

FENOMENA *CONTRARIAN* PADA *EARNING SURPRISE* DI BURSA

EFEK INDONESIA (BEI)

JURNAL



Ditulis oleh :

Nama : Dhio Hilmy Rizky R
NIM : 14311401
Jurusan : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2018

HALAMAN PENGESAHAN JURNAL

Fenomena *Contrarian* Pada *Earning Surprise* di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Nama : Dhio Hilmy Rizky Ramadhan

Nomor Mahasiswa : 14311401

Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 24 Oktober 2018

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,

Abdur Rafik, S.E., M.Sc.

Fenomena *Contrarian* Pada *Earning Surprise* di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Dhio Hilmy Rizky Ramadhan

dhiohrr@gmail.com

ABSTRACT

Contrarian or price reverseal phenomenon is anomalies caused by the result of overreaction investor behavior to the annual earning announcement, whether positive Earning Surprise or negative Earning Surprise.

This study aims to examine Contrarian or price reverseal phenomenon in the Indonesia Stock Ehxchange that caused by overreaction behavior from the investor. The data used in this study consists of secondary data wich is stock price data during 2008-2016 on 90 companies that joined in the LQ45 index in Indonesia Stock Exchange. This study used two model approach, wich is market model, and market adjusted. The results of this study shows that Contrarian phenomenon confirmed after the investor overreaction behavior occur to the graph on the market model. While using market adjusted approach there is no significant Contrarian phenomenon on the graphic, although the result of t-statistic show a significant result.

Keyword: *Contrarian Phenomenon, Overreaction, Earning Surprise, Market Model, Market Adjusted*

ABSTRAK

Fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) merupakan sebuah anomali yang muncul akibat dari adanya perilaku investor yang berlebihan atau *overreaction*, salah satunya respon dalam menanggapi *Earning Surprise* baik positif maupun negatif yang terkandung pelaporan tahunan keuangan perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah terdapat fenomena *Contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) terkait dengan fenomena *overreaction* yang terjadi pada Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa harga saham selama 2008-2016 pada 90 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Penelitian ini menggunakan dua model pendekatan yaitu *market model*, dan *market adjusted*. Hasil penelitian menemukan bahwa fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) terkonfirmasi setelah adanya fenomena *overreaction* pada Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan grafik *market model*. Sedangkan dengan menggunakan *market adjusted* tidak terlihat fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) secara signifikan yang terlihat pada grafik, meskipun hasil t-statistiknya menunjukkan hasil yang signifikan.

Kata kunci: *Fenomena Contrarian, Overreaction, Earning Surprise, Market Model, Market Adjusted*

1. PENDAHULUAN

Investasi dapat didefinisikan sebagai kegiatan menempatkan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Pada umumnya investasi dapat dibagi menjadi 2 yaitu investasi pada *financial assets* seperti deposito, surat berharga, saham, obligasi, dan waran, lalu ada investasi pada *real assets* seperti pendirian pabrik dan pembukaan lahan perkebunan.

Dalam upaya pengoptimalan keuntungan, sering sekali investor tidak dapat mendapatkan keuntungan abnormal melebihi rata-rata pasar. Hal ini berkaitan erat dengan teori penting dalam literatur yang sering disebut dengan hipotesis pasar efisien. Hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa harga saham akan selalu merefleksikan semua informasi yang tersedia di pasar, baik yang sifatnya publik ataupun privat. Implikasinya, tidak akan ada satupun investor yang akan mampu memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan semua informasi yang tersedia (Fama, 1970).

Namun terdapat perdebatan mengenai hipotesis pasar efisien ini telah menjadi topik yang diperdebatkan cukup lama di literatur keuangan. Perdebatan ini terjadi terutama disebabkan karena adanya bukti empiris yang ditemukan banyak peneliti tentang beberapa hal yang bertentangan dengan asumsi-asumsi dasar hipotesis pasar efisien, yang disebut dengan anomali pasar efisien.

Terdapat hal-hal menarik yang terjadi mengenai fenomena *Earning Surprise* yang terkandung didalam anomali akuntansi untuk dibahas lebih

dalam lagi. *Earning Surprise* merupakan kejadian dimana ekspektasi atau harapan mereka terhadap *Earning* yang didapatkan suatu perusahaan tidak sesuai dengan realitanya yang juga sering disebut dengan *Earning Surprise*. Isu mengenai *Earning Surprise* tidak hanya menjadi hal yang di perhatikan para pemegang saham, namun juga menjadi perhatian penting bagi perusahaan dimana perusahaan bekerja dengan keras untuk menghasilkan *earning* positif untuk menghindari kekecewaan para pemegang saham, serta untuk mempertahankan reputasi perusahaan tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Bartov, Givoly, & Hayn, (2002); Kasznik & McNichols, (2002) menemukan bahwa terdapat pergerakan harga saham yang mengikuti terjadinya fenomena *earning surprise* terhadap pengumuman kuartal yang di keluarkan oleh perusahaan. Skinner & Sloan (2002) juga berpendapat bahwa harga saham akan merangkak naik ketika pengumuman bersifat positif, dan begitu juga sebaliknya disaat pengumuman bersifat negatif, maka akan diikuti oleh penurunan harga saham seperti yang di khawatirkan oleh pihak perusahaan. Brown (2001) juga telah melakukan penelitian yang berfokus pada pengumuman profitabilitas dengan reaksi pasar. Penelitian yang mereka lakukan menemukan bahwa terdapat perbedaan ekspektasi dan realita yang terkandung dalam *earning* aktual berbeda dengan *earning* yang diharapkan ketika perusahaan mengeluarkan laporan keuangan tahunannya sehingga hal ini akan menyebabkan pasar akan bereaksi. Reaksi yang terjadi akan tercermin dari adanya pergerakan harga saham disekitar tanggal

pengumuman profitabilitas perusahaan. Harga saham cenderung meningkat apabila *earning* aktual lebih tinggi dari *earning* yang telah diestimasi oleh para investor sebelumnya.

