

PERBANDINGAN KINERJA PORTOFOLIO SAHAM WINNER - LOSER BERDASARKAN STRATEGI INVESTASI MOMENTUM

A.A Istri Agung Sasmikadewi¹
Made Rusmala Dewi²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: dewi.sasmika@yahoo.com

ABSTRAK

Salah satu cara untuk melakukan investasi saham adalah dengan membandingkan kinerja portofolio saham yang berkinerja baik (*winner*) dan saham yang berkinerja buruk (*loser*) berdasarkan strategi investasi momentum. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja portofolio saham *winner* dan *loser* serta untuk mengetahui signifikansi perbedaan kinerja portofolio *winner-loser* periode formasi dengan periode kepemilikan pada perusahaan sektor *finance* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 – 2015. Populasi dalam penelitian ini adalah sebanyak 89 saham. Sampel yang digunakan adalah sebanyak 70 perusahaan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah teknik analisis uji beda dua rata-rata (uji t dependen). Hasil analisis menunjukkan bahwa kinerja portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi dengan periode kepemilikan. Hasil tersebut menandakan bahwa strategi investasi momentum tidak dapat diterapkan di pasar modal Indonesia.

Kata kunci: sektor *finance*, strategi investasi momentum, perbandingan kinerja portofolio

ABSTRACT

One of the way to invest in stocks is to compare the performance of a portfolio of stocks that are performing well (winner) and stocks that are performing poorly (loser) based on momentum investment strategy. This study aims to determine the performance of winner and loser stock portfolio as well as to determine the significance of differences in the performance of winner-loser portfolio formation period with the period of ownership in the finance sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange period 2013 - 2015. The population in this study were as many as 89 stocks. The samples used were as many as 70 companies by using purposive sampling method. Data analysis technique used is the technique of analysis of two different test average (dependent t test). The analysis showed that the winner stock portfolio performance resulted in a lower performance compared to the performance of the resulting stock portfolio loser in the period subsequent ownership and there are no significant differences between the performance of winner-loser stock portfolio formation period with the period of ownership. This indicates that the momentum investment strategy can not be applied in the Indonesian capital market.

Keywords: *finance sector, momentum investment strategy, portfolio performance comparison*

PENDAHULUAN

Gejolak perekonomian di Indonesia mengalami penurunan dan peningkatan yang sangat besar pengaruhnya terhadap perusahaan – perusahaan *Go Public* di Indonesia. Perusahaan yang sudah *Go Public* mendapat banyak sorotan dari investor yang terutama ingin berinvestasi pada saham. Kemudahan berinvestasi saat ini melalui media elektronik menyebabkan meningkatnya keinginan masyarakat untuk berinvestasi saham. Dikutip dari situs www.pusatis.com (mengambil data dari Konstodan Sentral Efek Indonesia / KSEI) yang mencatat adanya investor yang berinvestasi pada saham setiap tahunnya mengalami peningkatan. Berikut adalah data jumlah investor pada tahun 2013-2015.



Gambar 1. Jumlah Investor di Indonesia Tahun 2013 – 2015

Sumber: www.pusatis.com

Berdasarkan data jumlah investor dari tahun 2013 sampai dengan tahun 2015 mengalami peningkatan yang menandai bahwa adanya sinyal positif untuk pasar modal Indonesia khususnya pada saham dan mulai meluasnya pengetahuan tentang saham. Sesuai dengan adanya peningkatan jumlah investor tahun 2013-2015 maka penelitian ini menggunakan periode Januari 2013-Desember 2015.

Penelitian ini membandingkan periode formasi dengan periode kepemilikan dimana periode formasi mencakup 12 bulan dan periode kepemilikan mencakup 3, 6, dan 12 bulan.

Pada dasarnya dalam berinvestasi saham, investor akan memilih strategi dalam berinvestasi guna mendapatkan *return* yang diharapkan dan mengestimasi risiko yang dihadapi. Tujuan berinvestasi pada saham adalah memaksimalkan *return* tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapi (Tandelilin, 2010:102). Cara untuk melakukan investasi saham adalah dengan membentuk portofolio dan melakukan penilaian kinerja terhadap portofolio tersebut. Pengenalan konsep portofolio adalah sebuah bidang ilmu yang khusus mengkaji tentang bagaimana cara yang dilakukan oleh seorang investor untuk menurunkan risiko dalam berinvestasi secara semaksimal mungkin, termasuk salah satunya dengan menganekaragamkan risiko tersebut (Fahmi & Hadi, 2011:2).

Strategi portofolio hendaknya membentuk dua jenis portofolio saham yaitu portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*. Portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* menggunakan penilaian tingkat *return* yang positif atau tingkat *return* yang efektif. Saham yang memiliki tingkat *return* yang positif dan di atas rata – rata akan masuk kategori portofolio saham *winner* sedangkan saham yang memiliki tingkat *return* yang negatif dan di bawah rata – rata akan masuk kategori portofolio saham *loser*. Setelah mengelompokkan portofolio saham *winner* dan *loser*, dapat dievaluasi kinerja portofolio dari saham tersebut. Kinerja

dalam suatu portofolio akan mencerminkan tingkat risiko yang akan ditanggung oleh investor (Saputro, 2016)

Bidang investasi sering membedakan antara manajemen pasif dan manajemen aktif. Investor yang menggunakan manajemen pasif berarti akan memegang berbagai saham untuk jangka waktu yang relatif lama dan jarang melakukan perubahan (Husnan, 2012:435). Investor yang menggunakan gaya manajemen aktif pada dasarnya aktif dalam mencari suatu informasi, mengikuti waktu dengan pergerakan harga sahamnya yang bertujuan menghasilkan *return* yang *abnormal* (Tandelilin, 2010:329).

Strategi pasif diartikan sebagai tindakan investor dalam membentuk portofolio saham yang merupakan replikasi kinerja indeks pasar. Strategi pasif meliputi strategi beli dan tahan (*buy and hold strategy*) dan strategi mengikuti indeks (*indexing strategy*) sedangkan pada strategi aktif pada dasarnya investor melakukan dua pendekatan dalam membentuk portofolio, yakni pendekatan analisis fundamental dan pendekatan analisis teknikal. Bertolak belakang dengan strategi pasif bahwa strategi aktif bertujuan untuk mencapai *abnormal return* yang melebihi portofolio strategi pasif. Terdapat tiga strategi yang biasanya digunakan dalam menjalankan strategi aktif yakni pemilihan saham, rotasi sektor dan strategi momentum harga (Tandelilin, 2010:330).

