

**FENOMENA *CONTRARIAN* PADA *EARNING SURPRISE* DI BURSA**

**EFEK INDONESIA (BEI)**

**SKRIPSI**



**Ditulis oleh :**

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

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**FAKULTAS EKONOMI**

**YOGYAKARTA**

**2018**

FENOMENA *CONTRARIAN* PADA *EARNING SURPRISE* DI BURSA EFEK  
INDONESIA (BEI)

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh gelar  
sarjana strata-1 di Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam  
Indonesia

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

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2018

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar keserjanaan disuatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku”.

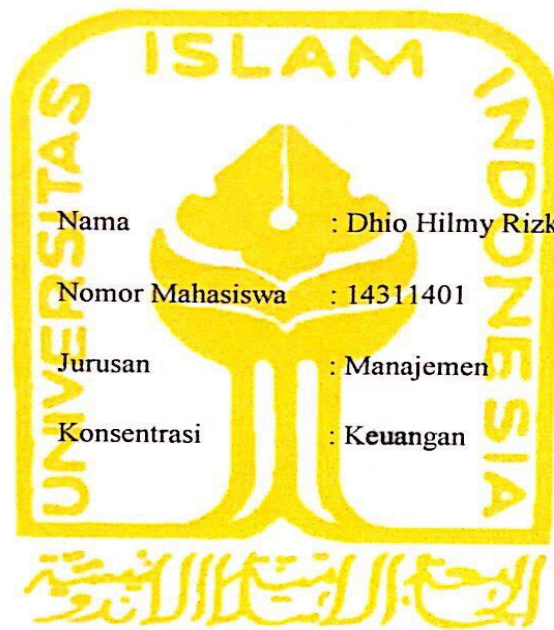
Yogyakarta, 24 Oktober 2018

Penulis,



Dhio Hilmy Rizky Ramadhan

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,

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized initials and a surname.

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

**BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR /SKRIPSI**

SKRIPSI BERJUDUL

**FENOMENA CONTRARIAN PADA EARNING SURPRISE DI BURSA EFEK INDONESIA**

Disusun Oleh : **DHIO HILMY RIZKY RAMADHAN**

Nomor Mahasiswa : **14311401**

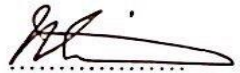
Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari Selasa, tanggal: 13 November 2018

Penguji/ Pembimbing Skripsi : Abdur Rafik, SE., M.Sc.



Penguji : Zaenal Arifin, Dr., M.Si.



Mengetahui  
Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia



  
Jaka Sriyana, SE., M.Si, Ph.D.

HALAMAN PERSEMBAHAN

***Bismillahirrahmannirrohiinm,***

*Skripsi Ini Ku-Persembahkan Untuk Kedua*

*Orang Tua Tersayang,*

***DEDDY SURYANA***

***SRI MURDIHASTUTI***

*Dan Adikku,*

***NABILLA ALYA DHEANDRA***

*“Terima Kasih atas kasih sayang yang tak terhingga, doa yang tak pernah putus, perhatian yang sangat luar biasa, serta semangat yang tak henti-hentinya diberikan. Semoga kita semua diberikan kesuksesan, kesehatan, dan selalu dalam lindungan Allah Swt.”*

## MOTTO

يَرْفَعِ فَاثْنُرُوا انْشُرُوا قَيْلَ وَإِذَا لَكُمْ اللَّهُ يَفْسَحِ فَاْفَسَحُوا الْمَجَالِسِ فِي تَفَسَّحُوا لَكُمْ قَيْلَ إِذَا آمَنُوا الَّذِينَ أَيُّهَا يَا  
خَبِيرُ تَعْمَلُونَ بِمَا وَاللَّهُ ۖ دَرَجَاتِ الْعِلْمِ أُوتُوا وَالَّذِينَ مِنْكُمْ آمَنُوا الَّذِينَ اللَّهُ

*Hai orang-orang beriman apabila dikatakan kepadamu: “Berlapang-lapanglah dalam majlis”, maka lapangkanlah niscaya Allah akan memberi kelapangan untukmu. Dan apabila dikatakan: “Berdirilah kamu”, maka berdirilah, niscaya Allah akan meninggikan orang-orang yang beriman di antaramu dan orang-orang yang diberi ilmu pengetahuan beberapa derajat. Dan Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan.*

### **-Qs. Al Mujadilah: 11**

*“All good ideas start out as bad ideas, that’s why it takes so long.”*

**- Stephen Spielberg**

*“It is impossible to live without failing at something, unless you live so cautiously that you might as well not have lived at all – in which case, you fail by default.”*

**- J.K. Rowling**

*“If there's something you can do today, do it. Do not wait until tomorrow”*

**- Marc Marquez**

*“Untuk jadi maju memang banyak tantangan dan hambatan. Kecewa semenit dua menit boleh, tetapi setelah itu harus bangkit lagi,”*

**- Joko Widodo**

*“All i can give to you is just a **Knowledge**, not a material goods, even a throne.”*

**- Deddy Suryana**

## 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*



## **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*

## KATA PENGANTAR



*Assalamua'laikum Wr. Wb.*

*Alhamdulillah* rabbi'l alamiin. Segala puji dan syukur khadirat Allah SWT, dengan segala kerahmatan, hidayah dan petunjuk-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tugas akhir (skripsi) dengan judul “Fenomena *Contrarian* pada *Earning Surprise* di Bursa Efek Indonesia”. Shalawat dan salam juga diberikan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW beserta keluarga dan sahabat-Nya dengan menjadi inspirasi akhlak dan pribadi mulia bagi umat-Nya.

Adapun yang menjadi tujuan umum penulis menuliskan skripsi adalah untuk mengetahui apakah terdapat fenomena *contrarian* atau pembalikan harga saham (*price reverseal*) pada Bursa Efek Indonesia akibat dari adanya perilaku *overreaction* para investor, setelah adanya laporan tahunan yang dikeluarkan oleh perusahaan yang akan membentuk portofolio *Earning Surprise* positif dan *Earning Surprise* negatif. Dalam penyusunan skripsi ini tidak akan berjalan dengan baik tanpa adanya dukungan yang sangat banyak dari berbagai pihak yang telah memberikan segala doa, bantuan, dorongan dan bimbingan. Selanjutnya, penulis ingin berterimakasih kepada:

1. Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
2. Dr. Jaka Sriyana, S.E., M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
3. Anjar Priyono, SE., M.Si., Ph.D selaku Ketua Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
4. Bapak Abdur Rafik, S.E., M.Sc. selaku dosen pembimbing yang sudah sepenuh hati dalam meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran demi terciptanya tugas ahir yang sangat berkualitas, dan bermanfaat bagi anak bimbingannya yang selama periode bimbingan laksana plankton yang terombang-ambing

tak tahu arah dan tujuan tinggal menunggu dimakan paus ditengah laut lepas.

5. *My Beloved Family* yang selalu memberikan dukungan baik doa, moral, maupun materil dimanapun berada kepada penulis demi terselesaikannya tugas ahir yang sudah berdebu ini. Papa, Mama, Dek Alya, Kecil. Dan tak lupa eyang kakung, dan putri Bandung yang selalu mendoakan dari jarak kurang lebih 400km.
6. Individu yang selalu men-support penulis sejak semester 4 demi terdongkraknya IPK penulis setelah terpuruk dan alhamdulillah bisa naik lagi. Walaupun individu ini juga sering mengajak masuk kedalam sumur kehancuran bersama-sama ☺... milih dosen killer misalnya ☺... **Nur Mufidah**.
7. Rian Dwi Saputra, pria duta wisata Wonosobo yang sejak Ospek Universitas sudah di pertemukan hingga wisuda yang insyallah bareng juga karena sidangnya juga bareng.
8. *My Support System* sejak 2011, para anak ibu tumini Victor, Nu'man, Thea, Fira yang walaupun sudah mulai mengejar cita-cita masing masing dimanapun kalian berada namun tetap tiada hentinya memberi support lewat dunia maya. Sukses terus buat kalian ya dimanapun berada.
9. Teman-teman lainnya yang juga menemani masa perkuliahan penulis, Imeh, Ici, Tyas, Mbakir, Aul, Nisa, Arif, Fito Tayo, Paleo, dan pihak pihak yang ber-koalisi dan tak terpisahkan dengan masing-masing individu diatas ini.

10. (?) Dhifa Irawan, Ardiona Purnama, Kintan Farah, Natitiana Naomi yang tidak ada usahanya dalam membantu skripsi ini terselesaikan wkwkwk, namun ke 4 orang diatas merupakan *stress release* terbaik, makasi ya...
11. Keluarga Manifest 2015, 2016, 2017, Keluarga Makrab Manajemen 2015 *EMPIRE*, Keluarga pengurus harian HMJM MC periode 2015-2016, Keluarga *Board of Director* HMJM MC 2016-2017, Keluarga Magang EC 2014, dan kepanitian IBC#3 serta kepanitiaan diluar kampus yang sudah membantu penulis berkembang dalam mengasah otak, hati, emosi, oral, dan segalanya yang penulis yakini akan sangat bermanfaat untuk masa depan penulis kelak.
12. Manusia-manusia kantin baik kubu utara maupun selatan, baik kakak angkatan maupun adek angkatan yang menjadi 1 kesatuan tanpa melihat latar belakang individu, terimakasih sudah menemani pada saat jeda kuliah, dosen kosong dan “segainya” selama perkuliahan ini.
13. Teman-teman seperjuangan bimbingan Pak Rofik yang selalu berjuang dan mengeluh bersama, baik yang sudah lulus maupun yang belum semoga di segerakan. Amin.