Pada saat terjadi *earning surprise*, terdapat pula fenomena *overreaction* yang menyertainya, di sebabkan oleh banyaknya investor yang panik ketika *earning announcement* dikeluarkan oleh perusahaan. Selanjutnya ketika terjadi *overreaction*, terdapat pula fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) yang muncul sebagai konsekuensi logis dari fenomena *overreaction* yang terjadi di pasar. Implikasinya, harga bergerak naik (turun) dalam jangka pendek melebihi nilai wajarnya dan berbalik arah dalam jangka panjang. Beberapa peneliti beranggapan bahwa fenomena *overreaction* merupakan penyebab dari ketidakefisienan pasar yang disebabkan oleh informasi asimetris, yaitu kondisi dimana sebagian investor memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh investor lainnya (Dhankar dan Maheshwari, 2011; Jaryono dan Widiastuti, 2011).

Kusumawardhai (2001) menyatakan bahwa pembalikan harga (*price reverseal*) atau fenomena *contrarian* merupakan kejadian dimana terdapat perubahan harga saham dan diikuti oleh perubahan kembali harga saham ke arah yang berlawanan. Kenaikan harga secara signifikan akan diikuti dengan penurunan harga pada periode selanjutnya akibat *overreaction*. Hal ini menunjukkan bahwa pasar dalam kondisi yang tidak efisien. Apabila pernyataan tersebut benar, maka strategi *contrarian* juga dapat diterapkan yaitu dengan membeli saham yang baru saja berkinerja buruk dan menjual

saat kinerjanya baik. Zarowin (1990), Choi dan Jayaraman (2005), Leung (2009) dan Yull dan Kirmizi (2012) merupakan beberapa peneliti yang mengemukakan bahwa saham-saham yang memiliki kinerja buruk akan berubah menjadi baik pada periode berikutnya, dimana fenomena pembalikan ini berlawanan dengan karakteristik pasar modal efisien.

Adanya fenomena *overreaction* ini menjadi penyebab terjadinya anomali *winner- loser*, yaitu saham yang pada awalnya memperoleh tingkat *return* positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode selanjutnya. Investor yang menyadari adanya *overreaction* ini akan mengambil keuntungan dengan menerapkan strategi *contraian* yang pada intinya dinamakan strategi “beli rendah jual tinggi” (Spyrou *et al.* 2007).

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pembalikan *return* yang disebabkan oleh anomali *winner-losers*. Penelitian DeBond dan Thaler (1985) menunjukkan bahwa saham-saham yang pada awalnya memberikan tingkat *return* yang positif (*winner*) atau negatif (*loser*) mengalami pembalikan (*reversal*). Pembalikan *return* tersebut terjadi pada periode di atas tiga sampai lima tahun dengan memperoleh *abnormal return* yang signifikan sampai 15% per tahun di pasar modal Amerika Serikat. Hal ini menjelaskan bahwa profitabilitas strategi *contrarian* erat kaitannya dengan pembalikan harga. Dalam penelitian lain, Spyrou *et al* (2007) mengemukakan bahwa profit dari strategi *kontrarian* juga disebabkan

karena optimisme dan pesimisme berlebihan investor terhadap informasi yang diterimanya.

2. KAJIAN PUSTAKA

Dalam perkembangannya, teori keuangan perusahaan dalam pasar modal selama beberapa dekade terakhir berkembang dengan sangat pesat. Salah satu terobosan pemikiran yang mungkin paling terkenal adalah dikemukakannya Hipotesis Pasar Efisien atau yang lebih dikenal dengan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) oleh Fama (1970). Hipotesis Pasar yang Efisien menyatakan bahwa pasar yang efisien apabila harga-harga yang terbentuk dalam pasar merefleksikan keseluruhan dari semua informasi yang beredar di pasar sehingga tidak ada satupun investor yang mampu memperoleh *abnormal return* dari informasi yang dimiliki Fama (1970). Informasi yang dimaksud adalah informasi yang berasal dari masa lalu, masa kini, maupun informasi yang bersifat opini atau pendapat rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi pergerakan harga (Tandelilin, 2010).

Dalam membahas pasar efisien, maka terdapat juga hal yang bertolak belakang mengenai adanya ketidak-teraturan atau dikenal dengan istilah anomali terkait dengan hipotesis pasar efisien. Meskipun hipotesis pasar efisien telah diterima dalam literatur keuangan dan banyak hasil penelitian yang mengemukakan bukti-bukti empiris yang mendukung konsep pasar modal yang efisien, akan tetapi Laffont dan Maskin (1990) dan Fama (1998) telah berhasil memberikan bukti empiris yang mendukung

keberadaan dan eksistensi dari pasar efisien. Anomali sendiri merupakan salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar modal. Dalam anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada dengan anggapan bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan investor untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada saat ini, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien. Didalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*) (Levy, 1996).

Salah satu parameter yang paling sering digunakan investor untuk mengukur peningkatan atau penurunan kinerja perusahaan adalah *earning* yang dihasilkan perusahaan. *Earning* sendiri merupakan indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja operasional perusahaan. Informasi tentang *earning* dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan atau kegagalan bisnis dalam mencapai tujuan operasi yang telah ditetapkan (Parawiyati, 1996).