Para peneliti manajemen keuangan telah mengemukakan dan mengembangkan dua teori strategi investasi dalam mengevaluasi kinerja portofolio yaitu teori strategi momentum dan strategi kontrarian. Strategi kontrarian pertama kali dikemukakan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Strategi

kontrarian merupakan strategi investor yang bertujuan untuk memperoleh *reversal return*. Pengertian *reversal return* adalah adanya keyakinan pada investor dengan adanya pembalikan arah terhadap *return* saham dalam waktu tertentu. Strategi momentum pertama kali dipopulerkan oleh Jagadeesh dan Titman (1993). Strategi momentum merupakan kebalikan dari strategi kontrarian yang berarti strategi investasi yang diyakini investor akan memperoleh *return* secara *continuation* atau berkelanjutan.

Penelitian ini melatarbelakangi adanya *research gap* dari beberapa penelitian tentang strategi portofolio dalam penilaian kinerja portofolio dengan menggunakan strategi kontrarian dan strategi momentum. Terdapat adanya perbedaan pendapat dan hasil pengujian dalam membentuk suatu kinerja portofolio. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa strategi momentum dapat dilakukan dalam periode jangka pendek. Penelitian yang dilakukan oleh Salvio *et al.* (2013) dengan menggunakan data bursa Shanghai periode Desember 2007 sampai dengan Februari 2012 menemukan bahwa keuntungan didapat oleh investor yang melakukan strategi investasi momentum. Penelitiannya menemukan bahwa saham *winner* lebih unggul kinerjanya dibandingkan saham *loser* yang menandakan bahwa strategi investasi momentum lebih tepat digunakan.

Najmudin (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat anomali *winner-loser* di BEI (Bursa Efek Indonesia) 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 sehingga strategi investasi momentum bisa diterapkan di pasar modal Indonesia.

Penelitian mengenai *overreaction* di Indonesia diteliti oleh Yunita (2012). Penelitiannya dilakukan pada perusahaan keuangan dan properti di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tidak terjadi *anomaly overreaction* pada perusahaan keuangan dan properti di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010 hingga 2011 sehingga penelitian tersebut mendukung strategi investasi momentum.

Terdapat penelitian yang menentang atau tidak setuju dengan interpretasi terhadap temuan empiris strategi investasi momentum. Portofolio *loser* sangat besar pengembaliannya selama 5 tahun setelah pembentukan portofolio. Schiereck *et al.* (1999) mendukung penelitian dari De Bondt dan Thaler. Penelitiannya dilakukan di Jerman yang menemukan bahwa strategi kontrarian lebih cocok digunakan daripada strategi momentum. Kecenderungan *anomaly winner-loser* saham industri manufaktur di pasar modal Indonesia juga dikemukakan oleh Gunarsa dan Ekayani (2011). Saham – saham yang memiliki *return* positif pada awalnya berbalik arah menjadi negatif pada periode selanjutnya.

Penelitian tentang *anomaly winner-loser* pada saham industri di pasar modal Indonesia dikemukakan oleh Suarmanayasa dan Susila (2012). Hasil penelitiannya menunjukkan terdapat kecenderungan *anomaly winner-loser* dengan rata – rata *abnormal return* portofolio *winner* sebanyak 27 observasi periode pengujian yang menunjukkan bahwa sebagian besar saham *winner* mengalami pembalikan *return* rata – rata ke arah negatif. Penelitian tersebut didukung oleh

hasil penelitian dari Wiagustini (2008) yang menyatakan bahwa di Bursa Efek Indonesia ditemukan anomali pasar yaitu penyimpangan perilaku hipotesis pasar efisien yang berkaitan dengan hipotesis *overreaction* khususnya pada efek PER (*Price Earning Ratio*).

Wiksuaana (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa *abnormal return* portofolio saham *winner* periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya berbeda negatif dan signifikan secara statistik untuk semua kelompok portofolio saham. Sedangkan *abnormal return* portofolio saham *loser* periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya berbeda positif dan signifikan secara statistik untuk semua kelompok portofolio saham. Penelitian yang dilakukan oleh Mansouri *et al.* (2012) menunjukkan bahwa dengan menggunakan strategi momentum di Bursa Efek Teheran menghasilkan *return* yang negatif dalam semua periode pengujian. Penelitian tersebut didukung Swandewi dan Mertha (2013) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* saham industri manufaktur di pasar modal Indonesia. Penelitian serupa juga dikemukakan oleh Maharani dan Witiastuti (2015) dalam hasil pengujiannya yang menemukan bahwa sebagian besar hasil pengujian portofolio *winner* bernilai negatif dan portofolio *loser* bernilai positif.

Adanya berbagai kesenjangan hasil penelitian terdahulu dapat dikatakan bahwa penelitian tentang strategi investasi momentum menarik untuk dilakukan penelitian guna mendapatkan bukti secara empiris untuk digunakan dan diterapkan di Indonesia. Penelitian ini juga digunakan untuk menilai kinerja

portofolio saham dengan menggunakan strategi momentum pada perusahaan *finance* di pasar modal Indonesia. Penelitian ini menggunakan teori strategi investasi momentum karena strategi tersebut merupakan strategi yang biasanya digunakan investor di Indonesia. Sebagian besar investor cenderung membeli saham – saham yang mempunyai kinerja yang baik dan akan menjual saham – saham yang memiliki kinerja yang buruk. Kowanda dan Pasaribu (2012) menyatakan bahwa keberadaan momentum harga telah terbukti secara empiris terdapat di banyak pasar saham di berbagai negara. Investor akan mencari informasi terlebih dahulu untuk pemilihan saham yang akan dimasukkan pada kinerja portofolionya.