*Wassalamualaikum. Wr. Wb*

**Yogyakarta, 24 Oktober 2018**

Penulis

Dhio Hilmy Rizky Ramadhan

## DAFTAR ISI

|  |           |
|--|-----------|
| Halaman Sampul.....  | i         |
| Halaman Judul Skripsi.....   | ii        |
| Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....                            | iii       |
| Halaman Pengesahan Skripsi.....                                      | iv        |
| Halaman Berita Acara.....  | v         |
| Halaman Persembahan.....   | vi        |
| Halaman Motto.....   | vii       |
| Abstraksi.....   | viii      |
| Kata Pengantar.....  | x         |
| Daftar Isi.....  | xiii      |
| Daftar Tabel.....  | xv        |
| Daftar Gambar.....   | xvi       |
| Daftar Lampiran.....   | xvii      |
| <b>BAB I: PENDAHULUAN.....</b>                                       | <b>1</b>  |
| 1.1. Latar Belakang.....   | 1         |
| 1.2. Identifikasi Masalah.....                                       | 9         |
| 1.3. Pertanyaan Penelitian.....                                      | 9         |
| 1.4. Tujuan Penelitian.....  | 9         |
| 1.5. Kontribusi Penelitian.....                                      | 9         |
| 1.5.1. Manfaat Teoritis.....   | 9         |
| 1.5.2. Manfaat Praktis.....  | 10        |
| <b>BAB II: KAJIAN PUSTAKA.....</b>                                   | <b>11</b> |
| 2.1. Hipotesis Pasar Efisien.....                                    | 11        |
| 2.2. Anomali Pasar Efisien.....                                      | 16        |
| 2.3. Peranan Earning dalam Peningkatan Nilai Perusahaan.....         | 18        |
| 2.4. Reaksi Pasar dan Earning Surprise.....                          | 19        |
| 2.5. Determinan Penggerak Harga dan Strategi <i>Contrarian</i> ..... | 21        |
| 2.6. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis.....            | 24        |
| <b>BAB III: METODE PENELITIAN.....</b>                               | <b>27</b> |
| 3.1. Populasi dan Sampel.....  | 27        |

|   |           |
|---|-----------|
| 3.2. Jenis Data dan Instrumen Pengumpulan Data .....  | 27        |
| 3.3. Definisi Operasional dan Indikator Pengukur..... | 28        |
| 3.4. Tehnik Analisis Data.....                        | 29        |
| <b>BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>              | <b>32</b> |
| 4.1. Deskripsi Sampel.....                            | 32        |
| 4.2. Statistik Deskriptif.....                        | 35        |
| 4.3. Hasil Pengujian Hipotesis.....                   | 40        |
| 4.4. Diskusi Hasil.....                               | 49        |
| <b>BAB V : KESIMPULAN.....</b>                        | <b>52</b> |
| 5.1. Simpulan.....                                    | 52        |
| 5.2. Saran dan Implikasi.....                         | 52        |
| DAFTAR PUSTAKA.....                                   | 54        |
| PUSTAKA TAMBAHAN.....                                 | 58        |

## **DAFTAR TABEL**

|  |    |
|--|----|
| Tabel 3.1 Data Sekunder.....   | 28 |
| Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel Penelitian.....                                  | 29 |
| Tabel 4.1 Sampel Penelitian.....   | 32 |
| Tabel 4.2 Statistik Deskriptif ACAR Earning Surprise Positif.....                        | 35 |
| Tabel 4.3 Statistik Deskriptif ACAR Earning Surprise Negatif.....                        | 37 |
| Tabel 4.4 Average Cumulative Abnormal Return Portofolio Earning Surprise<br>Positif..... | 45 |
| Tabel 4.5 Average Cumulative Abnormal Return Portofolio Earning Surprise<br>Negatif..... | 47 |

## DAFTAR GAMBAR

|  |    |
|--|----|
| Gambar 4.1 ACAR Menggunakan Market Model Pada t-10 Hingga<br>t+10..... | 41 |
| Gambar 4.2 ACAR Menggunakan Market Model.....                          | 42 |
| Gambar 4.2 ACAR Menggunakan Market Adjusted.....                       | 43 |



## DAFTAR LAMPIRAN

|   |    |
|---|----|
| Lampiran 1 Daftar Nama Perusahaan.....                  | 59 |
| Lampiran 2 <i>Abnormal Return Market Adjusted</i> ..... | 61 |
| Lampiran 3 <i>Abnormal Return Market Model</i> .....    | 62 |

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

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.

Salah satu instrumen investasi yang cukup populer di kalangan investor adalah investasi pada saham. Darmadji dan Fakhruddin (2011) menuturkan bahwa saham merupakan suatu surat berharga jangka panjang yang merupakan bukti kepemilikan suatu perusahaan dan dapat diperjual-belikan. Investor yang menanamkan modalnya pada saham memiliki kepentingan terhadap keuntungan yang akan didapatkannya lewat kinerja perusahaan. Sebelum seorang investor menanamkan dananya di suatu perusahaan, terlebih dahulu mereka akan melakukan analisis terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earning*. Semakin tinggi *earning* perusahaan, maka semakin tinggi potensi pengembalian atau keuntungan yang mungkin diterima investor.

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.

Dalam teori keuangan sendiri 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). *Firm anomalies* sendiri merupakan anomali yang berkaitan erat dengan perusahaan tersebut seperti *size anomalies*, *closed end mutual funds anomalies*, *neglect anomalies*, dan *institution holding anomalies*. *Seasonal anomalies* merupakan anomali yang terjadi pada musim-musim tertentu seperti *january effect*, *time of the day*, *end of month*, *holiday*, dan *day of the weeks effect*. *Event anomalies* merupakan anomali yang terjadi pada saat adanya peristiwa-peristiwa tertentu seperti *Analysis Recommendation*, *Insider Trading*, *Listings*, *Value Line Rating Changes*. *Accounting anomalies* merupakan anomali yang muncul berkaitan dengan pelaporan keuangan perusahaan seperti, *P/E (Price to Earning)*, *Earnings Surprise*, *Price/Sales*, *Price/Book*, *Dividend Yield*, dan *Earnings Momentum*.

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.

Terdapat penelitian yang dilakukan oleh Kothari (2001), dimana hasil dari penelitiannya mengatakan bahwa *earning surprise* berhubungan negatif dengan *return* yang diterima. Dimana terdapat data pada aliran kas yang memiliki kandungan informasi tambahan melebihi dari informasi *earning* yang pernah ada sebelumnya. Brown (2001) dalam penelitiannya menemukan bahwa adanya *surprise* ditunjukkan oleh aktual *earning per share* (EPS) yang memiliki kesamaan dari yang sudah diestimasi.

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).

Saat terjadinya fenomena *contrarian*, para investor memanfaatkannya dengan menerapkan strategi *contrarian* untuk memperoleh *abnormal return*. Tidak sedikit perusahaan mendapatkan respon yang berlawanan dari para investor yang

melakukan strategi *contrarian* ketika perusahaan mengeluarkan pengumuman keuangan mereka. Strategi *Contrarian* sendiri merupakan strategi investasi dengan membeli saham-saham yang sebelumnya memiliki kinerja buruk (*loser*) dan menjual saham-saham yang sebelumnya memiliki kinerja baik (*winner*). Strategi ini dibangun dengan asumsi bahwa dalam jangka panjang akan terjadi pembalikan harga sehingga saham *loser* akan lebih menguntungkan dibandingkan saham *winner* (Chan,1998).

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.

Selain strategi *contrarian* juga terdapat strategi lain yaitu strategi momentum, perbedaannya dengan strategi *contrarian* adalah investor yang menggunakan strategi momentum akan membeli saham di pasar saham pada saat harga saham bergerak naik dengan harapan harga saham yang mereka beli dapat naik terus-

menerus agar mendapatkan keuntungan ketika menjual saham tersebut. Para investor akan menjual saham mereka ketika dirasa harga saham sudah mencapai titik maksimalnya, strategi ini juga sering disebut dengan strategi *buy high sell higher*.

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).

Menurut DeBond dan Thaler (1990) menyatakan bahwa *overreaction* terjadi karena investor melakukan ekstrapolasi atau memprediksi data harga saham masa lalu ke masa yang akan datang atau lebih tepatnya yaitu *representativeness bias* merupakan penyebab utama dari fenomena *overreaction*. Popescu (2008) juga menyatakan bahwa fenomena *overreaction* memiliki dua penyebab utama yaitu *representativeness bias* seperti penjelasan sebelumnya serta *prospect theory* atau teori harapan.

Para ahli dalam ilmu keuangan mendasari dengan berbasis pada perilaku sebelumnya bahwa penyebab terjadinya fenomena *overreaction* adalah dikarenakan dari sifat investor yang hanya melihat data masa lalu sebagai acuan. Lebih lanjut, dengan mengetahui apa, mengapa, dan bagaimana terjadinya *overreaction* maka secara implisit dapat dipahami bahwa *overreaction* merupakan peluang yang baik bagi para investor yang cerdas karena dengan menggunakan

strategi *contrarian*, maka investor akan dapat bergerak berlawanan arah seperti mengambil tindakan membeli pada saat terjadi aksi jual secara berlebihan (*buy low*) dan menjual disaat terjadi aksi beli secara berlebihan (*sell high*).

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pembalikan *return* yang disebabkan oleh anomali *winners-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.

Penelitian yang dilakukan oleh Kinney (2002) menunjukkan beberapa hasil penemuan yang penting. Pertama, respon harga saham *contrarian* untuk *earning surprise* adalah hal yang lazim namun di abaikan dari triwulan pengumuman *earning* distribusi *return* saham. Akibatnya, arah dan besarnya *earning surprise* bukan merupakan indikator yang dapat diandalkan mengenai reaksi pasar terhadap *earning surprise*. Kinney (2002) menunjukkan bahwa fenomena pembalikan *contrarian* mengacu pada bentuk S *earning surprise* yang pertama kali di temukan oleh (Freeman & Tse, 1992).