Didalam pelaporan keuangan perusahaan, *earning* yang didapat perusahaan memiliki kemungkinan adanya perbedaan antara nilai *earning*

forecast dengan nilai *earning announcement*. Adanya perbedaan tersebut yang disebut sebagai *Earning Surprise*. *Earning Surprise* sendiri terbagi menjadi 2 yaitu:

a. *Positive Earning surprise*

Positive earning surprise merupakan kondisi *earnings*, dimana nilai *earning forecast* lebih rendah daripada nilai *earning announcement*. Dalam kondisi ini, umumnya harga saham akan mengalami peningkatan. Peningkatan pada harga saham, tentunya akan berimbas pada kenaikan return dari saham tersebut.

b. *Negative Earning surprise*

Negative earning surprise merupakan kondisi *earnings*, dimana nilai *earning forecast* lebih tinggi daripada nilai *earning announcement*. Dalam kondisi ini, umumnya harga saham akan mengalami penurunan. Penurunan pada harga saham, tentunya akan berimbas pada penurunan return dari saham tersebut.

Salah satu bentuk anomali pasar yang menarik dan berkaitan dengan *market overreaction* adalah anomali *winner-loser*. Adanya *overreaction* merupakan implikasi dari adanya kondisi pasar yang tidak efisien. Artinya harga saham yang terbentuk tidak selalu mencerminkan estimasi terbaik dari nilai sesungguhnya. Anomali *winner-loser* terjadi karena reaksi irrasional investor terhadap informasi yang diterima, dimana investor cenderung memberikan respon terlalu positif untuk informasi yang baik (*good news*) dan respon terlalu negatif saat menerima informasi yang buruk (*bad news*).

Akibatnya, para investor cenderung menjual saham-saham yang terkena dampak informasi buruk dan membeli saham-saham yang mendapat informasi baik. Apabila fenomena ini terjadi, maka saham-saham yang berada pada posisi portofolio *loser* pada satu waktu akan mengalami pembalikan return ke arah positif pada periode berikutnya, sebaliknya saham-saham pada portofolio *winner* akan mengalami pembalikan return ke arah negatif pada periode berikutnya. Rentang waktu dari munculnya informasi serta reaksi berlebihan investor terhadap informasi hingga terjadi pembalikan harga ke nilai fundamental saham ini bisa dimanfaatkan investor untuk memperoleh *abnormal return* dengan menerapkan strategi *contrarian*.

Ketika sedang membahas fenomena *overreaction* maka tidak akan terlepas dari fenomena *contrarian* atau pembalikan (*price reverseal*) yang akan menyertadi fenomena *overreaction*, pembalikan harga merupakan perubahan harga saham karena investor melakukan kesalahan dalam menetapkan harga saham (Santosa, 2010). Fenomena pembalikan atau *contrarian* terjadi ketika harga saham bergerak secara signifikan menjauhi nilai intrinsiknya. Saham yang telah mengalami kenaikan ataupun penurunan harga akan terus mengalami hal tersebut meskipun tidak adanya informasi baru yang dapat mempengaruhi harga saham. Kenaikan dan penurunan harga saham tersebut akan berhenti dan diikuti oleh pembalikan harga (*price reverseal*) akibat adanya koreksi harga yang dilakukan oleh investor. Hal tersebut di atas menunjukkan bahwa harga saham tidak selalu

mencerminkan nilai intrinsik perusahaan sehingga investor akan dapat memperoleh *abnormal return* dari kondisi pasar tersebut. Terdapat faktor psikologis yang mendorong investor salah dalam memprediksi harga saham pada saham-saham yang relatif sulit untuk di perkirakan seperti saham perusahaan kecil ataupun perusahaan yang rawan terhadap kondisi eksternal. Keberhasilan investor dalam memprediksi harga dalam waktu tertentu dapat menimbulkan *overconfidence* yang mendorong investor untuk melakukan strategi *contrarian* (Yull & Krimiz, 2012).

2.1 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian mengenai fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) dalam kaitannya dengan fenomena *overreaction* salah satunya telah dilakukan oleh Kusumawardhani (2001). Hasil penelitiannya menemukan bahwa *overreaction* hanya terjadi pada saham *loser* dengan periode pembalikan selama 5 hari. Hasil tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Yull dan Kirmizi (2012) terhadap saham yang diperdagangkan pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2010 menemukan terjadinya fenomena pembalikan harga saham *loser* dengan waktu yang lebih singkat yaitu selama 2 hari.

Dinawan (2007) melakukan penelitian dengan menguji adanya *overreaction* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2010, menunjukkan bahwa pembalikan harga (*price reverseal*) atau fenomena *contrarian* terjadi pada saham *winner* maupun *loser*. Pembalikan harga terjadi karena adanya reaksi yang berlebihan dari investor itu sendiri.

Dimana ditemukan bahwa derajat *overreaction* pada saham *winner* ditemukan lebih besar dibandingkan dengan *loser* yang berimbas pada pembalikan harga saham *winner* lebih lama dibandingkan dengan saham *loser*.