Penelitian ini menggunakan sektor *finance* (keuangan) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 – 2015. Penggunaan sektor *finance* pada penelitian ini karena sektor *finance* terutama perbankan mempunyai peranan yang sangat penting dalam pertumbuhan ekonomi di Indonesia karena membantu masyarakat yang memerlukan dana investasi maupun dana untuk modal kerja yang diharapkan dapat menunjang peningkatan pembangunan dari sektor lainnya. Dilansir dari Laporan Survei Perbankan (www.bi.go.id) pada tahun 2015 menyatakan pertumbuhan kredit dan simpanan pada perusahaan *finance* yang semakin besar dari tahun sebelumnya menandakan adanya tingkat konsumsi yang mulai meningkat.

Investor yang menggunakan strategi investasi momentum akan cenderung membeli saham yang harganya baru saja naik atau memiliki kinerja yang baik dan percaya bahwa harga saham tersebut akan terus naik atau kinerja saham akan terus

mengalami peningkatan. Saham – saham yang akhir – akhir ini harganya turun atau memiliki kinerja yang buruk, sebaliknya akan dijual dengan kepercayaan bahwa saham – saham tersebut akan terus berada pada kinerja yang buruk (Wiksuana, 2009). Investor berdasarkan strategi momentum yang membentuk portofolio saham dengan melakukan pembelian saham yang sebelumnya memiliki kinerja baik (portofolio *winner*) dan melakukan penjualan saham yang sebelumnya memiliki kinerja buruk (portofolio *loser*), sehingga portofolio saham *winner* akan tetap menghasilkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio saham *loser* pada periode mendatang (Saputro, 2016).

Markowitz dan Grinblatt (1999) menemukan bahwa strategi investasi momentum saham industri, yaitu membeli saham industri pemenang (*winner*) masa lalu dan menjual saham industri pecundang (*loser*) masa lalu nampak sangat menguntungkan. Penelitian tersebut juga menyebutkan bahwa strategi investasi momentum sangat menguntungkan pada jangka waktu menengah (sampai dengan 24 bulan, walaupun yang terkuat adalah rentangan 6 sampai 12 bulan). Salvio *et al.* (2013) melakukan penelitian di bursa Shanghai dengan periode Desember 2007 sampai dengan Februari 2012 yang menyatakan bahwa keuntungan *abnormal return* bisa didapat dengan menggunakan strategi investasi momentum. Penelitian tersebut ditunjukkan dengan portofolio *winner* yang terus mengungguli portofolio saham *loser*.

Hasil dari penelitian Pasaribu (2011), menyatakan bahwa tidak ada reaksi berlebih di Indonesia, maka secara teoritis strategi investasi momentum bisa diterapkan oleh investor untuk melakukan investasi. Kowanda dan Pasaribu

(2012) membahas mengenai besarnya keuntungan dari portofolio yang terbentuk berdasarkan strategi investasi momentum, menemukan bahwa masa efektif portofolio saham *winner* adalah periode pembentukan tiga bulanan dengan masa kepemilikan selama sembilan bulan, sedangkan untuk portofolio *loser*, masa efektifnya adalah pada periode pembentukan sembilan bulan dengan masa kepemilikan dua belas bulan.

H1 : Portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya.

Grinblatt *et al.* (1995) mendukung penelitian dari Jagadeesh dan Titman (1993) menemukan bahwa rata – rata dana yang diinvestasikan menggunakan strategi investasi momentum menghasilkan keuntungan yang signifikan lebih baik. Portofolio *winner* menghasilkan keuntungan yang berlebihan, sementara portofolio *loser* hampir tidak menghasilkan keuntungan atau tidak menghasilkan kinerja yang baik. Perbedaan yang signifikan terjadi pada kinerja portofolio *winner* dengan *loser*. Dische (2001) menemukan bahwa keuntungan didapat pada strategi investasi momentum yang menunjukkan perbedaan yang signifikan antara saham *winner* dengan saham *loser* selama periode kepemilikan 6 bulan. Pada penelitian tersebut saham *winner* jauh berada di atas saham *loser* yang menghasilkan perbedaan yang signifikan.

H2 : Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner* dengan kinerja portofolio saham *loser*.

Shan Hu dan Chin Chen (2011) melakukan penelitian menguji kinerja strategi investasi momentum bila diterapkan untuk indeks pasar saham nasional 48 negara selama tahun 1999 hingga 2007. Najmudin (2009) menemukan bahwa

saham *winner* bergerak berganti posisi pada periode pengujian menjadi saham *loser*. Sedangkan saham *loser* bergerak dengan tidak berganti posisi (tetap menjadi saham *loser*) pada periode penelitian yaitu dari Januari 2004 sampai dengan Desember 2009. Perbedaan yang signifikan dalam penelitian ini terjadi pada *winner-loser* periode formasi dengan *winner-loser* periode kepemilikan. Penelitian yang dilakukan Berh *et al.* (2012) menemukan bahwa strategi investasi momentum cocok untuk investor yang ingin berinvestasi dalam jangka pendek. Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa portofolio saham *winner* mendapatkan *return* positif jika dibawah kepemilikan 12 bulan dan menyatakan terdapat adanya perbedaan signifikan antara *winner-loser* periode kepemilikan dengan periode formasi.

H3 : Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan desain penelitian komparatif, yaitu penelitian yang bersifat membandingkan keberadaan satu variabel atau lebih pada dua atau lebih sampel yang berbeda. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan – perusahaan *finance* yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia, dan secara aktif diperdagangkan dalam periode Januari 2013 - Desember 2015.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sumber data sekunder. Data sekunder adalah data yang langsung dikumpulkan oleh peneliti sebagai penunjang dari sumber pertama. Dapat juga dikatakan data yang tersusun dalam bentuk dokumen-dokumen (Suryabrata, 1987:93). Data sekunder dalam

penelitian ini meliputi data harga saham, tingkat bunga sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan indeks harga saham gabungan (IHSG). Data tersebut dikumpulkan untuk periode Januari 2013 - Desember 2015.

Variabel dalam penelitian ini adalah kinerja portofolio saham *winner-loser* perusahaan sektor *finance* di Bursa Efek Indonesia yang diukur dengan *abnormal return* dan *risk adjusted return* (Indeks Sharpe). Portofolio saham *winner-loser* adalah portofolio yang dibentuk dari saham – saham *winner* dan saham – saham *loser* perusahaan – perusahaan *finance* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 12 bulan.