Zarowin (1990) melakukan penelitian dengan menguji penemuan DeBond & Thaler (1985) tentang adanya *overreaction*. Menemukan bahwa fenomena pembalikan tidak semata-mata karena *overreaction* dari investor melainkan dipengaruhi oleh *firm size*, bukan karena fenomena *overreaction*. Benou dan Richie (2003) melakukan penelitian mengenai *price reverseal* atau pembalikan harga setelah adanya penurunan harga pada perusahaan Amerika Serikat yang masuk dalam indeks S&P 100 dengan rentan waktu pengamatan Mei 1990 hingga Mei 2000, menemukan bahwa pembalikan harga terjadi karena adanya *overreaction*. Lebih lanjut mereka menyimpulkan bahwa waktu pembalikan harga tergantung pada jenis perusahaan.

Kusumawardhani (2001) menambahkan, dalam penelitiannya yang dilakukan di Indonesia mengenai fenomena *overreaction*, dimana hasil penelitiannya menemukan bahwa *overreaction* hanya terjadi pada saham *loser* dan terdapat pembalikan harga dalam kurun waktu 5 hari. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Yull dan Kirmizi (2012) yang menyatakan bahwa saham-saham *winner* tidak menunjukkan adanya *overreaction*. *Overreaction* hanya terjadi pada saham *loser* yang kemudia diikuti dengan koreksi harga dalam waktu 2 hari.

Dinawan (2007) juga menguji adanya fenomena *overreaction* pada Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010. Hasil dari penelitiannya menunjukkan pembalikan harga terjadi pada saham *winner* maupun *loser* yang ditandai dengan adanya *overreaction*. Yang membedakan adalah jangka waktu pembalikan harga untuk

kedua jenis portofolio saham tersebut. Saham *winner* mengalami pembalikan dalam kurun waktu 13 hari sedangkan saham *loser* hanya dalam waktu 5 hari.

## **1.2. Identifikasi Masalah**

Berdasarkan paparan di atas, maka hal utama yang mendasari pentingnya penelitian ini dilakukan adalah karena masih minimnya penelitian yang membahas mengenai adanya fenomena *contrarian* atau pembalikan harga saham di Bursa Efek Indonesia.

## **1.3. Pertanyaan Penelitian**

Dari identifikasi masalah di atas, pertanyaan penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah fenomena *contrarian* yang terkandung di dalam informasi *earning surprise* terkonfirmasi di pasar modal Indonesia.

## **1.4. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan pertanyaan penelitian di atas, maka tujuan penelitian ini adalah: Untuk mengkonfirmasi fenomena *contrarian* yang terkandung di dalam informasi *earning surprise* terkonfirmasi di pasar modal Indonesia.

## **1.5. Manfaat Penelitian**

Adapun manfaat yang dapat diharapkan dalam penelitian ini dibedakan dalam dua macam, yaitu:

### **1.5.1 Manfaat Teoritis**

Penelitian ini dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan teori keperilakuan keuangan yang berkaitan dengan fenomena *overreaction* dan *underreaction*, yang dapat memunculkan fenomena *contrarian*.

#### 1.5.2 Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai referensi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi di pasar modal. Selain itu, sebagai dasar dalam menerapkan strategi investasi yang tepat, sehingga dapat memberikan tingkat keuntungan maksimal kaitannya dengan fenomena *overreaction* dan *underreaction* yang terjadi.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1. Hipotesis Pasar Efisien

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).

Jogiyanto (2000) mengatakan bahwa kunci utama untuk mengukur pasar efisien secara informasi adalah dengan hubungan antara harga sekuritas dan informasi yang ada. Pasar yang pintar akan dapat mengambil keputusan dengan benar begitu juga dengan sebaliknya, jika pasar yang tidak pintar akan mengambil keputusan dengan tidak benar. Walaupun informasi menyebar dengan cepat dan setiap orang mendapatkannya, tetapi jika para pemegang informasi tidak pintar dan tidak bisa mengambil keputusan dengan benar, maka hal ini dapat disebut dengan

pasar yang tidak efisien (Jogiyanto, 2000). Fama (1970) membagi pasar modal efisien menjadi tiga macam berdasarkan tiga macam bentuk informasi, yaitu:

a. Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form*)

Dalam bentuk lemah ini semua harga akan tercermin dari informasi harga sekuritas di masa lalu, artinya harga saham akan terbentuk atas suatu saham (*fully reflect*) yang ada di masa lalu. Bentuk efisiensi pasar yang lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data yang berasal dari masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Hal ini berarti bahwa pasar efisien dengan bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan dari *abnormal return*.

a. Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form*)

Pada bentuk setengah kuat, pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang ada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Semua informasi yang dipublikasikan akan tersebar dan diterima oleh pemodal pada waktu yang hampir bersamaan, sehingga secara langsung dan cepat melakukan penyesuaian sehingga menyebabkan investor tidak dapat mendapatkan *abnormal return*. Informasi yang dipublikasikan antara lain:

1. Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini

merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten.

2. Informasi pada umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten. Misal seperti pengumuman *earning*, pengumuman pembagian dividen, pengumuman merger dan akuisisi, dan lain sebagainya.
3. Informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan, informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut.
4. Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Regulasi ini akan mempunyai dampak pada harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja, tetapi berdampak langsung pada semua perusahaan.

c. Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form*)

Suatu pasar dapat dinyatakan berbentuk kuat karena harga mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik maupun informasi pribadi. Jika pasar efisien bentuk ini berhubungan dengan yang lainnya, maka tidak akan ada investor individu maupun investor yang berkelompok dapat memperoleh keuntungan dari *abnormal return* dikarenakan investor tersebut memiliki informasi pribadi atau privat. Salah satu jenis informasi privat

adalah jenis informasi yang berasal dari orang dalam perusahaan yang mempunyai akses atas informasi berharga mengenai keputusan penting yang telah direncanakan oleh internal perusahaan. Sehingga dengan bermodal informasi tersebut mereka melakukan analisa dengan melakukan strategi transaksi yang tepat. Pada saat perusahaan mengeluarkan laporan keuangannya, maka informasi tersebut menjadi tersedia kembali bagi masyarakat dan akan mendorong harga saham tersebut.

Shleifer (2000) berpendapat bahwa setidaknya terdapat tiga asumsi dasar dalam teori hipotesis pasar efisien. Pertama, investor diasumsikan rasional dan oleh karena itu dalam menilai sekuritas juga akan secara rasional. Ketika investor rasional, mereka menilai sekuritas berdasarkan nilai fundamental: *net present value* dari *future cash flows*, dengan mendiskontokan karakteristik risiko mereka. Ketika investor mulai belajar tentang nilai fundamental sekuritas, mereka akan merespon dengan cepat informasi baru melalui penawaran tinggi (*bidding up prices*) ketika ada berita baik dan ketika terdapat berita yang buruk maka penawaran (*bidding them down*). Sebagai akibatnya, harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang tersedia dan harga akan terus bergerak ke level baru yaitu ke *net present value* baru dari *cash flows*.

Kedua, terdapat beberapa investor yang bersikap tidak rasional, pola perdagangan mereka cenderung berbentuk acak dan dapat membatalkan transaksi saham satu sama lain tanpa mempengaruhi harga. Dalam beberapa skenario yang ada dimana beberapa investor tidak sepenuhnya rasional, pasar akan tetap diprediksi secara efisien. Dalam suatu kasus yang sering dibahas, investor tidak

rasional dalam perdagangan pasar acak. Ketika ada sejumlah investor dan perdagangan mereka tidak berkorelasi, perdagangan mereka akan cenderung membatalkan satu sama lain. Dalam kondisi pasar seperti inilah, akan ada volume perdagangan yang cukup besar sebagai investor tidak rasional yang bertukar sekuritas satu sama lain, tetapi harga tidak akan mendekati nilai fundamental. Argumen ini tergantung pada kurangnya hubungan strategi perdagangan investor tidak rasional. Hal ini dikarenakan kasus dalam hipotesis pasar efisien dapat dibuat dimana strategi perdagangan investor saling berhubungan.

Ketiga, investor yang tidak rasional akan bertemu di pasar dan dipengaruhi oleh arbitrase rasional yang pada akhirnya akan menghilangkan pengaruh mereka pada harga. Misalnya beberapa sekuritas dapat menjadi lebih mahal di pasar dibandingkan dengan nilai fundamentalnya. Hal ini dapat diakibatkan oleh adanya korelasi pembelian oleh *unsophisticated* atau akibat investor tidak rasional. Sekuritas ini merupakan *bad buy*, karena harga melebihi risiko yang sebenarnya. Bagi investor yang pintar, mereka akan menjual sekuritas yang mahal tersebut dan membeli sekuritas lain yang esensinya sama untuk melindungi risiko mereka. Jika sekuritas pengganti tersedia dan arbitrase juga tersedia untuk perdagangan mereka, mereka akan mendapatkan profit ketika mereka menjual sekuritas yang mahal dan membeli sekuritas yang lebih murah. Strategi jual dengan arbitrase inilah yang membawa harga sekuritas jatuh ke nilai fundamentalnya. Pada kenyataannya, arbitrase cukup cepat dan efektif karena sekuritas pengganti cepat tersedia dan arbitrase bersaing satu sama lain untuk mendapatkan keuntungan. Hal inilah yang kemudian menyebabkan harga sekuritas tidak akan jauh dari nilai fundamentalnya.