Sukmawati dan Hermawan (2003) melakukan penelitian mengenai hipotesis *overreaction* dengan membentuk enam portofolio yang terdiri dari tiga portofolio *loser* dan tiga portofolio *winner*, dimana menguji keberadaan reaksi berlebihan investor apakah pola portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*. Mereka menemukan bahwa terbukti jika portofolio *loser* dapat mengungguli portofolio *winner* dan terjadi dalam waktu terpisah selama beberapa tahun.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dari peneliti adalah:

H1: Terdapat fenomena *contrarian* atau pembalikan disaat perusahaan mengeluarkan laporan keuangan.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar pada LQ-45 di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2016. Sementara sampel diperoleh dengan menggunakan teknik *purposive sampling*.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang sudah ada dan peneliti dapat mengaksesnya atau memperolehnya secara langsung melalui sumber-sumber yang telah tersedia. Berupa data runtun waktu (*time series*) dengan skala harian dari harga penutupan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Untuk

memperoleh data yang dibutuhkan, peneliti menggunakan sumber data yang diperoleh dari website www.idx.co.id, Stockbit, Yahoo Finance, dan Web resmi dari masing-masing perusahaan yang terdaftar di LQ-45 pada tahun 2008-2016.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Dekripsi Sampel

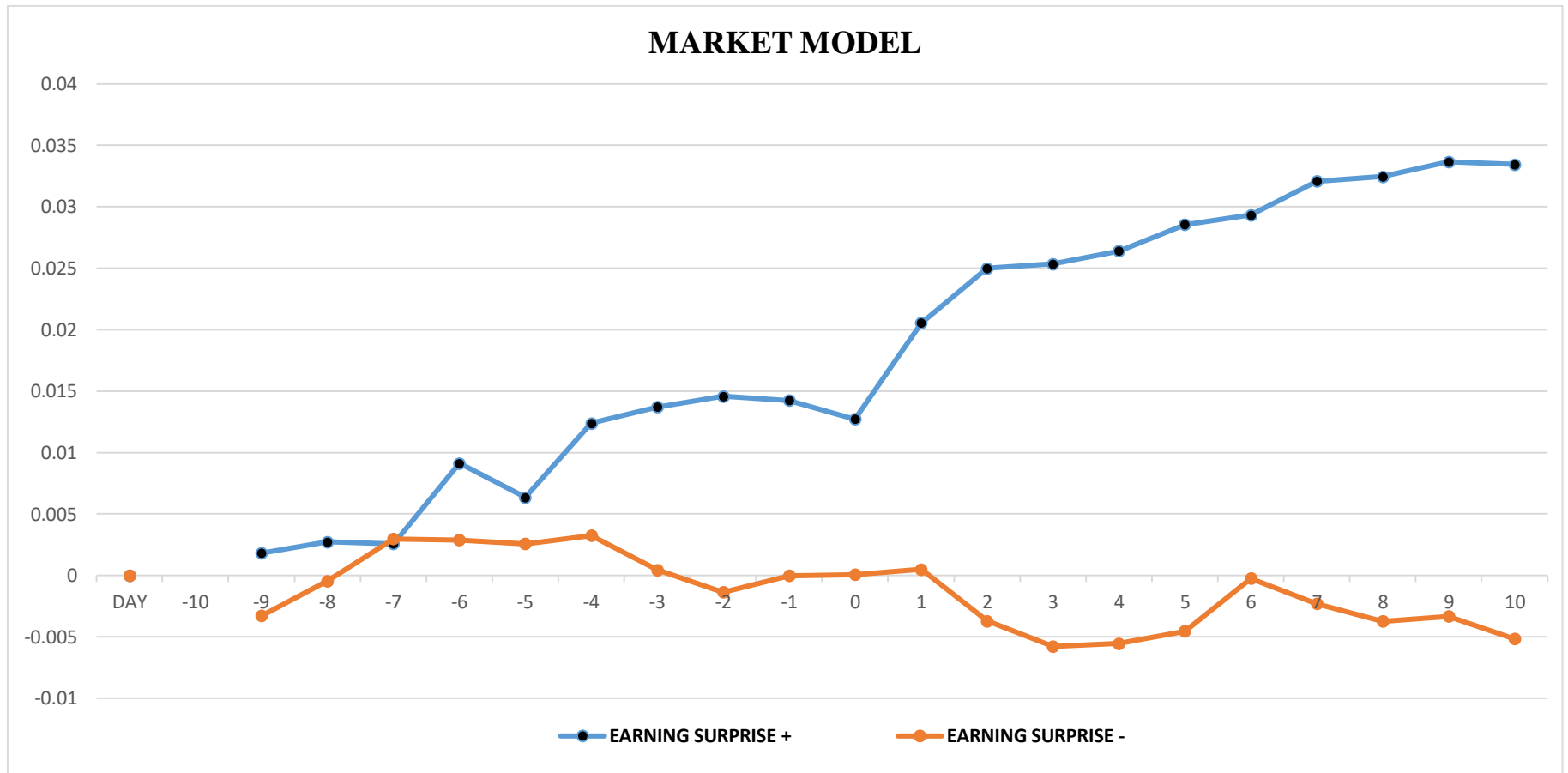
Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 pada tahun 2008 sampai 2016 dan merupakan perusahaan yang aktif diperdagangkan hingga saat ini. Sehingga, sampel yang masuk dalam kriteria teknik *purposive sampling* sebanyak 558 sampel, yang terdiri dari 90 perusahaan..