Kinerja portofolio saham adalah kinerja portofolio *winner-loser* berdasarkan strategi investasi momentum pada sektor *finance* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013- 2015, yang diukur dari *abnormal return* portofolio *winner-loser* merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* dan portofolio *loser* berdasarkan strategi investasi momentum pada sektor *finance* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013 – 2015. Pengukuran *abnormal return* portofolio *winner-loser* dilakukan dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Dasar pertimbangan memilih model ini adalah tidak memerlukan model estimasi seperti pada model lain dan banyak saham yang menghasilkan *return* nol selama tidak terjadi transaksi yang akan menimbulkan masalah dalam perhitungan koefisien beta.

Berdasarkan model disesuaikan pasar, pengukuran *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* dilakukan dengan cara menghitung *abnormal*

return masing – masing saham yang membentuk portofolio *winner-loser* dengan menggunakan formula (Tandelilin, 2010:225):

$$AR_t = R_t - R_{Mt} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- AR_t = *Abnormal return* saham – saham yang membentuk portofolio *winner-loser*.
- R_t = *Actual return* saham – saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham yang dihitung dari akumulasi perubahan harga saham relatif per bulan.
- R_{Mt} = *Market return* yang dihitung dari akumulasi perubahan IHSG relatif per bulan.

Menghitung rata-rata *abnormal return* portofolio *winner-loser*, dengan formula (Hartono, 2013: 622) :

$$AAR_t = \left[\sum_{t=1}^n AR_t \right] / n \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

- AAR_t = Rata – Rata *abnormal return* portofolio *winner-loser*.
- AR_t = *Abnormal return* saham – saham yang membentuk portofolio *winner-loser* saham.
- n = Jumlah saham yang membentuk portofolio *winner-loser*

Menghitung kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser*, dengan formula (Hartono, 2013:625):

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AAR_t \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

- CAR_t = Kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser*.
- AAR_t = Rata – rata *abnormal return* portofolio *winner-loser*.
- n = Jumlah observasi.

Menghitung rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* dengan formula (Wiksuana, 2009) :

$$ACAR_t = CAR_t/n \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan:

ACAR_t = Rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser*.

CAR_t = Kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser*.

n = Jumlah observasi.

Risk-adjusted return portofolio *winner-loser* merupakan pengukuran portofolio yang sudah memasukkan faktor risiko (Tandelilin, 2010). Penelitian ini menggunakan indeks Sharpe portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* berdasarkan strategi investasi momentum pada perusahaan *finance* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013 – 2015. Indeks Sharpe digunakan untuk mengukur portofolio yang kurang terdiversifikasi dengan baik, sesuai dengan penelitian ini yang hanya menggunakan satu sektor saja, yakni sektor *finance*.

Pengukuran indeks Sharpe portofolio *winner-loser* saham dilakukan dengan formula (Tandelilin, 2010:494):

$$\hat{S}_p = \frac{\overline{R_p} - \overline{RF}}{\sigma_{TR}} \dots\dots\dots(5)$$

Keterangan :

\hat{S}_p = Indeks Sharpe portofolio

$\overline{R_p}$ = rata – rata *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

\overline{RF} = rata – rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

σ_{TR} = standar deviasi *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan sektor *finance* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia tahun 2013 – 2015, yaitu sebanyak 89 perusahaan. Sampel yang digunakan pada penelitian ini berjumlah 70 perusahaan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2014:122). Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah 1) Perusahaan *finance* yang terdaftar

di Bursa Efek Indonesia dan aktif diperdagangkan (*listing*) pada periode Januari 2013 - Desember 2015 2) Perusahaan *finance* yang IPO (*Initial Public Offering*) pada periode Januari 2013 - Desember 2015.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik analisis uji beda dua rata – rata yaitu uji t independen dan uji t dependen untuk pengujian hipotesis 2 dan 3, sedangkan untuk pengujian hipotesis 1 digunakan penilaian kinerja portofolio saham dengan menggunakan perhitungan *abnormal return* dan Indeks Sharpe. Teknik analisis uji t dependen digunakan dalam penelitian ini untuk menguji signifikansi perbedaan kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi dengan periode pengujian kepemilikan selanjutnya. Rumus pengujian dengan menggunakan teknik analisis uji t dependen adalah sebagai berikut (Hartono, 2011:181).

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{\sum D^2 - \frac{(\sum D)^2}{n}}{n - (n-1)}}} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan :

- \bar{X}_1 = rata – rata kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi.
- \bar{X}_2 = rata – rata kinerja portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.
- D = selisih nilai sampel kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi dan periode kepemilikan selanjutnya
- n = Jumlah perusahaan yang masuk portofolio saham *winner-loser* periode formasi dan periode kepemilikan

Rumus pengujian dengan menggunakan teknik analisis uji t independen adalah sebagai berikut (Hartono, 2011:179) :

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right)}{n_1 + n_2 - 2}}} \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan :

\bar{X}_1 = rata – rata kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi.

\bar{X}_2 = rata – rata kinerja portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.

S_1 = simpangan baku portofolio saham *winner-loser* periode formasi.

S_2 = simpangan baku portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.

n_1 = jumlah sampel kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi.

n_2 = jumlah sampel kinerja portofolio saham *winner-loser* periode pengujian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Kinerja Portofolio *Winner* dengan Kinerja Portofolio *Loser* pada Periode Kepemilikan Selanjutnya. Hasil dari pengujian kinerja portofolio *winner* dan kinerja portofolio *loser* dapat dilihat pada Tabel 1 dan Tabel 2.