## 2.2. Anomali Pasar Efisien

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).

*Firm anomalies* sendiri merupakan anomali dalam hipotesis pasar efisien yang berkaitan erat dengan perusahaan tersebut seperti *size*, *closed end mutual funds anomalies*, *neglect anomalies*, dan *institution holding anomalies*. *Seasonal*

*anomalies* merupakan anomali yang terjadi pada musim-musim tertentu seperti *january effect*, *time of the day*, *end of month*, *holiday*, dan *day of the weeks effect*. *Event anomalies* merupakan anomali yang terjadi pada saat adanya peristiwa-peristiwa tertentu seperti *Analysis Recommendation*, *Insider Trading*, *Listings*, *Value Line Rating Changes*. Dan *Accounting anomalies* merupakan anomali yang muncul berkaitan dengan pelaporan keuangan perusahaan seperti, *P/E (Price to Earning)*, *Earnings Surprise*, *Price/Sales*, *Price/Book*, *Dividend Yield*, dan *Earnings Momentum*.

Selanjutnya di dalam teori investasi, anomali sendiri diartikan sebagai *an exception to a rule or a model* yang artinya aturan-aturan, pedoman atau model yang sudah ada tidak mampu untuk menjelaskan fenomena tersebut (Asri, 2013). Sedangkan Jones (1996) mendefinisikan anomali pasar sebagai teknik atau strategi yang bertentangan dengan pasar efisien. Anomali dalam hipotesis pasar efisien dapat ditunjukkan dengan adanya pola pergerakan harga yang dapat memberikan peluang bagi investor untuk memperoleh abnormal return. Anomali sendiri dapat muncul dalam semua bentuk hipotesis pasar efisien, baik dalam bentuk kuat, bentuk semi-kuat maupun bentuk lemah.

Menurut Asri (2013), anomali pasar setidaknya dapat disebabkan dua faktor, yaitu:

- a. Faktor struktural; dimana semisal terdapat persaingan yang tidak fair sehingga mempengaruhi kelancaran arus informasi, maupun kurangnya transparansi pasar sehingga akses pada informasi mendatangkan biaya.

- b. Faktor *behavioral*; dalam hal ini menyangkut perilaku manusia dalam memahami dan memberikan respons terhadap informasi.

### **2.3. Peranan *Earning* Didalam Peningkatan Nilai Perusahaan**

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).

Menurut Li (2010), kualitas *earning* yang dihasilkan perusahaan merupakan salah satu faktor penting untuk mengetahui nilai suatu perusahaan. Nilai perusahaan merupakan salah satu indikator untuk melihat apakah suatu perusahaan merupakan perusahaan yang sehat dan layak dijadikan tempat berinvestasi oleh investor. Nilai perusahaan merupakan bagian terpenting dari dalam perusahaan, karena meningkatkan nilai perusahaan merupakan tujuan dari perusahaan (Haruman, 2008).

Dechow dan Patricia (1995) dalam penelitiannya menuturkan, perusahaan yang memiliki kualitas *earning* yang baik dapat memperkirakan karakteristik proses *earning* yang relevan untuk pengambilan keputusan. Sehingga, manajer sebagai pengelola perusahaan harus dapat untuk membuat laporan *earning* yang berada di dalam laporan keuangan memiliki kualitas yang baik. Kualitas *earning* yang baik secara otomatis akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terus meningkat

Sebaliknya, bila kualitas *earning* yang buruk membuat nilai perusahaan akan menurun. Nilai perusahaan yang tinggi akan berpengaruh terhadap para pemegang saham yang akan selalu menginvestasikan modalnya kepada perusahaan, karena nantinya para pemegang saham akan mendapatkan keuntungan yang berlipat dari investasi tersebut (Haruman, 2008).

Menurut Siallagan & Machfoedz (2006), rendahnya kualitas *earning* di dalam laporan keuangan dapat membuat pihak yang memiliki kepentingan seperti manajemen perusahaan dan pihak eksternal dapat melakukan kesalahan dalam pengambilan keputusan, sehingga akan membuat nilai perusahaan menurun. Menurut Chan, & Lakonishok (2001), ukuran suatu kualitas *earning* dapat memprediksi pergerakan harga saham untuk di masa yang akan datang, sehingga harga saham tersebut akan langsung mempengaruhi nilai suatu perusahaan.

#### **2.4.Reaksi Pasar dan *Earning Surprise***

Disaat investor ber-investasi di pasar modal, investor dapat memperoleh berbagai informasi mengenai pasar modal dari berbagai sumber mengenai informasi laporan keuangan yang beredar tetapi mempunyai kemampuan yang terbatas dalam mengartikan informasi yang mereka terima. Sehingga investor bertindak secara *naive*, *irrational*, dan *unsophisticated* (tidak canggih) (Prabowo, 2000). Oleh karenanya, investor cenderung melakukan kegiatan jual beli saham dengan mendasarkan pada rumor, isu, spekulatif, dan berperilaku *mass behaviour*, *impulsivity*, *loss-control*, dan *impatience* (Sjahrir, 1995).

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.

Terdapat dua jenis berita yang dapat diterima oleh investor dengan informasi mengenai *earning* atau tingkat profitabilitas yaitu berita yang bersifat baik (*good news*) dan berita yang bersifat buruk (*bad news*). Berita baik sendiri sering diidentikkan dengan adanya peningkatan *earning* atau terdapat *earning* yang lebih besar dibandingkan dengan yang diharapkan. Sedangkan berita buruk adalah lawan dari hal tersebut. Kinney et al., (2002) mengemukakan bahwa *Earning surprise* yang positif akan memberikan *return* yang positif. Penelitian yang dilakukan oleh Ertimur et al. (2003) menemukan bahwa kejutan pendapatan secara bertahap menjelaskan return saham di *earning surprise*. Selain itu, Ertimur et al. (2003)

menunjukkan bahwa pasar bereaksi lebih kuat terhadap kejutan *earning* dibandingkan dengan kejutan pendapatan, sementara penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Livnat (2006) menunjukkan bahwa terdapat lonjakan harga saham setelah adanya pengumuman *earning* berkorelasi positif dengan tanda kejutan pendapatan.

## **2.5. Determinan Penggerak Harga dan Fenomena *Contrarian***

Di dalam pasar modal, keputusan mendasar yang dilakukan oleh investor untuk menjual atau membeli saham adalah dengan melihat kepada informasi yang beredar di pasar modal. Di dalam penelitian yang dilakukan oleh Jones (2000) menyatakan bahwa adanya informasi yang beredar merupakan kunci untuk menentukan harga saham, oleh karena itu informasi menjadi isu yang penting dari konsep pasar efisien. Pasar modal dapat dikatakan efisien jika harga-harga yang terbentuk didalam pasar dapat merefleksikan keseluruhan dari semua informasi yang beredar di pasar, sehingga tidak ada satupun investor yang mampu memperoleh *abnormal return* dari informasi yang tersedia (Fama, 1970). Hal ini terjadi karena adanya penyesuaian harga saham secara cepat menuju harga keseimbangan baru sebagai bentuk respon terhadap informasi baru yang masuk ke pasar modal. Seiring berjalannya waktu, konsistensi EMH diuji oleh anomali pasar yaitu suatu keadaan yang bertentangan dengan apa yang telah diekspektasikan dari pasar yang efisien, seperti yang dikemukakan (Jones, 2010).

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*.

Adanya fenomena *overreaction* merupakan anomali yang pertamakali ditemukan oleh DeBond dan Tahler (1985), didalam penelitiannya menyatakan bahwa pasar bereaksi secara berlebihan dan tidak sebanding dengan informasi baru yang tersedia di pasar. Saham yang sebelumnya berkinerja buruk, pada periode selanjutnya akan berkinerja baik dengan *abnormal return* positif. Sedangkan saham yang tadinya berkinerja baik akan mengalami kinerja yang buruk pada periode selanjutnya dengan *abnormal return* negatif. Hal ini juga akan diikuti oleh adanya fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) pada periode

selanjutnya. DeBond dan Thaler (1985) juga menuturkan bahwa pada dasarnya pasar akan bereaksi secara berlebihan terhadap suatu informasi, jika informasi yang diterima baik maka investor akan menilai saham terlalu tinggi dan segera melakukan pembelian berlebih dengan harapan mendapatkan keuntungan yang berlebih di kemudian hari. Begitu juga dengan sebaliknya ketika investor menerima informasi buruk maka akan menilai suatu saham dengan terlalu rendah dan ingin menjual saham yang dimiliki untuk mengurangi kerugian, hal tersebutlah yang disebut dengan *overreaction*.

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)

Strategi *contrarian* sendiri merupakan sebuah strategi yang berlawanan dengan pasar dalam membeli dan menjual saham. Artinya, investor yang menggunakan strategi ini menjual saham ketika pasar mengalami kenaikan (*bullish*) dan membeli saham ketika harganya turun (*bearish*). Strategi ini berlawanan dengan kebiasaan semua orang. Kebiasaan yang terjadi adalah membeli saham ketika pasar naik dan menjual saham ketika pasar mau turun (Manurung, 2005). Johnson dan Zhao (2011) juga melakukan penelitian yang ber-judul *Contrarian Share Price Reactions to Earning surprise* menemukan bahwa *Contrarian return* berhubungan negatif dengan *earning surprise*.

