagian masing-masing periode baik periode formasi maupun periode observasi.

Tabel: 1

Periode formasi portfolio *winner-loser* dan periode pengujian 6 bulanan dari dari Juli 2004 s/d Juni 2007

No.	Periode formasi	Periode pengujian
1	Juli 2004 – Desember 2004	Januari 2005 – Juni 2005
2	Januari 2005 – Juni 2005	Juli 2005 – Desember 2005
3	Juli 2005 – Desember 2005	Januari 2006 – Juni 2006
4	Januari 2006 – Juni 2006	Juli 2006 – Desember 2006
5	Juli 2006 – Desember 2006	Januari 2007 – Juni 2007

Dari tabel 1 dapat dijelaskan bahwa pembentukan dan pengujian portfolio dalam penelitian ini dilakukan untuk horizon waktu jangka pendek, yaitu periode formasi (pembentukan) portfolio adalah selama 6 bulan (1 semester) dan periode pengujian portfolio adalah 6 bulan berikutnya. Dengan periode formasi dan pengujian portfolio 6 bulanan yang *overlapping*, maka akan diperoleh masing-masing lima periode baik untuk periode formasi maupun periode pengujian.

Periode pertama formasi dan pengujian portfolio masing-masing adalah bulan Juli 2004 – Desember 2004 dan Januari 2005 – Juni 2005. Periode kedua adalah periode formasi bulan Januari 2005 – Juni 2005 dan periode pengujian bulan Juli 2005 – Desember 2005, demikian seterusnya sampai dengan periode terakhir yang kelima dengan periode formasi bulan Juli 2006 – Desember 2006 dan pengujian bulan Januari 2007 – Juni 2007.

Tahap 1: Periode Formasi Portfolio

Adapun tahap pada periode formasi atau pembentukan portfolio saham *winner* dan saham *loser* adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *return* saham i bulanan ($R_{i,t}$) dan *return* pasar bulanan ($R_{m,t}$) masing-masing selama 6 bulan, dari bulan Juli 2004 – Desember 2006.
2. Menghitung *excess (abnormal) return* saham i bulan t ($ER_{i,t}$).
3. Menghitung *cummulative excess return* saham i pada bulan t ($CER_{i,t}$). Panjang periode *return* bulanan (t) yang dikumulatikan adalah 6 bulan.
4. $CER_{i,t}$ setiap saham i tersebut, diurutkan secara *descending*, yaitu nilai $CER_{i,t}$ terbesar berada di atas urutan dan nilai terkecil berada di bawah. Kemudian urutan $CER_{i,t}$ dari seluruh saham yang diranking tersebut dibuat menjadi tiga kelompok (portfolio) yang didasarkan kriteria sebagai berikut:
 - a. Kelompok saham yang pertama adalah portfolio saham *winner*, kelompok ke-2 adalah portfolio saham netral dan kelompok saham ke-3 ditentukan sebagai portfolio saham *loser*.
 - b. Untuk sampel saham-saham *winner* (atau disebut juga sebagai portfolio *winner*), dipilih saham-saham yang termasuk dalam sepuluh $CER_{i,t}$ teratas, sedangkan untuk sampel saham-saham *loser* (atau disebut juga sebagai portfolio *loser*), ditentukan saham-saham yang termasuk dalam sepuluh $CER_{i,t}$ terbawah.

Tahap 2: Periode Pengujian Portfolio

Setelah terbentuk portfolio *winner* dan *loser*, maka tahap berikutnya mengamati pola *return* pada periode observasi atau pengujian. Berikut ini tahap-tahap pada periode observasi:

1. Menghitung *return* bulanan (R_{it}) khusus untuk saham-saham yang termasuk dalam portfolio *winner* dan *loser* yang telah ditentukan pada periode formasi, dengan menggunakan harga saham selama periode observasi untuk 6 bulanan. Kemudian menghitung *return* pasar bulanan (R_{mt}), perhitungan *return* pasar bulanan

disesuaikan dengan periode observasi selama 6 bulanan, yaitu dimulai dari bulan Januari 2005 sampai dengan Juni 2007.