Tabel 1.
Hasil Perhitungan Perbedaan Rata – Rata Kumulatif *Abnormal Return* Portofolio *Winner-Loser* Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6 dan 12 Bulan Selanjutnya Tahun 2013 – 2015

Portofolio	Periode Formasi	Periode Kepemilikan			Beda		
		3 Bln	6 Bln	12 Bln	3 Bln	6 Bln	12 Bln
<i>Winner</i>	0,44	-0,02	0,03	0,12	-0,46	-0,42	-0,32
<i>Loser</i>	-0,36	0,05	0,06	0,03	0,41	0,42	0,38

Sumber: Hasil olahan SPSS, 2016

Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3, 6 dan 12 bulan selanjutnya diperoleh dari selisih rata – rata kumulatif *abnormal return* periode kepemilikan selanjutnya dengan

rata – rata kumulatif *abnormal return* periode formasi yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 10 dan 11. Hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar -0,46. Hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar -0,42 sedangkan hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan kepemilikan 12 bulan selanjutnya yaitu sebesar -0,32.

Hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar 0,41. Hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar 0,42 sedangkan hasil perbedaan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya yaitu sebesar 0,38.

Berdasarkan Tabel 2 dapat diketahui bahwa hasil perbedaan rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner-loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3, 6 dan 12 bulan selanjutnya diperoleh dari selisih rata – rata Indeks Sharpe periode kepemilikan selanjutnya dengan rata – rata Indeks Sharpe periode formasi yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 12 dan 13. Hasil perbedaan rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar -1,56. Hasil perbedaan rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan periode

kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar -1,33 sedangkan hasil perbedaan rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner* periode formasi 12 bulan dengan kepemilikan 12 bulan selanjutnya yaitu sebesar -0,98.

Tabel 2.
Hasil Perhitungan Perbedaan Rata – Rata Indeks Sharpe Portofolio Winner-Loser Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6 dan 12 Bulan Selanjutnya Tahun 2013 – 2015

Portofolio	Periode Formasi	Periode Kepemilikan			Beda		
		3 Bln	6 Bln	12 Bln	3 Bln	6 Bln	12 Bln
<i>Winner</i>	1,19	-0,38	-0,15	0,20	-1,56	-1,33	-0,98
<i>Loser</i>	-2,08	0,11	-0,01	-0,07	2,19	2,07	2,02

Sumber: hasil olahan SPSS, 2016

Tabel 1 merupakan hasil pengujian kinerja portofolio *winner-loser* yang diukur dengan menggunakan pengukuran *abnormal return*, sedangkan pada Tabel 2 merupakan hasil pengujian kinerja portofolio *winner-loser* yang diukur dengan Indeks Sharpe. Hasil perbedaan rata – rata Indeks Sharpe portofolio *loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar 2,19. Hasil perbedaan rata – rata Indeks Sharpe portofolio *loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar 2,07 sedangkan hasil perbedaan rata-rata Indeks Sharpe portofolio *loser* periode formasi 12 bulan dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya yaitu sebesar 2,02.

Tabel 1 dan 2 sama – sama menunjukkan bahwa portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya, sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang telah diusung sebelumnya, maka dalam hal ini hipotesis 1 ditolak.

Hasil pengujian hipotesis 1 pada penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Wiksuana (2009) yang menyatakan bahwa hasil perhitungan periode formasi dengan periode kepemilikan portofolio *winner-loser* mengalami pembalikan arah atau *reversal*. Portofolio *winner* mengalami pembalikan arah pada periode formasi yang menghasilkan *return* positif kemudian menjadi negatif pada periode kepemilikan selanjutnya. Portofolio *loser* juga mengalami pembalikan arah pada periode formasi yang menghasilkan *return* negatif kemudian menjadi positif pada periode kepemilikan selanjutnya. Selain penelitian dari Wiksuana (2009), terdapat penelitian – penelitian yang mempunyai hasil serupa diantaranya, Saputro (2016), Schiereck *et al.* (1999), Kang *et al.* (2002), Bildik dan Gulay (2001), Hameed dan Kusnadi (1999), Gunarsa dan Ekayani (2011), Suarmanayasa dan Susila (2012), dan Mansouri *et al.* (2012).

Hasil pengujian hipotesis 1 pada penelitian ini menyatakan adanya investor yang lebih cenderung pada teori strategi kontrarian yang dikemukakan pertama kali oleh De Bondt dan Thaler (1985). Strategi kontrarian merupakan lawan daripada strategi momentum dimana strategi kontrarian merupakan adanya pembalikan arah atau *reversal return*. Hasil pengujian hipotesis 1 pada penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jagadeesh dan Titman (1993) yang menyatakan bahwa portofolio *winner* terus mengungguli portofolio *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya. Selain Jagadeesh dan Titman (1993), penelitian yang tidak mendukung hasil pengujian hipotesis 1 pada penelitian ini diantaranya Rouwenhorst (1998), Salvio *et al.* (2013), dan Pasaribu (2011).

Hasil pengujian hipotesis 1 pada penelitian ini mencerminkan bahwa eksistensi dari teori strategi investasi momentum tidak ditemukan di pasar modal Indonesia. Hasil pengujian hipotesis 1 menandakan bahwa terjadi adanya reaksi berlebihan (*overreaction*) yang ditandai dengan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner* pada periode kepemilikan selanjutnya dan memenuhi kriteria atau indikator terjadinya *market overreaction* yang dikemukakan oleh De Bondt dan Thaler (1985), dimana *market overreaction* terjadi apabila selama periode pengujian ($t > 0$) nilai $ACAR_{w,t} < 0$, $ACAR_{L,t} > 0$. ACAR (*Avarage Cumulative Abnormal Return*) merupakan rata – rata kumulatif *abnormal return*. Secara keseluruhan portofolio *winner* pada setiap periode dalam penelitian ini menghasilkan $ACAR_{w,t} < 0$ dan portofolio *loser* menghasilkan $ACAR_{L,t} > 0$ yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 8 dan lampiran 9. Hasil tersebut disebabkan karena para investor di Indonesia cenderung menjual saham – saham yang harganya dianggap sudah tinggi, kemudian membeli saham – saham yang harganya dianggap rendah, sehingga saham – saham yang sebelumnya memiliki kinerja yang tinggi (*winner*) menjadi rendah pada akhir periode kepemilikan, sebaliknya saham – saham yang sebelumnya memiliki kinerja yang rendah (*loser*) menjadi tinggi pada akhir periode kepemilikan. Pernyataan tersebut sejalan dengan teori strategi investasi kontrarian.