Penelitian DeBond dan Thaler (1985) menemukan bahwa reaksi berlebihan investor terhadap peristiwa yang terjadi pada masa lalu dapat menyebabkan profitabilitas strategi *contrarian* dalam jangka panjang. Sumber keuntungan strategi *contrarian* juga dapat muncul dari sumber lain yaitu ketika saham besar bereaksi lebih cepat terhadap informasi dibandingkan dengan saham kecil (Lo dan MacKinlay, 1990). Hal itu terjadi karena investor *contrarian* dapat memanfaatkan inefisiensi pasar dan memanfaatkan kecenderungan investor secara umum untuk mendapatkan keuntungan ketika harga saham kembali ke nilai intrinsik mereka (Kang et al., 2002).

## **2.6. 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.

Wiagustini (2008) melakukan penelitian mengenai profitabilitas strategi investasi *contrarian* di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan portofolio

saham *price earning ratio* (PER) tinggi dan PER rendah. Sampel yang digunakan adalah 244 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode Januari 2001 sampai Desember 2006. Hasil penelitian Wiagustini (2008) menemukan bahwa strategi investasi dengan membentuk portofolio PER tinggi menghasilkan kinerja yang menurun pada periode berikutnya, dan begitupun sebaliknya.

Terdapat juga penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Hutomo (2012) dimana menggunakan sampel dari KOMPAS 100 menemukan bahwa strategi *contrarian* belum bisa digunakan pada Bursa Efek Indonesia untuk menghasilkan *abnormal return* yang signifikan untuk kelompok saham *winner* dan *losser*. Bursa Efek Indonesia sendiri telah menjadi semakin efisien terutama dalam bentuk lemah, dimana investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan pada informasi historis.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dari peneliti adalah:

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

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Populasi dan Sample**

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*. Dalam *purposive sampling*, populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sebagai berikut :

- a. Perusahaan yang pernah masuk dalam Indeks LQ-45 dalam periode 2008-2016. Saham indeks LQ-45 cenderung memiliki nilai fundamental yang baik dan terdiri dari berbagai macam industri.
- b. Perusahaan yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) hingga saat ini untuk menghindari sampel saham yang *delisting* atau *suspense*. Sehingga, pergerakan harga saham akan terus berubah ketika transaksi jual-beli saham masih terjadi.
- c. Perusahaan yang memiliki kelengkapan data-data yang dibutuhkan dalam penelitian selama periode penelitian agar analisis dapat dilakukan.

#### **3.2. Jenis Data dan Pengumpulan Data**

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. Data sekunder yang digunakan adalah sebagaimana dijelaskan pada tabel berikut ini:

**Tabel 3.1**

**Data Sekunder**

| No | Jenis Data                          | Sumber                       | Periode   |
|----|-------------------------------------|------------------------------|-----------|
| 1  | Daftar Perusahaan LQ45              | IDX                          | 2008-2016 |
| 2  | Harga Saham Harian                  | Yahoo Finance                | 2008-2016 |
| 3  | Indeks Harga Saham Gabungan         | Yahoo Finance                | 2008-2016 |
| 4  | Earning Surprise                    | Stockbit                     | 2008-2016 |
| 5  | Tanggal Pengumuman Laporan Keuangan | Web masing-masing perusahaan | 2008-2016 |

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](http://www.idx.co.id), Stockbit, Yahoo Finance, dan Web resmi dari masing-masing perusahaan yang terdaftar di LQ-45 pada tahun 2008-2016.

**3.3. Definisi Operasional dan Indikator Pengukur**

Variabel yang digunakan dalam penelitian mengenai fenomena *contrarian* dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

**Tabel 3.2**

**Definisi Operasional Variabel Penelitian**

| <b>NO</b> | <b>VARIABEL</b>     | <b>DEFINISI</b>   | <b>INDIKATOR PENGUKUR</b>  |
|-----------|---------------------|---|--|
| <b>1</b>  | Earning<br>Surprise | Perbedaan antara <i>earning forecast</i> dan <i>earning</i> yang didapatkan pada saat pengumuman laporan keuangan perusahaan. | $\frac{\text{Laba tahun sekarang} - \text{Laba periode sebelumnya}}{\text{Laba periode sebelumnya}}$ |
| <b>2</b>  | Expected<br>Return  | Tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor  | $E(R_{it}) = \frac{\sum R_{it}}{T}$  |
| <b>3</b>  | Abnormal<br>Return  | Selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi (Jogiyanto 2003)                                     | $RTN_{it} = R_{it} - E(R_{it})$  |

**3.4. Metode Analisis Data**

**Teknik Analisis Data**

*a. Pengujian Respon Harga*

Pengujian respon harga dalam penelitian ini secara umum mengacu pada metodologi yang dikembangkan oleh Chen *et al.* (2004). Pengujian ini terdiri dari dua tahap pengujian. Pengujian tahap pertama untuk menguji respon harga terhadap saham yang ditambahkan (dikeluarkan) ke dalam (dari) indeks, dan

pengujian kedua untuk menguji apakah respon harga disebabkan oleh hipotesis berbasis permintaan atau hipotesis berbasis informasi. Secara keseluruhan, kedua tahap pengujian tersebut ditempuh dengan tahapan-tahapan berikut:

1) Menentukan periode estimasi dan periode referensi. Periode estimasi dimulai dari t-10 sampai t+240 sebelum pengumuman perubahan indeks. yang secara berturut-turut merupakan hari ketika pengumuman sampai dengan hari perdagangan efektif.

2) Menghitung *Cummulative Average Abnormal Return* (CAR) selama periode dari t-10 sampai t+240. CAAR diperoleh melalui tahapan perhitungan berikut:

a) Menghitung return harian saham dan return harian pasar selama periode estimasi, dimulai dari t-10 sampai t+240.

b) Meregresikan return harian pasar ( $R_{mt}$ ) pada return harian saham ( $R_{it}$ ) sehingga diperoleh nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  untuk masing-masing saham. Model regresi ini diperlukan karena perhitungan return tidak normal (*abnormal return* [ $AR$ ]) dalam penelitian ini dilakukan dengan *market model* dan *market adjusted*;

c) Menghitung abnormal return masing-masing saham dengan rumus;

$$1. AR (market adjusted) = (Return Saham - Return IHSG)$$

$$2. AR (market model) = (Return Saham - (\alpha + \beta))$$

d) Menghitung return tidak normal kumulatif (*cumulative abnormal return* [ $CAR$ ]) untuk masing-masing saham dengan rumus;

$$CARI_{t1,t2} = ARit_{t=1} \dots \dots \dots \dots \dots \dots \dots \dots \dots \dots 8 ;$$

### 3) Menguji signifikansi CAAR.

Dalam literatur, ada perdebatan menarik tentang pentingnya menggunakan uji parametrik atau uji *non*-parametrik dalam pengujian. Sebagian peneliti berpendapat bahwa uji parametrik lebih *robust* dalam mengatasi interval periode referensi yang relatif panjang, dan sebagian yang lain menganggap uji *non*-parametrik lebih *robust* terutama dalam mengatasi kecenderungan data yang tidak normal pada pasar modal negara berkembang. Untuk mengakomodasi isu tersebut, penelitian ini menggunakan uji parametrik dan *non*-parametrik sekaligus dan menjadikannya bagian dari *convergent validity*. Uji parametrik terdiri dari standard t-test yang merujuk pada McKinlay (1997), pengujian signifikansi untuk uji tersebut tersaji dalam lampiran.



## BAB IV

### 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.

**Tabel 4.1**

#### Sampel Penelitian

| Tahun |    | Jumlah Sampel | Daftar Emiten   |
|-------|----|---------------|---|
| 2008  | I  | 3             | BBNI, BDMN, BMRI  |
|       | II | 3             | AKRA, BDMN, BMRI,   |
| 2009  | I  | 31            | AALI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, BBKA, BBNI, BBRI, BDMN, BMRI, BYAN, CTRA, ELSA, INCO, INKP, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, PGAS, PNB, PTBA, SGRO, SMCB, TBLA, TINS, UNTR, UNVR, WIKA |
|       | II | 27            | AALI, ADRO, ASII, BBKA, BBNI, BBRI, BDMN, BMRI, BNBR, DEWA, ELSA, INCO, INKP, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, PGAS, PNB, PTBA, SGRO, SMCB, TINS, UNTR, UNVR                         |
| 2010  | I  | 29            | AALI, ADRO, ANTM, ASII, BBKA, BBNI, BBRI, BDMN, BMRI, BNBR, HEXA, INCO, INDF, INKP, INTP, ISAT, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, MEDC, PGAS, PTBA, SGRO, SMCB, TINS, UNTR, UNVR            |
|       | II | 34            | AALI, ADRO, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BDMN, BMRI, BMTR, BNBR, BRPT,   |

|             |    |    |  |
|-------------|----|----|--|
|             |    |    | DOID, ENRG, INCO, INDF, INDY, INTP, ISAT, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, MEDC, PGAS, PTBA, SMCB, TINS, TRUB, UNTR, UNVR   |
| <b>2011</b> | I  | 34 | AALI, ADRO, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BDMN, BMRI, BNBR, BTEL, DOID, ELSA, GJTL, INCO, INDF, INDY, INTP, ISAT, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, MEDC, PGAS, PTBA, SMCB, TINS, UNSP, UNTR, UNVR                                     |
|             | II | 36 | AALI, ADRO, ANTM, ASII, BBKA, BBNI, BBRI, BDMN, BJBR, BMRI, BNBR, DOID, EXCL, GGRM, GJTL, HRUM, ICBP, INCO, INDF, INDY, INTP, ISAT, ITMG, JSMR, KLBF, KRAS, LPKR, LSIP, MEDC, PGAS, PTBA, SMCB, TINS, UNSP, UNTR, UNVR                         |
| <b>2012</b> | I  | 36 | AALI, ADRO, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BDMN, BJBR, BMRI, BUMI, CPIN, DOID, ELTY, EXCL, GJTL, HRUM, ICBP, INDF, INDY, INTP, ITMG, JSMR, KIJA, KLBF, LPKR, LSIP, PGAS, PTBA, TINS, TLKM, UNSP, UNTR, UNVR                         |
|             | II | 38 | AALI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BDMN, BHIT, BJBR, BKSL, BMRI, BUMI, BWPT, CPIN, ELTY, EXCL, HRUM, ICBP, INDF, INDY, INTA, INTP, ITMG, JSMR, KIJA, KLBF, LPKR, LSIP, MNCN, PGAS, PTBA, TINS, TLKM, UNTR, UNVR             |
| <b>2013</b> | I  | 40 | AALI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BDMN, BKSL, BMRI, BMTR, BSDE, BUMI, BWPT, EXCL, GIAA, HRUM, ICBP, INCO, INDF, INDY, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, MAIN, MAPI, MNCN, PGAS, PTBA, SMCB, SSIA, TLKM, UNTR, UNVR |
|             | II | 41 | AALI, ADRO, AKRA, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BDMN, BHIT, BKSL, BMRI, BMTR, BSDE, BUMI, BWPT, EXCL, HRUM, ICBP, IMAS, INCO, INDF, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR,  |