2. Menghitung *excess return* setiap bulan saham-saham *winner* dan *loser* ($ER_{W,t}$ dan $ER_{L,t}$) masing-masing selama 6 bulan.
3. Menghitung $CER_{i,t}$ saham *winner* dan *loser* bulan ke- t . Panjang periode $ER_{i,t}$ bulanan (t) yang dikumulatikan adalah 6 bulan.
4. Menghitung $ACER_{i,t}$ untuk setiap saham baik *winner* maupun *loser*, kemudian $ACER_{i,t}$ seluruh periode digabungkan sebanyak lima periode masing-masing menjadi $GACER_{W,t}$ dan $GACER_{L,t}$. *Grand Average Cumulative Excess Return* portfolio j ($GACER_j$) merupakan $ACER_i$ gabungan dari seluruh saham i pada seluruh lima periode pengujian, $GACER_j$ ditentukan untuk masing-masing portfolio baik *winner* ($GACER_W$) maupun *loser* ($GACER_L$). Nilai $GACER_{W,t}$ dan $GACER_{L,t}$ ini masing-masing diuji tingkat signifikansinya.
5. Kemudian menguji tingkat signifikansi perbedaan antara $GACER_{W,t}$ dengan $GACER_{L,t}$ untuk mengetahui apakah portfolio *winner* memiliki kinerja lebih baik daripada portfolio *loser* dan sebaliknya. Hal ini dapat pula dilakukan dengan cara menghitung *abnormal* profit $ACER_{W-L,t}$ untuk 6 bulanan. Nilai $ACER_{W-L,t}$ dan $ACER_{L-W,t}$ merupakan selisih antara $ACER_{W,t}$ dengan $ACER_{L,t}$. Seluruh $ACER_{W-L,t}$ dan $ACER_{L-W,t}$ pada periode pengujian kemudian digabungkan menjadi $GACER_{W-L,t}$ dan $GACER_{L-W,t}$ yang selanjutnya nilai ini masing-masing diuji tingkat signifikansinya.
6. Menarik kesimpulan apakah H_a ditolak atau diterima untuk masing-masing pengujian dengan cara membandingkan kriteria tingkat keyakinan $\alpha = 5\%$ dengan hasil tingkat signifikansi pengujiannya (p -value).

Strategi momentum memberikan hasil yang baik dalam jangka pendek atau kurang dari satu tahun, dalam penelitian ini ditunjukkan dengan anomali *winner-loser* yang diuji pada periode 6 bulan pertama setelah pembentukan portfolio. Hipotesis alternatif ini dijabarkan secara statistik menjadi:

1. $GACER_W > 0$
2. $GACER_L < 0$
3. $GACER_W > GACER_L$ atau $GACER_W - GACER_L > 0$

Masing-masing ketiga hipotesis di atas (H_{a1-3}) harus terpenuhi, sebagai kriteria anomali *winner-loser* dan penerapan strategi investasi momentum. Pengujian hipotesis 1 dan 2 dilakukan dengan teknik *one sampel t-test*, yaitu menguji ada (positif atau negatif) tidaknya signifikansi satu *mean* variabel, sedangkan hipotesis 3 yang menguji ada (positif atau negatif) tidaknya signifikansi perbedaan dua *mean* digunakan teknik *independent t-test*. Hipotesis 3 ini dapat juga diuji dengan *one sampel t-test* dengan cara menghitung terlebih dahulu selisih *mean* antara kedua variabelnya.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Pergerakan harga saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode Juni 2004 sampai dengan Juni 2007 secara umum mengalami fluktuasi

dan mempunyai pola tren. Sebelum menguji ketiga hipotesis statistik yang telah dinyatakan di atas, maka perlu diuji terlebih dahulu normalitas masing-masing datanya sebagai syarat pengujian statistik parametrik. Apabila data asli tidak normal, maka dilakukan *treatment* dengan cara mendeteksi *outlier*-nya (nilai-nilai yang ekstrim), kemudian *outlier* tersebut dibuang (tidak disertakan dalam analisis berikutnya), sehingga hasilnya dapat dijadikan untuk inferensi.

