

## **ANALISIS *ABNORMAL RETURN* PORTOFOLIO *WINNER - LOSER* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI INDEKS KOMPAS 100**

<sup>1</sup>Jessica Willa Wiranata, <sup>2</sup>Anastasia Sri Mendari

<sup>1</sup>Mahasiswa Fakultas Bisnis dan Akuntansi UKMC

<sup>2</sup>Dosen Fakultas Bisnis dan Akuntansi UKMC

e-mail: <sup>1</sup>[Jsscwilla@gmail.com](mailto:Jsscwilla@gmail.com), <sup>2</sup>[anastasia@ukmc.ac.id](mailto:anastasia@ukmc.ac.id)

**Abstract :** *This study aims to analyze whether there is a difference in abnormal return average of stock portfolios in winner and loser categories during two different periods namely formation and testing periods to test winner-loser anomaly occurrence. The population of this study was the companies listed in the Kompas 100 Index of Indonesia Stock Exchange from February 2015 to July 2019. A number of 44 companies used as the samples of this study which selected by using the purposive sampling technique. Parametric paired sample t-test and nonparametric Wilcoxon signed ranks test were used to analyze the data that processed by using SPSS program. The results show that the abnormal return average of the winner stock portfolio and loser stock portfolio in the formation period has a significant difference with the abnormal return average of the winner stock portfolio and loser stock portfolio in the testing period.*

**Keywords:** *Winner-loser anomaly, abnormal return average, winner stock portfolio, loser stock portfolio*

**Abstrak :** Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat perbedaan pada rata-rata *abnormal return* portofolio saham kategori *winner* dan *loser* dengan dua periode yang berbeda yaitu periode formasi dan periode pengujian untuk menguji terjadinya anomali *winner-loser*. Populasi dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang terdaftar pada Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia periode Februari 2015 – Juli 2019. Penentuan sampel dalam penelitian menggunakan metode *purposive sampling* dengan sampel akhir sebanyak 44 perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian menggunakan metode parametrik uji beda *Paired Samples T Test* dan metode non parametrik uji beda *Wilcoxon Signed Ranks Test* yang diolah melalui program SPSS. Hasil dari penelitian ini menunjukkan rata-rata *abnormal return* portofolio saham kategori *winner* dan portofolio saham kategori *loser* pada periode formasi mengalami perbedaan yang signifikan dengan rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser* pada periode pengujian. Kata kunci: Anomali *winner - loser*, rata - rata *abnormal return*, portofolio *winner*, portofolio *loser*

### **I. PENDAHULUAN**

Investasi merupakan salah satu komponen yang dijadikan sebagai tolak ukur dalam faktor pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi suatu negara yang baik tentunya akan menarik minat investor dalam melakukan investasi terhadap dana yang dimiliki pada pasar modal. Upaya yang dapat dilakukan oleh investor dalam melakukan perbandingan keuntungan salah satunya yaitu dengan melakukan analisa harga saham. Analisa harga saham dapat dilakukan dengan dua cara yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Bildik & Gulay (2001) dalam (Srinandari & Wiagustini, 2019), menemukan bahwa para akademisi dan praktisi manajemen keuangan mengenali terdapatnya sebuah strategi dalam membentuk portofolio. Strategi yang lazim untuk digunakan oleh investor dalam berinvestasi dengan membentuk sebuah portofolio dengan melakukan klasifikasi berdasarkan kelompok – kelompok saham. Kondisi pasar modal akan dilakukan pengujian untuk dilihat pola return yang terjadi. Hal menjadi kontroversi dalam pasar modal yaitu terdapat perbedaan strategi dalam menghasilkan *return* diantaranya *continuation return* dan *reversal return*.

Strategi kontrarian muncul sebagai konsekuensi dari fenomena *overreaction* yang merupakan penyimpangan harga saham dari harga wajar. Fenomena *overreaction* menjadi penyebab terjadinya anomali *winner – loser*. Sehingga investor akan mengambil keuntungan dengan menerapkan strategi kontrarian. Strategi investasi kontrarian memanfaatkan kesalahan investor pemula yang baru

dalam pasar modal akibat *herd behaviour* dengan cara mengambil posisi melawan pasar dan cenderung melakukan *short sell*.