Perbedaan signifikansi antara kinerja portofolio saham *winner* dengan kinerja portofolio saham *loser* dapat dianalisis dengan menggunakan uji beda dua rata – rata (uji t independen). Pengujian dilakukan pada beda rata – rata *abnormal return* portofolio saham *winner* dengan beda rata – rata *abnormal return* kinerja

portofolio saham *loser*, dan beda Indeks Sharpe portofolio *winner* dengan beda Indeks Sharpe portofolio *loser* sebagai ukuran dari kinerja portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Tabel 4.12 menunjukkan hasil uji beda dua rata – rata *abnormal return* portofolio *winner* dengan portofolio *loser*, sedangkan tabel 4.13 menunjukkan hasil uji beda dua rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner* dengan portofolio *loser*. Uji beda dua rata – rata (uji t independen) dilakukan dengan menggunakan alat analisis SPSS yang hasilnya bisa dilihat secara rinci pada lampiran 14 dan lampiran 15.

Tabel 3.
Hasil Uji Beda Dua Rata – Rata *Abnormal Return* Portofolio *Winner* dengan Rata – Rata *Abnormal Return* Portofolio *Loser*

Portofolio	Periode Formasi	Periode kepemilikan Selanjutnya		
		3 Bulan	6 Bulan	12 Bulan
<i>Winner</i>	0,46	-0,07	-0,01	0,01
	0,43	0,04	0,06	0,23
<i>Loser</i>	-0,32	0,00	0,02	-0,07
	-0,40	0,10	0,11	0,12
Sig	0,003*	0,474*	0,556*	0,580*

Sumber: Hasil olahan SPSS, 2016

Berdasarkan Tabel 3 dapat diketahui bahwa rata – rata *abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode formasi meliputi 2 observasi yaitu sebesar 0,46 dan 0,43 dan portofolio saham *loser* pada periode formasi juga meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar -0,32 dan -0,40. Perbedaan signifikansi diantara periode formasi portofolio saham *winner* dengan periode formasi portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,003 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 14. Nilai tingkat signifikansi berada dibawah alpha 0,05 yang berarti menghasilkan perbedaan yang signifikan. Rata – rata *abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya meliputi 2 observasi yaitu sebesar

-0,07 dan 0,04 dan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya juga meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar 0,00 dan 0,10. Perbedaan signifikansi diantara periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya portofolio saham *winner* dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,474 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 14. Nilai tingkat signifikansi berada di atas alpha 0,05 yang berarti menghasilkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya meliputi 2 observasi yaitu sebesar -0,01 dan 0,06 dan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya juga meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar 0,02 dan 0,11. Perbedaan signifikansi diantara periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya portofolio saham *winner* dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,556 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 14. Nilai tingkat signifikansi berada di atas alpha 0,05 yang berarti menghasilkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya meliputi 2 observasi yaitu sebesar 0,01 dan 0,23 dan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya juga meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar -0,07 dan 0,12. Perbedaan signifikansi diantara periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya portofolio saham *winner* dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,580 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 14. Nilai tingkat

signifikansi berada di atas alpha 0,05 yang berarti menghasilkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Tabel 4.
Hasil Uji Beda Dua Rata – Rata Indeks Sharpe Portofolio Winner dengan Rata – Rata Indeks Sharpe Portofolio Loser

Portofolio	Periode Formasi	Periode kepemilikan Selanjutnya		
		3 Bulan	6 Bulan	12 Bulan
<i>Winner</i>	0,98	-0,79	0,07	0,36
	1,40	0,04	-0,36	0,05
<i>Loser</i>	-2,30	0,01	0,10	0,06
	-1,87	0,21	-0,12	-0,20
Sig	0,003*	0,374*	0,632*	0,307*

Sumber: Hasil olahan SPSS, 2016

Berdasarkan Tabel 4 dapat diketahui bahwa rata – rata Indeks Sharpe portofolio saham *winner* pada periode formasi meliputi 2 observasi yaitu sebesar 0,98 dan 1,40 dan portofolio saham *loser* pada periode formasi juga meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar -2,30 dan -1,87. Perbedaan signifikansi diantara periode formasi portofolio saham *winner* dengan periode formasi portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,008 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 15. Nilai tingkat signifikansi berada dibawah alpha 0,05 yang berarti menghasilkan perbedaan yang signifikan. Perbedaan signifikansi diantara periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya portofolio saham *winner* dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,374 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 15. Nilai tingkat signifikansi berada di atas alpha 0,05 yang berarti menghasilkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Rata-rata Indeks Sharpe portofolio saham *winner* pada periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya meliputi 2 observasi yaitu sebesar 0,07 dan -0,36 dan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya juga

meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar 0,10 dan -0,12. Perbedaan signifikansi diantara periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya portofolio saham *winner* dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,632 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 15. Nilai tingkat signifikansi berada di atas alpha 0,05 yang berarti menghasilkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Rata-rata Indeks Sharpe portofolio saham *winner* pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya meliputi 2 observasi yaitu sebesar 0,36 dan 0,05 dan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya juga meliputi 2 kali observasi yaitu sebesar 0,06 dan -0,20. Perbedaan signifikansi diantara periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya portofolio saham *winner* dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya portofolio saham *loser* yaitu sebesar 0,307 yang secara rinci dapat dilihat pada lampiran 15. Nilai tingkat signifikansi berada di atas alpha 0,05 yang berarti menghasilkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian perbedaan antara kinerja portofolio saham *winner* dengan kinerja portofolio saham *loser* menggunakan uji t independen menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner* dengan kinerja portofolio saham *loser* sehingga hipotesis 2 ditolak. Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian dari Yulianawati (2003) yang menguji perbedaan signifikansi portofolio saham *winner* dengan portofolio saham *loser* menghasilkan nilai signifikansi 0,566 yang berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Perbedaan signifikansi antara kinerja portofolio *winner-loser* periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya dapat dianalisis dengan menggunakan uji beda dua rata-rata (uji t dependen). Pengujian dilakukan pada rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya, dan Indeks Sharpe portofolio *winner-loser* periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya sebagai ukuran dari kinerja portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Tabel 3 menunjukkan hasil uji beda dua rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner-loser* sedangkan Tabel 4 menunjukkan hasil uji beda dua rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner-loser*.

