ABNORMAL RETURN MOMENTUM DAN KONTARIAN PADA SAHAM SYARIAH DI JAKARTA ISLAMIC INDEKS

TESIS

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar Magister Manajemen
Pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universtitas Andalas

Diajukan Oleh:

NANDA

1720522011

Program Studi S2 Magister Manajemen

Fakultas Ekonomi

Universitas Andalas

Padang

2019

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS ANDALAS

Berita Acara Ujian Tesis

Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas telah menyelenggarakan Ujian Tesis untuk mendapatkan derajat kesarjanaan Strata-2 Program Studi Magister Manajemen atas nama:

Nama	:	Nanda
No. Buku Pokok	:	1720522011
Konsentrasi Studi	:	Manajemen Keuangan
Judul Tesis	:	Abnormal *Return* Momentum Dan Kontarian Pada Saham Syariah Di Jakarta Islamic Indeks

Telah diuji pada
Hari Kamis, Tanggal 18 Juli 2019
Di Kampus Universitas Andalas

Dr. Fajri Adrianto, SE, M.Bus
Pembimbing

Dr. Rida Rahim, SE, ME
Ketua Penguji

Dr. M. Fany Alfarisi, SE, MS. Fin
Anggota Penguji

UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS ANDALAS

Pengesahan Tesis

Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas mengesahkan tesis mahasiswa dengan judul :

ABNORMAL *RETURN* MOMENTUM DAN KONTARIAN PADA SAHAM SYARIAH DI JAKARTA ISLAMIC INDEKS

OLEH :

NANDA
1720522011

telah memenuhi ketentuan penulisan tesis yang ditetapkan oleh Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas pada :

Hari Kamis, Tanggal 18 Juli 2019
Di Kampus Universitas Andalas

Dr. Fajri Adrianto, SE, M.Bus
Pembimbing

Dr. Rida Rahim, SE, ME
Ketua Penguji

Dr. M. Fany Alfarisi, SE, MS. Fi
Anggota Penguji

Padang, 18 Juli 2019
Ketua Program

LEMBAR PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis dengan judul *"ABNORMAL RETURN* **MOMENTUM DAN KONTARIAN PADA SAHAM SYARIAH DI JAKARTA ISLAMIC INDEKS**" merupakan hasil karya saya sendiri, dan tidak terdapat sebagian atau keseluruhan dari tulisan yang memuat kalimat, ide, gagasan, atau pendapat yang berasal dari sumber lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya. Adapun bagian-bagian yang bersumber dari karya orang lain telah mencantumkan sumbernya sesuai dengan norma, etika dan kaidah penulisan ilmiah. Adapun dikemudian hari ditemukan *plagiat* dalam tesis ini, saya bersedia menerima pencabutan gelar akademik yang telah diperoleh.

Padang, 18 Juli 2019

NANDA
1720522011

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakaatuh

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah Subhanahu WaTa'ala, yang telah memberikan rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan thesis ini dengan judul "***ABNORMAL RETURN* MOMENTUM DAN KONTARIAN PADA SAHAM SYARIAH DI JAKARTA ISLAMIC INDEKS**". Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Andalas.

Penulis menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari tahap awal sampai pada tahap akhir penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan udapan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu penyelesaian tesis.

1. Bapak Fajri Adrianto,SE, M.Bus, Ph.D, selaku dosen pemebimbing yang telah bersedia menyediakan waktu, pikiran dan tenagan untuk mengarahkan serta memberi edukasi dalam penyusunan tesis ini.
2. Bapak Dr. Harif Amali Rivai, SE, M.Si, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Andalas.
3. Bapak Dr. Syafrizal, SE, ME, selaku Ketua Program studi Magister Management dan Bapak Dr. Fajri Adrianto, SE, M.Bus selaku Sekretaris Program studi Magister Management.
4. Seluruh Dosen Magister Management yang telah memberikan saran serta masukan untuk menyusunan laporan ini.

5. Orang Tua, saudara dan saudari, serta istri, yang telah memberikan dukungan serta doa terbaiknya.
6. Rekan-rekan seangkatan 2017-B dan semua pihak yeng telah banyak membantu dalam penulisan tesis ini.

Akhir kata, penulis berharap Allah Subhanahu WaTa'ala berkenan membalas kebaikan semua pihak yang telah membantu penyelesaian tesis. Penulis terbuka terhadap kritik dan saran demi penyempurnaan tesis ini. Semoga tesis ini memberi manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakaatuh

Padang, 18 Juli 2019

Penulis

Abstrak

Penelitian ini mencoba untuk melihat abnormal return portofolio momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar di Jakarta Islamic Indeks 30 (JII 30) untuk periode 2010-2018. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Jagedeesh dan Titmant (1993). portofolio *winner* dibentuk dengan membeli saham dengan kinerja *return* terbaik di masa lalu dan menjual saham dengan return buruk dimasa lalu. Sedangkan portofolio *loser* dibentuk dengan membeli saham kinerja *return* buruk dimasa lalu dan menjual saham dengan return baik dimasa lalu. Formasi dan observasi yang digunakan 1,3,6 dan 12 bulan. Dengan pembobotan portofolio berdasarkan *equal-weighted* dan *value-weighted. Abnormal return* momentum ketika *winner minus loser* positif. sedangkan *abnormal return* kontarian ketika *loser minus winner* positif. Signifikan kontarian ditentukan dengan *uji one-sample t-test* menggunakan SPSS 25. Penelitian tidak menemukan *abnormal return* momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar di JII 30 untuk periode 2010-2018. Namun investor masih bisa menggunakan strategi ini dalam meningkatkan *return* investasi pada saham syariah. Karena strategi ini masih memberikan *abnormal return* positif

Kata kunci: portofolio *winner*, portofolio *loser*, momentum dan kontarian

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Abstrac

The purpose of this paper are to examine and analyse abnormal returns of momentum and contarian portofolio on Islamic stocks listed on the Jakarta Islamic Index 30 (JII 30) for the period 2010-2018. The method used in this study is Jagedeesh and Titmant (1993). Winner portfolio is formed by buying stocks with the best return performance in the past and selling stocks with bad returns in the past. Whereas a loser portfolio is formed by buying shares of poor return performance in the past and selling stocks with good returns in the past. Formations and observations used 1,3,6 and 12 months. With portfolio weighting based on equal-weighted and value-weighted. Abnormal return of momentum portofolio when winner minus loser positive. Abnormal return of contarian portofolio when loser minus winner positive. Significant contours are determined by a one-sample t-test using SPSS 25. The study did not find any abnormal return on the Islamic stocks listed on JII 30 for the period 2010-2018. But investors can still use this strategy to increase investment returns on Islamic stocks. Because this strategy still provides positive abnormal returns.

Keyword: winner portofolio, loser portofolio, momentum and contarian

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR i

ABSTRAK iii

DAFTAR ISI v

DAFTAR TABEL viii

BAB I PENDAHULUAN 1

1.1 Latar Belakang Masalah 1

1.2 Perumusan Masalah 11

1.3 Tujuan Penelitian 12

1.4 Manfaat Penelitian 12

1.5 Ruang Lingkup Pembahasan 12

1.6 Sistematika Penulisan 13

BAB II TINJAUAN LITERATUR 14

2.1 *Efficient Market Hypothesis* 14

2.2 Strategi Momentum 17

2.2.1 Penelitian Terdahulu 18

2.3 Strategi Kontarian 27

2.3.1 Penelitian Terdahulu 29

2.4 Karakteristik Saham 32

2.5 *Abnormal Return* 33

2.6 Pengembangan Hipotesis 35

2.6.1 *Abnormal Returns* Portofolio Momentum 35

2.6.2 *Abnormal Returns* Portofoli Kontarian 36

2.7 Tinjauan Penelitian Terdahulu 38

BAB III METODE PENELITIAN 45

3.1 Disain Penelitian 45

3.2 Jenis dan Sumber Data 45

3.3 Populasi dan Sampel Penelitian 46

3.4 Definisi Operasional Variabel Penelitian 47

3.5 Teknik Analisis Data 47

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN 51

4.1 Gambaran Umum Objek penelitian 51

4.2 Statistik Deskriptif 52

4.2.1 Abnormal Return Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobota Equal-Weighted 52

4.2.2 *Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobota *Value-Weighted* 56

4.3 Uji Normalitas 58

4.4 Uji *Parametric One-Sample T-Test* 59

4.4.1 Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan *Equal-weighted* .. *60*

4.4.2 Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan *Value-Weighted* .. *61*

4.5 Pembahasan Hasil Penelitian 62

4.5.1 *Abnormal Return* Portofolio Momentum 63

4.5.2 *Abnormal Return* Portofolio Kontarian 65

BAB V PENUTUP 68

5.1 Kesimpulan 68

5.2 Implikasi Penelitian 69

5.3 Keterbatasan Penelitian 70

5.4 Saran 70

DAFTAR PUSTAKA

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Kapitalisasi Pasar saham Syariah di Bursa Efek Indonesia 3

Tabel 2.1 Tinjauan Penelitian Terdahulu 38

Tabel 4.1 Sampel Saham Perusahaan yang Terdaftar Dalam JII 30 Periode 2010-2018 52

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif *Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobotan *Equal-Weighted* 54

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Abnormal Return Portofolio Momentun dan Kontarian dengan Metode Pembobotan Value-Weighted 56

Tabel 4.4 Uji Normalitas 59

Tabel 4.5 Hasil Uji Statistik Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan Equal-weighted . 60

Tabel 4.6 Hasil Uji Statistik Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan Value-Weighted . 61

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Salah satu faktor penting dalam pertumbuhan ekonomi sebuah negara adalah investasi. Menurut Bodie, Kane & Marcus (2011) investasi bisa berbentuk investasi aset rill dan investasi aset financial. Investasi aset financial merupakan salah satu wahana investasi yang berkembang di zaman sekarang karena investasi ini dianggap lebih praktis. Investasi financial ini secara keseluruhan terdiri dari dua jenis yaitu investasi pasar uang dan pasar modal.

Pasar modal memiliki peran strategis dalam pembangunan ekonomi nasional, berfungsi sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan yang membutuhkan dana untuk mengembangkan bisnisnya dan tempat investasi yang aman bagi individu atau organisasi yang memiliki kelebihan dana. Perkembangan pasar modal Indonesia yang cukup pesat, tidak terlepas dari dukungan pemerintah dalam mengatur, mengembangkan, memperkenalkan dan memajukan pasar modal indonesia. Pasar modal Indonesia diatur dalam Undang-Undang pasar modal tahun 1995 (Sumber: BEI). Berisi tentang definisi, pengertian, serta aturan dan ketentuan mengenai aktivitas di pasar modal.

Dalam perkembangan pasar modal di Indonesia, Indonesia sebagai negara dengan penduduk muslim terbanyak di dunia, sehingga memiliki pangsa pasar modal syariah terbesar di dunia. Di sisi lain, rasio nilai kapitalisasi pasar terhadap GDP (*Gross Domestic Products*) Indonesia masih di bawah 50%. Kondisi tersebut

menunjukkan bahwa potensi pengembangan pasar modal syariah di Indonesia masih sangat besar (Sumber: BEI).

Melihat banyaknya permintaan akan adanya wahana investasi saham syariah, pasar modal Indonesia membentuk pasar modal syariah untuk menangkap peluang ini. Dimana pasar modal syariah adalah seluruh kegiatan di pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam. Pasar modal syariah Indonesia merupakan bagian dari industri keuangan syariah yang diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan, khususnya direktorat pasar modal syariah (Sumber: OJK).

Reksadana syariah merupakan produk pertama yang diluncurkan oleh pasar modal syariah Indonesia pada tahun 1997. Setahun kemudian diluncurkan Jakarta Islamic Indeks (JII) yang merupakan Indeks saham syariah pertama yang terdiri dari 30 saham syariah paling likuid di BEI. Indeks saham syariah di keluarkan oleh BEI bekerjasama dengan Majelis Ulama Indonesia (MUI) berdasarkan (Sumber: BEI):

1. Fatwa DSN-MUI No: 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk reksa dana syariah.
2. Fatwa DSN-MUI No: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal.
3. Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler Bursa Efek Indonesia.

Sehingga masyarakat yang ingin berinvestasi di saham syariah dapat membeli saham-saham yamg terdapat di indeks saham syariah. Saat ini indeks syariah di pasar modal indonesia selain Jakarta Islamic Indeks (JII) yang terdiri dari 30 syariah terlikuid, juga terdapat Jakarta Islamic Indeks 70 (JII70) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Dimana review saham yang masuk kedalam indeks tersebut dilakukan sekali enam bulan setiap bulan Mei dan November (Sumber: BEI) .

Berdasarkan data dari direktorat pasar modal syariah – OJK perkembangan kapitalisasi dan indeks syariah di Indonesia semenjak tahun 2010 - Februari 2019 dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 1.1
Kapitalisasi pasar saham syariah
di Bursa Efek Indonesia

Tahun	Jakarta Islamic Index	Indeks Saham Syariah Indonesia	Jakarta Islamic Index 70
2010	1.134.632,00	-	-
2011	1.414.983.81	1.968.091.37	-
2012	1.671.004.23	2.451.33.4,37	-
2013	1.672.099,91	2.557.846,77	-
2014	1.944.531,70	2.946.892.79	-
2015	1.737.290,98	2.600.850,72	-
2016	2.035.189,92	3.170.056,08	-
2017	2.288.015,67	3.704.543,09	-
2018	2.239.507,78	3.861.688,31	2.715.851,74
2019 (Februari)	2.281.962,48	3.819.522,48	2.800.124,53

Sumber data diolah: Statistik Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan

Dari data ini dapat dilihat bahwa semenjak Indeks syariah pertama kali diperkenalkan melalui Jakarta Islamic Indeks (JII), secara umum kapitalisasi JII terus mengalami peningkatan. Selain itu jumlah indeks syariah juga terus mengalami peningkatan dan kapitalisasinya juga terus tumbuh. Ini mengidentifikasikan bahwa saham syariah berkembang dengan baik di Indonesia. Perkembang saham syariah ini sebagai alasan ketertarikan penulis untuk meneliti strategi investasi pada saham syariah lebih dalam.

Dalam berinvestasi apakah di pasar modal konvensional atau syariah, investor memerlukan kemampuan dan pengetahuan dalam memprediksi keuntungan dan risiko yang dapat terjadi dari investasi tersebut. Risiko adalah kerugian atau *capital loss* yang mungkin terjadi dari investasi yang dilakukan oleh investor dimana modal yang diinvestasikan oleh investor berkurang jumlahnya. Sedangkan keuntungan atau *capital gain* adalah peningkatan nilai modal yang diinvestasikan oleh investor. Salah satu strategi yang dapat dilakukan oleh investor dalam berinvestasi dengan membentuk portofolio saham dalam rangka menyesuaikan keuntungan dan resiko. Portofolio saham merupakan gabungan dari sejumlah saham yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga (Jones, 2010).

Menurut Bodie et al. (2011) berbagai jenis strategi akan diterapkan investor untuk mendapatkan kinerja portofolio yang sebanding atau melebihi kinerja pasar. Terdapat dua macam strategi yang dapat dipilih investor dalam membentuk portofolio saham, yaitu strategi portofolio pasif dan strategi portofolio aktif. Strategi portofolio

pasif merupakan tindakan investor yang cenderung pasif dalam melakukan investasi saham dan investor mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Artinya, investor tidak aktif mencari informasi agar dapat melakukan jual beli saham untuk memperoleh *abnormal return*. Sehingga investor ini dalam berinvestasi hanya akan mengikuti indeks pasar.

Sedangkan, strategi portofolio aktif adalah tindakan investor yang secara aktif mencari informasi, mengikuti pola trend pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya yang diperlukan untuk mendapatkan *abnormal return*. Tentunya investor harus berhati-hati dan menyesuaikan dalam memilih strategi apa yang tepat baginya, apakah strategi portofolio aktif, strategi portofolio pasif ataupun penggabungan kedua strategi portofolio tersebut secara bersamaan.

Untuk melakukan analisis saham dalam strategi portofolio aktif, pada dasarnya dapat dilakukan dengan mengunakan pendekatan fundamental terhadap saham tersebut. Pendekatan fundamental merupakan analisis terhadap suatu saham berdasarkan pada kinerja keuangan perusahaan seperti laba, dividen, penjualan dan lainnya, kinerja industri di mana perusahaan tersebut beroperasi serta kondisi ekonomi. Tujuan strategi portofolio aktif adalah mencapai kinerja portofolio saham yang melebihi kinerja portofolio saham yang diperoleh melalui strategi portofolio pasif. Dengan kata lain, investor akan berusaha untuk memperoleh hasil yang lebih tinggi dibandingkan kinerja yang diperoleh sesama investor lainnya. Mereka secara proaktif mencari informasi tambahan, meningkatkan kemampuan mereka dalam

menganalisis informasi-informasi yang mempengaruhi kinerja portofolio saham, bahkan tidak jarang ada yang berani membayar mahal untuk jasa konsultasi analis saham yang terbaik. Semuanya dilakukan untuk meningkatkan kinerja portofolio saham yang diharapkan investor (Badjra & Saputro, 2016).