*Reversal effect* atau yang lebih dikenal dengan anomali *winner-loser* merupakan sebuah fenomena yang didasari adanya fenomena *Market Overreaction Hypothesis*. *Market Overreaction Hypothesis* menyatakan bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru berupa kinerja saham yang diperoleh untuk melakukan proyeksi terhadap kinerja saham di masa datang. Pelaku pasar juga akan cenderung bereaksi secara berlebihan dalam menanggapi informasi baik itu *good news* dan *bad news*. Terdapatnya informasi tersebut menunjukkan bahwa adanya ketidakefisienan pasar dalam menyerap informasi dan bertentangan terhadap konsep *Efficient Market Hypothesis*. Anomali *winner-loser* merupakan salah satu anomali yang bertolak belakang dengan efisiensi pasar modal.

Penelitian yang terkait dengan pembalikan *return* pada saham *winner-loser*, yaitu penelitian (Suarmanayasa, 2012) pada penelitian yang berjudul Eksistensi anomali *winner – loser* pada saham industri pada Pasar Modal Indonesia menunjukkan bahwa terdapat pembalikan pada saham yang menghasilkan *return* yang positif akan mengalami pembalikan *return* ke arah negatif sedangkan saham yang memberikan nilai *return* negatif akan mengalami pembalikan dengan *return* positif. Penelitian yang dilakukan oleh (Saputro & Badjra, 2016) juga mendukung terjadinya anomali *winner-loser*. Hasil dalam penelitian tersebut menunjukkan perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner - loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio saham *winner – loser* pada periode kepemilikan selanjutnya. (Putri, 2018), dalam penelitian yang berjudul Analisis *Overreaction Hypothesis* (Studi Pada Perusahaan Komponen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2014-2017) menunjukkan bahwa terdapat indikasi anomali *overreaction* di Bursa Efek Indonesia untuk periode 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan dan penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja portofolio *loser* lebih baik dibandingkan portofolio *winner*.

Berbeda dengan penelitian yang tidak terdapat anomali *winner-loser* yaitu penelitian yang dilakukan oleh (Dewanthi & Wiksuana, 2017) melakukan penelitian mengenai Analisis *Overreaction* saham *Winner – Loser* pada perusahaan indeks bisnis-27 di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat *overreaction* yang signifikan secara statistik pada perusahaan yang terdaftar di dalam Indeks Bisnis -27 sepanjang tahun 2016 dengan ditandainya *abnormal return* saham *winner* secara konsisten yang lebih besar jika dibandingkan dengan *abnormal return* saham *loser* secara signifikan. Sehingga berdasarkan hasil penelitian tersebut maka investor tidak akan memberikan reaksi berlebihan dan tidak menetapkan harga yang terlalu tinggi atau harga yang terlalu rendah apabila dipublikasikan sebuah informasi maupun peristiwa. Konsistensi *abnormal return* saham *winner* tetap mengalami peningkatan dan tidak mengalami efek pembalik yang menyebabkan harga saham kelompok *winner* menjadi menurun dan sebaliknya untuk saham kategori *loser* tidak mengalami peningkatan *abnormal return* menjadi saham *winner*.

Penelitian dengan hasil yang tidak ditemukannya anomali *winner-loser* yaitu penelitian (Nanda, 2019), dengan judul *Abnormal Return Momentum dan Kontrarian* pada saham syariah di Jakarta Islamic Indeks, menunjukkan bahwa tidak ditemukannya *abnormal return* momentum dan kontrarian pada saham syariah yang terdaftar pada indeks tersebut tetapi, strategi tersebut dapat digunakan dalam meningkatkan *return* dalam berinvestasi pada saham yang terdaftar pada saham syariah dan memberikan *return* positif.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 bertujuan untuk mengetahui apakah ada perbedaan *average abnormal return* saham *winner* dan saham *looser* pada periode formasi dengan periode pengujian.

## II. KAJIAN TEORI DAN HIPOTESIS

Anomali *winner-loser* pertama kali dikemukakan oleh (Bondt & Thaler, 1985) dalam Julianti (2016) menggunakan data pasar modal Amerika dan menemukan bahwa saham yang pada mulanya memberikan *return* sangat positif atau sangat negatif akan mengalami pembalikan (*reversal*) di periode berikutnya. Kondisi tersebut membuat investor akan membeli saham *loser* dan menjual saham *winner*. *Reversal* akan terjadi karena kelebihan antara permintaan maupun penawaran. Penelitian (Bondt & Thaler, 1985) menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap sebuah informasi sehingga menerapkan harga saham yang terlalu

tinggi untuk informasi yang baik (*good news*) dan harga rendah apabila informasi yang buruk (*bad news*). Harga akan mengalami pembalikan apabila pasar telah menyadari adanya reaksi berlebihan (*overreaction*).