|             |    |    |  |
|-------------|----|----|--|
|             |    |    | LSIP, MAIN, MAPI, MLPL, MNCN, PGAS, PTBA, SMCB, SSIA, TLKM, UNTR, UNVR, WIKA   |
| <b>2014</b> | I  | 41 | AALI, ADHI, ADRO, AKRA, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BKSL, BMRI, BMTR, BSDE, CPIN, CTRA, EXCL, HRUM, ICBP, INDF, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, MAIN, MLPL, MNCN, PGAS, PTBA, PTPP, PWON, SMRA, SSIA, TBIG, TLKM, UNTR, UNVR, VIVA, WIKA, WSKT             |
|             | II | 39 | AALI, ADHI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BMRI, BMTR, BSDE, CPIN, CTRA, EXCL, HRUM, ICBP, INCO, INDF, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LSIP, MNCN, PGAS, PTBA, PTPP, PWON, SMRA, TBIG, TLKM, UNTR, UNVR, WIKA, WSKT                         |
| <b>2015</b> | I  | 42 | AALI, ADHI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BMRI, BMTR, BSDE, CPIN, CTRA, EXCL, ICBP, INCO, INDF, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LPPF, LSIP, MNCN, PGAS, PTBA, PTPP, PWON, SCMA, SMGR, SMRA, SILO, TBIG, TLKM, UNTR, UNVR, WIKA, WSKT       |
|             | II | 41 | AALI, ADHI, ADRO, AKRA, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BMRI, BMTR, BSDE, CPIN, EXCL, ICBP, INCO, INDF, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPKR, LPPF, LSIP, MNCN, PGAS, PTBA, PTPP, PWON, SCMA, SMGR, SMRA, SILO, SRIL, TBIG, TLKM, UNTR, UNVR, WIKA, WSKT             |
| <b>2016</b> | I  | 43 | AALI, ADHI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BMRI, BMTR, BSDE, CPIN, HSMP, ICBP, INCO, INDF, INTP, JSMR, KLBF, LPKR, LPPF, LSIP, MNCN, MPPA, MYRX, PGAS, PTBA, PTPP, PWON, SCMA, SMGR, SMRA, SRIL, SSMS, TBIG, TLKM, UNTR, UNVR, WIKA, WSKT |
|             | II | 43 | AALI, ADHI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASRI, BBKA, BBNI, BBRI, BBTN, BMRI, BMTR, BSDE, CPIN, ELSA, HSMP, ICBP, INCO, INDF, INTP, JSMR, KLBF, LPKR, LPPF, LSIP, MNCN, MPPA,  |

|                     |            |  |  |
|---------------------|------------|--|--|
|                     |            |  | MYRX, PGAS, PTBA, PTPP, PWON, SCMA, SMGR, SMRA, SRIL, SSMS, TLKM, UNTR, UNVR, WIKA, WSKT |
| <b>Total Sampel</b> | <b>558</b> |  |  |

Pada tahun 2008 peneliti hanya dapat mengumpulkan total 6 sampel perusahaan yang masuk dalam kriteria penelitian ini, dikarenakan tidak tersedianya kelengkapan data pada perusahaan yang masuk kedalam indeks LQ45 tersebut. Perusahaan yang masuk dalam sampel pada periode pertama indeks LQ45 tahun 2008 adalah BBNI, BDMN, BMRI, sedangkan perusahaan yang masuk kedalam sampel pada periode kedua pada tahun 2008 adalah AKRA, BDMN, BMRI.

#### 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.

**Tabel 4.2**

#### **Statistik Deskriptif ACAR *Earning Surprise* Positif**

| <b>Keterangan</b>         | <b>Mean</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> | <b>St. Dev</b> |
|---------------------------|-------------|------------|------------|----------------|
| <b>Earning Surprise +</b> | 239506      | 0,008403   | 885628     | 116255         |
| <b>Return Saham</b>       | 0,000199    | -0,690017  | 0,726670   | 0,026241       |
| <b>Market Model</b>       |             |            |            |                |
| H-10-AD                   | 0,009021    | 0,001810   | 0,014568   | 0,005223       |
| AD-H+30                   | 0,035256    | 0,012716   | 0,051202   | 0,008366       |

|                        |             |            |            |               |
|------------------------|-------------|------------|------------|---------------|
| AD-H+60                | 0,038352    | 0,012716   | 0,053548   | 0,010114      |
| AD-H+90                | 0,030607    | 0,008017   | 0,053548   | 0,013970      |
| AD-H+120               | 0,021732    | -0,023215  | 0,053548   | 0,020508      |
| AD-H+150               | 0,012453    | -0,030932  | 0,053548   | 0,026264      |
| AD-H+180               | 0,005085    | -0,039329  | 0,053548   | 0,029202      |
| AD-H+210               | -0,001264   | -0,044036  | 0,053548   | 0,031242      |
| AD-H+240               | -0,003240   | -0,044036  | 0,053548   | 0,029962      |
| <b>Market Adjusted</b> | <b>Mean</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> | <b>St.Dev</b> |
| H-10-AD                | 0,004631    | 0,000634   | 0,008683   | 0,003024      |
| AD-H+30                | 0,006453    | 0,002100   | 0,010808   | 0,002427      |
| AD-H+60                | 0,006828    | -0,000739  | 0,012940   | 0,003406      |
| AD-H+90                | 0,002278    | -0,015602  | 0,012940   | 0,007399      |
| AD-H+120               | -0,004754   | -0,039414  | 0,012940   | 0,014557      |
| AD-H+150               | -0,012863   | -0,052489  | 0,012940   | 0,020944      |
| AD-H+180               | -0,020966   | -0,069082  | 0,012940   | 0,026479      |
| AD-H+210               | -0,028267   | -0,077734  | 0,012940   | 0,030435      |
| AD-H+240               | -0,033277   | -0,077734  | 0,012940   | 0,031465      |

Sumber : Olah Data, 2018

**Tabel 4.3****Statistik Deskriptif ACAR *Earning Surprise* Negatif**

| <b>Keterangan</b>         | <b>Mean</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> | <b>St.Dev</b> |
|---------------------------|-------------|------------|------------|---------------|
| <b>Earning Surprise -</b> | 554670      | -0,998639  | 354989     | 443736        |
| <b>Return Saham</b>       | -0,000591   | -2,993906  | 2,986567   | 0,037050      |
| <b>Market Model</b>       |             |            |            |               |
| H-10-AD                   | 0,000707    | -0,003283  | 0,003238   | 0,002169      |
| AD-H+30                   | -0,006039   | -0,013857  | 0,000491   | 0,003609      |
| AD-H+60                   | -0,014669   | -0,043857  | 0,000491   | 0,011956      |
| AD-H+90                   | -0,022276   | -0,043919  | 0,000491   | 0,014816      |
| AD-H+120                  | -0,026462   | -0,046193  | 0,000491   | 0,015060      |
| AD-H+150                  | -0,028532   | -0,046593  | 0,000491   | 0,014204      |
| AD-H+180                  | -0,031554   | -0,054379  | 0,000491   | 0,014737      |
| AD-H+210                  | -0,032779   | -0,054379  | 0,000491   | 0,014210      |
| AD-H+240                  | -0,030872   | -0,054379  | 0,000491   | 0,014578      |
| <b>Market Adjusted</b>    | <b>Mean</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> | <b>St.Dev</b> |
| H-10-AD                   | -0,007050   | -0,014093  | -0,001642  | 0,004614      |
| AD-H+30                   | -0,040361   | -0,065194  | -0,014093  | 0,014750      |
| AD-H+60                   | -0,065810   | -0,115486  | -0,014093  | 0,030602      |
| AD-H+90                   | -0,086287   | -0,138914  | -0,014093  | 0,038738      |
| AD-H+120                  | -0,102974   | -0,167120  | -0,014093  | 0,044801      |

|          |           |           |           |          |
|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| AD-H+150 | -0,117655 | -0,200425 | -0,014093 | 0,050031 |
| AD-H+180 | -0,133911 | -0,232827 | -0,014093 | 0,058640 |
| AD-H+210 | -0,149426 | -0,257203 | -0,014093 | 0,066422 |
| AD-H+240 | -0,163274 | -0,266937 | -0,014093 | 0,072225 |

Sumber : Olah Data, 2018

Berdasarkan hasil tabel analisis statistik deskriptif *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)* diatas, portofolio *Earning Surprise* Positif, dan *Earning Surprise* Negatif yang memiliki delapan periode waktu yang berbeda yaitu bulan 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8. Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata dari portofolio *earning surprise* positif sebesar 239506, nilai minimumnya berada pada angka 0,008403, selanjutnya nilai maksimumnya berada pada angka 885628, dan standar deviasinya berada pada angka 116255. Portofolio *earning surprise* negatif nilai maksimumnya berada pada angka 554670, nilai minimumnya berada pada angka -0,998639, sedangkan nilai maksimumnya berada pada posisi 354989, dan nilai standar deviasi berada pada angka 443736.