Tabel 5.
Hasil Uji Beda Dua Rata – Rata Kumulatif *Abnormal Return* Portofolio *Winner-Loser* pada Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Selanjutnya Tahun 2013 – 2015

No	Periode Kepemilikan	Portofolio			
		Winner		Loser	
		Beda	Sig	Beda	Sig
1	3 bulan	-0,46	0,096*	0,41	0,138*
2	6 bulan	-0,42	0,075*	0,42	0,126*
3	12 bulan	-0,32	0,234*	0,38	0,215*

Sumber: Hasil olahan SPSS, 2016

Berdasarkan Tabel 5 dapat diketahui bahwa rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner* pada periode formasi dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya sebesar -0,46 dengan nilai signifikansi sebesar 0,096. Rata – rata kumulatif *abnormal return* periode formasi dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya sebesar -0,42 dengan nilai signifikansi sebesar 0,075 sedangkan rata – rata kumulatif *abnormal return* periode formasi dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya sebesar -0,32 dengan nilai signifikansi sebesar

0,234. Hasil perhitungan tersebut memiliki nilai negatif dan tidak signifikan. Dikatakan tidak signifikan karena hasilnya berada diatas alpha 0,05.

Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio *loser* pada periode formasi dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar 0,41 dengan nilai signifikansi sebesar 0,138. Rata – rata kumulatif *abnormal return* periode formasi dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar 0,42 dengan nilai signifikansi sebesar 0,126 sedangkan rata – rata kumulatif *abnormal return* periode formasi dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya sebesar 0,38 dengan nilai signifikansi sebesar 0,215. Hasil perhitungan tersebut memiliki nilai rata – rata kumulatif *abnormal return* yang positif dan tidak signifikan.

Tabel 6.
Hasil Uji Beda Dua Rata – Rata Indeks Sharpe Portofolio Winner-Loser pada Periode Formasi 12 Bulan dengan Periode Kepemilikan 3, 6, dan 12 Bulan Selanjutnya Tahun 2013 - 2015

No	Periode Kepemilikan	Portofolio			
		Winner Beda	Winner Sig	Loser Beda	Loser Sig
1	3 bulan	-1,56	0,083*	2,19	0,033*
2	6 bulan	-1,33	0,196*	2,07	0,099*
3	12 bulan	-0,98	0,226*	2,02	0,108*

Sumber: Hasil olahan SPSS, 2016

Tabel 6 menunjukkan bahwa rata – rata Indeks Sharpe portofolio *winner* pada periode formasi dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar -1,56 dengan nilai signifikansi sebesar 0,083. Rata – rata Indeks Sharpe pada periode formasi dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar -1,33 dengan nilai signifikansi sebesar 0,196 sedangkan rata – rata Indeks Sharpe periode formasi dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya yaitu sebesar -0,98 dengan nilai signifikansi sebesar 0,226. Hasil perhitungan rata – rata

Indeks Sharpe portofolio *winner* memiliki nilai yang negatif tidak signifikan seperti pada hasil perhitungan rata – rata kumulatif *abnormal return* portofolio *winner*.

Rata-rata Indeks Sharpe portofolio *loser* pada periode formasi dengan periode kepemilikan 3 bulan selanjutnya yaitu sebesar 2,19 dengan nilai signifikansi sebesar 0,033. Rata – rata Indeks Sharpe periode formasi dengan periode kepemilikan 6 bulan selanjutnya yaitu sebesar 2,07 dengan nilai signifikansi sebesar 0,099 sedangkan rata – rata Indeks Sharpe periode formasi dengan periode kepemilikan 12 bulan selanjutnya sebesar 2,02 dengan nilai signifikansi sebesar 0,108. Pada portofolio *loser* memiliki nilai rata – rata Indeks Sharpe yang positif dan tidak signifikan pada periode 6 dan 12 bulan selanjutnya sedangkan pada periode 3 bulan selanjutnya memiliki nilai rata – rata Indeks Sharpe yang positif dan signifikan dikarenakan mempunyai nilai signifikansi berada dibawah alpha 0,05.

Berdasarkan hasil uji beda dua rata – rata yang terlihat pada Tabel 3 dan Tabel 4, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* pada periode kepemilikan selanjutnya, sehingga hasil ini membuat hipotesis 2 ditolak. Hasil tersebut menandakan secara rata – rata seluruh sampel portofolio *winner* dan portofolio *loser* belum bisa mendukung secara jelas bahwa strategi investasi momentum dapat diterapkan.

Hasil penelitian ini didukung oleh Maharani dan Witiastuti (2015). Penelitiannya mengemukakan bahwa terjadi *market overreaction* di Bursa Efek

Indonesia yang berarti adanya pembalikan arah *reversal return* dari portofolio *winner* dan portofolio *loser*. Sementara berdasarkan hasil uji statistik *one sample t test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan. *Market overreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi tidak secara konstan melainkan terjadi secara sporadis.

Hasil pengujian hipotesis 3 dalam penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Shan Hu dan Chin Chen (2011) yang menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara periode formasi dengan periode kepemilikan selanjutnya. Selain Shan Hu dan Chin Chen (2011), penelitian yang tidak mendukung hasil pengujian hipotesis 2 dalam penelitian ini adalah Najmudin (2009), Zoglami (2011), Berh *et al.* (2012), Forner dan Marhuenda (2003) dan Yunita (2012). Hasil pengujian hipotesis 1 memenuhi kriteria atau indikator adanya *market overreaction* yang dikemukakan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Setelah dilakukan uji beda dua rata – rata pada pengujian hipotesis 2 dan hipotesis 3, secara keseluruhan menunjukkan hasil yang tidak signifikan sehingga dapat dikatakan bahwa hasil penelitian ini menunjukkan adanya *market overreaction* namun tidak signifikan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis maka dapat disimpulkan bahwa kinerja portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya. Hasil tersebut dapat diketahui dari rata – rata kumulatif *abnormal*

return dan Indeks Sharpe portofolio *winner* yang lebih rendah dibandingkan dengan *abnormal return* dan Indeks Sharpe portofolio *loser* pada periode kepemilikan 3, 6, dan 12 bulan selanjutnya. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner* dengan kinerja portofolio saham *loser*. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* periode kepemilikan selanjutnya.

Saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini adalah bagi investor atau manajer investasi dalam merumuskan kebijakan investasi di pasar modal Indonesia sebaiknya tidak menggunakan strategi investasi momentum terutama dalam jangka waktu 3, 6, dan 12 bulan periode kepemilikan dan sebaiknya investor atau manajer investasi disarankan menggunakan strategi investasi kontrarian yang merupakan kebalikan dari strategi investasi momentum, karena hasil penelitian ini sesuai dengan interpretasi strategi investasi kontrarian yang menunjukkan bahwa saham – saham yang pada awalnya menghasilkan *return* positif (*winner*) dan *return* negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada akhir periode kepemilikan.

REFERENSI

- Berh, Patrick., Andre Guettler., Fabian Truebenbach. 2012. Using Industry Momentum to Improve Portfolio Performance. *Journal of Banking and Finance*, *JEL Classification*: G11 – G12.
- Bildik, R. dan Gulay, G. 2001. Profitability of Contrarian vs Momentum Strategies: Evidence from the Istanbul Stock Exchange, *JEL Classification*: G12 – G14.

- De Bondt, W.F.M. dan R.H. Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40 (3), pp: 793-805.
- Dische, Andreas. 2001. Dispersion in Analyst Forecasts and the Profitability of Earnings Momentum Strategies. *University of St Gallen in Sweitzerland, JEL classification: G12, G14*.
- Fahmi, Irham. dan Yovi Lavianti Hadi. 2011. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Bandung: Penerbit Alfabeta
- Forner, Carlos. dan Joaquin Marhuenda. 2003. Contrarian and Momentum Strategies in the Spanish Stock Market. *European Financial Management*, 9 (1), pp: 67-88.
- Grinblatt, Mark., Sheridan Titman., Russ Wermers. 1995. Momentum Investment Strategies, Portofolio Performance, and Herding : A Study of Mutual Fund Behavior. *The American Economic Riview*, 85 (5), pp: 1088-1105.
- Grinblatt, Mark. dan Matti Keloharju. 2000. The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economic*, 55, pp:43-67
- Gunarsa dan Ekayani, S. 2011. Pengujian Eksistensi Anomali Winner-Loser Saham Industri Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen & Akuntansi STIE Triatma Mulya*, 16 (2), pp: 34-41.
- Hameed, A., & Kusnadi, Y. 1999. Momentum strategies: Evidence from Pasific Basin stock markets. *Journal of Financial Research*, 25 (3), pp: 383-397.
- Hartono, Jogiyonto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPF.
- Husnan, Suad. 2012. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jagadeessh, Narasimhan. dan Sheridan Titman. 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48 (1), pp: 65-91.
- Kang, Joseph., Ming-Hua Liu., Sophie Xiaoyan Ni. 2002. *Contrarian and momentum strategies in the China stock market: 1993–2000*. *Pasific-Basin Finance Journal*, 10, pp: 243-265.

- Kowanda, D., dan Pasaribu, R. 2012. Strategi Investasi Momentum: Profit Momentum Portofolio Pemenang-Pecundang di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6 (2), pp: 95-185.
- Maharani, Santi., Rini Setyo Witiastuti. 2015. Fenomena Market Overreaction di Bursa Efek Indonesia. *Management Analisis Journal*, 4 (1), pp: 30-38.
- Mansouri, Samira., Reza Tehrani., Hojatollah Ansari. 2012. Momentum Returns in Tehran Stock Exchange: The Influences of Size and Liquidity. *International Business Research*, 5 (11), pp: 43-53.
- Markowitz, T.J., dan Grinblatt, M. 1999. Do Industry Explain Momentum?. *Journal of Finance*. Vol LIV (4), pp: 1249-1290.
- Najmudin. 2009. Eksistensi Profitabilitas Strategi Investasi Momentum di Bursa Efek Indonesia. *Performance*, 9 (2), pp: 1-20.
- Pasaribu, Rowland. 2011. Anomali Overreaction di Bursa Efek Indonesia: Penelitian Saham LQ-45. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5 (2), pp: 87-115.
- Rahmawati dan Suryani, T. 2005. Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *SNA VIII*, pp: 64-74.
- Salvio., Elias., Macha. 2013. Momentum and industry-dependence: the case of Shanghai stock exchange market. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 2 (12), pp: 100-108.
- Saputro, R. Narendra. 2016. Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Momentum Pada Industri Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5 (1), pp: 623-649.
- Schiereck, Dirk., Werner De Bondt., Martin Weber. 1999. Contrarian and Momentum Strategies in Germany. *Association for Investment management and research*, pp: 104-116.
- Shan Hu, John Wei., Yue Chin Chen. 2011. The Performance of Momentum Investment Strategies : An International Examination of Stock Markets. *International Journal of Management*, 28 (4), pp: 165-195.
- Suarmanayasa, I. N., dan Susila, G. P. A. J. 2012. Eksistensi Anomali Winner-Loser Saham Industri di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, 2 (1), pp: 1-12.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Penerbit Alfabeta.

- Suryabrata, Sumadi. 1987. *Metode Penelitian*. Jakarta : Rajawali.
- Swandewi, G.A.E., dan Mertha, I. M. 2013. Abnormal Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 5 (1), pp: 85-99.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Wiagustini. 2008. Profitabilitas Strategi Investasi Kontrarian di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan Universitas Udayana*, 10 (2), pp: 105-114.
- Wiksuana. 2009. Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Momentum di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11 (1), pp: 73-84.
- Yulianawati, Enny. 2003. Pengujian Anomali Winner-Loser di Bursa Efek Jakarta. *Universitas Diponegoro Semarang*.
- Yunita, Ellya. 2012. Analisis Overreaction Hypothesis pada Sektor Perusahaan Properti dan Keuangan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*, 1(5), pp: 1-7.
- Zoghلامي, Faten. 2011. Momentum in the Tunisian Stocks Return: Identification of Some Risk Factors. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(2), pp: 207-229.