Menurut Arfianto & Maharani (2016) strategi portofolio aktif selain dengan pendekatan fundamental, juga dapat dilakukan dengan pendekatan teknikal. Seperti tindakan investor yang aktif dengan melakukan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan trend pergerakan harga saham serta berbagai macam tindakan aktif lainnya guna menghasilkan *abnormal return*. Pembentukan portofolio saham dengan strategi aktif bisa menerapkan dua pendekatan analisis, yaitu pendekatan analisis fundamental dan pendekatan analisis teknikal.

Secara umum dapat diartikan bahwa pendekatan analisis fundamental merupakan pendekatan dengan tujuan untuk menganalisis suatu saham berdasarkan pada data-data perusahaan, seperti *earning*, dividen, penjualan, dan lain sebagainya. Sedangkan pendekatan analisis teknikal merupakan pendekatan yang berguna untuk mencari pola pergerakan harga saham yang dapat digunakan untuk meramalkan pergerakan harga saham di kemudian hari. Investor menerapkan beberapa strategi portofolio aktif untuk memaksimalkan *abnormal return* dan berusaha meminimalkan risiko investasi tersebut. Galariotis (2014) menyatakan terdapat dua kutub strategi investasi dari portofolio aktif yang saling berlawanan, yaitu strategi kontarian dan strategi momentum.

Teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang diperkenalkan oleh Fama (1970) menyatakan bahwa harga saham selalu mencerminkan semua informasi yang tersedia sehingga tidak bisa diperoleh *abnormal retur* dan harga saham bergerak secara acak (Jones, 2010). Teori EMH ini mendapat tantangan dari para akademisi yang mengatakan bahwa harga saham dipengaruhi oleh prilaku investor sehingga *abnormal return* yang bisa diperoleh dari pasar. Seperti dengan strategi kontarian yang pertama kali dikemukan oleh DeBondt & Thaler (1985) *abnormal return* dapat diperoleh dengan membeli saham yang memiliki kinerja jelek dimasa lalu. sedangkan Jegadeesh & Titman (1993) memperkenalkan strategi momentum untuk memperoleh *abnormal return* di pasar yaitu dengan membeli saham dengan kinerja baik dimasa lalu.

Dasar dari strategi investasi kontarian adalah hipotesis *overreaction* dimana menurut hipotesis ini investor cenderung akan *overreaction* terhadap informasi positif atau negatif. De Bondt & Thaler (1985) melakukan penelitian menggunakan data pasar modal Amerika Serikat, mereka menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat *return* positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya.

Berbeda dengan strategi investasi kontrarian, strategi investasi momentum yang pertama kali dikemukakan oleh Jegadeesh & Titman (1993) merupakan penentang strategi kontarian dengan membeli saham dengan kinerja yang bagus dimasa lalu dan menjual saham berkinerja buruk dimasa lalu. Strategi ini berdasarkan

underreaction harga saham terhadap faktor yang menyebabkan *overreaction* sehingga trend harga akan terus berlanjut sampai terjadi pembalikan yang di sebabkan oleh *overreaction*. Strategi ini memanfaatkan momentum pergerakan kenaikan harga saham dengan harapan kenaikan harga saham tersebut terus berlanjut.

Semenjak strategi momentum dan kontarian di perkenalkan, sudah banyak penelitian terkait strategi ini di pasar keuangan diseluruh dunia. Dan menghasilkan banyak perdebatan di antara para peneliti tentang ada tidaknya anomali ini dan serta strategi mana yang lebih menguntung kontarian atau momentum untuk periode jangka pendek, menengah dan panjang. Selain metode penelititian terhadap strategi momentum dan kontarian, penyebab dari anomali momentum dan kontarian juga terus dikembangkan. Serta strategi ini juga sering dihubungkan dengan dengan beberapa faktor seperti *size*, *profitabilitas*, volume transaksi, tiga faktor model fama-French, dan factor harga *under and overreaction* (Bhootra, 2018).

Penelitian yang dilakukan Chen, Hua, & Jiang (2015) mengivestigasi profitabilitas dari strategi momentum dan kontarian di pasar saham cina untuk periode 1994-2013 mengunakan data *Shanghai Stock Exchange* dan *Shenzhen Stock Exchange*. Penelitian ini memeriksa profitabilitas trading strategi berdasarkan metode yang digunakan oleh Jagadeesh & Titman (1993), George & Hwang (2004) dan Bhootra & Hur (2013). Dan melihat metode mana yang menghasilkan return lebih besar. Hasil dari penelitian ini strategi kontarin berdasarkan metode Jegadeesh dan Titman untuk periode mingguan lebih menguntungkan dibanding dengan strategi dan metode yang lain. ini diperkuat setelah dilakukan kontrol dengan regresi *cross-*

sectional Fama-MacBeth melihat efek dari karakteristik perusahaan dan *Bid-Ask bounce*.

Bhootra (2018) meneliti kombinasi profitabilitas dan strategi momentum menghasilkan *return* yang superior memanfaatkan dua strategi yaitu jangka panjang mengunakan profitabilitas dan jangka pendek mengunakan strategi momentum. Data yang digunakan adalah data harga saham NYSE, AMEX, dan NASDAQ periode 1962-2015. Sedangkan metode yang digunakan adalah metode momentum strategi berdasarkan rasio harga tertinggi dalam 52 minggu dari George & Hwang (2004). Portofolio dibentuk berdasarkan kombinasi saham dari rasio dan profitabilitas yang rendah sampai saham dengan rasio dan *gross profit* yang tinggi. Hasil dari penelitian ini menunjukan kombinasi ini meningkatkan kinerja *return* dari portofolio, dibanding dengan *return* portofolio yang dibentuk secara terpisah antara strategi momentum dan *gross profit*.

Tanna & Nnadi (2017) melakukan penelitian terhadap dari momentum dan kontarian di negara Brazil, Russia, India, China dan Afrika Selatan (BRICS). Penelitian ini menemukan dari kelima pasar menunjukkan karakteristik yang berbeda, pasar modal India menunjukkan momentum efek terkuat. Pasar saham di Tiongkok dan Brasil menunjukkan profit kontarian yang signifikan untuk jangka pendek dan profit momentum untuk jangka menengah hingga jangka panjang. Sementara Afrika Selatan menunjukkan efek momentum jangka pendek dan efek kontarian untuk jangka menengah hingga jangka panjang. Pasar saham Rusia menunjukkan *return* momentum tidak signifikan.

Conrad & Yavuz (2017) meneliti apakah terdapat hubungan yang luas antara momentum jangka pendek dan *reversal* untuk jangka panjang. Dan memeriksa apakah bisa mengidentifikasi kondisi sebelum terjadinya *reversal* pada portofolio momentum. Hasil dari semua tes ini memperlihatkan bahwa momentum dan pola *reversal* terpisah dan berbeda. Sedangkan Du (2012) melakukan penelitian kembali sumber profitabilitas momentum dengan fokus pada *return* momentum bulanan. Temuan Du menyarankan penolakan terhadap *asset-pricing models* sebagai sumber momentum. Dan menerima *mis-reaction* sebagai sumber momentum.

Menurut Barberis, Sheifer & Vishny (1998) harga saham *underreaction* terhadap laporan laba bersih dan *overreaction* terhadap berita baik atau buruk. Pasar biasanya *underreaction* terhadap berita spesifik dari perusahaan karena berita tersebut tidak selalu mencapai investor secara cepat atau tepat waktu. *Underreaction* inilah yang memungkinkan adanya *abnormal return* dari strategi momentum. *Underreaction* biasanya akan diikuti oleh *overreaction* setelah investor mendapatkan faktor penyebab terjadinya tren, mengakibatkan terjadinya pembalikan arah harga saham. Sehingga pengabungan penelitian strategi momentum dan kontarian tepat untuk dilakukan (Chen, 2015).

Penelitian terhadap *return* dari strategi momentum dan kontarian telah dilakukan di pasar modal Indonesia. seperti Nugroho (2008) meneliti momentum pada saham yang tercatat di BEI. Dewi & Sasmikadewi (2017) meneliti *return* portofolio momentum dan kontarian pada industri keuangan. Saputro & Badjra (2016) meneliti *return* momentum pada industri manufaktur. Witiastuti & Maharani

(2015) meneliti *market overreaction* pada saham di BEI yang aktif diperdagangkan. Khairunnisa, Rikumahu & Valentina (2017) yang meneliti *price reversal* pada Indeks bisnis 27. Arfianto & Maharani (2016) meneliti *return* momentum pada Indeks Kompas 100.

Belum adanya Penelitian momentum dan kontarian di pasar modal Indonesia yang melihat fenomena ini pada Indeks syariah. serta perkembangan saham syariah di Indonesia yang terus mengalami peningkatan semenjak Indeks syariah diperkenalkan. sehingga peneliti tertarik untuk melihat *abnormal return* portofolio momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Indeks* 30 (JII 30) untuk periode 2010 - 2018. Dimana JII 30 merupakan 30 saham syariah *terliquid* yang diperdagangkan di BEI.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan tersebut maka dirumuskan suatu pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana *abnormal returns* portofolio momentum pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30 periode 2010 - 2018 ?
2. Bagaimana *abnormal returns* portofolio kontarian pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30 periode 2010 – 2018?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan penilitan yang akan dilakukan adalah:

1. Untuk meneliti bagaimana *abnormal returns* portofolio momentum pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30.
2. Untuk meneliti bagaimana *abnormal returns* portofolio kontarian pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang memiliki kepentingan mengenai pokok bahasan yang diangkat dari penelitian ini, yaitu:

a. Manfaat akademis, meningkatkan wawasan dan gambaran terhadap penelitian selanjutnya yang akan melakukan penelitian terhadap *abnormal returns* portofolio momentum dan kontarian dalam berinvestasi di pasar modal.
b. Manfaat praktis, sebagai referensi untuk mempertimbangkan keputusan investasi dengan mempertimbangkan penerapan strategi portofolio momentum dan kontarian.

1.5 Ruang Lingkup Pembahasan

Dalam penelitian ini, peneliti memfokuskan untuk mendeteksi *abnormal returns* portofolio momentum dan kontarian saham syariah di pasar modal Indonesia. Data yang digunakan data return saham bulanan.

1.6 Sistematika Penulisan

Untuk mempermudah dalam memahami penelitian ini, maka dibuatlah sistematika penulisan yang terdiri dari lima bab, yang tersusun sebagai berikut:

BAB I: Pendahuluan

Bab ini menguraikan mengenai latar belakang, rumusan masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup pembahasan dan sistematika penulisan.

BAB II: Tinjauan Literatur

Bab ini berisikan mengenai landasan teori dan hipotesis dalam penelitian ini.

BAB III: Metode Penelitian

Pada bab ini menjelaskan mengenai jenis penelitian, populasi dan sample, definisi operasional dan pengukuran variabel, data dan sumber data, metode pengumpulan data, alat analisis data, serta metode analisis data yang digunakan.

BAB IV: Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab ini berisikan hasil penelitian serta pembahasan dari hasil penelitian.

BAB V: Penutup

Bab ini berisikan kesimpulan penelitian, implikasi, keterbatasan penelitian serta saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

2.1 *Efficient Market Hypothesis* (EMH)

Peran utama pasar modal adalah alokasi kepemilikan perusahaan secara ekonomi melalui modal saham. Idealnya pasar modal memberi sinyal akurat untuk alokasi sumber daya. Yaitu pasar dimana investor dapat memilih sekuritas yang mewakili kepemilikan atas perusahaan dengan asumsi bahwa harga sekuritas kapan saja sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pasar di mana harga sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia disebut dengan pasar efisien (Bodie et al., 2011).

Menurut Jones (2010), Informasi merupakan kunci dalam menentukan harga saham, karenanya informasi merupakan pusat dari konsep *market efficient*. Dalam konsep ini investor akan menerima semua informasi yang relevan dari saham sebelum membuat keputusan membeli atau menjual. Karenanya harga saham mencerminkan:

1. Semua informasi yang tersedia seperti harga masa lalu, laporan keuangan, dan informasi aksi koperasi lainnya.
2. Informasi layak untuk dijadikan sebagai sumber keputusan.

Konsep *Market efficient* memerlukan sebuah penilaian yang sempurna terhadap harga mengikuti informasi baru. Sehingga hasil penyesuaian harga berdasarkan informasi baru tidak bias. *Efficient Market Hypothesis* (EMH) merupakan teori yang kontroversial terutama setelah dapat dideteksinya banyak

anomali di pasar modal seperti anomali momentum dan kontarian yang didasari oleh hipotesis *overreaction* dan *underreaction* (Galariotis, 2014).

Banyaknya kontroversi tentang *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Menyebabkan Fama (1970) mengembangkan teori ini dengan mengidentifikasi tiga level *market efficiency* menjadi (Jones, 2010):

1. *weak-form market efficiency* harga saham dapat direfleksikan dari histori harga dan data pasar. sehingga investor bisa mendeteksi *trend* harga mengunakan *chart* dari harga masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return.*
2. *semi strong-form market efficiency* harga saham mengambarkan semua informasi publik seperti laporan keuangan, merger dan akuisisi. Dan masih bisa diperoleh *abnormal return.*
3. *strong-form market efficiency* dimana harga saham merefleksikan semua informasi apakah itu informasi publik atau privat. Sehingga *abnormal return* tidak bisa di peroleh. Hanya pasar bentuk *weak-form* dan *semi strong-form* strategi portofolio aktif dapat dilakukan untuk memperoleh *abnormal returns*.

Fama berpendapat bahwa pembuktian anomali tidak menyangkal proporsi *efficient market.* Dia percaya bahwa anomali yang ditampilkan merupakan masalah statistik. Fama juga percaya bahwa *overreaction* dan *underreaction* merupakan penyebab yang wajar dari anomali ini. Menurut Gunasekarage & Kot (2007), Dua pendekatan investasi terbaru yang menjadi tantangan dari EMH adalah:

- Strategi kontarian
- Strategi momentum

Strategi momentum dan kontarian merupakan bentuk dari manajemen portofolio aktif, kebanyakan melibatkan saham, tetapi strategi ini juga bisa berlaku untuk sekuritas dan pasar lainnya. Dalam strategi ini investor bertujuan untuk mengungguli pasar dengan mengunakan pola dari pergerakan harga saham supaya dapat diprediksi kembali. Pola-pola ini sebagian besar disebabkan karena kesalahan reaksi investor terhadap informasi pasar, bias ini disebabkan oleh perilaku, *overconfidence*, konservatisme dan penahan (Tanna & Nnadi, 2017) .

Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam (1998) menyatakan bahwa investor *overreaction* terhadap privat informasi dan *underreaction* terhadap informasi publik yang mana ini menghasilkan momentum untuk jangka pendek dan terjadi pembalikan arah untuk jangka panjang. Teori ini didasarkan pada *overconfidence* investor sehingga menyebabkan *biased self-attribution.* Menurut Hirshleifer (2001) jika momentum dan pola *reversal* terhubung, saham *winner* akan tetap bekinerja baik untuk jangka menengah dan saham *loser* tetap memiliki kinerja kurang baik untuk jangka menengah. Setelah itu akan diikuti *reversal* untuk jangka panjang (Conrad & Yavuz, 2017).

2.2 Strategi Momentum

Strategi momentum yang pertama kali di dokumentasikan oleh Jegadeesh & Titman (1993), Strategi ini dilakukan dengan cara membeli saham yang sebelumnya memiliki kinerja baik dan menjual saham yang sebelumnya memiliki kinerja buruk dengan tujuan untuk mendapatkan *return* di atas *return* pasar. Strategi momentum menurut Dhankar & Maheshwari (2017) mengunakan karakteristik dari kelanjutan harga saham untuk jangka pendek, dimana harga cenderung bergerak searah untuk periode tiga sampai dua belas bulan.

Strategi investasi momentum merupakan salah satu dari strategi portofolio aktif yang dapat digunakan investor dan manajer investasi untuk meningkatkan kinerja portofolio saham. Dalam strategi ini investor akan mencari momentum atau waktu yang tepat, pada saat perubahan harga yang terjadi bisa memberikan keuntungan bagi investor melalui tindakan menjual atau membeli saham. Menurut Stork (2013), Eksistensi dari profit momentum merupakan tantangan utama terhadap *effisient market hypothesis* (EMH) dimana menurut hipotesis ini *return* masa lalu tidak bisa memprediksi *return* ke depan. Penelitian dari stratetgi momentum memberikan penjelasan lebih lanjut mengenai fenomena ini. Penjelasan ini dibagi kedalam tiga kategori:

1. Berdasarkan resiko

   penjelasan profit momentum berdasarkan resiko, menurut Liu & Zhang (2009) menunjukkan bahwa resiko penting dalam mengerakkan profit

momentum. Dan Li *et al*. (2008) menyatakan bahwa profit momentum merupakan kompensasi resiko tidak sistematis dari variasi waktu.