Uji normalitas dilakukan dengan teknik *Kolmogorov-Smirnov* yang menunjukkan distribusi yang normal untuk seluruh data *excess return* pada tingkat 5 persen, sehingga dapat dilanjutkan dengan pengujian hipotesis 1 ($GACER_W$) dan 2 ($GACER_L$) dengan menggunakan teknik *one sampel t-test*, dan hipotesis 3 ($GACER_{W-L}$) digunakan teknik *independent t-test*.

Hasil perhitungan $ACER_{i,t}$ (*Average Cumulative Excess Return*) untuk setiap saham *winner* dan *loser*, baik periode formasi maupun periode pengujian tampak pada tabel 2. Rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* kumulatif saham *winner* ($GACER_W$) pada periode formasi adalah 6,95%, yang menunjukkan tingkat keuntungan 6,95 persen lebih tinggi daripada tingkat keuntungan pasar, sedangkan rata-rata tingkat keuntungan *abnormal* kumulatif saham *loser* ($GACER_L$) pada periode formasi adalah -5,51%, yang menunjukkan tingkat keuntungan 5,51 persen lebih rendah daripada tingkat keuntungan pasar.

Tabel: 2.
Rata-rata *excess return* ($GACER_W$, $GACER_L$ dan $GACER_{W-L}$)

Portfolio	GACER (dalam %)			
	Periode formasi	<i>p-value</i>	Periode pengujian	<i>p-value</i>
<i>Winner</i>	6,95	0,000	1,35	0,032
<i>Loser</i>	-5,51	0,000	-1,80	0,002
<i>Winner-Loser</i>	12,47	0,000	3,16	0,000

Pada akhir periode pengujian, rata-rata *abnormal return* saham *winner* turun menjadi 1,35 persen, hal ini juga menunjukkan bahwa *return* saham *winner* 1,35 persen lebih tinggi daripada *return* pasar. Dengan nilai $GACER_W$ yang positif, maka dapat dikatakan bahwa saham *winner* pada periode formasi ini masih tetap berkedudukan sebagai saham *winner* pada periode pengujian.

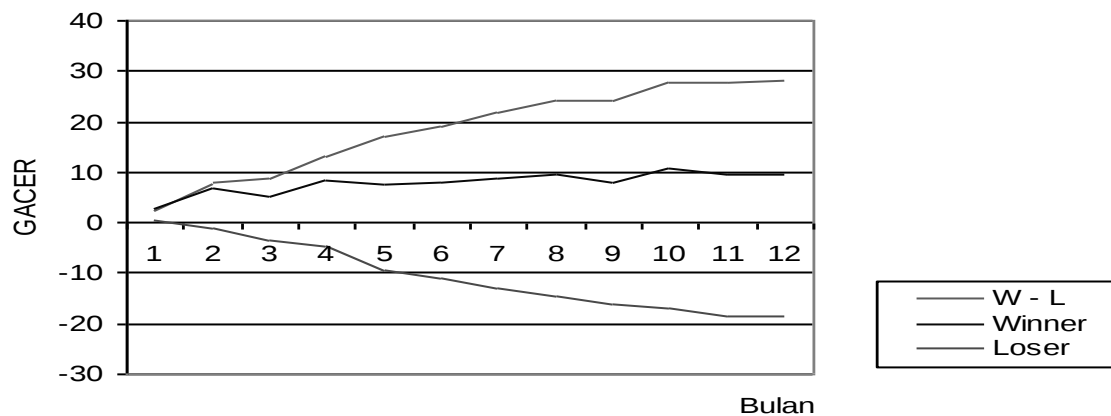
Begitu pula yang terjadi pada saham *loser*, dengan nilai $GACER_W$ yang tetap negatif yaitu -1,80, maka dapat dikatakan bahwa saham *loser* pada periode formasi masih tetap berkedudukan sebagai saham *loser* pada periode pengujian. Rata-rata *abnormal return* saham *loser* turun menjadi -1,80%, hal ini menunjukkan bahwa *return* saham *loser* 1,80 persen lebih rendah daripada *return* pasar. Fakta yang ditemukan dalam penelitian ini serupa dengan yang ditemukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993) di pasar modal AS dan Rouwenhorst (1998) di pasar modal Eropa.

