

**EKSISTENSI ANOMALI WINNER – LOSER SAHAM  
INDUSTRI DI PASAR MODAL INDONESIA**

**I Nengah Suarmanayasa dan Gede Putu Agus Jana Susila**  
**Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Dan Bisnis**  
**Universitas Pendidikan Ganesha**  
**Singaraja – Bali**  
**Email : arman\_banker@yahoo.co.id**

***Abstrak***

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

*Dalam penelitian yang berjudul ” Eksistensi Anomali Winner-Loser Saham Industri Di Pasar Modal Indonesia” ini, dimaksudkan untuk mengetahui ada tidaknya anomali winner-loser saham industri di pasar modal Indonesia. Untuk memecahkan masalah tersebut digunakan teknik analisis data uji beda dua rata-rata (uji T-Paired) dengan bantuan Program SPSS For Windows.*

*Simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah kecenderungan terjadi anomali winner-loser saham industri di*



Jurnal Ilmiah Akuntansi  
dan Humanika  
JINAH  
Volume 2  
Nomor 1  
Singaraja, Desember 2012  
ISSN 2089-3310

*pasar modal Indonesia. Simpulan ini didukung oleh sebagian besar saham winner mengalami pembalikan return rata-rata ke arah negatif dan sebagian besar saham loser mengalami pembalikan return rata-rata ke arah positif. Hasil uji beda dua rata-rata menunjukkan bahwa : rata-rata abnormal return portofolio winner-loser saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portofolio saham.*

*Kata kunci : pasar modal efisien*

### ***Abstract***

*The Efficient Market Hypothesis is basically related to the market reaction which is reflected on the cost adjustment towards the coming information. In general, it can be said that the Efficient Market Hypothesis will immediately give a quick and precise reaction toward the information, therefore there is no possibilities to gain upper-normal-benefits (abnormal return). The Efficient Market Hypothesis which is stated by Fama (1970) is categorized as “weak”, “semi-strong”, and “strong” and those have become an accepted theory in finance. However, along current decade, there are many researches mentioning the existence of anomalies in stock exchange. One of them which has a contradiction with stock exchange efficiency is winner-loser anomaly.*

*The study entitled “The Existence of Winner-Loser Anomaly of Company Stock in Indonesia Stock Exchange” aims at finding out the existence of winner-loser anomaly of company stock in Indonesia stock exchange. In order to solve the problem, it is used the T-Paired test analysis technique assisted with SPSS For Windows Program.*

*The conclusion of this study is that there are inclinations for winner-loser anomaly of company stock to happen in Indonesia stock exchange. This inference is proved that most winner stocks obtain negative return average and most loser stocks obtain positive return average. The result of T-Paired test shows that: there are significant statistical differences between abnormal return averages of*

*winner-loser portfolios of company stock in the period of three-months-formation and three-months-test period afterwards for many groups of stock portfolios.*

*Key words : The Efficient Market Hypothesis*

## **I. PENDAHULUAN**

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

Anomali *winner-loser* pertama kali dikemukakan oleh DeBond dan Thaler (1985). Menggunakan data pasar modal Amerika Serikat, DeBond dan Thaler menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* sangat positif (*winner*) atau *return* sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Investor yang membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham tersebut saat menjadi *winner* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan sampai 15% per tahun selama periode penelitian mereka. DeBond dan Thaler menggunakan periode formasi portofolio *winner-loser* selama tiga tahun berikutnya.

DeBond 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 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 melebihi saham-saham yang sebelumnya adalah saham *winner*. Dengan kata lain, dengan 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.

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

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang hanya mengkaji anomali *winner-loser* saham individual di berbagai pasar modal dunia, kajian dalam penelitian ini akan mengkaji anomali *winner-loser* saham beragam industri di pasar modal Indonesia. Adapun rumusan masalah dari penelitian ini adalah apakah terdapat anomali *winner-loser* saham industri di pasar modal Indonesia?

## II. METODE

Obyek dari penelitian ini adalah *abnormal return* perusahaan yang *go-public* di Bursa Efek Indonesia. Variabel yang dianalisis dalam penelitian ini dapat diidentifikasi menjadi dua kelompok yaitu *abnormal return* portofolio *winner* saham industri, dan *abnormal return* portofolio *loser* saham industri. Perhitungan *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham industri dilakukan dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Penelitian ini

menggunakan data sekunder, yang meliputi data harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data tersebut dikumpulkan dari berbagai sumber, antara lain: Pusat Referensi Pasar Modal Indonesia, *Indonesian Capital Market Directory*, *Fact Book BEI*, *JSX Statistics*, *homepage BEI*, dan berbagai publikasi pasar modal lainnya.

Pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan metode observasi *non-prilaku* yang merupakan sebuah bentuk observasi dengan melakukan analisis catatan (*record analysis*) terhadap data yang diperlukan. Teknik analisis data dilakukan dengan menguji signifikansi perbedaan antara kinerja portofolio *winner/loser* saham industri periode formasi dengan kinerja portofolio *winner/loser* saham industri periode pengujian, menggunakan statistik uji beda dua rata-rata ( uji *T-Paired*) dengan bantuan Program SPSS *for Windows*.