2. Berdasarkan makro ekonomi dan perubahan siklus bisnis

   penjelasan profit momentum berdasarkan makro ekonomi, menurut Griffin *et al.* (2003) model makro ekonomi hanya sedikit membantu dalam memahami return momentum internasional. Selanjutnya menurut Cooper *et al*. (2004) model makro ekonomi tidak bisa menjelaskan profit momentum ketika pasar turun.

3. Berdasarkan teori prilaku investor.

   Penjelasan profit momentum berdasarkan prilaku, dimana prilaku *overconfidance* yang menjadi *return* dari momentum.

Banyak persaingan teori yang berusaha mengajukan penjelasan momentum. Barberis et al. (1998), Daniel et al. (1998) and Hong and Stein (1999) mengajukan penjelasan momentum berdasarkan *underreaction* atau keterlambatan *overreaction* dari informasi yang diterima. Sedangkan Conrad and Kaul (1998) berpendapat bahwa profitabilitas momentum mungkin merupakan kompensasi dari resiko (Du, 2012).

2.2.1 Penelitian Terdahulu

Selama dua dekade terakhir, telah banyak penelitian lebih lanjut yang dilakukan untuk memperkuat bukti empiris profitabilitas strategi momentum. Strategi momentum sekarang telah ditemukan tidak hanya di pasar saham AS tetapi juga di pasar saham negara lain (Stork, 2013). Penelitian strategi momentum juga

telah dikembangkan dengan melihat pengaruh faktor *size, value, earning, volume* dan lainnya terhadap strategi momentum.

Investigasi strategi momentum pertama kali dilakukan oleh Jegedeesh & Titman (1993). Mereka menggunakan data NYSE dan AMEX untuk periode 1965 hingga 1989, investigasi ini dilakukan dengan cara memberi peringkat Saham NYSE dan AMEX berdasarkan kinerja *return* masa lalu saham tersebut selama periode satu, dua, tiga dan empat kuartal. Kemudian membentuk sepuluh portofolio saham, dengan saham *return* tertinggi akan dimasukkan kedalam portofolio *winner* dan sebaliknya saham dengan *return* rendah dimasukkan dalam portofolio *loser*. Kinerja dari strategi momentum di ukur dengan membeli portofolio saham *winner* dan menjual portofolio saham *loser*, selama *holding periods* satu sampai empat kuartal. Penelitian ini menemukan portofolio dengan membeli saham *winner* dan menjual saham *loser* menghasilkan *abnormal returns.*

Scrimgeour, Locke & Gupta (2013) melakukan studi global terhadap *return* momentum yang berfokus pada desain portofolio dan metode komputasi. Sampel yang digunakan adalah data 50.125 saham dari 43 negara yang berbeda dengan periode 34 tahun. Penelitian ini menganalisa bagaimana *return* momentum berubah dengan alternatif metode komputasi dan ditambah dengan struktur portofolio. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Jegedesh & Titman (1993), serta menambahkan faktor dan variasi metode lainnya untuk menguji apakah *return* momentum tetap ada. Hasil penelitian ini mengklarifikasi dampak dari beberapa faktor yang berkontribusi pada estimasi *return* momentum. Sehingga *return*

momentum berubah. Sampel besar dari data yang telah disesuaikan yang menjadi dasar studi ini memberikan tingkat kepercayaan yang lebih tinggi bahwa temuan-temuan tersebut masuk akal dan bukan hanya anomali statistik.

Tanna & Nnadi (2017) melakukan penelitian terhadap dari momentum dan kontarian di negara Brazil, Russia, India, China dan Afrika Selatan (BRICS). Tiga objek dalam penelitian ini: pertama. Memeriksa secara terpisah eksistensi strategi momentum di *emerging market* , kedua, penelitian ini berdasarkan metode Jegadeesh & Titman (1993). Membandingkan penelitian ini dengan hasil penelitian sebelumnya dan mengeksplorasi sumber dari return momentum atau kontarian dalam kondisi ekonomi BRICS. Periode penelitian ini dilakukan dari Januari 2003 sampai Desember 2013. Penelitian ini membuat enam puluh strategi momentum dengan formasi pembentukan dan observasi yang terdiri dari 1, 3, 6, 9, dan 12 bulan.

Penelitian ini menemukan dari kelima pasar menunjukkan karakteristik yang berbeda, pasar modal India menunjukkan momentum efek terkuat. Pasar saham di Tiongkok dan Brasil menunjukkan profit kontarian yang signifikan untuk jangka pendek dan profit momentum untuk jangka menengah hingga jangka panjang. Sementara Afrika Selatan menunjukkan efek momentum jangka pendek dan efek kontarian untuk jangka menengah hingga jangka panjang. Pasar saham Rusia menunjukkan pengembalian portofolio momentum sebagian besar tidak signifikan.

Stork (2013) meneliti mekanisme sementara dari *return* momentum dalam pasar. Penelitian ini meneliti mekanisme *return* momentum dari pasar saham untuk sepuluh negara yang berbeda. Hasil *study* ini menemukan *return* momentum positif mengikuti pasar yang sedang *bullish* dan negatif mengikuti pasar *bearish.*

Brandao, Martins & Martins (2016) penelitian ini bertujuan untuk melihat dampak dari anomali momentum di pasar keuangan Jerman. Dalam penelitian ini juga melihat hubungan ukuran perusahaan dengan *return* momentum. Data yang digunakan dalam penenlitian ini adalah harga saham pada Frankfurt Stock Exchange (FSE) periode 1999-2014. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Jagadeesh & Titmant (1993). Penelitian ini menemukan terdapat return momentum yang signifikan di FSE. Sedangkan ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan return momentum.

Badjra & Saputro (2016) menguji kinerja portofolio saham *winner* dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *loser* serta signifikansi perbedaan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio saham *winner-loser* pada periode observasi selanjutnya. Penelitian ini melibatkan perusahaan-perusahaan manufaktur yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), dan secara aktif diperdagangkan dalam periode Januari 2009 sampai dengan Desember 2014.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Dimana kinerja portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser*

pada periode kepemilikan selanjutnya. Hal ini dapat dilihat 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 berikutnya. Selanjutnya terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio *winner-loser* pada periode formasi dengan kinerja portofolio *winner-loser* periode kepemilikan.

Dewi & Sasmikadewi (2017). meneliti 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.*

Hasil penelitian ini menemukan 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*.

Bhootra (2018) meneliti kombinasi profitabilitas dan strategi momentum menghasilkan *return* yang superior memanfaatkan dua strategi yaitu jangka panjang

mengunakan profitabilitas dan jangka pendek mengunakan strategi momentum. Data yang digunakan adalah data harga saham NYSE, AMEX, dan NASDAQ periode 1962-2015. Sedangkan metode yang digunakan adalah metode momentum strategi berdasarkan rasio harga tertinggi dalam 52 minggu dari George dan Hwang (2004). Portofolio dibentuk berdasarkan kombinasi saham dari rasio dan profitabilitas yang rendah sampai saham dengan rasio dan *gross profit* yang tinggi. Hasil dari penelitian ini menunjukan kombinasi *gross profit* dan strategi momentum meningkatkan kinerja *return* dari portofolio dibanding dengan *return* portofolio yang dibentuk secara terpisah antara strategi momentum dan *gross profit*.

Conrad & Yavuz (2017) meneliti apakah terdapat hubungan yang luas antara momentum jangka pendek dan *reversal* untuk jangka panjang. Dan memeriksa apakah bisa mengidentifikasi kondisi sebelum terjadinya *reversal* pada portofolio momentum. Hasil dari semua tes ini menemukan terdapat return momentum dan kontarian, dan memperlihatkan bahwa momentum dan pola *reversal* terpisah dan berbeda.

Dobrynskaya (2017) meneliti waktu momentum mengalami *crash* dan menunjukkan bahwa strategi momentum cenderung *crash* dalam 1-3 bulan setelah pasar modal mengalami *crash*. Selanjutnya, peneliti mengusulkan *dynamic momentum and kontrarian trading*. Dimana strategi momentum standar digunakan pada masa pasar tenang, tetapi beralih ke strategi kontarian setelah satu bulan jatuhnya pasar dan mempertahankan posisi kontarian selama tiga bulan, setelah itu kembali ke strategi momentum. Penelitian ini menemukan Strategi momentum

dinamis menghasilkan pengembalian rata-rata yang lebih tinggi daripada strategi momentum biasa.

Du (2012) melakukan penelitian kembali sumber profitabilitas momentum dengan fokus pada *return* momentum bulanan. Berbeda dari penelitian sebelumnya, Du ingin melihat apakah faktor risiko atau prilaku yang menjadi sumber momentum. Hasil dari penelitian Du menyarankan penolakan terhadap *asset-pricing models* sebagai sumber momentum. Dan menerima *mis-reaction* sebagai sumber momentum.

Gunasekarage & Kot (2007) meneliti tentang profitabilitas strategi momentum yang dilakukan di pasar saham Selandia Baru untuk periode sepuluh tahun dari Januari 1995 hingga Desember 2004. Menunjukkan adanya momentum harga yang terjadi di pasar saham Selandia Baru. Selain itu dalam penyelidikan ini, peneliti juga memeriksa peran dari ukuran perusahaan, likuiditas, dan Januari efek dalam menilai keuntungan yang diperoleh dari strategi investasi momentum. Temuan lain dari penelitian ini adalah profit tersedia di semua kelompok saham *liquid* tetapi pengembalian ini tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan Januari efek.

Selanjunya penelitian dari Liang (2014) yang memeriksa implikasi dari informasi asimetris terhadap evolusi harga dan prilaku investor dibawah kerangka rasional. Dasar dari penelitian ini untuk melihat bagaimana informasi asimetris memiliki korelasi yang positif dengan *return* saham. Dimana *informed* investor bisa lebih dahulu mengetahui apakah sebuah saham *over* atau *under price*. Setelah informasi privat sampai ke publik, *uninformed* investor melihat bahwa nilai saham

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

sedang rendah, sehingga permintaan mereka terhadap aset meningkat dan harga saham jadi meningkat. Sedangkan *informed* investor merubah strateginya dengan mulai menjual saham di harga tinggi. *Informed* investor *overreact* terhadap berita sedangkan *uninformed* investor *underreact* terhadap berita.

Pembuktian empiris tentang hubungan privat informasi dengan fenomena momentum, penelitian ini mengunakan *probability of information-based trade* (PIN) dari Easley (1996) sebagai ukuran informasi asimetris. Jika privat informasi merupakan sumber momentum, saham dengan PIN yang tinggi akan menampilkan efek momentum yang kuat. Penelitian ini menunjukkan bahwa privat informasi menyebabkan momentum terutama untuk perusahaan kecil.

Penelitian Moskowitz & Daniel (2016) meneliti tentang momentum *crash*, melihat dalam keadaan pasar normal, momentum harga akan konsisten serta kuat secara statistik dan ekonomi. Selanjutnya strategi momentum dapat di manifestasikan ke berbagai pasar ekuitas dan berbagai kelas aset yang beragam. Namun dalam keadaan pasar panik, mengikuti penurunan pasar bertahun-tahun dan volatilitas pasar yang tinggi, saham *loser* mewujudkan *return* yang tinggi. Karena ketika kondisi pasar membaik dan pasar mulai *rebount* , saham *loser* menghasilkan *gains* yang besar, ini merupakan hasil dari *momentum crash* dimana strategi momentum menjual saham *loser* dan menyebakan saham *under value.* Dalam kondisi *bear market* beta saham *loser* kecil dan sebaliknya ketika *rebound market* beta saham *loser* besar. Karenanya ketika *reboud market*, *return* saham *loser* tinggi dan sebaliknya saham *winner*

mengalami *reversal*. Penelitian ini menemukan strategi kontarian sesuai digunakan ketika pasar *reboud* dan strategi momentum sesuai ketika pasar normal.

Penelitian Aarts & Lehnert (2006) bertujuan untuk menginvestigasi profitabilitas strategi momentum berdasarkan *style* yang berbeda. Alasannya karena, ketika investor mengklasifikasi aset berdasarkan *style*, efek momentum mungkin dipengaruhi oleh *style* tersebut. Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah harga saham bulanan FTSE 350 Ingris untuk periode 1992-2002. Mereka membentuk sembilan *style* portofolio yang berbeda dimensi dari *small cap vs large cap* didasarkan kepada kapitalisasi pasar perusahaan dan *value vs growth* didasarkan kepada B/M rasio. Perusahaan dengan B/M rasio negatif tidak dimasukan ke dalam sampel penelitian. Hasil penelitian ini tidak ada pembuktian yang *style* strategi momentum berkinerja lebih baik dari strategi momentum reguler. Sehingga strategi *style* momentum tidak memberi nilai tambah untuk investor Ingris.

Seperti banyak anomali lainnya, penjelasan momentum efek merupakan perdebatan yang kontroversial di berbagai literatur dan bisa dikategorikan berdasarkan resiko dan bukan resiko. Daniel et al., (1998) menyatakan bahwa prilaku sebagai penjelasan dari efek momentum dan dasar dari terjadinya momentum karena adanya bias dalam proses informasi yang tidak sempurna. Berlawanan dengan teori prilaku Kaul & Conrad (1998) menyatakan bahwa profit momentum sesuai dengan variasi *cross-section* dalam *expected returns* dan sesuai dengan variasi resiko.

Menurut Barroso & Clara (2015) dibandingkan dengan faktor pasar, nilai, atau ukuran, momentum telah menawarkan investor rasio Sharpe tertinggi. Namun,

momentum juga mengalami *crash* terburuk, membuat strategi tidak menarik bagi investor yang tidak menyukai *skewness* dan *kurtosis* negatif. Risiko momentum sangat bervariasi dari waktu ke waktu dan dapat diprediksi. Mengelola risiko ini berusaha untuk mengurangi *crash* dan hampir menggandakan rasio Sharpe dari strategi momentum. Mengelola risiko merupakan teka-teki yang besar dari strategi momentum

Umumnya penelitian yang dilakukan untuk menemukan sumber rasional dibalik anomali momentum, upaya tersebut umumnya gagal untuk menjelaskan anomali momentum. Kegagalan dari model rasional dalam menjelaskan *return* momentum memotivasi para akademisi untuk mengajukan penjelasan anomali ini berdasarkan variasi bias psikologi. Penjelasan berdasarkan prilaku menjelaskan *return* momentum sebagai sebuah hasil perdagangan investor dengan bias psikologi yang menyebabkan harga saham menjauh dari nilai fundamental. Namun sampai sekarang belum ada satu teori yang diterima sebagai penjelasan dalam memprediksi momentum (Dhankar & Maheshwari, 2017).

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

2.3 Strategi Kontarian

Strategi kontarian, yang didasarkan pada hipotesis *overreaction*, memberi peringkat saham berdasarkan kinerja masa lalu mereka dan merekomendasikan untuk membeli saham *loser* di masa dan menjual *winner* di masa lalu (Gunasekarage & Kot, 2007) Investigasi *overreaction* yang dilakukan oleh De Bondt & Thaler (1985). Mereka menggunakan data *return* bulanan dari semua saham yang diperdagangkan di NYSE dalam periode 57 tahun dari Januari 1926 hingga Desember 1982 dan

memeriksa *return* dari portofolio saham *winner* dan *loser*. Hasil penelitian mereka mengungkapkan bahwa terjadi *reversal* yang menyebabkan portofolio *loser* mengungguli pasar dengan rata-rata 19,6 persen per tahun, sementara portofolio *winner* berkinerja buruk dari pasar sebesar 5,0 persen. Secara statistik portofolio *loser* signifikan mengungguli portofolio *winner* sebesar 24,6 persen per tahun.

Mereka menyimpulkan bahwa *reversal return* dihasilkan dari *overreaction* yang dinampakan oleh investor. investor *overreaction* terhadap berita baru, dan jika berita ini positif *overoptimistic* investor membuat harga saham menjadi *overvalue*, sementara jika berita baru tersebut negatif investor akan terlalu pesimis sehingga harga saham menjadi *undervalue*. Fenomena *overreaction* bisa hubungkan dengan representasi bias Galariotis (2014), bias ini menyebabkan *mispricing*, dan disusul dengan koreksi terhadap *mispricing* yang menyebabkan *reversal*.

Overreaction, *misspricing* dan *reversal* ini yang dijadikan sumber dari strategi kontarian dalam mendapatkan *abormal returns*. Sehingga dalam strategi kontarian pembentukan portofolio dilakukan dengan membeli saham yang mengalami penurunan di masa lalu dan menjual saham yang mengalami peningkatan dimasa lalu. Dalam rangka mendapatkan saham-saham yang salah harga, dan akan mengalami pembalikan arah harga.