Tabel: 3

Rata-rata *excess return* kumulatif portfolio saham *winner*, *loser*, dan *winner-loser* ($GACER_{W-L}$) selama 6 bulan pada periode pengujian

Bln ke-	$GACER_W$	<i>p-value</i>	$GACER_L$	<i>p-value</i>	$GACER_{W-L}$	<i>p-value</i>
1	3,00	0,049	0,39	0,735	2,60	0,160
2	6,68	0,076	-1,24	0,513	7,92	0,056
3	5,39	0,154	-3,35	0,142	8,74	0,050
4	8,46	0,021	-4,83	0,051	13,30	0,002
5	7,63	0,067	-9,56	0,003	17,19	0,001
6	8,12	0,032	-10,82	0,002	18,94	0,000

Fenomena seperti ini, tidak terjadi pembalikan (*reverseal*) peran dari kedua portfolio *winner* dan *loser* pada periode pengujian dapat diartikan bahwa anomali *winner-loser* dapat ditemui di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, begitu pula seandainya terjadi pembalikan peran. Kondisi yang dinamakan tidak terdapat anomali *winner-loser* adalah ketika kedua portfolio baik *winner* maupun *loser* tidak signifikan pada periode pengujian. Kondisi yang pertama disebut hipotesis *underreaction*, yang kedua disebut *overreaction*, sedangkan kondisi yang ketiga disebut *moderated confidence*, pada kondisi yang terakhir ini portfolionya dapat disebut saham netral.



Gambar 1. Grafik rata-rata *excess return* kumulatif portfolio $GACER_W$, $GACER_L$ dan $GACER_{W-L}$ selama 12 bulan pada periode pengujian.

Ditemukannya anomali *winner-loser* yang dikemukakan tersebut didukung dengan hasil pengamatan pada perkembangan rata-rata *excess return* kumulatif portfolio saham *winner*, saham *loser* dan selisih *winner-loser* ($GACER_{W-L}$) selama 6 bulan pada periode pengujian seperti yang ditampilkan pada tabel 3. agar lebih jelas lagi disajikan

secara grafis perkembangan rata-rata *excess return* kumulatif portfolio $GACER_L$, $GACER_L$ dan $GACER_{W-L}$ selama 12 bulan pada periode pengujian pada gambar 1.

Pada tabel tersebut ditunjukkan bahwa rata-rata *excess return* portfolio saham *winner* signifikan pada bulan ke-1, ke-4 dan ke-6. Apabila diamati nilainya memang saham *winner* tidak seluruhnya pada setiap bulan mengalami peningkatan, namun secara umum terjadi kenaikan. Pada portfolio saham *loser* signifikan pada bulan ke-5 dan bulan ke-6. Jelas sekali penurunan *excess return* setiap bulan pada portfolio saham *loser* ini dari 0,39 persen (positif) secara tajam menurun menjadi -10,82 persen. Selisih antara portfolio saham *winner* dengan *loser* yang disimbolkan dengan $GACER_{W-L}$ signifikansinya terjadi mulai bulan ke-3 sampai bulan ke-6. Nilai $GACER_{W-L}$ ini semakin meningkat sejalan bulan ke-1 sampai bulan ke-6.

Deskripsi tabel 3 tersebut diperjelas dengan gambar 1. Dilihat dari grafik rata-rata *excess return* kumulatif pada gambar 1, nampak jelas sekali portfolio saham *winner* mengalami tren yang menaik walaupun tidak tajam, sedangkan saham-saham *loser* semakin bernilai negatif yang besar yang terlihat dari arah garis yang semakin menurun. Hal ini diperkuat lagi dari grafik selisih saham *winner-loser* yang semakin lebar yang digambarkan dengan garis yang semakin naik tajam.

Dengan analisis di atas, maka disimpulkan bahwa hipotesis yang diajukan diterima, yaitu terdapat anomali *winner-loser* dalam jangka pendek di BEI. Strategi investasi yang tepat untuk diterapkan pada kondisi seperti ini adalah strategi momentum, yaitu dengan cara membeli saham *winner* dan menjual saham *loser*, agar dapat menghasilkan rata-rata profit yang signifikan. Kaitannya dengan *timing* kapan membeli dan kapan menjual yang dapat diaplikasikan berdasarkan hasil penelitian ini dapat diilustrasikan berikut. Misalkan saat ini seorang investor berada di posisi awal tahun 2008, strategi momentum menyarankan membeli saham-saham *winner*, yaitu saham yang memiliki *excess return* yang tinggi, dan menjual saham-saham *loser* (saham yang memiliki *excess return* yang rendah) pada semester kedua tahun 2007.