### **III. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Hasil yang didapat menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* saham industri periode formasi 3 bulan yang mencerminkan *return* lebih tinggi dari *return* pasar untuk semua kelompok portofolio saham, pada akhir periode pengujian mengalami penurunan untuk semua kelompok portofolio saham. Saham-saham yang memberikan *return* positif (*winner*) pada periode 3 bulan sebelumnya mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode 3 bulan sesudahnya. Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* saham industri periode formasi 3 bulan yang mencerminkan *return* lebih rendah dari *return* pasar untuk semua kelompok portofolio saham, pada akhir periode pengujian mengalami peningkatan untuk semua kelompok portofolio saham. Saham-saham yang memberikan *return* negatif (*loser*) pada periode 3 bulan sebelumnya mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode 3 bulan sesudahnya.

Perbedaan kinerja portofolio *winner-loser* saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya, dianalisis menggunakan uji beda dua rata-rata. Uji beda dilakukan untuk masing-masing kinerja portofolio *winner* saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya, dan kinerja portofolio *loser* saham industri periode formasi 3 bulan

dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya pada berbagai kelompok portofolio saham.

Pada Tabel 3.1 dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* portofolio *winner* saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang negatif dan signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portofolio saham. Sementara itu, rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* saham industri periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang positif dan signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portofolio saham.

**Hasil Uji Beda Rata-rata *Abnormal Return* Portofolio *Winner* -  
Tabel 3.1 *Loser*  
Saham Industri Periode Formasi dengan Periode Pengujian 3  
Bulan**

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

Sumber: Data diolah

\*Signifikan pada  $\alpha = 0.05$

Rata-rata *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham industri periode formasi mengalami penurunan-peningkatan pada akhir periode pengujian. Saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* positif (*winner*) atau *return* negatif (*loser*) mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode sesudahnya.

Pembalikan *return* saham ini dapat disebabkan oleh adanya reaksi berlebihan investor terhadap informasi. Para investor cenderung menetapkan harga terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus (*good news*) dan sebaliknya cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi yang dianggap buruk (*bad news*). Fenomena reaksi berlebihan mengindikasikan bahwa para investor tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional. Jika sebagian

investor bereaksi berlebihan terhadap informasi, terlebih jika informasi tersebut adalah informasi buruk, mereka secara emosional akan menilai saham terlalu rendah. Untuk menghindari kerugian, para investor akan berperilaku tidak rasional dan menginginkan menjual saham-saham yang berkinerja buruk dengan cepat.

Peristiwa yang dianggap dramatis oleh investor mengakibatkan mereka bereaksi secara berlebihan. Para investor melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi yang berlebihan ini ditunjukkan dari adanya perubahan harga dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. *Return* saham menjadi terbalik dengan fenomena reaksi berlebihan. Saham-saham yang biasanya diminati pasar karena mempunyai *return* tinggi menjadi kurang diminati, sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati mulai dicari oleh pasar. Kondisi ini mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi (*winner*) menjadi rendah, dan *return* saham yang sebelumnya rendah (*loser*) menjadi tinggi.

Reaksi berlebihan investor terhadap informasi mengindikasikan kecenderungan terjadi *anomali winner-loser* saham industri di pasar modal Indonesia. *Anomali winner-loser* yang bertentangan dengan konsep efisiensi pasar mempopulerkan strategi investasi kontrarian (DeBond and Thaler, 1985). Saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya.

*Anomali winner-loser* disebabkan oleh hipotesis *overreaction* yang 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 (*good news*), sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap berita buruk (*bad news*). Kemudian, fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan (*overreaction*). Pembalikan (*reversal*) ini ditunjukkan oleh turunnya secara drastis saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*.

Terjadinya fenomena reaksi berlebihan ini di pasar modal Indonesia memungkinkan investor melakukan strategi membeli saham pada waktu menjadi

*loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) yang signifikan.

Fenomena yang terjadi selama periode penelitian dapat diartikan bahwa kecenderungan terjadi anomali *winner-loser* saham industri di pasar modal Indonesia. Temuan ini mendukung hasil penelitian DeBond dan Thaler (1985) di pasar modal Amerika Serikat yang menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* sangat positif (*winner*) atau *return* sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Penelitian tentang adanya anomali *winner-loser* baik seluruhnya maupun hanya sebagian (*reversal* hanya terjadi pada saham *loser* atau *winner* saja) oleh Rosenberg, Reid, dan Lastein (1985) dengan periode formasi dan pengujian satu bulan, Howe (1986) dengan periode formasi satu minggu dan pengujian sepuluh minggu, Brown dan Harlow (1988) dengan satu sampai enam bulan periode formasi dan periode pengujian sampai dengan tiga tahun, dan Lehman (1990) dengan periode pengujian enam bulan. Penelitian yang dilakukan oleh Da Costa (1994) di pasar modal Brasil dan penelitian yang dilakukan oleh Alonso dan Rubio di pasar modal Spanyol.