Penelitian (Nurhayati, 2012) juga menemukan bahwa saham winner – loser mengalami pembalikan di periode pengujian. Pembalikan yang terjadi pada saham kategori winner jauh lebih ekstrem dibandingkan dengan saham kategori loser sehingga menunjukkan terjadinya reversal effect dengan hasil untuk kategori saham loser positif signifikan. (Assefa, Esqueda, & Galariotis, 2014) juga menemukan hal yang serupa dimana Terdapat asimetri dalam penilaian portofolio formasi dengan hasil portofolio *winner loser* selama periode formasi, saham *loser* mengungguli saham *winner* dengan perbedaan 29,2% selama 36 bulan setelah periode formasi. (Aulia, Nadhira Nur, 2016) dalam penelitian yang berjudul Analisis *Abnormal Return Saham Winner – Loser* untuk mengidentifikasi *Price Reversal* di Indeks LQ45 Periode 2014 - 2015 menunjukkan bahwa terdapat fenomena *price reversal* yang ditandai dengan nilai *cummulative average abnormal return* saham *winner* pada formasi yang berbalik menjadi saham *loser* pada periode pengujian dan sebaliknya. (Surya, Anom, & Sri, 2016) meneliti Analisis *Overreaction Pasar Pada Saham Winner Dan Loser Bursa Efek Indonesia* selama 2014 menggunakan populasi seluruh perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan menunjukkan pada periode triwulan rata-rata *abnormal return* portofolio saham *loser* mengungguli rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada bulan kedua dan ketiga. Hasil periode semesteran terjadi pada bulan ketiga, kelima dan keenam. Sedangkan hasil pengujian periode tahunan terjadi pembalikan pada bulan ketiga, keenam, kesembilan dan keduabelas. Sehingga dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia tidak secara konstan namun secara sporadis. (Dewanthi & Wiksuana, 2017) dalam penelitian Analisis *Overreaction Saham Winner - Loser Pada Perusahaan Indeks Bisnis-27 di Bursa Efek Indonesia* menunjukkan bahwa tidak terjadi *overreaction* pada saham Indeks Bisnis – 27 di Bursa Efek Indonesia yang ditandai dengan rata – rata *abnormal return* saham *winner* secara konsisten lebih besar dibandingkan dengan rata – rata *abnormal return* saham *loser* sepanjang tahun 2016 (Amelia & Wijayanto, 2018) menemukan perbedaan yang signifikan antara rata - rata *abnormal return* portofolio *winner – loser* saham di Pasar Modal Indonesia dan menunjukkan terjadi kecenderungan anomali *winner – loser* di Pasar Modal Indonesia. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya maka perumusan hipotesis dalam penelitian ini yaitu :

H<sub>1</sub>: Terdapat perbedaan secara signifikan antara *average abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode formasi dengan *average abnormal return* portofolio saham *winner* pada periode pengujian.

H<sub>2</sub>: Terdapat perbedaan secara signifikan antara *average abnormal return* portofolio saham *loser* pada periode formasi dengan *average abnormal return* portofolio saham *loser* pada periode pengujian.

### III. METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar pada Indeks Kompas 100 selama periode 2015 – 2019. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang berdasarkan pada pertimbangan beberapa karakteristik anggota sampel (Sugiyono, 2018). Jenis data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder.

#### Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan menggunakan teknik dokumentasi berupa data harga saham pada perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas100, dan data Indeks Harga Saham Gabungan selama periode penelitian. Terdapat 44 saham perusahaan yang merupakan sampel.

#### Metode Analisis

Pengujian statistik deskriptif digunakan untuk memberikan deskripsi suatu data yang berupa nilai *minimum*, nilai maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi serta berbagai nilai lainnya. Pada penelitian ini menggunakan bantuan software SPSS 25.0

Untuk menentukan normalitas data dalam penelitian ini dengan menggunakan uji *kolmogrov-smirnov test*. Pengujian hipotesis dilakukan untuk menguji terdapat atau tidaknya perbedaan *average abnormal return* portofolio *winner* dan *loser* pada periode formasi dan pengujian. Tingkat kesalahan

dalam pengujian signifikansi 5 % atau 0,05. Teknik pengujian hipotesis menggunakan dua probabilitas yaitu :Data hasil uji normalitas terdistribusi secara normal, maka teknik pengujian hipotesis yaitu dengan *Paired Sample T Test* dengan menguji signifikansi beda dua rata – rata dengan kriteria pengujian :Probabilitas > 0.05 maka  $H_1$  ditolak , sedangkan Probabilitas < 0.05 maka  $H_1$  diterima

Data hasil uji normalitas tidak terdistribusi secara normal, maka teknik pengujian hipotesis menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Teknik tersebut merupakan uji non parametrik yang bertujuan mengukur signifikansi perbedaan antara dua kelompok data berpasangan dengan kriteria pengujian (Arifin, 2017).Probabilitas > 0.05 maka  $H_1$  ditolak, dan Probabilitas < 0.05 maka  $H_1$  diterima.