Statistik deskriptif untuk return saham pada *Earning Surprise* positif menunjukkan rata-rata dengan nilai 0,000199, nilai minimumnya berada pada -0,690017, dengan nilai maksimal berada pada 0,726670, dan nilai standar deviasi berada pada 0,026241. Sedangkan hasil statistik deskriptif untuk return saham pada *Earning Surprise* negatif menunjukkan nilai rata-rata di angka -0,000591, nilai minimumnya berada pada -2,993906, dan nilai maksimumnya berada pada 2,986567, sedangkan standar deviasinya berada pada angka 0,037050.

Selanjutnya tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai maksimum tertinggi disemua periode untuk ACAR *Earning Surprise* Positif pada *Market Model* ada

pada periode bulan 2 hingga 8 sebesar 0.053, untuk *ACAR Earning Surprise* Negatif pada *Market Model* ada pada periode t-10 hingga hari pengumuman laporan keuangan sebesar 0.003. Sedangkan, nilai minimum tertinggi disemua periode untuk *ACAR Earning Surprise* Positif pada *Market Model* ada pada periode bulan 2 dan 3 sebesar 0.013, untuk *ACAR Earning Surprise* Negatif pada *Market Model* ada pada periode t-10 hingga hari pengumuman laporan keuangan sebesar -0.003.

Selanjutnya, nilai maksimum tertinggi disemua periode untuk *ACAR Earning Surprise* Positif pada *Market Adjusted* ada pada periode bulan 2 hingga 8 sebesar 0.013, untuk *ACAR Earning Surprise* Negatif pada *Market Adjusted* ada pada periode t-10 hingga hari pengumuman laporan keuangan sebesar -0.001. Sedangkan, nilai minimum tertinggi disemua periode untuk *ACAR Earning Surprise* Positif pada *Market Adjusted* ada pada periode bulan 1 sebesar 0.002, untuk *ACAR Earning Surprise* Negatif pada *Market Adjusted* ada pada periode t-10 hingga hari pengumuman laporan keuangan sebesar -0.014.

Nilai rata-rata tertinggi untuk semua periode *ACAR Earning Surprise* Positif pada *Market Model* terdapat pada bulan 2 sebesar 0.038 dengan standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-ratanya yaitu sebesar 0.010. Nilai rata-rata tertinggi pada *ACAR Earning Surprise* Negatif pada *Market Model* terdapat pada periode t-10 hingga hari pengumuman laporan keuangan sebesar 0.001. Standar deviasinya lebih tinggi dibandingkan dengan nilai rata-ratanya yaitu sebesar 0.002. Artinya data *ACAR Earning Surprise* Negatif dalam periode tersebut memiliki kriteria yang beragam.

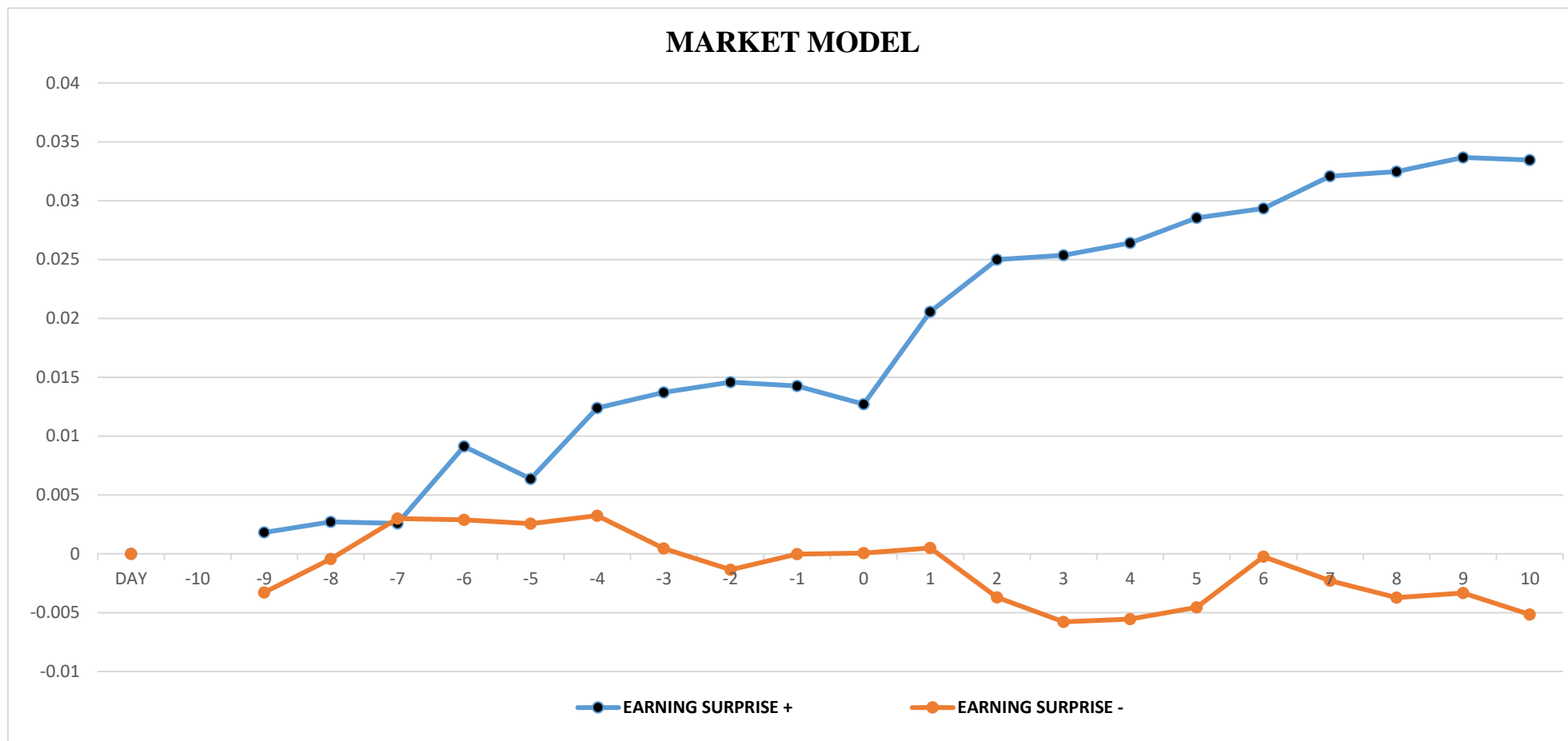


Nilai rata-rata tertinggi untuk semua periode ACAR *Earning Surprise* Positif pada *Market Adjusted* terdapat pada bulan 2 sebesar 0.0068 dengan standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-ratanya yaitu sebesar 0.0034. Nilai rata-rata tertinggi pada ACAR *Earning Surprise* Negatif pada *Market Adjusted* terdapat pada periode t-10 hingga hari pengumuman laporan keuangan sebesar -0,007. Standar deviasinya lebih tinggi dibandingkan dengan nilai rata-ratanya yaitu sebesar 0,004. Artinya data ACAR *Earning Surprise* Negatif dalam periode tersebut memiliki kriteria yang beragam.