4.2 Statistik Deskriptif

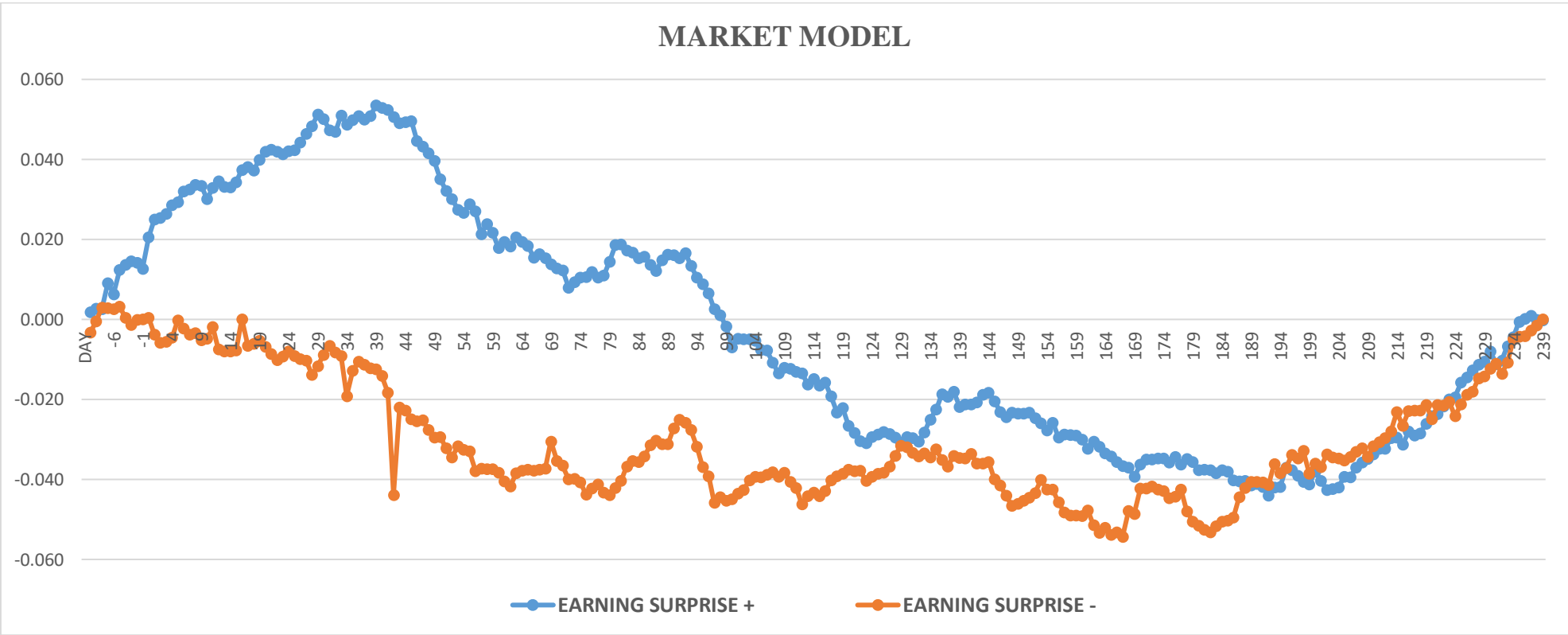
Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan deskripsi atas variabel-variabel penelitian secara statistik. Statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai rata-rata (mean), median, maksimum, minimum dan standar deviasi. Peneliti melakukan pembagian jenis portofolio saham menjadi *earning surprise* positif dan *earning surprise* negatif dengan melihat *abnormal return* perusahaan melalui selisih *earning* yang dihasilkan pada tahun t dengan $t-1$. Selanjutnya peneliti menggunakan dua model penelitian yaitu *market adjusted* dan *market model* untuk melihat terdapat terdapat atau tidaknya fenomena *contrarian* atau pembalikan (*price reverseal*) pada Bursa Efek Indonesia.

4.3 Hasil Pengujian Hipotesis

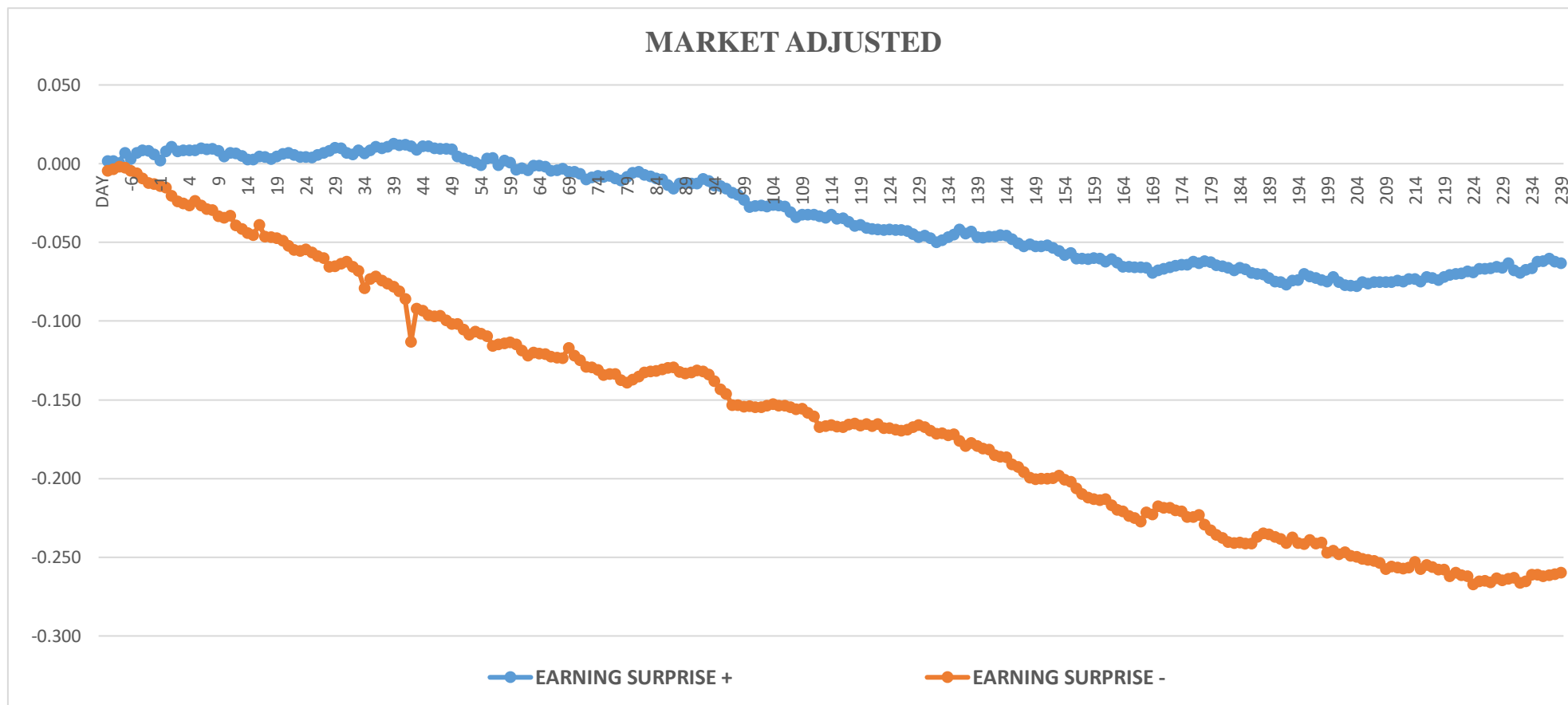
4.1 ACAR Menggunakan Market Model Pada t-10 Hingga t+10