**Variabel Operasional**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan *abnormal return* yang akan dibedakan menjadi *abnormal return* saham *winner* dan *abnormal return* saham *loser*. *Abnormal return* pada umumnya sering digunakan untuk mengukur reaksi pasar dan efisiensi pasar. *Abnormal return* merupakan perhitungan selisih antara *actual return* dengan *return* saham. Perhitungan untuk mendapatkan *abnormal return* yaitu

$$ARI_i = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Keterangan :

$ARI_i$  : *Abnormal return* saham i pada periode t

$R_i$  : *return* saham i pada periode ke t

$R_m$  : *return* pasar pada periode ke t

*Abnormal return* yang telah dihitung akan dibedakan berdasarkan masing – masing periode yaitu periode formasi dan periode pengujian. Tabel 1 menunjukkan pembagian periode formasi dan pengujian

**Tabel 3. 1**

**Periode Formasi Dan Periode Pengujian Portofolio Saham Winner&Loser**

Pengamatan	Periode formasi	Periode Pengujian
1	Februari 2015 – Juli 2015	Agustus 2015 – Januari 2016
2	Agustus 2015 – Januari 2016	Februari 2016 – Juli 2016
3	Februari 2016 – Juli 2016	Agustus 2016 – Januari 2017
4	Agustus 2016 – Januari 2017	Februari 2017 – Juli 2017
5	Februari 2017 – Juli 2017	Agustus 2017 – Januari 2018
6	Agustus 2017 – Januari 2018	Februari 2018 – Juli 2018
7	Februari 2018 – Juli 2018	Agustus 2018 – Januari 2019
8	Agustus 2018 – Januari 2019	Februari 2019 – Juli 2019

**IV.HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Tabel 4.1**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Formasi Winner	80	0,000389	0,010832	0,00282083	0,001935601
Pengujian Winner	80	-0,004490	0,005348	0,00015011	0,0020048679
Formasi Loser	80	-0,005723	-0,000198	-0,00252018	0,001091416
Pengujian Loser	80	-0,005039	0,007449	0,00022602	0,002569269

Sumber : Data diolah, 2020

Hasil uji statistik deskriptif pada tabel 4.1 yang merupakan kelompok saham winner pada dua periode yang berbeda. Periode formasi saham winner yang terdiri dari 80 perusahaan dengan nilai AAR minimum sebesar 0,000389 dan maksimum sebesar 0,010832, sedangkan pada periode pengujian nilai AAR minimum sebesar - 0,004490 dan nilai maksimum sebesar 0,005348. Pada nilai rata-rata periode formasi sebesar 0,00282083 dengan standar deviasinya sebesar 0,001935601 dan pada periode pengujian nilai rata - rata sebesar 0,00015011 dan standar deviasi sebesar 0,0020048679.

Pada periode formasi loser nilai dari AAR minimum sebesar -0,005723 sedangkan nilai maksimum sebesar - 0,000198 dengan nilai rata-rata sebesar - 0,00252018. Periode pengujian pada kelompok saham loser memiliki nilai AAR minimum sebesar - 0,005039 dan nilai maksimum sebesar 0,007449 sedangkan nilai rata - rata pada periode pengujian sebesar 0,00022602.

### Hasil Uji Normalitas

**Tabel 4.2**  
**Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Test**

Variabel	Asymp.Sig. (2-tailed)	Sig.	Keterangan Hasil
AAR Formasi Winner	0,000	0,05	Tidak Terdistribusi Normal
AAR Pengujian Winner	0,200	0,05	Terdistribusi Normal
AAR Formasi Loser	0,005	0,05	Tidak Terdistribusi Normal
AAR Pengujian Loser	0,200	0,05	Terdistribusi Normal

Sumber : Data diolah, 2020

Pengujian normalitas pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa nilai AAR kelompok saham *winner* dan *loser* untuk periode formasi tidak terdistribusi secara normal. Hal ini ditunjukkan pada nilai signifikansi AAR periode formasi *winner - loser* yang lebih kecil dibandingkan dengan tingkat signifikansi yaitu 0,05. Pada periode pengujian saham *winner - loser*, nilai *average abnormal return* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,200 berdasarkan hasil tersebut maka AAR pengujian *winner-loser* terdistribusi normal karena lebih besar dari tingkat signifikansi.