#### **IV. PENUTUP**

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, maka simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah kecenderungan terjadi anomali *winner-loser* saham industri di pasar modal Indonesia. Simpulan ini didukung oleh hal-hal berikut :

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



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

Dari simpulan yang telah dikemukakan, maka dapat diajukan saran-saran sehubungan dengan penelitian ini sebagai berikut masyarakat investor di pasar modal Indonesia seyogianya menggunakan strategi investasi kontrarian untuk membentuk portofolio saham, karena temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* positif (*winner*) dan *return* negatif (*loser*) mengalami pembalikan (*reversal*) pada akhir periode pengujian.

## DAFTAR PUSTAKA

- Asri SW, Marwan., Husnan, Suad., M Hanafi, Mamduh, dan Tandelilin, Eduardus, 2002, Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto, Yogyakarta : BPF.
- Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 307-343.
- Brailsford, Tim, 1992, "A Test for the winner-loser Anomaly in the Australian Equity Market: 1958-1987", *Journal of Business Finance and Accounting*, January, pp. 225-241.
- Brinson, Gary P., Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986, "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, pp. 39-44
- Chan, K.C., Jason Karceski, and J. Lakonishok, 1998, "The Risk and Return from Faktors", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 (2), pp. 159-187.
- Chelley, Patricia L., Steeley, and James M. Steeley, 1995, "Conditional Volatility and Firm Size: An Empirical Analysis of UK Equity Portfolio", *Applied Financial Economics*, Vol. 5, pp. 433-440.
- Clare, Andrew, and Stephen Thomas, 1995, "The Over-reaction Hypothesis and the UK stock market", *Journal of Business Finance and Accounting*, October, pp. 961-973.
- Conrad, J. and G. Kaul, 1998, "An Anatomy of Trading Strategies", *Review of Financial Studies*, Vol. 11, pp. 489-519.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 1998, "Investor Psychology and Security Market Under and Over Reactions", *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1839-1885.
- DeBondt, W.F.M. dan R.H. Thaler, 1985, "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40 (3), July, pp. 793-808
- De Long, J.B., A. Shleifer, L. Summers and R. Waldmann, 1990, "Noise Trader Risk in Financial Market", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 703-738.

- Elton, E.J., and M.J. Gruber, 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5<sup>th</sup> ed., New York: John Wiley and Sons, Inc.
- Fama, E.F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, pp. 427-456.
- Fama, E.F., 1981, "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *American Economic Review*, Vol. 71 (4), September, pp. 545-565.
- Fama, E.F. and French, K.R., 1992, "The Cross Section of Expected Stock Return", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, June, pp. 427-465.
- Ferson, Wayne E., and Campbell R. Harvey, 1991, "Sources of Predictability in Portfolio Returns", *Financial Analyst Journal*, May-June, pp. 49-56.
- Ferson, Wayne E., and Rudi W. Schadt, 1996, "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions", *The Journal of Finance*, Vol. LI (2), June, pp. 425-448.
- Foster, George, 1986, *Financial Statement Analysis*, New Jersey : Prentice Hall.
- Harvey, C.R., 1995, "Predictable Risk and Return in Emerging Markets", *Review of Financial Studies*, Vol. 8, pp. 773-816.
- Haugen, Robert A., 2001, *Modern Investment Theory*, New Jersey: Prentice Hall.
- Jakarta Stock Exchange, *Fact Book 1993-1997*, Jakarta.
- Jakarta Stock Exchange, *JSX Monthly Statistics 1991-1997*, Jakarta.
- Jakarta Stock Exchange, *JSX Weekly Statistics 2004*, Jakarta.
- Jogiyanto, H.M., 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE.
- Jones, Charles P., 2002, *Investment: Analysis and Management*, 8<sup>th</sup> Ed., New York: John Willey & Sons.
- Kryzanowski, L and H. Zhang, 1992, "The Contrarian Investment Strategy Does Not Works in Canadian Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, pp. 383-394
- Lo, A. and C. MacKinlay, 1990, "Data Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models", *Review of Financial Studies*, Vol. 3, pp. 431-467.
- Moskowitz, T. and M. Grinblatt, 1999, "Do Industries Explain Momentum", *Journal of Finance*, Vol. LIV (4), August, pp. 1249-1288.

- Ravid, S.A., and O.H. Sarig, 1991, "Financial Signaling by Comitting to Cash Outflows", *Journal of Financial & Qualitative Analysis*, Vol. 26 (2), June, pp. 165-180.
- Reilly, F.K., and Keith C. Brown, 1997, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 5<sup>th</sup> Ed., Massachusetts: Adison-Wesley Educational Publisher Inc.
- Sunariyah, 2004, *Pengantar Pasar Modal, Edisi Keempat*, Yogyakarta : UPP AMP YKPN
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta: BPFÉ.
- ~~-, 2005, Pedoman Penulisan Usulan Penelitian, Skripsi dan Mekanisme Pengujian~~, Denpasar : Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.