Gambar 4.2 ACAR Menggunakan Market Model



Gambar 4.3 ACAR Menggunakan Market Adjusted



Gambar 4.1 di atas menggunakan *market model* secara rinci menunjukkan pergerakan *abnormal return* pada t-10 sebelum pengumuman laporan keuangan hingga t+10 setelah laporan keuangan, dapat dilihat bahwa terdapat fenomena *overreaction* dari para investor terutama pada *earning surprise* positif dimana pada t-10 hingga pada hari pengumuman laporan keuangan tidak ditemukannya lonjakan *abnormal return* yang signifikan, selanjutnya dimulai pada t+1 hingga t+10 dapat dilihat terdapat lonjakan dari nilai ACAR pada portofolio *earning surprise* positif. Sedangkan pada portofolio *earning surprise* negatif grafik menunjukkan pergerakan yang tidak signifikan terhadap pelaporan laporan keuangan *earning surprise* negatif.

Selanjutnya berdasarkan gambar 4.2 diatas dengan menggunakan market model, peneliti menemukan bahwa pada portofolio *earning surprise* positif, terdapat perilaku berlebihan investor atau *overreaction* pada saat perusahaan mengeluarkan laporan keuangan yang sifatnya positif, dapat dilihat bahwa terjadi lonjakan yang signifikan dimulai pada hari ke 1 setelah laporan keuangan di keluarkan jika dibandingkan dengan sebelum laporan keuangan tahunan di umumkan. Kenaikan yang signifikan tersebut terus berlanjut hingga hari ke 40 setelah laporan keuangan di keluarkan sebagai puncaknya. Fenomena *contrarian* terjadi pada saat bulan ke 2 atau lebih tepatnya dimulai pada hari ke 45, dimana terjadi pembalikan harga saham akibat peristiwa *overreaction* para investor, pada rentan hari ke 80 sampai 90 dapat terlihat kembali terjadi peningkatan walaupun tidak signifikan, dan kembali terjadi pembalikan yang terus berlanjut hingga pada hari ke-206 terjadi kenaikan

Pada gambar 4.2 juga terdapat grafik portofolio *earning surprise* negatif, dimana juga terdapat hal yang serupa ketika perusahaan mengeluarkan laporan keuangan tahunan, maka hal tersebut diiringi dengan peristiwa *overreaction* dari para investor yang cenderung menjual sahamnya karena mendapati portofolionya negatif, dapat dilihat terjadi penurunan *return* yang berkelanjutan dimulai pada hari ke 20 atau pada rentan bulan ke 1, penurunan ini terus berlanjut hingga pada hari ke 80 terlihat ada kenaikan walaupun tidak signifikan, dan pada hari ke 90 kembali terjadi penurunan. Fenomena *contrarian* terlihat memasuki bulan ke 4 atau tepatnya pada hari ke 100 dimana terjadi pembalikan yang berkelanjutan hingga hari ke 240, walaupun pada beberapa hari terlihat pola penurunan namun secara garis besar grafik tersebut menggambarkan pembalikan atau fenomena *contrarian* hingga pada ahir hari periode pengamatan dilakukan.

Berbeda dengan gambar 4.2, berdasarkan gambar 4.3 diatas dengan menggunakan *market adjusted*, peneliti menemukan bahwa pada portofolio *earning surprise* positif, sesaat setelah pengumuman laporan keuangan dikeluarkan grafik menunjukkan adanya kenaikan *return* walaupun tidak tampak signifikan, dimana fenomena *contrarian* terlihat pada bulan ke 2 tepatnya hari ke 45 dimana terjadi pembalikan yang berkelanjutan hingga ahir hari periode pengamatan yang dilakukan oleh peneliti.