**Tabel 4.3**  
**Uji Normalitas AAR Saham Winner pada Setiap Observasi**

Observasi	Varibel	Asymp.Sig. (2-tailed)	Sig.	Keterangan
1	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,000	0,05	Tidak Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
2	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,064	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
3	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
4	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,190	0,05	Normal
5	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,125	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
6	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,129	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
7	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,025	0,05	Tidak Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
8	Formasi AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Winner</i>	0,200	0,05	Normal

Sumber : Data Diolah SPSS 25.0

Hasil uji normalitas pada setiap observasi dalam saham perusahaan kategori *winner* periode formasi dan periode pengujian menunjukkan bahwa pada data periode formasi observasi pertama dan periode formasi observasi ketujuh data tidak normal dengan angka signifikansi lebih kecil dari 0,05. Pada periode formasi yang memiliki data tidak normal akan dilakukan uji beda statistik *nonparametik* sedangkan pada observasi lainnya menunjukkan nilai signifikan lebih besar dari 0,05 sehingga data yang terdistribusi secara normal dan dilakukan uji beda secara statistik parametik.

**Tabel 4.4**  
**Uji Normalitas AAR Saham Loser pada Setiap Observasi**

Observasi	Varibel	Asymp.Sig. (2-tailed)	Sig.	Keterangan
1	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
2	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,042	0,05	Tidak Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
3	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
4	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,100	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,091	0,05	Normal
5	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,124	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,096	0,05	Normal
6	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
7	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,008	0,05	Tidak Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,172	0,05	Normal
8	Formasi AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal
	Pengujian AAR <i>Loser</i>	0,200	0,05	Normal

Sumber : Data Diolah SPSS 25.0

Pengujian normalitas pada kelompok saham *loser* ditunjukkan pada tabel 5 dengan hasil pada periode formasi observasi kedua dan ketujuh, data tidak terdistribusi secara normal. Nilai signifikan pada kedua observasi tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi sehingga pengujian hipotesis uji beda *Wilcoxon Signed Rank Test* metode statistik nonparametrik. Observasi yang memiliki distribusi data secara normal akan dilakukan pengujian hipotesis dengan uji beda *Paired Sampel T Test* dengan metode statistik parametrik.

#### **Pengujian Hipotesis**

Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk membuktikan perbedaan pada *Average Abnormal Return (AAR)* kelompok saham perusahaan yang berkategori sebagai *winner* dan *loser* pada periode formasi dan periode pengujian. Pengujian normalitas yang dilakukan sebelumnya digunakan untuk menentukan metode uji beda pada pengujian hipotesis tersebut.

**Tabel 4.5**  
***Wilcoxon Signed Ranks Test* AAR Saham *Winner-Loser* pada Periode Formasi dan Pengujian**

	Z	Asymp.Sig. (2- tailed)	Keterangan
Formasi & Pengujian saham <i>Winner</i>	-6,988	0,000	Signifikan
Formasi & Pengujian saham <i>Loser</i>	-6,446	0,000	Signifikan

Sumber : Data Diolah melalui SPSS 25.0

Tabel 4.5 menunjukkan pada uji beda kelompok saham *winner* secara periode formasi dan pengujian bahwa hasil AAR memiliki *Sig. (2- tailed)* yaitu 0,000 lebih kecil dari 0,05. Pada uji beda kelompok saham kategori *loser* memiliki *Sig. (2- tailed)* sebesar 0,000 sama seperti kelompok saham *winner* tersebut lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan angka signifikansi tersebut maka  $H_1$  diterima dan menunjukkan bahwa terdapat perbedaan secara signifikan terhadap nilai *Average Abnormal Return* kelompok saham *winner-loser* pada periode formasi maupun periode pengujian.

Pengujian hipotesis dilakukan pada setiap observasi ditunjukkan pada Tabel 4.6 yang merupakan hasil dari uji beda AAR kelompok saham *winner* pada observasi pertama dan ketujuh.