2.3.1 Penelitian Terdahulu

Semenjak strategi kontarian yang didasarkan pada hipotesis *overreaction* diperkenalkan oleh De Bondt & Thaler (1985). Para akademisi telah melakukan

berbagai penelitian di berbagai pasar modal di seluruh dunia, dalam usaha menjelaskan strategi kontarian. Para peneliti juga menambahkan variabel lain dalam menilai *return* dari strategi kontarian.

Kryzanowsky & He (2008) melakukan penelitian berdasarkan penilaian terhadap proses fundamental perusahaan, dan membagi investor atas dua kelompok, yaitu kelompok *rational* dan *quasis*. *Rational* investor akurat dalam melihat proses fundamental perusahaan sedangkan *quasis* investor kebalikannya, dan memiliki bias dalam persepsi terhadap fundamental perusahaan. *Rational* investor mengetahui bias dari *quasis* investor sehingga ini menjadi dasar strategi kontarian.

Mereka juga meformulasi ulang *asset-pricing models* untuk melihat bagaimana *return* saham bisa dijelaskan dengan karakteristik perusahaan dan dihubungkan dengan strategi kontarian. Hasil dari penelitian menunjukan persamaan *cross-sectional expected return* tidak hanya berasal dari hubungan *risk and returns* tetapi juga ditentukan oleh kontarian yang disesuaikan dengan level spesifik perusahaan dan pasar.

Selain di pasar AS,*market overreaction* juga telah di periksa di pasar negara lain. penelitian Doan & Brooks (2014) meneliti strategi momentum dan kontarian di Australia periode 1992-2011. Mereka menemukan bahwa kontarian merata untuk investasi jangka pendek sedangkan momentum mendominasi untuk jangka menengah dan panjang. Namun hanya kontarian periode jangka pendek bekinerja lebih baik dan signifikan secara statistik.

Liao (2016) meneliti bagaimana ukuran dari investor momentum dan kontarian di pasar mempengaruhi keseimbangan harga saham, dan melihat kemungkinan penyebab yang mempengaruhi keuntungan untuk kedua jenis investor irasional ini. peneliti menduga *rational informed* investor mempengaruhi prilaku *irational* investor.

Peneliti menemukan *informed* investor memanipulasi harga aset, dan mengarah ke fenomena makro momentum dan *reversal*. Ketika jumlah investor momentum relatif tinggi, *informed* investor akan mencoba untuk tidak membawa harga kembali ke harga fundamental dan menyebabkan harga menjadi *over price*. Sebaliknya, ketika investor kontarian yang relatif lebih banyak di pasar, karena adanya risiko fundamental, bahkan ketika berita baik muncul, *informed* investor akan menghindari harga saham *over reaction*, dan mengakibatkan fenomena *under reaction*.

Leung, Fung & Yu (2019) memeriksa momentum dan kontarian di pasar china pada tahun 2010. setelah pemerintah china menguranggi aturan dalam batasan *short-sale*. Pasar modal di China berbeda dengan pasar modal di US dalam beberapa hal. Pertama, pasar modal di China di dominasi oleh individual investor dengan karakteristik tipe *traders* kontarian. Kedua investor cenderung sebagai spekulan investor, Karena informasi pasar kurang transparan. Ketiga,pasar modal China masih kurang transparan. Penelitian ini mengunakan metode JT *winner minus loser*. Penelitian ini tidak menemukan *return* momentum strategi di china seperti di pasar US. Tetapi *return* dari strategi kontarian.

Witiastuti & Maharani (2015) meneliti *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009 sampai 2013. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI. Sampel dari penelitian ini 26 saham yang aktif diperdagangkan. Periode formasi dan observasi dalam penelitian ini adalah 3, 6 dan 12 bulan. Analisis data menggunakan indikator market *overreaction* yang diperkenalkan oleh De Bondt dan Thaler (1985).

Penelitian ini menemukan *market overreaction* terjadi di Bursa Efek Indonesia baik pada periode triwulan, periode semester, maupun pada periode tahunnan. Sementara berdasarkan hasil uji statistik menunjukkan bahwa *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi secara tidak signifikan. *Market overreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi tidak secara konstan melainkan terjadi secara sparatis

Chen et al., (2015) juga melakukan investigasi profitabilitas dari strategi momentum dan kontarian di pasar saham China untuk periode 1994-2013 mengunakan data *Shanghai Stock Exchange* dan *Shenzhen Stock Exchange*, serta melihat ada atau tidak prilaku *herding* di pasar China. Penelitian ini memeriksa profitabilitas *trading strategy* berdasarkan metode yang digunakan oleh Jagadeesh & Titman (1993), George & Hwang (2004) dan Bhootra & Hur (2013). Dan melihat metode mana yang menghasilkan *return* lebih besar.

Hasil dari penelitian ini strategi kontarian berdasarkan metode Jegadeesh & Titman (1993) untuk periode mingguan lebih menguntungkan dibanding dengan strategi dan metode yang lain. ini diperkuat setelah dilakukan kontrol dengan regresi

cross-sectional Fama-MacBeth melihat efek dari karakteristik perusahaan dan *Bid-Ask bounce*. Penelitian ini juga menemukan prilaku *herding* di pasar saham China. Tingkatan prilaku *herding* berkorelasi positif dengan profit dari strategi kontarian.

Gropp (2003) meneliti kesulitan dalam mendeteksi pembalikan arah harga saham dengan memilih portofolio berdasarkan *size.* Metode yang digunakan adalah formula formasi portofolio dan model Balvers, Wu, and Gilliland (2000) . Penelitian ini mengunakan data *return* bulanan untuk semua saham NYSE dan AMEX periode 1963 sampai 1998. Menemukan strategi penyeleksian kontarian menghasilkan kinerja yang lebih baik dibanding dengan portofolio kontarian dan portofolio biasa.

2.4 Karakteristik Saham

Portofolio *winner* memiliki kinerja lebih baik dari portofolio *loser*, atau sebaliknya. Namun menurut Mengoli (2004) banyak argumen dari akademisi yang menyatakan bahwa *abnormal return* dari *trading* strategi ini sesuai dengan resiko dari portofolio tersebut. Seperti saham dengan *small size, high* value, dan *illiquid* yang merupakan karakteristik saham berisiko. Model rasional juga menjelaskan bahwa *return* saham merupakan faktor dari resiko Kryzanowsky & He (2006). French & Fama (1993) juga menangkap hubungan antara rata-rata *return* dengan kapitalisasi pasar dan *book market ratio*.

Kryzanowsky & He (2008) mendemonstrasikan hubungan karakteristik perusahaan dengan strategi kontarian dalam menjelaskan *return* saham. Penelitian

Aarts & Lehnert (2006) Mereka membentuk sembilan *style* portofolio yang berbeda dimensi dari *small cap vs large cap* didasarkan kepada kapitalisasi pasar perusahaan dan *value vs growth* didasarkan kepada B/M rasio. Sedangkan hasil penelitian Du (2012) yang menyarankan penolakan terhadap *asset-pricing models* sebagai sumber momentum. Dan menerima *mis-reaction* sebagai sumber momentum.

Untuk melihat pengaruh *size* terhadap *abnormal return* portofolio momentum dan kontarian. Dalam penelitian ini dilakukan pengujian apakah terdapat perbedaan *abnormal returns* dari portofolio momentum dan kontarian hasil dari pengaruh proporsi investasi yang berbeda terhadap saham berdasarkan *size*. Sehingga penelitian ini menggunakan dua meode pembobotan portofolio *equal-weighted* dan *value-weighted* (Dobrynskaya, 2017).

Portofolio *equal-weighted* merupakan portofolio dengan memberikan persentase bobot yang sama pada masing-masing saham dalam portofolio tersebut. Sedangkan portofolio *value-weighted* merupakan portofolio dengan memberikan persentase bobot berdasarkan nilai saham tersebut (Vilkov, Uppal & Plyakha, 2014). Dalam penelitian ini *value* yang digunakan adalah *size* perusahaan, Sehingga pembobotan portofolio berdasarkan persentase *size* perusahaan berdasarkan *size* dari seluruh perusahaan dalam portofolio tersebut (Singal & Qin, 2013).

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

2.5 *Abnormal Return*

Abnormal return merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian imbal hasil *abnormal return* adalah selisih antara imbal hasil sesungguhnya yang terjadi dengan imbal hasil ekspektasi.

Dalam penelitian ini akan digunakan *market adjusted* model (model disesuaikan pasar) karena dianggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Dhankar & Maheshwari (2017) pengukuran *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* dilakukan dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Berdasarkan model tersebut, pengukuran *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* dilakukan sebagai berikut:

Menghitung *abnormal return* saham yang membentuk portofolio *winner-loser* dengan menggunakan formula: ARt = Rt – RMt

di mana:

ARt = *Abnormal return* saham yang membentuk portafolio *winner-loser*.

Rt = *Actual return* saham yang membentuk portofolio saham *winner-loser*, yang dihitung dari akumulasi perubahan harga saham relatif per bulan selama 3 bulan.

RMt = *Market return*, yang dihitung dari akumulasi perubahan harga pasar.

2.5 Pengembangan Hipotesis

Dalam penelitian ini, peneliti mengunakan penelitian terdahulu sebagai perbandingan dan tolak ukur penelitian. Penelitian terdahulu mengemukakan hasil penelitian lain yang relevan dengan pendekatan permasalahan penelitian terkait konsep, metodologi, persamaan dan perbedaaan penelitian dengan yang dilakukan oleh penelitian lain.

2.5.1 *Abnormal Returns* Portofolio Momentum

Investigasi strategi momentum pertama kali dilakukan oleh Jegedeesh & Titman (1993). Mereka menggunakan data NYSE dan AMEX untuk periode 1965 hingga 1989, investigasi ini dilakukan dengan cara memberi peringkat Saham NYSE dan AMEX berdasarkan kinerja *return* masa lalu saham tersebut selama periode satu, dua, tiga dan empat kuartal. Kemudian membentuk sepuluh portofolio, saham dengan *return* tertinggi akan dimasukkan kedalam portofolio *winner* dan sebaliknya saham dengan *return* rendah dimasukkan dalam portofolio *loser*. Hasil dari penelitian ini menemukan portofolio dengan membeli saham *winner* dan menjual saham *loser* menghasilkan *returns.*

penelitian Dhankar & Maheshwari (2016) yang menemukan adanya *abnormal return* momentum pada pasar saham India. Scrimgeour, Locke & Gupta (2013), Stork (2013) menemukan *return* momentum pada sepuluh negara berbeda, Conrad & Yavuz (2017) menemukan *return* momentum pada pasar saham NYSE, Amex, and Nasdaq , Moskowitz & Daniel (2016) yang menemukan *return* momentum pada pasar saham USA, dan Brandao, Martins & Martins (2016) menemukan *return* momentum pada pasar saham FSE Jerman.

Sedangkan penelitian Leung, Fung & Yu (2019), dimana peneliti tidak menemukan *return* momentum di pasar saham China. Penelitian Aravind (2016) juga tidak menemukan *return* momentum jangka pendek pada portofolio yang dibentuk berdasarkan sektor di NSE Amerika. Penelitian Tanna & Nnadi (2017) untuk pasar saham Rusia juga tidak menemukan *return* dari strategi momentum. Chen et al., (2015) juga tidak menemukan return momentum pada pasar saham China. Dewi & Sasmikadewi (2017) tidak menemukan *return* momentum yang signifikan pada sektor *finance* di BEI.

Dari hasil penelitian diatas dapat dimunculkan hipotesis pertama untuk penelitian ini yaitu:

H1: Terdapat *abnormal return* portofolio momentum pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30

2.5.2 *Abnormal Returns* Portofolio Kontarian

De Bondt & Thaler (1985) meneliti *return* dari portofolio saham *winner* dan *loser*. Hasil penelitian mereka kinerja saham *loser* lebih baik dari saham *winner*. Kryzanowsky & He (2008) melakukan penelitian berdasarkan penilaian terhadap proses fundamental perusahaan, dan membagi investor atas dua kelompok, yaitu kelompok *rational* dan *quasis*. *Rational* investor mengetahui bias dari *quasis* investor sehingga ini menjadi dasar strategi kontarian. Hasil dari penelitian menunjukan persamaan *cross-sectional expected return* tidak hanya berasal dari hubungan *risk and return* tetapi juga ditentukan oleh kontarian yang disesuaikan dengan level spesifik perusahaan dan pasar.

Selain di pasar AS, *market overreaction* juga telah di periksa di pasar negara lain. Penelitian Doan & Brooks (2014) meneliti strategi momentum dan kontarian di Australia periode 1992-2011. Mereka menemukan bahwa kontarian merata untuk investasi jangka pendek sedangkan momentum mendominasi untuk jangka menengah dan panjang. Namun hanya kontarian periode jangka pendek bekinerja lebih baik dan signifikan secara statistik. Chen et al., (2015) juga melakukan investigasi profitabilitas dari strategi momentum dan kontarian di pasar saham cina. Penelitian ini memeriksa profitabilitas *trading strategy* berdasarkan metode yang digunakan oleh Jagadeesh & Titman (1993), George & Hwang (2004) dan Bhootra & Hur (2013). Hasil dari penelitian ini strategi kontarin berdasarkan metode Jegadeesh & Titman (1993) untuk periode mingguan lebih menguntungkan dibanding dengan strategi dan metode yang lain.

penelitian dari Leung, Fung & Yu (2019), Chen et al., (2015) dimana peneliti menemukan *return* kontarian di pasar saham China. Penelitian Tanna & Nnadi (2017) juga menemukan *return* dari strategi kontarian signifikan untuk pasar saham China dan Brasil. Dhankar & Maheshwari (2016) yang menemukan adanya *return* kontarian pada pasar saham India. Badjra & Saputro (2016) menguji kinerja portofolio saham *winner* dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *loser* serta signifikansi perbedaan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* di BEI. Dan menemukan *return* kontarian signifikan terjadi di BEI. Sedangkan Witiastuti & Maharani (2015) menemukan *return* kontarian di Bursa Efek Indonesia terjadi secara tidak signifikan.

Dari hasil penelitian diatas dapat dimunculkan hipotesis pertama untuk penelitian ini yaitu:

H2: Terdapat *abnormal return* portofolio kontarian pada saham syariah terdaftar dalam JII 30

2.6 Tinjauan Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penjelasan penelitian terdahulu yang telah membahas mengenai strategi momentum dan kontarian akan dijelaskan pada tabel berikut ini:

Tabel 2.1
Tinjauan Penelitian Terdahulu

No	Nama	Judul	Metode	Hasil
1	De Bondt & Thaler	*Does the Stock Market Overreact?*	Portofolio *winner* dan *loser* sebagai metode dalam menilai *market-adjusted excess returns*	Secara statistik portofolio *loser* signifikan mengungguli portofolio *winner* sebesar 24,6 persen per tahun
2	Kryzanowsky & He (2006)	*A reformulated asset pricing model based on contrarian strategies*	RAPM *(reformulated asset pricing model)*	Hasil penelitian persamaan *cross-sectional expected return* tidak hanya berasal dari hubungan *risk and return* tetapi juga oleh kontarian.
3	Chen, Hua & Jiang (2015)	*Contrarian strategy and herding behaviour in the Chinese stock market Qiwei*	Metode yang digunakan JT strategi, GH strategi dan BH strategi	Hasil dari penelitian ini strategi kontarin berdasarkan metode Jegadeesh & Titman (1993) untuk periode mingguan lebih menguntungkan dibanding dengan strategi dan metode yang lain. Penelitian ini juga menemukan prilaku herding di pasar saham China.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

NO	Nama	Judul	Metode	Hasil
4	Bhootra (2018)	*Gross profitability and momentum*	GH strategi dan *gross profit to asset ratio*	Hasil dari penelitian ini menunjukan kombinasi gross profit dan strategi momentum meningkatkan kinerja return dari portofolio dibanding dengan return portofolio yang dibentuk secara terpisah antara strategi momentum dan gross profit.
5	Gropp (2003)	*Mean Reversion of Size-Sorted Portfolios and Parametric Contrarian Strategies*	Metode yang digunakan adalah formula formasi portofolio dan model, Balvers, Wu, and Gilliland (2000)	Menemukan strategi penyeleksian kontarian menghasilkan kinerja yang lebih baik dibanding dengan portofolio kontarian dan portofolio biasa.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