Pada portofolio *earning surprise* negatif dengan menggunakan *market adjusted* terlihat adanya reaksi investor yang menyertai pada saat laporan keuangan perusahaan dikeluarkan, dapat dilihat bahwa grafik menunjukkan penurunan berkala dimulai pada hari ke 1 setelah laporan keuangan di keluarkan yang terus

turun secara berkelanjutan hingga pada hari ke 240 pada periode pengamatan yang dilakukan oleh peneliti. Tidak terlihat terjadinya fenomena *contrarian* pada portofolio *earning surprise* negatif dengan menggunakan *market adjusted* ini, namun dapat dilihat pada gambar, grafik mulai menunjukkan pembalikan dari penurunan yang terjadi pada hari ke 213 atau pada ahir bulan pengamatan atau bulan ke 8. Dimungkinkan dikarenakan periode pengamatan hanya berjangka waktu 8 bulan sehingga fenomena *contrarian* pada portofolio *earning surprise* negatif ini belum terlihat.

Tabel 4.4

**Average Cummulative Abnormal Return Portofolio *Earning Surprise*
Positif**

Keterangan	ACAR %	AVERAGE	T-TEST
Earning Surprise +			
Market Model			
H-10-AD	0,9021	0,0090	1,7274*
AD-H+30	3,5256	0,0353	4,2142***
AD-H+60	3,8352	0,0384	3,7920***
AD-H+90	3,0607	0,0306	2,1910**
AD-H+120	2,1732	0,0217	1,0597
AD-H+150	1,2453	0,0125	0,4742

AD-H+180	0,5085	0,0051	0,1741
AD-H+210	-0,1264	-0,0013	-0,0405
AD-H+240	-0,3240	-0,0032	-0,1081
Market Adjusted	ACAR %	AVERAGE	T-TEST
H-10-AD	0,4631	0,0046	1,5316
AD-H+30	0,6453	0,0065	2,6586***
AD-H+60	0,6828	0,0068	2,0049**
AD-H+90	0,2278	0,0023	0,3079
AD-H+120	-0,4754	-0,0048	-0,3266
AD-H+150	-1,2863	-0,0129	-0,6141
AD-H+180	-2,0966	-0,0210	-0,7918
AD-H+240	-2,8267	-0,0283	-0,9288

Hasil Olah Data, 2018

Berdasarkan tabel 4.4 di atas maka dapat disimpulkan bahwa terdapat perilaku *overreaction* oleh investor dengan melakukan pembelian saham berlebih pada portofolio *Earning Surprise* Positif menggunakan *market model* pada bulan ke 1 dari hari pengumuman laporan keuangan perusahaan dengan nilai t-stat sebesar 4,2124 jika di bandingkan dengan periode sebelum pengumuman H-10 yang memiliki nilai t-stat hanya sebesar 1,7274, selanjutnya terjadi fenomena *contrarian* atau pembalikan dimulai pada bulan ke 2 dilihat dari nilai t-stat yang menurun di angka 3,7920 dan terus berlanjut hingga bulan ke 8 yang memiliki nilai t-stat -0,1081. Pergerakan harga saham tersebut juga terkonfirmasi dengan grafik pada gambar 4.1 yang menunjukkan terjadinya pembalikan harga saham. Hal yang sama juga

ditemukan pada *Earning Surprise* positif menggunakan *market adjusted*, dapat dilihat terjadi kenaikan nilai t-stat pada bulan ke 1 dengan nilai t-stat 2,658 jika dibandingkan dengan nilai t-stat H-10 senilai 1,5316. Fenomena *contrarian* juga ditemukan dimulai pada bulan ke 2 dilihat dari nilai t-stat yang menurun di angka 2,0049 dan terus berlanjut hingga bulan ke 8 yang memiliki nilai t-stat -0,9288. Pergerakan harga saham tersebut juga terkonfirmasi dengan grafik pada gambar 4.2 yang menunjukkan terjadinya pembalikan harga saham.

Tabel 4.5

**Average Cummulative Abnormal Return Portofolio *Earning Surprise*
Negatif**

Keterangan	ACAR %	AVERAGE	T-TEST
Earning Surprise -			
Market Model			
H-10-AD	0,0707	0,0007	0,3216
AD-H+30	-0,6039	-0,0060	-1,6732*
AD-H+60	-1,4669	-0,0147	-1,2269
AD-H+90	-2,2276	-0,0223	-1,5036
AD-H+120	-2,6462	-0,0265	-1,7571*

AD-H+150	-2,8532	-0,0285	-2,0087**
AD-H+180	-3,1554	-0,0316	-2,1412**
AD-H+210	-3,2779	-0,0328	-2,3068**
AD-H+240	-3,0872	-0,0309	-2,1177**
Market Adjusted	ACAR %	AVERAGE	T-TEST
H-10-AD	-0,7050	-0,0070	-1,5277
AD-H+30	-4,0361	-0,0404	-2,7363***
AD-H+60	-6,5810	-0,0658	-2,1506**
AD-H+90	-8,6287	-0,0863	-2,2275**
AD-H+120	-10,2974	-0,1030	-2,2985**
AD-H+150	-11,7655	-0,1177	-2,3517**
AD-H+180	-13,3911	-0,1339	-2,2836**
AD-H+210	-14,9426	-0,1494	-2,2497**
AD-H+240	-16,3274	-0,1633	-2,2606**