**Tabel 4.6**  
**Wilcoxon Signed Ranks Test AAR Saham Winner pada Observasi 1 & 7**

Observasi	Periode	Z	Asymp.Sig.(2-tailed)	Keterangan
1	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	-2,497	0,013	Signifikansi
7	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	-2,293	0,022	Signifikansi

Sumber : Data Diolah melalui SPSS 25.0

Hasil dari uji normalitas yang telah dilakukan sebelumnya menunjukkan bahwa pada periode observasi pertama dan ketujuh data tidak terdistribusi secara normal sehingga uji beda dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hasil uji beda yang ditampilkan pada Tabel 4.7 tersebut menunjukkan *Sig. (2- tailed)* < 0,05 dimana pada observasi pertama *Sig. (2- tailed)* sebesar 0,013 dan pada observasi ketujuh *Sig. (2- tailed)* sebesar 0,022. Berdasarkan nilai tersebut maka  $H_1$  diterima dan terdapat perbedaan pada nilai *Average Abnormal Return* antara periode formasi dan periode pengujian. Pada observasi yang memiliki data normal, uji beda dilakukan dengan *Paired Sampel T Test* yang ditunjukkan di bawah ini

**Tabel 4.7**  
**Paired Sampel T Test AAR Saham Winner pada setiap observasi**

Observasi	Periode	Nilai T	Asymp.Sig.(2-tailed)	Keterangan
2	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	2,708	0,024	Signifikan
3	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	4,627	0,001	Signifikan
4	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	4,679	0,001	Signifikan
5	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	3,022	0,014	Signifikan
6	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	3,056	0,014	Signifikan
8	Formasi dan Pengujian <i>Winner</i>	4,988	0,001	Signifikan

Sumber : Data Diolah melalui SPSS 25.0

Berdasarkan pada hasil pengujian *Paired Sampel T Test* yang ditunjukkan pada Tabel 4.7 bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai *Average Abnormal Return* kelompok saham *winner* pada observasi kedua, ketiga, keempat, kelima, keenam dan kedelapan yang dibuktikan dengan *Sig. (2- tailed)* seluruhnya lebih kecil dari 0,05.

**Tabel 4.8**  
**Wilcoxon Signed Ranks Test AAR Saham Loser pada Observasi 2 & 7**

Observasi	Periode	Z	Asymp.Sig.(2-tailed)	Keterangan
2	Formasi dan Pengujian	-2,803	0,005	Signifikansi

<i>Loser</i>				
7	Formasi dan Pengujian	-2,701	0,007	Signifikansi
<i>Loser</i>				

Sumber : Data Diolah melalui SPSS 25.0

Pengujian hipotesis pada periode obeservasi kedua dan ketujuh data tidak terdistribusi secara normal sehingga uji beda dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hasil uji beda yang ditampilkan pada Tabel 4.9 tersebut menunjukkan pada observasi kedua *Sig. (2- tailed)* sebesar 0,005 dan pada observasi ketujuh nilai signifikansi sebesar 0,007 nilai signifikansi pada dua observasi tersebut lebih kecil dari pada *Sig. (2- tailed)* yaitu 0,05. Berdasarkan nilai tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini diterima dan terdapat perbedaan pada nilai *Average Abnormal Return* kelompok saham *loser* antara periode formasi dan periode pengujian.

Pada observasi yang memiliki data normal, uji beda dilakukan dengan *Paired Sampel T Test* yang ditunjukkan tabel 10

**Tabel 4.9**  
***Paired Sampel T Test* AAR Saham *Loser* pada setiap observasi**

Observasi	Periode	Nilai T	Asymp.Sig.(2-tailed)	Keterangan
1	Formasi dan Pengujian <i>Loser</i>	-2,972	0,016	Signifikan
3	Formasi dan Pengujian <i>Loser</i>	-1,545	0,157	Tidak Signifikan
4	Formasi dan Pengujian <i>Loser</i>	-0,807	0,440	Tidak Signifikan
5	Formasi dan Pengujian <i>Loser</i>	-6,036	0,000	Signifikan
6	Formasi dan Pengujian <i>Loser</i>	-1,569	0,151	Tidak Signifikan
8	Formasi dan Pengujian <i>Loser</i>	-3,902	0,004	Signifikan

Sumber : Data Diolah melalui SPSS 25.0

Pada Tabel 4.9 pengujian nilai AAR pada kelompok saham *loser* setiap observasi tidak mengalami perbedaan yang signifikan pada setiap periode formasi dan pengujian. Hasil pengujian dari metode *Paired Sampel T test* menunjukkan *Sig. (2- tailed)* lebih besar dari 0,05 sehingga tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap nilai AAR kelompok saham *loser* pada observasi ketiga, keempat dan keenam. Pada kelompok saham *loser* dengan observasi pertama, kelima dan kedelapan memiliki perbedaan yang signifikan dan ditunjukkan dengan nilai *Sig. (2- tailed)* lebih kecil dari 0,05. Namun secara keseluruhan saham *loser* mengalami perbedaan yang signifikan.