Saham *winner* dan *loser* ini diketahui dengan cara menghitung terlebih dahulu *excess return* kumulatifnya yang dilakukan dengan menggunakan data sejak bulan Agustus sampai dengan Desember 2007. Selanjutnya dipilih saham-saham yang memiliki *excess return* kumulatif kelompok tertinggi sebagai kandidat untuk dibeli saat ini, dan apabila saat ini investor sedang memegang saham-saham *loser*, maka disarankan untuk menjualnya. Hal seperti ini dilakukan secara terus-menerus setiap awal semester, dengan menghitung dan mengevaluasi saham-saham yang masuk kategori *winner* dan *loser*.

V. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Berdasarkan analisis dan pembahasan sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat anomali *winner-loser* di BEI dalam jangka pendek yang berupa terjadinya *investor underreaction*. Baik saham *winner* maupun saham *loser* masing-masing bergerak dengan tidak berganti posisi sejak periode pembentukan sampai

dengan periode pengujian. Bahkan terjadi pergerakan *excess return* yang simetris, saham *loser* bergerak semakin menurun, dan sebaliknya saham *winner* bergerak semakin naik, hal ini juga diperkuat dengan nilai selisih *excess return* keduanya yang semakin lebar. Strategi investasi yang tepat untuk diterapkan pada kondisi seperti ini adalah strategi momentum, yaitu dengan cara membeli saham *winner* dan menjual saham *loser*.

Temuan ini mengklasifikasikan BEI sebagai pasar yang tidak efisien dan dapat menjadi salah satu pertimbangan penting bagi para investor untuk menerapkan strategi beli dan jual saham, menentukan kapan keluar dan kapan masuk ke bursa dengan mengetahui karakteristik *return* portfolio saham *winner* dan *loser* yang telah dibentuk pada horizon waktu jangka pendek, sehingga investor dapat menentukan posisi sahamnya secara tepat dan cepat, mengurangi ketidakpastian dan memperoleh *capital gain* yang maksimal.

Bagi penelitian berikutnya yang sejenis dengan hipotesis *underreaction* dapat dilakukan pada periode yang variatif baik untuk periode formasi maupun periode observasi, misalnya tiga bulan, sembilan bulan dan satu tahun. Kondisi ekonomi juga perlu dibedakan, kondisi yang sedang normal atautkah masa resesi, dan agar validitasnya lebih baik maka perlu ditambah jumlah sampel yang lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. 1998. A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Bloomfield, R., Libby, Robert and Nelson, Mark W. 2000. Underreaction, Overreaction and Moderated Confidence. *Journal of Financial Market*, 3 (2000) 113-137.
- Campbell, J. Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Chan, K.C., Jegadeesh, N. and Lakonishok, J. 1996. Momentum Strategies. *Journal of Finance*, 51, 1681-1713.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A. 1998. Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53, 1839-1885.
- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works. *Journal of Finance*, 25, No. 2, 383-417.
- _____. 1991. Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46, 1575-1617.

- Hameed, Allaudeen and Kusnadi, Yuanto. 2002. Momentum Strategies: Evidence from Pacific Basin Stock Markets. *The Journal of Financial Research*, Vol. XXV, No. 3, (383-397), Fall.
- Harianto, Farid dan Siswanto Sudomo. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*. Jakarta: PT BEJ.
- Jegadeesh, N. and Titman, S. 1993. Returns to Buying *Winners* and Selling *Losers*: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91.
- _____. 2001. Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations. *Journal of Finance*, 56, 699-720.
- Rouwenhorst, K. G. 1998. International Momentum Strategies. *Journal of Finance*, 53, 267-84.
- Sembel, Roy. 2000. *Jurus Proaktif Menunggang dan Memacu Pemulihan Ekonomi*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Susanto, Joko dan Agus Sabardi. 2002. *Analisis Teknikal di Bursa Efek*. Yogyakarta: Bagian Penerbitan STIE YKPN.