Hasil Olah Data, 2018

Berdasarkan tabel 4.5 di atas maka dapat disimpulkan bahwa terdapat perilaku *overreaction* dengan melakukan penjualan saham berlebih pada portofolio *Earning Surprise* Negatif menggunakan *market model* pada bulan ke 1 dari hari pengumuman laporan keuangan perusahaan dengan nilai t-stat sebesar -1,6732 jika di bandingkan dengan periode sebelum pengumuman H-10 yang memiliki nilai t-stat lebih besar dengan nilai 0,3216, selanjutnya terjadi fenomena *contrarian* atau pembalikan dimulai pada bulan ke 2 dilihat dari nilai t-stat yang menurun di angka -1,2269

namun kembali terjadi penurunan harga saham pada bulan ke 3 dimana terus berlanjut hingga bulan ke 7 yang memiliki nilai t-stat -2,3068. Selanjutnya terjadi kembali fenomena *contrarian* pada bulan ke 8 dengan nilai t-stat -2,1177. Pergerakan harga saham tersebut juga terkonfirmasi dengan grafik pada gambar 4.1 yang menunjukkan terjadinya pembalikan harga saham. Hal yang sama juga ditemukan pada *Earning Surprise* negatif menggunakan *market adjusted*, dapat dilihat terjadi penurunan nilai t-stat pada bulan ke 1 dengan nilai t-stat -2,7363 jika dibandingkan dengan nilai t-stat H-10 senilai -1,5277. Fenomena *contrarian* ditemukan dimulai pada bulan ke 2 dilihat dari nilai t-stat yang meningkat di angka -2,1506 namun kembali terjadi penurunan harga saham dimana terus berlanjut hingga bulan ke 7 yang memiliki nilai t-stat -2,2497. Selanjutnya terjadi kembali fenomena *contrarian* pada bulan ke 8 dengan nilai t-stat -2,2606. Pergerakan harga saham tersebut juga terkonfirmasi dengan grafik pada gambar 4.2 yang menunjukkan terjadinya pergerakan harga saham.

5. PENUTUP

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, peneliti menemukan bahwa terdapat fenomena *contrarian* atau pembalikan (*price reverseal*) pada Bursa Efek Indonesia, terutama jika dilakukan dengan pendekatan *market model* baik pada portofolio *earning surprise* positif maupun *earning surprise negatif*, sedangkan dengan *market adjusted* dari hasil uji t menunjukkan hasil yang signifikan utamanya pada portofolio *earning surprise* negatif, namun pada hasil grafik tidak menunjukkan adanya fenomena *contrarian* atau pembalikan (*price reverseal*) yang signifikan.

6. DAFTAR PUSTAKA

- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 173-204.
- Brown, L. (2001). A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses. *Journal of Accounting Research*, 39, 221-241.
- Choi & Jayaraman, N. (2005). Is Reverseal of Large Stock Price Declines Caused by Overreaction or Information Asymetry: Evidence from Stock and Option Markets. Working Paper of Georgia Institute Technology. USA.
- Dhankar, R. S., & Maheshwari, S. (2011). A Study of Contrarian and Momentum Profits in Indian Stock Market. A Study of Contrarian and Momentum Profit in Indian Stock Market, 4(2).
- DeBond, & Thaler. (1985). Does Stock Market Overreact? *Journal Of Finance*, 40(3), 793–805.
- Dinawan, Rizkad M. (2007),“Analisis Overreaction Hyphothesis, dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas dan Bid-Ask Spread terhadap Fenomena Price Reseval di Bursa Efek Jakarta”, Tesis UNDIP, Semarang
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol.47(2): Hal. 427-456.
- Jaryono, & Widiastuti, E. (2011). Short Contrarian Invesment Strategy : Pengujian Winner-Loser Anomaly Pada Saham- Saham Di Bursa Efek Indonesia, 14, 49–63.

- Kirmizi. (2012). Analisis Overreaction Hypothesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread dan Likuiditas Saham terhadap Fenomena Price Reversal. Fakultas Ekonomi Universitas Pekanbaru. Riau.
- Kusumawardhani, Srihartati. (2001), “Analisis Reaksi Berlebihan, Efek Bid-Ask, Firm Size, dan Likuiditas dalam Fenomena Price Reverseal di Bursa Efek Jakarta”, Tesis UNDIP, Semarang.
- Laffont, J-J., and Maskin, E. S. (1990). The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market. *The Journal of Political Economy*, 98(1), 70–93.
- Leung, W.K. (2009). Price Reverseal and Firm Size in the US Stock Markets, New Evidence. *The World Congress on Engineering*. Vol II. July:1-3.
- Levy, H. S. (1996). *Introduction to Investment*. South Western Publishing.
- Parawiyati, 1996.”Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Public di Indonesia”, Thesis pada Sarjana,UGM,Yogyakarta.
- Santosa, W. (2010). Fenomena Overreaction di Pasar Modal. <http://www.financeindonesia.org/archive/index.php/t-204.html>. 17 November 2018.
- Skinner, D., & Sloan, R. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings Torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7, 289-312.

- Sukmawati, & Daniel., H (2003). Overreact Hypothesis dan Price Earning Ratio Anomaly Saham-Saham Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*. Vol.3,. No.1.
- Spyrou, S., Kassimatis, K., & Galariotis, E. (2007). Short-term Overreaction , Underreaction and Efficient Reaction : evidence from the London Stock Exchange Exchange. *Applied Financial Economics*, 17, 221–235.
- Tandelilin., & Eduardus. (2010). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Kanisius.
- Yull., & Kirmizi. (2012). Analisis Overreaction Hypothesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan. Bid-Ask Spread dan Likuiditas Saham Terhadap Fenomena Price Reverseal. *Pekbis Jurnal*. Maret. Vol 4 No. 1 Maret:1-6.
- Zarowin, Paul. (1990). “Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25 No.1 March: 113-125.

7. PUSTAKA TAMBAHAN

www.idx.co.id

finance.yahoo.com

stockbit.com