## Pembahasan

Hasil yang ditunjukkan berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Rank Test* pada pengujian hipotesis kelompok saham perusahaan kategori *winner* menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* pada periode formasi maupun periode pengujian. Saham kategori *loser* yang menggunakan metode yang sama menunjukkan hasil yang serupa bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* pada periode formasi maupun periode pengujian. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis dalam penelitian ini diterima dan didukung dengan hasil yang telah terdapat pada Tabel 4.5 penelitian yang dilakukan secara keseluruhan menunjukkan hasil yang berpengaruh signifikan. Pengujian hipotesis juga dilakukan pada *average abnormal return* masing-masing kategori saham *winner-loser* pada setiap observasi. Kategori saham *winner* ditunjukkan pada tabel 4.6 dengan metode *Wilcoxon Signed Rank Test* dan Tabel 4.7 dengan metode *Paired T Test* menunjukkan hasil yang sesuai dengan pengujian secara keseluruhan dengan hasil berpengaruh secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa saham kategori *winner* terjadi *reversal effect* (pembalikan harga) karena terdapat perbedaan yang signifikan pada *Average Abnormal Return* (AAR) saham *winner* pada periode formasi maupun pengujian. Pada saham kategori *loser*, pengujian hipotesis yang dilakukan secara keseluruhan menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara nilai *Average Abnormal Return* (AAR) saham *loser* pada periode formasi maupun pengujian. Pengujian hipotesis pada setiap observasi menunjukkan bahwa 5 dari 8 observasi menunjukkan hasil terdapat perbedaan yang



signifikan. Pada observasi 3, 4 dan 6 tidak terdapat perbedaan antara nilai *Average Abnormal Return* (AAR) pada periode formasi maupun pengujian yang dibuktikan dengan nilai *Sig. (2-tailed)* lebih dari 0,05.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat fenomena *Reversal Effect* (efek pembalik) yang menjadi sebuah indikator terjadinya *overreaction* dari investor. *Overreaction* tersebut dapat disebabkan oleh kecenderungan investor yang menetapkan harga terlalu tinggi terhadap sebuah informasi yang dinilai baik (*good news*) dan cenderung menetapkan harga yang terlalu rendah terhadap informasi yang dinilai buruk (*bad news*). Reaksi investor yang berlebihan terhadap sebuah informasi terlebih informasi yang buruk membuat investor secara emosional untuk berperilaku secara tidak rasional dengan menjual saham yang memiliki kinerja buruk untuk menghindari risiko yang lebih besar.

Penemuan pada hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Average Abnormal Return* saham *winner – loser* pada periode formasi maupun pengujian. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Aulia, Nadhira Nur, 2016) yang menemukan bahwa hasil uji beda yang signifikan dan menandakan terdapat *reversal effect* terhadap 22 sampel perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 periode 2014 – 2015 di Bursa Efek Indonesia dan menunjukkan terdapatnya fenomena reaksi berlebihan dari investor Indonesia yang ditunjukkan dengan perbedaan *Average Abnormal Return* (AAR) saham *winner* pada periode formasi yang bernilai positif mengalami penurunan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dan sebagian lainnya menunjukkan nilai negatif pada periode pengujian. Sebaliknya pada *Average Abnormal Return* (AAR) saham *loser* memiliki nilai negatif pada periode formasi kecenderungan peningkatan *Average Abnormal Return* (AAR) dan bahkan berbalik menjadi positif pada periode pengujian.

Penelitian lainnya yang mendukung hasil dari penelitian ini yaitu hasil penelitian (Swandewi, 2013) yang menemukan bahwa hasil uji beda yang signifikan pada perkembangan rata – rata *abnormal return* portofolio *winner* selama tujuh observasi periode pengujian menunjukkan hanya sebagian kecil hasil pengujian yang menunjukkan *Average Abnormal Return* yang positif dan sebagian lainnya menunjukkan portofolio saham *winner* mengalami pembalikan ke arah negatif. Pada rata – rata *abnormal return* portofolio *loser* memperlihatkan hanya sebagian kecil *Average Abnormal Return* (AAR) yang tetap negatif dan sebagian besar mengalami pembalikan nilai menjadi positif.

Berdasarkan pada hasil penelitian yang membuktikan terjadinya *reversal effect* yang ditandai dengan perbedaan hasil yang signifikan dari AAR *winner* dan AAR *loser* selama periode formasi dan pembentukan maka investor Indonesia dapat menerapkan strategi investasi kontrarian di pasar modal Indonesia khususnya pada perusahaan yang terdaftar pada Indeks Kompas 100. Konsep dari strategi kontrarian dengan membeli saham kategori *loser* dengan harga yang rendah dan pada periode berikutnya akan memperoleh keuntungan dan mampu mendapatkan *abnormal return*. Kondisi sebaliknya yaitu konsep strategi kontrarian yaitu menjual saham *winner* karena dianggap pada periode selanjutnya akan menghasilkan keuntungan yang lebih rendah. Hasil penelitian ini menunjukkan terdapatnya anomali *winner-loser* sehingga berlawanan dengan Hipotesis Pasar Efisien dengan dibuktikan dengan terdapatnya peluang bagi investor untuk memperoleh *abnormal return*.