No	Nama	Judul	Metode	Hasil
6	Scrimgeour, Locke & Gupta (2013)	*Profitability of momentum returns under alternative approaches*	Metode Jegadeesh dan Titman, serta variasi tambahan untuk menguji apakah return momentum ada.	Hasil penelitian ini mengklarifikasi dampak dari beberapa faktor yang berkontribusi pada estimasi return momentum. Sehingga return momentum berubah. Sampel besar dari data yang telah disesuaikan yang menjadi dasar studi ini memberikan tingkat kepercayaan yang lebih tinggi bahwa temuan-temuan tersebut masuk akal dan bukan hanya anomali statistik.
7	Stork (2013)	*The intertemporal mechanics of European stock price momentum*	Metode Jegadeesh dan Titman, serta analisis *return* momentum *intra-market.*	Hasil *study* ini menemukan *return* momentum positif mengikuti pasar yang sedang *bullish* dan negatif mengikuti pasar *bearish*.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

No	Nama	Judul	Metode	Hasil
8	Conrad & Yavuz (2017)	*Momentum and Reversal: Does What Goes Up Always Come Down*	Metode Jegadeesh dan Titman	Hasil dari semua tes ini memperlihatkan bahwa momentum dan pola *reversal* terpisah dan berbeda
9	Du (2012)	*Momentum and behavioral finance*	Metode Du dan Watkins	Temuan Du menyarankan penolakan terhadap *asset-pricing models* sebagai sumber momentum. Dan menerima mis-reaction sebagai sumber momentum.
10	Gunasekarage & Kot (2007)	*Return-based investment strategies in the New Zealand stock market: momentum wins*	Metode Jegadeesh dan Titman	Menunjukkan adanya momentum harga yang terjadi di pasar saham Selandia Baru.
11	Liang (2014)	*Momentum and asymmetric Information*	probability of information-based trade (PIN)	Penelitian ini menunjukkan bahwa privat informasi menyebabkan momentum terutama untuk perusahaan kecil.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

No	Nama	Judul	Metode	Hasil
12	Aarts & Lehnert (2016)	*On style momentum strategies*	Metode jeadeesh dan Titman	Hasil penelitian ini tidak ada pembuktian yang *style* strategi momentum bekinerja lebih baik dari strategi momentum reguler. Sehingga strategi style momentum tidak memberi nilai tambah untuk investor Ingris.
13	Dhankar & Maheshwari (2017)	*Momentum anomaly: evidence from the Indian Stock Market*	Metode DeBondt dan Thaler (1985) dan metode Jegadeesh dan Titman (1993)	Hasil penelitian ini menunjukkan profit momentum yang besar di pasar saham India. Sementara resiko gagal menjelaskan sumber momentum, studi ini beragumen mungkin prilaku sebagai sumber terjadinya profit momentum di pasar saham India.
14	Tanna & Nnadi (2017)	*Accounting analyses of momentum and contrarian strategies in emerging markets*	Metode Jegadeesh & Titman (1993)	Penelitian ini menemukan dari kelima pasar menunjukkan karakteristik yang berbeda moemntum dan kontarian yang berbeda.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

No	Nama	Judul	Metode	Hasil
15	Witiastuti & Maharani (2015)	Fenomena *Market Overreaction* di Bursa Efek Indonesia	De Bondt dan Thaler (1985)	menemukan bahwa *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia terjadi secara tidak signifikan.
16	Badjra & Saputro (2016)	Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Momentum pada Industri Manufaktur	Metode Jegadeesh & Titman (1993)	Hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Dimana kinerja portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya
17	Dewi & Sasmikadewi (2017)	Perbandingan Kinerja Portofolio Saham *Winner - Loser* Berdasarkan Strategi Investasi Momentum	Jegadeesh & Titman (1993)	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham *winner* dengan kinerja portofolio saham *loser*.
18	Dobrynskaya (2017)	*Dynamic Momentum and Contrarian Trading*	Five factor models Fama & French (2015)	Hasil penelitian ini momentum dinamis condong positif, memiliki kurtosis lebih rendah dan rasio Sharpe lebih tinggi, memiliki beta pasar positif tetapi umumnya tidak signifikan dan tidak terpapar faktor risiko standar.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

No	Nama	Judul	Metode	Hasil
19	Brandao,Martins & Martins (2016)	*Momentum: Strategies, Size And Risk Factor*	metode Jagadeesh & Titmant (1993).	Penelitian ini menemukan terdapat return momentum yang signifikan di FSE. Sedangkan ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan return momentum.
20	Liao & Chung (2016)	*Momentum Trading, Contrarian Trading and Smart Money Manipulation*	Model empat periode, dan metode Jagadeesh & Titmant (1993).	Menemukan informed investor memanipulasi perilaku uninformed investor. Sehingga menyebabkan momentum dan kontarian.
21	Leung, Fung & Yu (2019)	*A risk-return explanation of themomentum-reversal "anomaly"*	metode Jagadeesh & Titmant (1993)	Penelitian ini tidak menemukan return momentum strategi di china seperti di pasar US. Tetapi return dari strategi kontarian.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Disain Penelitian

Dalam penelitian ini penulis akan melakukan pengujian hipotesis untuk melihat profitabilitas strategi momentum dan kontarian saham syariah pada JII 30 periode 2010 sampai 2018. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatanan kuatitatif. Alasan peneliti memilih JII 30. Karena indeks ini merupakan indeks saham syariah yang likuid, dan merupaka salah satu indeks yang sering dijadikan acuan oleh investor yang ingin berinvestasi pada saham syariah.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah jenis data kuantitatif. Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan yang termasuk dalam JII 30 dari tahun 2010 – 2018. Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini meliputi data:

1. Harga saham
2. Indeks JII 30
3. Kapitalisasi pasar

Data tersebut dikumpulkan untuk periode Januari 2010 sampai dengan Desember 2018. Data harga saham bulanan digunakan untuk menghitung *return* saham bulanan, data JII 30 digunakan untuk menghitung *return* pasar, sedangkan data

kapitalisasi pasar digunakan dalam pembentukan *value-weighted* portofolio momentum dan kontarian. Data harga saham, JII didapat dari situs *yahoo finance*, data kapitalisasi pasar didapat dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Data perusahaan-perusahaan yang masuk dalam JII 30 dalam periode 2010-2018 diperoleh dari website BEI, yaitu *www.idx.co.id*.

3.3 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan termasuk dalam *Jakarta Islamic Indeks* 30 (JII 30) untuk periode 2010-2018. Pemilihan sampel pada penelitian ini mengunakan *purposive sampling* dan *multiphase sampling*. Adapun kriteria sampel dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan harus berada pada JII 30 minimal lima periode pembentukan JII 30.
2. Saham-saham populasi dikelompokkan ke dalam unit sampel primer berdasarkan tingkat *return* (*return* tinggi untuk saham-saham yang memiliki *return* di atas *return* rata-rata dan *return* rendah untuk saham-saham yang memiliki *return* di bawah *return* rata-rata).
3. Memilih 5 saham dengan *return* tertinggi yang dijadikan sampel untuk dimasukkan ke dalam portofolio saham *winner* dan 5 saham dengan *return* terendah untuk dimasukkan ke dalam portofolio saham *loser*.

3.4 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Penelitian ini memiliki dua variabel:

1. Portofolio saham *winner* merupakan portofolio saham yang memiliki *return* tinggi pada periode formasi dan pengujian 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pada JII 30 untuk periode 2010-2018.
2. Portofolio saham *loser* saham individual merupakan portofolio saham yang memiliki *return* rendah pada periode formasi dan pengujian 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan pada JII 30 untuk periode 2010-2018.

3.5 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini mengunakan metode yang digunakan adalah Jegadeesh & Titman (1993). Pengunaan metode ini sejalan dengan metode yang digunakan oleh penelitian sebelumnya seperti Scrimgeour, Locke & Gupta (2013), Chen, Hua & Jiang (2015), Stork (2013) dan Conrad & Yavuz (2017), Dhankar & Maheshwari (2017).

Dalam metode ini setiap periode (t) formasi (J) saham diberi peringkat berdasarkan kinerja *return* masa lalu, selanjutnya dibagi menjadi dua potofolio dimana saham dengan *return* tertinggi akan masuk portofolio *winner* dan saham dengan *return* terendah akan masuk kedalam portofolio *loser*. Strategi momentum menurut JT mengunakan metode membeli saham *winner* dan menjual saham *loser*. Sedangkan sebaliknya strategi kontarian membeli saham *loser* dan menjual saham

winner. Setelah periode pembentukan dilanjutkan periode observasi saham tersebut (K) (*holding*). *Return* saham dihitung mengunakan formula:

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}}$$

Dimana:

$R_{j,t}$ = *Return* saham bulanan

$P_{j,t}$ = Harga saham pada bulan t

$P_{j,t-1}$ = Harga saham bulan t-1

Supaya penilaian *return* dari portofolio *winner* dan *loser* lebih ditail Dhankar & Maheshwari (2017), menyarankan *return* yang digunakan dalam pembentukan portofolio (J) adalah *market-adjusted excess return* setiap bulan. Yang dihitung dengan mengunakan formula:

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

Dimana:

$u_{i,t}$ = *market-adjusted excess return*

$R_{i,t}$ = *return* saham i untuk periode t

$R_{m,t}$ = *return* pasar untuk periode t

Dalam penelitian ini digunakan periode bulanan, pembentukan formasi pembentukan (J) dan observasi (K) digunakan jangka waktu 1, 3, 6 dan 12 bulanan. Selanjutnya saham dipilih berdasarkan kinerja *abnormal return* masa lalu, dimana lima saham dengan *return* terbaik akan masuk kedalam portofolio *winner* dan lima saham dengan kinerja *return* terburuk akan masuk keportofolio *loser*.

Selanjutnya untuk strategi momentum *average equal-weighted cumulative abnormal return* portofolio *winner* (ACAR) dikurangi dengan *average equal-weighted abnormal return* (ACAR) dari portofolio *loser* (WML). Dan sebaliknya untuk strategi kontarian *average equal-weighted cumulative abnormal return* portofolio *loser* dikurangi dengan *average equal-weighted cumulative abnormal return* portofolio *winner* (LMW) (Dhankar & Maheshwari, 2017). Selain menggunakan *equal-weighted*, dalam penelitian ini digunakan *value-weigted* dalam menentukan ACAR portofolio momentum dan kontarian.

Signifikansi perbedaan kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi dengan perioode pengujian dilakukan dengan menggunakan SPSS 25 untuk menguji *parametric one-sample t-test*. Dengan formula sebagai berikut (Bougie & Sekaran, 2017) :

$$t = \frac{X - \mu}{s/\sqrt{n}}$$

Jika ACAR *winner minus loser* (WML) signifikan positif besar dari nol, hipotesis *abnormal return* momentum diterima. Dan sebaliknya jika ACAR *loser minus winner* (LMW) signifikan positif besar dari nol, hipotesis *abnormal return* kontarian diterima (Dhankar & Maheshwari, 2017).

Dengan rumusan hipotesis penelitian dalam uji sample t-test :

H0 = ACAR sama dengan nol.

H1 = ACAR tidak sama dengan nol.

Sebelum pengujian *parametric one-sample t-test* terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas. Pengujian normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal. Sehingga asumsi dasar dari Uji *parametric one-sample t-test* merupakan bagian dari statistik parametrik terpenuhi. Pada penelitian ini pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan uji *shapiro-wilk*. Dimana masing-masing data akan berdistribusi secara normal bila memiliki probabilitas diatas 0,05.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Secara umum data sekunder dapat diartikan sebagai data yang diperoleh oleh peneliti melalui pihak kedua atau ketiga. Data yang digunakan dalam penelitian ini diantaranya *return* saham bulanan, *return* Indeks JII 30 bulanan dan Kapitalisasi Pasar. Data tersebut diperoleh dari *yahoo finance* dan laporan tahunan perusahaan.

Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index 30* (JII 30) periode 2010-2018. Pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling method* yaitu memilih sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria pengambilan sampel yaitu sebagai berikut :

1. Perusahaan harus berada pada JII 30 minimal lima periode pembentukan JII 30.
2. Saham-saham populasi dikelompokkan ke dalam unit sampel primer berdasarkan tingkat *return* (*return* tinggi untuk saham-saham yang memiliki *return* di atas *return* rata-rata dan *return* rendah untuk saham-saham yang memiliki return di bawah return rata-rata).
3. Memilih 5 saham dengan return tertinggi yang dijadikan sampel untuk dimasukkan ke dalam portofolio saham *winner* dan 5 saham dengan return terendah untuk dimasukkan ke dalam portofolio saham *loser*.

Berdasarkan kriteria sampel tersebut, maka didapatkan sampel sebanyak 35 perusahaa dari total JII 30 selama periode penelitian. Di bawah ini adalah daftar 35 perusahaan yang diteliti selama periode 2010-2018.

Tabel 4.1
Sampel Saham Perusahaan yang Terdaftar Dalam JII 30
Periode 2010-2018

No.	Nama Perusahaan	Kode
1	Astra Agro Lestari Tbk.	AALI
2	Adaro Energy Tbk.	ADRO
3	AKR Corporindo Tbk.	AKRA
4	Astra International Tbk.	ASII
5	Alam Sutera Reality Tbk.	ASRI
6	Aneka Tambang Tbk.	ANTM
7	Bumi Serpong Damai Tbk.	BSDE
8	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	CPIN
9	Energi Mega Persada Tbk.	ERNG
10	Harum Energy Tbk.	HRUM
11	Vale Indonesia Tbk.	INCO
12	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.	INTP
13	Indo Tambangraya Megah Tbk.	ITMG
14	Indofoof CBP Sukses Makmur Tbk.	ICBP
15	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF
16	Kalbe Farma Tbk.	KLBF
17	Lippo Karawaci Tbk.	LPKR
18	Matahari Department Store Tbk	LPPF
19	PP London Sumatra Indonesia Tbk.	LSIP
20	Matahari Putra Prima Tbk.	MPPA
21	Media Nusantara Citra Tbk.	MNCN
22	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	PGAS
23	Bukit Asam Tbk.	PTBA
24	Pakuwon Jati Tbk.	PWON
25	PP (Persero) Tbk.	PTPP
26	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	SMGR
27	Summarecon Agung Tbk.	SMRA
28	Siloam International Hospitals Tbk.	SILO
29	Sawi Sumbermas Sarana Tbk.	SSMS
30	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	TLKM
31	Timah Tbk.	TINS

No.	Nama Perusahaan	Kode
32	United Tractors Tbk.	UNTR
33	Unilever Indonesia Tbk.	UNVR
34	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	WIKA
35	Waskita Karya (Persero) Tbk.	WSKT

Sumber : Data Diolah

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan proses pengumpulan, penyajian dan peringkasan berbagai karakteristik data dalam upaya untuk menggambarkan data tersebut secara memadai. Statistik deskriptif digunakan untuk mengambil data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang terkumpul tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui gambaran data secara statistik dari nilai variabel yang diteliti.

Pada tabel statistik deskriptif dapat diperoleh gambaran mengenai karakteristik data dari variabel-variabel penelitian. Dari tabel diperoleh informasi mengenai jumlah observasi, *mean*, maksimum, minimum dan standar deviasi. Nilai rata-rata (*mean)* merupakan tingkat nillai rata-rata dari masing-masing variabel penelitian. Nilai maksimum dan minimum merupakan nilai tertinggi dan terendah dari variabel penelitian. Standar deviasi merupakan ukuran standar penyimpangan.

4.2.1 Abnormal Return Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobota Equal-Weighted

Penentuan terdapatnya *abnormal return* momentum atau kontarian pada suatu periode formasi dan observasi. Didasarkan pada ACAR portofolio *winner minus loser* (WML) jika WML positif artinya terdapat *abnormal return* momentum. Dan sebaliknya jika ACAR portofolio *winner minus loser* (WML) negatif terdapat *abnormal return* kontarian.

Tabel 4.2

Statistik Deskriptif *Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobotan *Equal-Weighted*

Formasi	1	3	6	12
ACAR WML	-0,0092	0,0025	-0,0144	0,1185
Strategi	Kontarian	Momentum	Kontarian	Momentum
Mean	0,0092	0,0025	0,0144	0,1185
Maximum	0,1918	0,1557	0,3409	0,5054
Minimum	-0,1849	-0,2909	-0,2842	-0,6311
Std. Dev	0,0710	0,1116	0,1775	0,3416
Observasi	107	35	17	8

Sumber: Data diolah (Lampiran 1)

Berdasarkan tabel 4.2, hasil statistik deskriptif terlihat ACAR WML bernilai positif untuk formasi 3 dan 12 bulan sebesar 0,0025 (0,25%) dan 0,1185 (11,85%), sedangkan untuk formasi 1 dan 6 bulan ACAR WML bernilai negatif sebesar -0,0092 (-0,92%) dan -0,014 (-1,4%). Sehingga untuk portofolio metode pembobotan *equal-*

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

weighted abnormal return momentum terjadi pada formasi 3 dan 12 bulan. Dan *abnormal return* kontarian terjadi pada formasi 1 dan 6 bulan.

Abnormal return portofolio kontarian pada formasi dan observasi 1 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 107 kali selama periode 2010-2018, memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0,92% perbulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah 19,18% dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -18,49%. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio kontarian ini sebesar 0,071 (7,1%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio kontarian metode pembobotan *equal-weighted* dengan formasi dan observasi 1 bulan memberikan *abnormal return* setiap bulannya sebesar 0,92 dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Abnormal return portofolio momentum pada formasi dan observasi 3 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 35 kali selama periode 2010-2018, memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0,25% per 3 bulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah sebesar 15,57% dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -29,09%. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio momentum ini sebesar 0,1116 (11,16%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio momentum metode pembobotan *equal-weighted* dengan formasi dan observasi 3 bulan memberikan *abnormal return* setiap tiga bulan sebesar 0,25% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Abnormal return portofolio kontarian pada formasi dan observasi 6 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 17 kali selama periode 2010-2018,

memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 1,44% per 6 bulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah sebesar 34,09% dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -28,42%. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio momentum ini sebesar 0,1775 (17,75%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio kontarian metode pembobotan *equal-weighted* dengan formasi dan observasi 6 bulan memberikan *abnormal return* setiap enam bulan sebesar 1,44% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Abnormal return portofolio momentum pada formasi dan observasi 12 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 8 kali selama periode 2010-2018, memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 11,85% per 12 bulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah sebesar 50,54% per 12 bulan dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -63,11% per 12 bulan. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio momentum ini sebesar 0,3416 (34,16%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio momentum metode pembobotan *equal-weighted* dengan formasi dan observasi 12 bulan memberikan *abnormal return* setiap dua belas bulan sebesar 11,85% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Dari data deskriptif *abnormal return* portofolio dengan metode pembobotan *equal-weighted*. Terlihat bahwa portofolio momentum memberikan *abnormal return* untuk formasi dan observasi 3 dan 12 bulan sedangkan portofolio memberikan *abnormal return* untuk formasi dan observasi 1 dan 6 bulan. Sehingga berdasarkan

data deskriptif ditemukan *abnormal return* momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar di JII 30.

4.2.3 *Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobota *Value-Weighted*

Penentuan terdapatnya *abnormal return* momentum atau kontarian pada suatu periode formasi dan observasi. Didasarkan pada ACAR portofolio *winner minus loser* (WML) jika WML positif artinya terdapat *abnormal return* momentum. Dan sebaliknya jika ACAR portofolio *winner minus loser* (WML) negatif terdapat *abnormal return* kontarian.

Tabel 4.3

Statistik Deskriptif *Abnormal Return* Portofolio Momentun dan Kontarian dengan Metode Pembobotan *Value-Weighted*

Formasi	1	3	6	12
ACAR WML	-0,0054	-0,008	-0,0598	0,1814
Strategi	Kontarian	Kontarian	Kontarian	Momentum
Mean	0,0054	0,0080	0,0598	0,1814
Maximum	0,1505	0,2876	0,3957	0,4696
Minimum	-0,2230	-0,1895	-0,201	-0,3683
Std. Dev	0,0693	0,1215	0,1523	0,2804
Observasi	107	35	17	8

Sumber: Data diolah (Lampiran 4)

Berdasarkan tabel 4.3, hasil statistik deskriptif terlihat ACAR WML positif hanya untuk formasi 12 bulan, sedangkan untuk formasi 1, 3 dan 6 bulan ACAR WML bernilai negatif. Sehingga untuk portofolio metode pembobotan *value-*

weighted abnormal return momentum terjadi pada formasi 12 bulan. Dan *abnormal return* kontarian terjadi pada formasi 1,3 dan 6 bulan.

Abnormal return portofolio kontarian pada formasi dan observasi 1 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 107 kali selama periode 2010-2018, memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0,54% perbulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah 15,05% dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -22,3%. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio kontarian ini sebesar 0,0693 (6,93%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio kontarian metode pembobotan *value-weighted* dengan formasi dan observasi 1 bulan memberikan *abnormal return* setiap bulannya sebesar 0,54% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Abnormal return portofolio kontarian pada formasi dan observasi 3 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 35 kali selama periode 2010-2018, memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 0,8% per 3 bulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah sebesar 28,76% dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -18,95%. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio momentum ini sebesar 0,1215 (12,15%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio kontarian metode pembobotan *value-weighted* dengan formasi dan observasi 3 bulan memberikan *abnormal return* setiap tiga bulan sebesar 0,8% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Abnormal return portofolio kontarian pada formasi dan observasi 6 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 17 kali selama periode 2010-2018,

memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 5,98% per 6 bulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah sebesar 39,57% dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -20,1%. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio kontarian ini sebesar 0,1523 (15,23%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio kontarian metode pembobotan *value-weighted* dengan formasi dan observasi 6 bulan memberikan *abnormal return* setiap enam bulan sebesar 5,98% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Abnormal return portofolio momentum pada formasi dan observasi 12 bulan dengan pembentukan portofolio sebanyak 8 kali selama periode 2010-2018, memiliki rata-rata *abnormal return* sebesar 18,14% per 12 bulan. Untuk *abnormal return* tertinggi dari formasi ini adalah sebesar 46,96% per 12 bulan dan *abnormal return* terendah adalah sebesar -36,83% per 12 bulan. Sedangkan untuk standar deviasi dari *abnormal return* portofolio momentum ini sebesar 0,2804 (28,04%). Sehingga dari hasil statistik ini dapat kita simpulkan bahwa portofolio momentum metode pembobotan *value-weighted* dengan formasi dan observasi 12 bulan memberikan *abnormal return* setiap dua belas bulan sebesar 18,14% dari awal tahun 2010 sampai dengan akhir tahun 2018.

Dari data deskriptif *abnormal return* portofolio dengan metode pembobotan *value-weighted*. Terlihat bahwa portofolio momentum memberikan *abnormal return* untuk formasi dan observasi 12 bulan sedangkan portofolio kontarian memberikan *abnormal return* untuk formasi dan observasi 1, 3, dan 6 bulan. Sehingga berdasarkan

data deskriptif ditemukan *abnormal return* momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar di JII 30.

Dari tabel 4.2 dan 4.3 terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* untuk formasi dan observasi 1 bulan, portofolio dengan metode pembobotan *equal-weighted* memiliki *abnormal return* portofolio momentum atau portofolio kontarian yang lebih besar dibanding dengan portofolio dengan metode pembobotan *value-weighted*. Sedangkan untuk formasi dan observasi 3, 6 dan 12 bulan portofolio dengan metode pembobotan value-weighted memiliki *abnormal return* portofolio momentum atau portofolio kontarian yang lebih besar dibanding dengan portofolio dengan metode pembobotan *equal-weighted*.

Hasil statistik deskriptif ini menunjukkan bahwa *size* perusahaan mempengaruhi *abnormal returnn* portofolio momentum dan portofolio kontarian. Selanjutnya untuk membuktikan apakah *abnormal return* portofolio momentum dan kontarian dari dua metode pembobotan tersebut signifikan atau tidak secara statistik, maka perlu dilakukan uji *parametric one-sample t-test*.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

4.3 Uji Normalitas

Sebelum dilakukannya pengujian ketahap selanjutnya terlebih dahulu dialkukan pengujian normalitas. Pengujian normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal. Sehingga asumsi dasar dari Uji *parametric one-sample t-test* merupakan bagian dari statistik parametrik terpenuhi. Pada penelitian ini pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan uji *shapiro-wilk*. Dimana

masing-masing data akan berdistribusi secara normal bila memiliki probabilitas diatas 0,05.

Tabel 4.4

Uji Normalitas

Metode Pembobotan Portofolio *Equal-weighted*			**Metode pembobotan portofolio *Value-Weighted***		
Periode	Strategi	Signifikan	Periode	Strategi	Signifikan
1 bulan	Kontarian	0,849	1 bulan	Kontarian	0,350
3 bulan	Momentum	0,108	3 bulan	Kontarian	0,676
6 bulan	Kontarian	0,119	6 bulan	Momentum	0,199
12 bulan	Momentum	0,060	12 bulan	Momentum	0,238

Sumber: Data diolah (Lampiran 2 dan 5)

Pada tabel 4.4 menunjukkan hasil uji normalitas data dengan *shapiro-wilk*. Nilai signifiakn *shapiro-wilk* dari semua data strategi momentum dan kontarian lebih besar dari 0,05. Sehingga dapat disimpulkan semua data strategi momentum dan kontarian terdistribusi normal. Dengan demikian asumsi normalitas dalam uji *one-sample t-test* telah terpenuhi.

4.4 Uji *Parametric One-Sample T-Test*

Uji *parametric one-sample t-test* merupakan analisis statistik yang bertujuan untuk membandingkan rata-rata sampel yang diteliti dengan dengan rata-rata populasi yang telah ada (Bougie & Sekaran, 2017).

4.4.1 Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan *Equal-weighted*

Tabel 4.5

Hasil Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan *Equal-weighted*

Periode	Strategi	t-statistik	sig (2-tailed)	Mean difference	Df	ACAR WML
Formasi 1 bulan	Kontarian	1,334	0,185	0,00916	106	-0,0092
Formasi 3 bulan	Momentum	0,13	0,897	0,00246	34	0,00246
Formasi 6 bulan	Kontarian	0,334	0,742	0,01439	16	-0,0144
Formasi 12 bulan	Momentum	0,98	0,359	0,11847	7	0,118

Sumber: Data diolah (Lampiran 3)

Berdasarkan tabel 4.5 Hasil Uji Statistik *parametric one-sample t-test* portofolio momentum dan kontarian dengan metode pembobotan *Equal-weighted*. Diketahui ACAR WML positif pada formasi 3 dan 6 bulan, sehingga terdapat *abnormal return* portofolio momentum terjadi pada formasi dan observasi 3 dan 6 bulan. Denga *abnormal return* sebesar 0,00246 (0,25%) dan 0,1185 (11,85%). Secara statistik nilai sig (2-tailed) strategi momentum formasi dan observasi 3 dan 12 bulan sebesar 0,897 dan 0,359 lebih besar dari 0,05. sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* portofolio momentum pada saham syariah di JII 30 periode 2010-2018 tidak signifikan secara statistik.

Untuk formasi 1 dan 6 bulan ACAR WML bernilai negatif, sehingga terdapat *abnormal return* portofolio kontarian terjadi pada formasi dan observasi 1 dan 6

bulan. Dengan *abnormal return* kontarian sebesar 0,009155 (0,915%) dan 0,0144 (1,44%). Secara statistik nilai sig (2-tailed) strategi kontarian formasi dan observasi 1 dan 6 bulan sebesar 0,185 dan 0,724 lebih besar dari 0,05. sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* portofolio kontarian pada saham syariah di JII 30 periode 2010-2018 tidak signifikan secara statistik.

4.4.2 Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan *Value-Weighted*

Tabel 4.6

Hasil Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test Abnormal Return* Portofolio Momentum dan Kontarian Pembobotan *Value-Weighted*

Periode	Strategi	t-statistik	sig (2-tailed)	Mean difference	Df	ACAR WML
formasi 1 bulan	Kontarian	0,804	0,423	0,0053	106	-0,0053
formasi 3 bulan	Kontarian	0,388	0,7	0,0079	34	-0,0079
formasi 6 bulan	Kontarian	1,62	0,124	0,0598	16	-0,0598
formasi 12 bulan	Momentum	1,829	0,109	0,1814	7	0,1814

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Berdasarkan tabel 4.6 Hasil Uji Statistik *parametric one-sample t-test* portofolio dengan metode Pembobotan *value-weighted.* Diketahui ACAR WML bernilai positif pada formasi 12 bulan, sehingga terdapat *abnormal return* momentum

terjadi pada formasi dan observasi 12 bulan. Dengan *abnormal return* sebesar 0,1814 (18,14%). Secara statistik nilai sig (2-tailed) strategi momentum formasi dan observasi 12 bulan sebesar 0,109 lebih besar dari 0,05. sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* portofolio momentum pada saham syariah di JII 30 periode 2010-2018 tidak signifikan secara statistik.

Untuk formasi 1,3 dan 6 bulan ACAR WML bernilai negatif, sehingga terdapat *abnormal return* portoflio kontarian terjadi pada formasi dan observasi 1, 3 dan 6 bulan. Dengan *abnormal return* portofolio kontarian sebesar 0,0054 (0,54%), 0,00796 (0,796%) dan 0,0595 (5,95). Secara statistik nilai sig (2-tailed) strategi kontarian formasi dan observasi 1, 3 dan 6 bulan sebesar 0,423, 0,701 dan 0,125 lebih besar dari 0,05. sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* portofolio kontarian pada saham syariah di JII 30 periode 2010-2018 tidak signifikan secara statistik.

4.5 Pembahasan Hasil Penelitian

Setelah dilakukannya pengujian diatas maka selanjutnya dilakukan analisis untuk masing-masing variabel dalam penetian ini sebagai berikut :

4.5.1 *Abnormal Return* portofolio Momentum

Strategi momentum dilakukan dengan cara membeli saham yang sebelumnya memiliki kinerja baik dan menjual saham yang sebelumnya memiliki kinerja buruk

dengan tujuan untuk mendapatkan *return* di atas *return* pasar (Jegadeesh & Titman, 1993). Strategi momentum menurut Dhankar & Maheshwari (2017) mengunakan karakteristik dari kelanjutan harga saham untuk jangka pendek, dimana harga cenderung bergerak searah untuk periode tiga sampai dua belas bulan.

Berdasarkan tabel 4.5 dan tabel 4.6, dapat dilihat ACAR portofolio momentum dengan metode pembobotan *equal-weighted* dan *value-weighted*. *Abnormal return* momentum portofolio pembobotan *equal-weighted* terjadi pada formasi dan observasi 3 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar 0,0025 (0,25%). Selanjutnya *abnormal return* strategi momentum pada periode formasi dan observasi 12 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar 0,1185 (11,85%). Namun secara statistik *abnormal return* momentum pada periode 3 dan 12 bulan ini tidak signifikan dengan sig (2-tailed) sebesar 0,897 dan 0,359 lebih besar dari 0,05.

Abnormal return Momentum Portofolio pembobotan *value-weighted* hanya terjadi pada formasi dan observasi 12 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar 0,182 (18,2%). tetapi secara statistik *abnormal return* momentum pada periode 12 bulan ini tidak signifikan karena sig (2-tailed) sebesar 0,109 lebih besar dari 0,05.

Dalam penelitian ini ditemukan *abnormal return* momentum pada formasi dan observasi 3 bulan dan 12 bulan untuk portofolio dengan pembobotan *equal-weighted*. Sedangkan untuk portofolio dengan pembobotan *value-weighted abnormal return* momentum ditemukan pada formasi dan observasi 12 bulan. Namun secara statistik

tidak signifikan, sehingga secara statistik tidak ditemukan *abnormal return* strategi portofolio momentum saham syariah di JII 30 dengan dua metode pembobotan tersebut. Tidak signifikannya *abnormal return* momentum pada saham syariah yang tergabung dalam indeks JII 30. Menunjukkan bahwa anomali ini tidak terjadi pada JII 30, ini mungkin disebabkan karena mayoritas saham yang tergabung dalam JII 30 berasal dari perusahaan-perusahaan yang bagus secara fundamental. Dan menjadi acuan dalam pembentukan reksadana syariah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Leung, Fung & Yu (2019), dimana peneliti tidak menemukan *return* momentum di pasar saham China. Penelitian Aravind (2016) juga tidak menemukan *return* momentum jangka pendek pada portofolio yang dibentuk berdasarkan sektor di NSE Amerika. Penelitian Tanna & Nnadi (2017) untuk pasar saham Rusia juga tidak menemukan *return* dari strategi momentum. Chen et al., (2015) juga tidak menemukan return momentum pada pasar saham China. Dewi & Sasmikadewi (2017) tidak menemukan *return* momentum yang signifikan pada sektor *finance* di BEI.

Namun penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Dhankar & Maheshwari (2016) yang menemukan adanya *return* momentum pada pasar saham India. Scrimgeour, Locke & Gupta (2013), Stork (2013) menemukan *return* momentum pada sepuluh negara berbeda, Conrad & Yavuz (2017) menemukan *return* momentum pada pasar saham NYSE, Amex, and Nasdaq , Moskowitz & Daniel (2016) yang menemukan *return* momentum pada pasar saham USA, dan

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Brandao,Martins & Martins (2016) menemukan *return* momentum pada pasar saham FSE Jerman.

4.5.2 *Abnormal Return* Portofolio Kontarian

Strategi kontarian, yang didasarkan pada hipotesis *overreaction*, memberi peringkat saham berdasarkan kinerja masa lalu mereka dan merekomendasikan untuk membeli saham *loser* di masa dan menjual *winner* di masa lalu (Gunasekarage & Kot, 2007). Dalam rangka mendapatkan saham-saham yang salah harga, dan akan mengalami pembalikan arah harga (Galariotis, 2014) .