## V. PENUTUP

Terdapat perbedaan rata-rata abnormal return (AAR) portofolio saham *winner* dan saham *loser* selama periode formasi dan periode pengujian yang terdaftar pada Indeks Kompas 100 selama periode 2015 – 2019

Penelitian selanjutnya dapat menyesuaikan rentang waktu pada periode formasi portofolio saham dengan menggunakan jangka waktu yang lebih pendek seperti observasi mingguan atau bulanan sehingga dapat menunjukkan kondisi pasar dan dapat menangkap fenomena *winner-loser* lebih spesifik. dan dapat menggunakan variabel selain *abnormal return* seperti *firm size*, likuiditas, dan *bid – ask spread* untuk membuktikan fenomena *price reversal* saham *winner* dan saham *loser*.

## DAFTAR PUSTAKA

Amelia, R., & Wijayanto, A. (2018). The Winner Loser Anomaly In Indonesia. *Management Analysis Journal*, 7(2), 1–6.

- Arifin, J. (2017). SPSS 24 Untuk Penelitian dan Skripsi. In *PT Gramedia*.
- Assefa, T. A., Esqueda, O. A., & Galariotis, E. C. (2014). Overreaction evidence from large-cap stocks. *Review of Accounting and Finance*, 13(4), 310–325. <https://doi.org/10.1108/RAF-05-2013-0072>
- Aulia, Nadhira Nur, T. & S. S. (2016). No Title. Analisis Abnormal Return Saham Winner Dan Saham Loser Untuk Mengidentifikasi Price Reversal ( Stud Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam Indeks Lq45 Di Bei Periode 2014 – 2015). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 33(1).
- Bondt, W. F. M. De, & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793. <https://doi.org/10.2307/2327804>
- Dewanthi, P. T., & Wiksuana, I. G. B. (2017). Analisis Overreaction Saham Winner - Loser Pada Perusahaan Indeks BISNIS - 27 Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 3951. <https://doi.org/10.24843/eeb.2017.v06.i11.p08>
- Julianti, Merry. 2016. Pola Return Portofolio Winner-Loser Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Terapan Manajemen Dan Bisnis* .Vol 2. No 2. Hal 57-67.
- Nanda, N. & F. A. (2019). Abnormal Return Momentum Pada Saham Syariah Di Jakarta Islamic Indeks. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 4(4), Hal 773 – 785. Retrieved from <http://www.jim.unsyiah.ac.id/EKM/article/view/13011>
- Nurhayati, S. A. (2012). *Contrarian Investment Strategy Pada Saham Perusahaan Kompas100 Di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010*.
- Pratama, I Gede Surya, I.B Anom Purbawangsa & Luh Gede Sri Artini. 2016. Analisis *Overreaction* Pasar Pada Saham Winner Dan Loser Bursa Efek Indonesia. *E – Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*. Vol 5. No 12. Hal 4387-4414
- Putri, B. P. (2018). *Analisis overreaction hypothesis ( studi pada perusahaan komponen indeks saham syariah Indonesia periode 2014 – 2017)*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- Saputro, R., & Badjra, I. (2016). KINERJA PORTOFOLIO SAHAM BERDASARKAN STRATEGI INVESTASI MOMENTUM PADA INDUSTRI MANUFAKTUR. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(1), 254472.
- Srinandari, P. R. Y., & Wiagustini, N. L. P. (2019). KINERJA PORTOFOLIO SAHAM BERDASARKAN STRATEGI INVESTASI MOMENTUM PADA INDEKS KOMPAS100. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(9), 5488. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i09.p07>
- Suarmanayasa, I. N. & G. P. A. J. S. (2012). Eksistensi Anomali Winner Loser Saham Industri Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika*, 2(1). Retrieved from <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/JJA/article/view/553>
- Sugiyono, D. (2018). Metode penelitian kuatintatif , kualitatif dan R & D / Sugiyono. In *Bandung: Alfabeta*.
- Surya, P. I. G., Anom, P., & Sri, A. (2016). Analisis Overreaction Pasar Pada Saham Winner Dan Loser Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 12, 4387–4414.
- Swandewi, G. A. E. & I. M. M. (2013). Abnormal Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 5(1).