Berdasarkan tabel 4.4 dan tabel 4.5, dapat dilihat ACAR portofolio kontarian dengan metode pembobotan *equal-weighted* dan *value-weighted*. *Abnormal return* portofolio kontarian dengan pembobotan *equal-weighted* terjadi pada formasi dan observasi 1 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar -0,0092 (-0,92%). Selanjutnya *abnormal return* strategi kontarian pada periode formasi dan obsesrvasi 6 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar -0,0144 (1,44%). Namun secara statistik *abnormal return* kontarian pada periode 1 dan 6 bulan ini tidak signifikan dengan sig t statistik sebesar 0,186 dan 0,689 lebih besar dari 0,05.

Abnormal return portofolio kontarian dengan metode pembobotan *value-weighted* terjadi pada formasi dan observasi 1 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar 0,00554 (0,54%). Selanjutnya *abnormal return* strategi kontarian pada periode formasi dan observasi 3 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar 0,008 (0,8%) dan pada periode formasi dan observasi 6 bulan dengan rata-rata selisih *abnormal return* sebesar 0,0599 (5,99%). Namun secara statistik

abnormal return kontarian pada periode 1, 3 dan 6 bulan ini tidak signifikan karena sig (2-tailed) sebesar 0,423, 0,701 dan 0,125 lebih besar dari 0,05.

Dalam penelitian *abnormal return* portofolio kontarian terjadi pada formasi dan observasi 1 dan 6 bulan untuk metode pembobotan *equal-weighted*, dan untuk metode pembobotan portofolio *value-weighted abnormal return* kontarian terjadi pada formasi dan observasi 1,3 dan 6 bulan. Namun secara statistik tidak ada *abnormal return* portofolio kontarian yang signifikan. Tidak signifikannya *abnormal return* portofolio kontarin pada saham syariah yang tergabung dalam indeks JII 30. Menunjukkan bahwa anomali ini tidak terjadi pada JII 30, ini mungkin disebabkan karena mayoritas saham yang tergabung dalam JII 30 berasal dari perusahaan-perusahaan yang bagus secara fundamental dan menjadi acuan dalam dalam reksadana syariah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Witiastuti & Maharani (2015) menemukan *return* kontarian terjadi di Bursa Efek Indonesia baik pada periode triwulan, periode semester, maupun pada periode tahunnan. Sementara berdasarkan hasil uji statistik menunjukkan bahwa *return* kontarian di Bursa Efek Indonesia terjadi secara tidak signifikan

Sementara hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian dari Leung, Fung & Yu (2019), Chen et al., (2015) dimana peneliti menemukan *return* kontarian di pasar saham China. Penelitian Tanna & Nnadi (2017) juga menemukan *return* dari strategi kontarian signifikan untuk pasar saham China dan Brasil. Dhankar & Maheshwari (2016) yang menemukan adanya *return* kontarian pada pasar saham

India. Badjra & Saputro (2016) menguji kinerja portofolio saham *winner* dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *loser* serta signifikansi perbedaan antara kinerja portofolio saham *winner-loser* di BEI. Dan menemukan return kontarian signifikan terjadi di BEI.

Konsep EMH yang diperkenalkan oleh Fama (1970) dimana level market efficiency dibagi menjadi tiga yaitu: pertama *weak-form market efficiency*, kedua *semi strong-form market efficiency* dan yang ketiga *strong-form market efficiency*. Berdasarkan hasil uji statistik dalam penelitian ini, *abnormal return* portofolio momentum dan kontarian tidak ditemukan pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30. Sehingga hasil penelitian ini mengkorfirmasi bahwa saham yang tergabung dalam indeks JII 30 dapat diklasifikasikan sebagai *semi strong-form market efficiency*. Dimana pada pasar *semi-strong abormal return* portofolio saham tidak bisa didapat dengan menggunakan informasi dari harga saham masa lalu.

Meskipun *abnormal return* dari portofolio momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30 periode tidak signifikan secara statistik. Namun investor masih bisa menggunakan strategi ini dalam meningkatkan *return* dari berinvestasi pada saham syariah. Karena strategi portofio ini masih memberikan *abnormal return* yang bisa diperoleh oleh investor dengan menggunakan strategi portofolio momentum dan kontarian ini.

Seperti portofolio metode pembobotan *equal-weighted*. Portofolio momentum formasi dan observasi 1 bulan memberikan rata-rata abonormal return sebesar 0,92% perbulan. Dan portofolio momentum formasi dan observasi 12 bulan memberikan

rata-rata abnormal return sebesar 11,85 per tahun. Sedangkan portofolio metode pembobotan value-weighted, portofolio kontarin formasi dan observasi 1 bulan memberikan abnormal return portofolio kontarian sebesar 0,54% perbulan. Dan portofolio momentum formasi dan observasi 1 tahun memberikan abnormal return sebesar 18,14% per tahun.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan data yang telah diuraikan pada bab-bab sebelumnya tentang *abnormal return* portofolio momentum dan kontarian dengan metode pembobotan *equal-weighted* dan *value-weighted* pada saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Indeks* 30 (JII 30). Maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

Metode yang digunakan dalam menghitung *abnormal return* momentum dan kontarian dalam penelitian ini adalah metode Jagadeesh dan Titmant (1993). Dimana saham dengan *abnormal return* tertinggi akan masuk ke portofolio *winner* dan saham dengan *abnormal return* terendah akan masuk kedalam portofolio *loser*. Periode formasi dan observasi dalam penelitian ini adalah 1,3, 6 dan 12 bulan. WML positif memperlihatkan adanya abnormal return momentum dan sebaliknya WML negatif mengidentifikasi adanya *abnormal return* kontarian.

Untuk melihat adanya tidaknya perbedaan returm saham dari kapitalisasi pasar yang berbeda. Perhitungan *return* portofolio dibuat berdasarkan *equal-weighted* dan *value-weighted.*

Hasil penelitian ini menemukan adanya abnormal return momentum periode formasi 3 dan 12 bulan untuk portofolio dengan pembobotan *equal-weighted* dan untuk portofolio dengan metode pembobotan *value-weighted abnormal return* momentum ditemukan pada formasi 12 bulan. Namun secara statistik tidak ada *abnormal return* momentum yang signifikan secara statistik.

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Abnormal return kontarian ditemukan pada formasi 1 dan 6 bulan untuk metode pembobotan portofolio berdasarkan *equal-weighted.* Sedangkan *abnormal return* kontarian formasi 1,3, dan 6 bulan ditemukan untuk portofolio dengan pembobotan *value-weighted*. Secara statistik tidak ada *abnormal return* dari strategi kontarian yang signifikan.

5.2 Implikasi Penelitian

Bagi akademisi, dengan dilakukan penelitian ini maka akan dapat diketahui apakah terdapat *abnormal return* portofolio momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30. Sehingga dapat menjadi dasar dalam penelitian selanjutnya tentang strategi momentum dan kontarian.

Bagi investor, hasil penelitian ini dapat dipertimbangkan investor sebagai salah satu strategi dalam berinvestasi pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30. Meskipun secara statistik strategi momentum dan kontarian ini tidak signifikan, namun portofolio momentum dan kontarian memberikan *abnormal return* untuk semua metode dan semua periode formasi dan observasi. Sehingga strategi momentum dan kontarian ini dapat meningkatkan keuntungan investor dalam berinvestasi pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian hipotesi, maka peneliti menyimpulkan beberapa keterbatasan penelitian yaitu:

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Pada penelitian ini hanya melihat return dari momentum dan kontarian dengan pembobotan portofolio berdasarkan *equal-weighted* dan *value-weighted.* Peneliti belum melihat pengaruh resiko pasar, profitabilitas, investasi dan makro ekonomi terhadap *return* momentum dan kontarian.

Peneliti hanya menghitung return momentum dan kontarian tanpa mengelompokkan kondisi pasar apakah sedang *bullish* atau *bearish.* Dimana kondisi pasar mungkin memiliki pengaruh terhadap *return* momentum dan kontarian.

5.4 Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang diperoleh, maka peneliti menyimpulkan beberapa saran bagi penelitian selanjutnya, yaitu :

Penelitian selanjutnya disarankan untuk melihat bagaimana pengaruh resiko pasar, profitabilitas, investasi dan makro ekonomi terhadap *return* momentum dan kontarian.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk melihat *return* momentum dan kontarian pada saat pasar *bullish* atau *bearish.*

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

DAFTAR PUSTAKA

Aart, F., & Lehnert, T. (2006). On style momentum strategies, *Applied Economics Letters,* 12, 795-799.

Arfianto, D. E., & Maharani, E. (2016). Analisis pengaruh momentum, *trading volume* dan *size* terhadap *disposition effect* dan *return* aplikasi *cross*

sectional regression (studi pada indeks saham kompas 100 tahun 2012-2015). *Diponegoro Journal of Management. Vol. 6, No 1, Th 2016, Hal 1-15 ISSN.*

Badjra, B., & Saputro, N. (2016). Kinerja portofolio saham berdasarkan strategi investasi momentum pada industri manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No.1, 2016: 623-649*

Barroso, P., & Santa-Clara, P. (2015). Momentum has its moments. *Journal of Financial Economics*, *116*(1), 111–120.

Bhootra, A. (2018). Gross profitability and momentum. *Emerald Insight.*

Brandao, E., Martins, V., & Martin, J. (2016). Momentum: Strategies, Size, and Risk Factor. *Working Papers*. ISSN: 0870-8541.

Bursa Efek Indonesia. (n.d.). http://www.idx.co.id

Bougie, R., & Sekaran, U. (2017). *Research methods for business (7 rd ed)*. WILEY.

Chen, Q., Hua, X., & Jiang, Y. (2015). Contrarian strategy and herding behaviour in the Chinese stock market. *The European Journal of Finance.*

Conrad, J., & Yavuz, D. M. (2017). Momentum and reversal: Does what goes up always come down? *Review of Finance*, *21*(2), 555–581.

De Bondt, M. F. W., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *The Journal of Finance.*

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, *53*(6), 1839–1885.

Dewi, R. M., & Sasmikadewi, A. I,. (2017). Pebandingan kinerja portofolio saham *winner-loser* berdasarkan strategi investasi momentum. *E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 6, No. 2, 2017: 857-888.* ISSN: 2302-8912.

Dhankar, R. S., & Maheshwari, S,. (2017). Momentum Anomaly : Evidence from the Indian Stock Market. *Journal of Advances in Management Research, Vol. 14 Iss 1 pp.-. Emerald Insight*.

Dhankar, R. S., & Maheshwari, S,. (2016). Momentum and Contrarian Profitability: Insights from the Indian Stock Market under Alternative Approaches. *Asian Journal of Humanities and Social Sciences (AJHSS) Volume 4, Issue—1, May, 2016.*

Doan, M. P., & Brooks, R. (2014). Concurrent momentum and contrarian strategies

in the Australian stock market. *Australia Journal of Management,1-30.*

Du Ding. (2012). Momentum and behavioral finance. *Managerial Finance, Vol. 38 Iss 4 pp. 364 – 379. Emerald Insight*

French, K. R., & Fama, E. F. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, *33*(1), 3–56.

Galariotis, C. E. (2014). Contrarian and momentum trading : a review of the literature. *Review of Behavioral Finance, Vol. 6 Iss 1 pp. 63-82. Emerald Insight.*

Gropp, J. (2003). Mean Reversion of Size-Sorted Portfolios and Parametric Contrarian Strategies. *Managerial Finance, Vol. 29 Iss 10 pp. 5-21. Emerald Insight.*

Gunasekarage, A., & Kot, W. H,. (2007). Article information :Return-based investment strategies in the New Zealand stock market: momentum wins. *Pacific Accounting Review, Vol. 19 Iss 2 pp. 108-124. Emerald Insight.*

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Return to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance.* Vol. 48, No. 1 pp. 65-91.

Jones, P. C. (2010). *INVESTMENTS PRINCIPLES AND CONCEPTS* (11 rd ed). John Wiley & Sons.

Khairunnisa, Rikumahu, B., & Valentina, E,. (2017). Analisis price reversal di Bursa Efek Indonesia: Studi kasus indeks bisnis 27 periode Januari 2015 – Desember 2016. *E-Proceeding of Management : Vol. 4, No. 1 April 2017.* ISSN : 2355-9357.

Kaul, G., & Conrad, J. (1998). An Anatomy of Trading Strategies. *Review of Financial Studies*, *11*(3), 489–519.

Kryzanowski, L., & He, Z. (2006). A reformulated asset pricing model based on contrarian strategies. *Studies In Economics and Finance, Vol. 23 Iss 3 pp. 185-201. Emerald Insight.*

Leung, K. W., Fung, G. H., & Yu L. (2019). Momentum and contrarian trading strategy: Which one works better in Chinese stock market. *International Review of Economics and Finance 62 (2019) 87-105. ELSEVIER.*

Liang, T. (2014). Momentum and asymmetric information. *China Finance Review International, Vol. 2 Iss 3 pp. 208-230. Emerald Insight.*

Liao, C. C. (2017). Momentum Trading, Contrarian Trading and Smart Money

Manipulation. *International Business Research; Vol. 10, No. 2; 2017. ISSN 1913-9004.*

Marcus, J. A., Kane, A., & Bodie, Z. (2011). *Investments and Portofolio Management* (9rd ed). McGraw-Hill.

Mengoli, S. (2004). On the source of contrarian and momentum strategies in the Italian equity market. *International Review of Financial Analysis*, *13*(3), 301–331.

Moskowitz, J. T., & Daniel, K,. (2016). Momentum crashes. *Journal of Financial Economics 122 (2016) 221-247. ELSEVIER.*

Nugroho, Y. B,. (2008). Profitabilitas strategi momentum di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis Vol. 12 No. 3. Hal: 175-186.*

Otoritas Jasa Keuangan (n.d.). http://ojk.go.id

Scrimgeor, F., Locke, S., & Gupta, K,. (2013). Profitability of momentum returns under alternative approaches. *International Journal of Managerial Finance, Vol. 9 Iss 3 pp. 219-246.*

Singal, V., & Qin, N. (2018). Equal-Weighting versus Value-Weighting: Theory and Practice. *SSRN. ELSEVIER.*

Stork, A. P,. (2013). The intertemporal mechanics of European stock price momentum. *Studies in Economics and Finance, Vol. 28 Iss 3 pp. 217-232. Emerald Insight.*

Tanna, S. & Nnadi, M. (2017). Accounting analyses of momentum and contrarian strategies in emerging markets. *Asia-Pacifik Journal of Accounting & Economics.* ISSN: 1608-1625.

Vilkov, G., Uppal, R., & Plyakha, Y,. (2014). Equal or Value Weighting? Implications for Asset-Pricing Tests. *Working Paper EDHEC-Risk Institute.*

Witiastuti, S., & Maharani, S. (2015). Fenomena market overreaction di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal 4 (1) (2015).*

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

LAMPIRAN

Lampiran 1 Deskriptif

Portofolio Metode Pembobotan *Equal-Weighted*

Descriptive Statistics Formasi 1 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
kontarian	107	-0,18	0,19	0,0092	0,07098
Valid N (listwise)	107				

Descriptive Statistics Formasi 3 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
momentum	35	-0,29	0,16	0,0025	0,11162
Valid N (listwise)	35				

Descriptive Statistics Formasi 6 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
kontarian	17	-0,28	0,34	0,0144	0,17745
Valid N (listwise)	17				

Descriptive Statistics Formasi 12 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
momentum	8	-0,63	0,51	0,1185	0,34163
Valid N (listwise)	8				

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Lampiran 2 Uji Normalitas

Portofolio Metode Pembobotan *Equal-Weighted*

Tests of Normality Formasi 1 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	df	Sig.
kontarian	0,048	107	,200*	0,993	107	0,849

Tests of Normality Formasi 3 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
momentum	0,114	35	,200*	0,949	35	0,108

Tests of Normality Formasi 6 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	df	Sig.
kontarian	0,224	17	0,023	0,914	17	0,119

Tests of Normality Formasi 12 bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
momentum	0,327	8	0,012	0,831	8	0,060

Lampiran 3 Uji *One Sample Test Statistik*

Portofolio Metode Pembobotan *Equal-Weighted*

One-Sample Test Formasi 1 Bulan						
	Test Value = 0					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
kontarian	1,334	106	0,185	0,00916	-0,0044	0,0228

One-Sample Test Formasi 3 Bulan						
	Test Value = 0					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
momentum	0,130	34	0,897	0,00246	-0,0359	0,0408

One-Sample Test Formasi 6 Bulan						
	Test Value = 0					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
kontarian	0,334	16	0,742	0,01439	-0,0768	0,1056

One-Sample Test Formasi 12 Bulan						
	Test Value = 0					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
momentum	0,981	7	0,359	0,11847	-0,1671	0,4041

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Lampiran 4 Deskriptif

Portofolio Metode Pembobotan *Value-Weighted*

Descriptive Statistics Formasi 1 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
kontarian	107	-0,22	0,15	0,0054	0,06935
Valid N (listwise)	107				

Descriptive Statistics Formasi 3 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
kontarian	35	-0,19	0,29	0,0080	0,12150
Valid N (listwise)	35				

Descriptive Statistics Formasi 6 Bulan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
kontarian	17	-0,20	0,40	0,0598	0,15229
Valid N (listwise)	17				

Descriptive Statistics Formasi 12 Bulan					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
momentum	8	-0,37	0,47	0,1814	0,28045
Valid N (listwise)	8				

Lampiran 5 Uji Normalitas

Portofolio Metode Pembobotan *Value-Weighted*

Tests of Normality Formasi 1 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	df	Sig.
kontarian	0,071	107	,200*	0,986	107	0,350

Tests of Normality Formasi 3 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
kontarian	0,079	35	,200*	0,977	35	0,676

Tests of Normality Formasi 6 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
kontarian	0,215	17	0,035	0,928	17	0,199
a. Lilliefors Significance Correction						

Tests of Normality Formasi 12 Bulan						
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
momentum	0,213	8	,200*	0,891	8	0,238

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Lampiran 6 Uji *One Sample Test Statistik*

Portofolio Metode Pembobotan *Value-Weighted*

One-Sample Test Formasi 1 Bulan					
	Test Value = 0				
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference

					Lower	Upper
kontarian	0,804	106	0,423	0,00539	-0,0079	0,0187

One-Sample Test Formasi 3 Bulan						
	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
kontarian	0,388	34	0,701	0,00796	-0,0338	0,0497

One-Sample Test Formasi 6 Bulan						
	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
kontarian	1,620	16	0,125	0,05985	-0,0185	0,1381

One-Sample Test Formasi 12 Bulan						
	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
momentum	1,830	7	0,110	0,18142	-0,0530	0,4159

Lampiran 7

Abnormal Return Portofolio _Winner_ dan _Loser_ Metode _Equal_ dan _Value-Weighted_ Formasi dan Observasi 1 Bulan

No.	winner E-W	loser E-W	WML E-W	winner V-W	loser V-W	WML V-W
1	0,029	0,006	0,023	0,017	0,030	-0,013
2	-0,027	-0,017	-0,010	-0,024	-0,012	-0,011
3	0,024	-0,065	0,089	0,087	-0,024	0,110
4	0,004	-0,025	0,029	0,014	-0,056	0,070
5	0,026	0,082	-0,056	0,063	0,059	0,004
6	0,023	0,028	-0,005	-0,008	-0,011	0,003
7	-0,045	0,051	-0,096	-0,055	0,010	-0,065
8	-0,037	0,037	-0,073	-0,029	-0,001	-0,028
9	0,080	-0,018	0,098	0,089	-0,027	0,116
10	-0,026	-0,014	-0,013	-0,003	-0,037	0,034
11	0,001	-0,012	0,013	0,018	0,000	0,017
12	-0,048	-0,005	-0,042	-0,031	0,027	-0,058
13	-0,042	0,006	-0,048	-0,035	-0,022	-0,013
14	0,060	0,008	0,052	-0,001	0,005	-0,006
15	-0,036	-0,031	-0,005	-0,013	-0,004	-0,009
16	0,052	-0,043	0,095	0,032	-0,044	0,076
17	-0,019	0,094	-0,113	0,006	0,155	-0,149
18	0,013	0,021	-0,008	0,012	0,018	-0,006
19	0,015	-0,027	0,042	0,051	0,005	0,046
20	-0,038	0,061	-0,099	-0,047	0,089	-0,135
21	-0,082	0,076	-0,158	-0,068	0,083	-0,150
22	-0,042	0,004	-0,046	-0,012	0,043	-0,054
23	0,046	0,027	0,019	0,010	-0,037	0,047
24	-0,005	0,056	-0,061	-0,022	0,032	-0,054
25	0,019	-0,032	0,052	0,009	-0,009	0,018
26	-0,002	0,024	-0,026	-0,032	0,106	-0,139
27	-0,031	-0,061	0,030	-0,053	-0,082	0,030
28	0,040	0,050	-0,010	0,071	-0,040	0,112
29	-0,025	-0,018	-0,007	-0,045	0,000	-0,045
30	-0,007	-0,097	0,090	-0,003	-0,113	0,110

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

31	0,038	-0,007	0,045	-0,034	-0,018	-0,016
32	-0,013	-0,021	0,008	-0,030	-0,016	-0,014
33	0,090	-0,011	0,101	0,013	0,023	-0,010
34	-0,027	0,115	-0,143	-0,024	0,112	-0,137
35	0,053	0,065	-0,012	0,052	0,035	0,017
36	0,067	-0,034	0,101	0,023	-0,007	0,030
37	0,056	-0,129	0,185	0,068	-0,155	0,223
38	0,008	-0,112	0,120	0,001	-0,082	0,083
39	0,048	0,013	0,035	0,045	-0,034	0,079
40	-0,036	0,085	-0,121	0,000	0,055	-0,055
41	-0,027	0,080	-0,107	0,044	-0,083	0,127
42	-0,037	0,155	-0,192	-0,004	-0,024	0,020
43	-0,096	0,019	-0,115	-0,073	0,004	-0,077
44	-0,042	0,114	-0,156	-0,021	0,107	-0,127
45	0,045	0,065	-0,019	-0,025	-0,003	-0,022
46	-0,006	-0,030	0,024	0,023	-0,024	0,047
47	-0,074	-0,023	-0,051	-0,059	0,008	-0,068
48	0,011	0,091	-0,081	-0,008	0,081	-0,089
49	0,021	0,028	-0,007	0,015	0,020	-0,005
50	0,009	0,010	-0,001	0,000	-0,004	0,004
51	0,081	-0,009	0,090	-0,003	0,001	-0,004
52	-0,016	0,009	-0,025	-0,018	0,045	-0,063
53	-0,039	0,041	-0,080	-0,016	0,024	-0,040
54	0,007	-0,008	0,016	-0,023	-0,009	-0,014
55	0,001	-0,048	0,050	0,010	-0,071	0,081
56	-0,036	0,057	-0,093	-0,047	0,054	-0,101
57	0,033	-0,060	0,093	0,030	-0,017	0,047
58	-0,021	-0,085	0,064	0,010	-0,070	0,080
59	0,063	0,064	-0,001	0,048	0,042	0,006
60	0,034	0,001	0,033	0,002	0,007	-0,004
61	-0,061	-0,004	-0,057	-0,045	-0,005	-0,040
62	0,037	0,019	0,018	0,021	-0,007	0,027
63	-0,035	0,082	-0,117	-0,032	0,035	-0,068
64	-0,001	-0,024	0,023	0,057	-0,020	0,077
65	-0,011	0,030	-0,040	-0,010	0,033	-0,043

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

66	0,023	-0,025	0,048	0,046	-0,024	0,070
67	-0,065	0,114	-0,179	-0,050	0,069	-0,120
68	-0,027	0,069	-0,096	-0,018	0,052	-0,070
69	-0,041	-0,017	-0,023	-0,043	0,037	-0,080
70	-0,026	-0,067	0,041	0,003	-0,049	0,052
71	-0,032	-0,006	-0,026	-0,068	0,022	-0,090
72	-0,040	0,003	-0,043	-0,034	-0,002	-0,032
73	-0,009	0,001	-0,010	-0,037	0,004	-0,042
74	-0,051	-0,037	-0,014	-0,043	-0,012	-0,030
75	-0,034	-0,003	-0,032	0,029	-0,017	0,046
76	0,026	0,040	-0,014	0,024	0,012	0,012
77	0,005	0,060	-0,055	-0,002	0,011	-0,014
78	-0,044	0,037	-0,081	-0,060	0,033	-0,093
79	-0,051	0,003	-0,054	-0,047	0,011	-0,059
80	-0,007	-0,027	0,020	-0,039	-0,028	-0,011
81	0,140	0,078	0,062	0,109	0,094	0,016
82	0,081	-0,014	0,095	0,001	0,001	0,001
83	-0,001	-0,004	0,002	-0,017	0,053	-0,070
84	-0,023	0,006	-0,029	0,001	0,019	-0,018
85	-0,030	-0,059	0,030	-0,020	-0,063	0,043
86	0,001	-0,056	0,056	0,012	-0,055	0,066
87	-0,019	0,018	-0,037	0,002	0,022	-0,021
88	-0,029	-0,019	-0,010	-0,016	-0,009	-0,007
89	0,051	0,079	-0,028	0,028	0,085	-0,057
90	0,062	-0,043	0,105	0,034	-0,031	0,065
91	-0,026	-0,161	0,135	-0,014	-0,169	0,155
92	0,036	0,141	-0,105	0,043	0,127	-0,085
93	-0,022	-0,026	0,004	-0,016	0,033	-0,049
94	-0,034	-0,058	0,024	-0,012	-0,093	0,081
95	0,060	0,097	-0,037	-0,021	0,109	-0,130
96	-0,004	0,042	-0,046	-0,015	0,022	-0,038
97	-0,024	-0,027	0,003	-0,015	-0,014	-0,001
98	-0,010	0,019	-0,029	-0,014	-0,008	-0,006
99	0,126	0,027	0,099	0,012	0,010	0,002
100	-0,048	-0,001	-0,047	0,003	0,054	-0,050
101	0,043	0,069	-0,026	-0,010	-0,097	0,087

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

102	-0,021	-0,007	-0,014	-0,014	-0,004	-0,010
103	0,045	-0,026	0,071	0,028	-0,032	0,060
104	-0,018	-0,059	0,041	-0,006	-0,001	-0,005
105	0,000	0,079	-0,080	-0,007	-0,058	0,051
106	-0,046	0,019	-0,065	-0,065	-0,010	-0,055
107	0,093	0,071	0,022	0,044	-0,004	0,047
AVG	**0,0005**	**0,0096**	**-0,0092**	**-0,0028**	**0,0026**	**-0,0054**

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA

Lampiran 8

***Abnormal Return* Portofolio *Winner* dan *Loser* Metode *Equal* dan *Value-Weighted* Formasi dan Observasi 3 Bulan.**

N0	winner E-W	loser E-W	WML E-W	winner V-W	loser V-W	WML V-W
1	0,08127599	0,00624082	0,075035166	0,149082434	0,05156716	0,09751528
2	-0,02173463	0,09209551	-0,11383014	-0,04067216	0,07673521	-0,11740737
3	0,056412834	-0,03244953	0,088862366	0,01375929	-0,0356228	0,04938204
4	-0,00231876	0,00524775	-0,00756651	-0,05024022	-0,0214822	-0,02875804
5	0,038105376	-0,04057089	0,078676268	0,188088403	0,01394534	0,17414306
6	0,024509774	-0,02123915	0,045748927	0,030078511	0,01821386	0,01186465
7	0,026259333	0,02243119	0,003828145	0,053197656	-0,1362789	0,18947655
8	-0,02000004	0,07863664	-0,09863668	-0,04778781	0,1183268	-0,16611461
9	0,052385034	-0,03909634	0,091481373	0,225791378	0,13256533	0,09322605
10	-0,02022229	-0,01049901	-0,00972327	0,008630155	-0,0724555	0,08108561

11	0,142363053	0,08108841	0,061274639	-0,00193142	0,10595989	-0,10789132
12	0,095827307	-0,05769295	0,153520259	0,045817861	-0,1134382	0,1592561
13	-0,02860996	-0,18165812	0,153048165	0,021894908	-0,1360352	0,15793011
14	-0,03717928	0,25373395	-0,29091323	-0,03760333	0,25002509	-0,28762842
15	-0,09376386	-0,02631224	-0,06745162	-0,05493768	-0,0131275	-0,04181015
16	0,022622763	0,03208201	-0,00945924	-0,02613084	0,06414819	-0,09027903
17	-0,10007081	0,04680985	-0,14688065	-0,03838166	0,10020883	-0,13859049
18	0,049133231	0,02721263	0,021920603	0,042154205	0,01790032	0,02425389
19	-0,03016447	6,4616E-05	-0,03022909	-0,02028869	0,06318662	-0,08347531
20	0,031644286	-0,11549452	0,147138806	0,02057555	-0,1125218	0,13309731
21	0,035725644	-0,06103643	0,096762073	-0,00270359	-0,0404283	0,03772469
22	0,006170812	-0,0320907	0,038261515	-0,0242165	0,00840309	-0,0326196
23	-0,0257202	-0,1774452	0,151724998	-0,01070431	-0,1941849	0,18348057
24	-0,05214193	0,0345224	-0,08666433	-0,02334773	0,02186819	-0,04521591
25	0,150642951	-0,00503918	0,15568213	0,023409913	-0,0710765	0,09448643
26	-0,00057555	-0,00520239	0,00462684	-0,06076496	-0,0097417	-0,05102326
27	0,097153797	0,09827694	-0,00112314	0,046374092	0,11962391	-0,07324982
28	-0,07750418	-0,02994381	-0,04756037	-0,0407584	-0,0614661	0,02070775
29	0,065374648	-0,03134081	0,096715461	0,01506903	-0,0232326	0,03830168
30	0,009550229	0,00952123	2,89937E-05	-0,04770389	0,02500796	-0,07271185
31	-0,05351876	0,10666721	-0,16018597	-0,00480235	-0,0242606	0,01945821
32	-0,03497981	0,02065279	-0,05563261	-0,06403493	0,06227005	-0,12630498
33	0,092924742	-0,00610059	0,099025334	0,052886788	0,01347988	0,03940691
34	-0,15894104	-0,04851579	-0,11042525	-0,11922636	0,07141989	-0,19064625
35	0,048829744	0,28996971	-0,24113997	-0,0398761	0,18994533	-0,22982143
AVG	**0,010556171**	**0,00810074**	**0,002455429**	**0,005162778**	**0,01312709**	**-0,00796431**

Lampiran 9

Abnormal Return Portofolio *Winner* dan *Loser* dengan Metode *Equal* dan *Value-Weighted* Formasi dan Observasi 6 Bulan

No	winner E-W	loser E-W	WML E-W	winner V-W	loser V-W	WML V-W
1	0,018933896	0,1526951	-0,1337612	-0,03014897	0,11342947	-0,1435784
2	0,000444477	-0,0469509	0,04739543	-0,03884064	-0,0324423	-0,0063983
3	0,083839265	0,0201307	0,06370853	0,17314595	0,15604057	0,01710538
4	0,130024044	0,0606812	0,06934283	0,152010002	-0,0490216	0,20103165
5	0,021318707	0,0720556	-0,0507369	-0,02973519	-0,0706197	0,04088451
6	0,157783848	-0,1264101	0,28419391	0,139120648	0,17273223	-0,0336116
7	-0,030072344	0,2033363	-0,2334087	-0,05168743	0,27350238	-0,3251898
8	0,069971144	0,0197737	0,05019743	0,068922177	0,09940685	-0,0304847
9	-0,135033057	0,1246757	-0,2597088	-0,16094604	0,08914765	-0,2500937
10	-0,044888702	-0,1202888	0,0754001	-0,03543702	-0,0492523	0,01381531
11	0,059042575	-0,0245457	0,0835883	0,058867801	0,06363125	-0,0047635
12	-0,106339204	0,1675137	-0,2738529	0,019241286	0,16871339	-0,1494721
13	0,115061969	0,0303888	0,08467319	0,003073834	0,0091987	-0,0061249
14	0,006718709	-0,0502941	0,05701277	-0,00636897	-0,0549456	0,04857661
15	-0,002698989	0,0020981	-0,0047971	-0,04311741	0,04594925	-0,0890667
16	0,236883811	-0,0001785	0,23706228	0,163891183	0,06826964	0,09562154
17	-0,063244893	0,2776929	-0,3409377	-0,02009501	0,37556896	-0,395664
AVR	**0,030455603**	**0,0448455**	**-0,0143899**	**0,021288012**	**0,08113581**	**-0,0598478**

Lampiran 10

Abnormal Return Portofolio *Winner* dan *Loser* Metode *Equal* dan *Value-Weighted* Formasi dan Observasi 12 Bulan

No	winner E-W	loser E-W	WML E-W	winner V-W	loser V-W	WML V-W
1	0,096	0,018	0,078	0,453	0,049	0,405
2	0,173	-0,137	0,311	0,070	-0,174	0,243
3	0,173	-0,199	0,372	0,259	-0,150	0,409
4	0,108	-0,032	0,140	0,106	-0,152	0,258
5	-0,072	-0,152	0,080	-0,033	-0,045	0,012
6	-0,071	0,560	-0,631	0,027	0,395	-0,368
7	0,266	-0,240	0,505	0,273	-0,196	0,470
8	0,006	-0,088	0,093	-0,038	-0,061	0,023
Avg	**0,085**	**-0,034**	**0,118**	**0,140**	**-0,042**	**0,181**

UNIVERSITAS ANDALAS
UNTUK KEDJAJAAN BANGSA