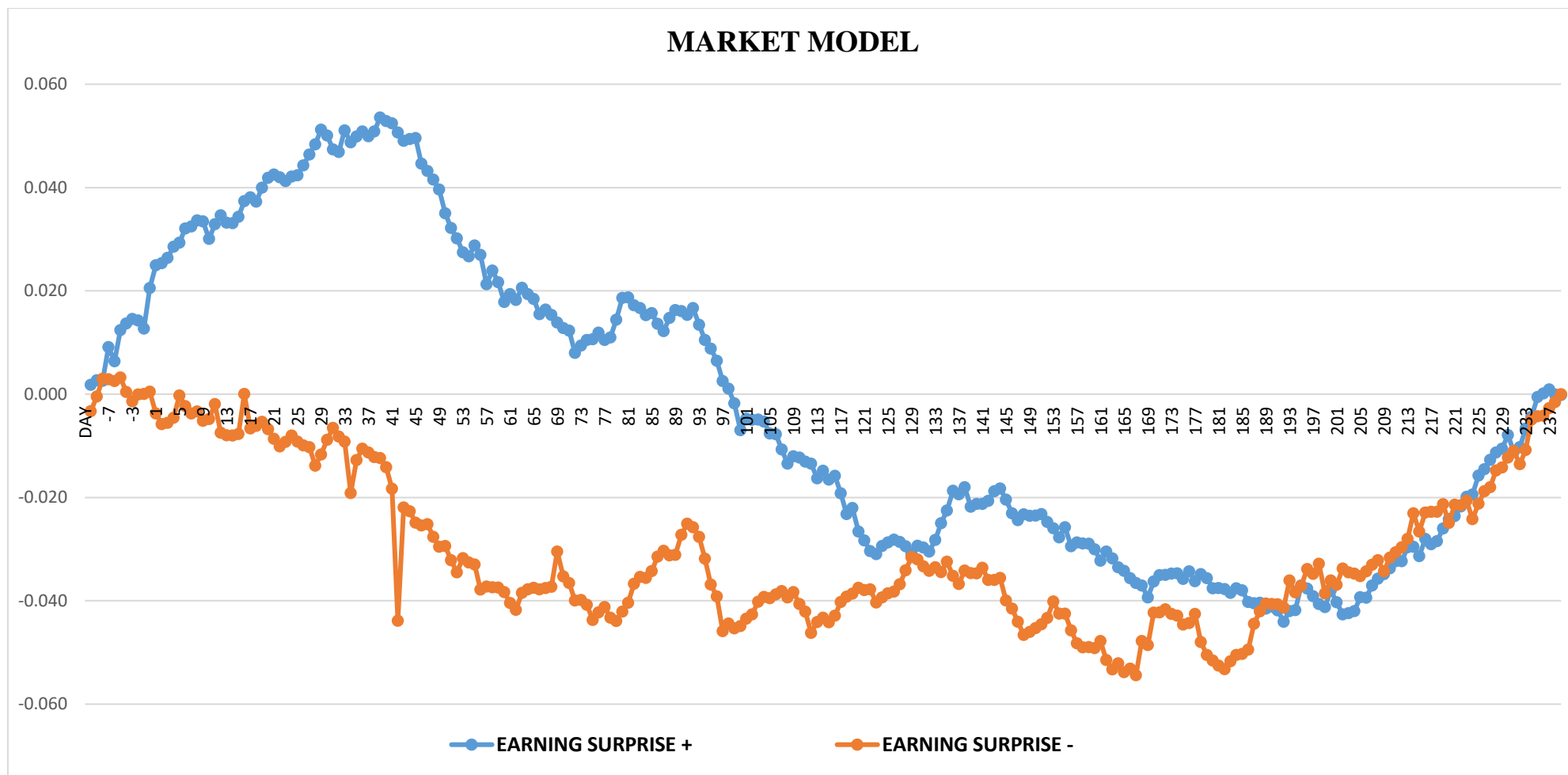
### **4.3 Hasil Pengujian Hipotesis**

Berikut merupakan penyajian hasil pengujian Average Cumulative Abnormal Return (ACAR) untuk portofolio *Earning Surprise* Positif dan *Earning Surprise* negatif yang memiliki delapan periode waktu yang berbeda yaitu bulan 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8. Peneliti menggunakan 2 model pendekatan yaitu *market model* dan *market adjusted*.

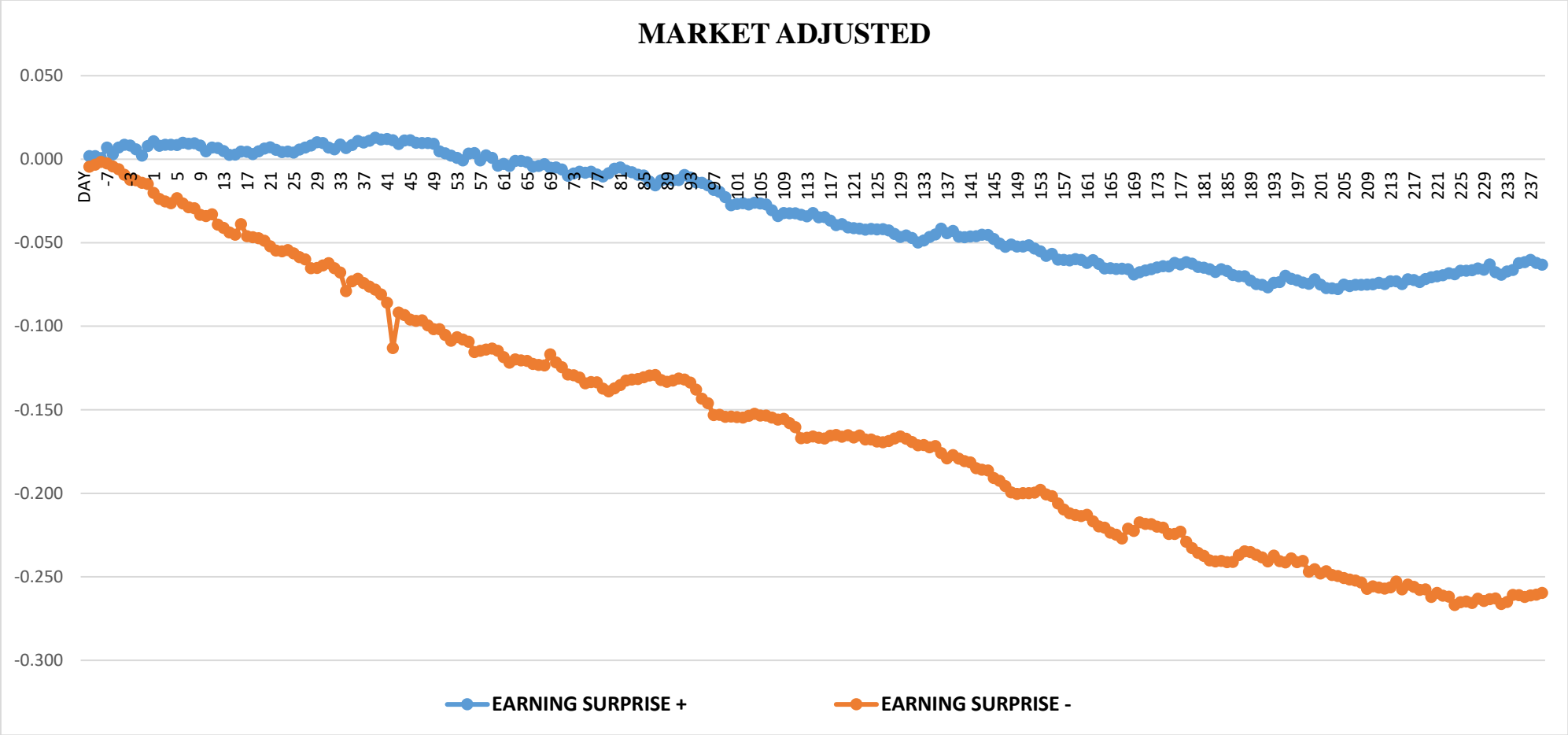
Gambar 4.1 ACAR Menggunakan Market Model Pada t-10 Hingga t+10



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* dengan periode pengamatan dimulai dari t-10 hingga t+240 dari tanggal pengumuman laporan keuangan, 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 dengan periode pengamatan dimulai dari  $t-10$  hingga  $t+240$  dari tanggal pengumuman laporan keuangan, 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 akhir 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 akhir 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 menyajikan hasil pengujian Average Cummulative Abnormal Return (ACAR) untuk portofolio *Earning Surprise* Positif yang memiliki delapan periode waktu yang berbeda yaitu bulan 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8.

**Tabel 4.4**  
**Average Cummulative Abnormal Return Portofolio *Earning Surprise***  
**Positif**

| <b>Keterangan</b>         | <b>ACAR %</b> | <b>AVERAGE</b> | <b>T-TEST</b> |
|---------------------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Earning Surprise +</b> |               |                |               |
| <b>Market Model</b>       |               |                |               |
| 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       |
| <b>Market Adjusted</b>    | <b>ACAR %</b> | <b>AVERAGE</b> | <b>T-TEST</b> |
| 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 menyajikan hasil pengujian Average Cummulative Abnormal Return (ACAR) untuk portofolio *Earning Surprise* Negatif yang memiliki delapan periode waktu yang berbeda yaitu bulan 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8.

**Tabel 4.5**  
**Average Cummulative Abnormal Return Portofolio *Earning Surprise***  
**Negatif**

| <b>Keterangan</b>         | <b>ACAR %</b> | <b>AVERAGE</b> | <b>T-TEST</b> |
|---------------------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Earning Surprise -</b> |               |                |               |
| <b>Market Model</b>       |               |                |               |
| 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**     |
| <b>Market Adjusted</b>    | <b>ACAR %</b> | <b>AVERAGE</b> | <b>T-TEST</b> |
| 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.

#### **4.4 Diskusi Hasil**

Hasil pengujian hipotesis untuk mengkonfirmasi terjadi atau tidaknya fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) menyimpulkan bahwa ditemukannya fenomena tersebut pada Bursa Efek Indonesia khususnya pada indeks LQ45 pada portofolio *Earning Surprise* positif dengan menggunakan *market model* dan *market adjusted* dimulai pada bulan ke 2 hingga bulan ke 8 dari pengumuman laporan keuangan perusahaan tersebut setelah pengumuman laporan keuangan, dimana sebelumnya terdapat fenomena *overreaction* pada bulan ke 1 setelah pengumuman laporan keuangan.

Hasil pengujian hipotesis untuk mengkonfirmasi terjadi atau tidaknya fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) juga menyimpulkan bahwa ditemukannya fenomena tersebut di Bursa Efek Indonesia khususnya indeks LQ45 pada portofolio *Earning Surprise* negatif dengan menggunakan *market model* serta *market adjusted* dimana terdapat fenomena *overreaction* dimulai pada bulan ke 1, selanjutnya ditemukan adanya fenomena *contrarian* pada bulan ke 2 walaupun pada bulan ke 3 hingga bulan ke 7 terdapat penurunan kembali harga saham yang

signifikan hingga terdapat temuan berikutnya mengenai fenomena *contrarian* yang terjadi pada bulan ke 8 dari pengumuman laporan keuangan perusahaan tersebut setelah pengumuman laporan keuangan.

Temuan yang dilakukan oleh peneliti mendukung temuan sebelumnya yang telah dilakukan oleh Dinawan (2007) juga menguji adanya fenomena *overreaction* pada Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010. Hasil dari penelitiannya menunjukkan pembalikan harga terjadi pada saham *winner* maupun *loser* yang ditandai dengan adanya *overreaction*. Yang membedakan adalah jangka waktu pembalikan harga untuk kedua jenis portofolio saham tersebut. Saham *winner* mengalami pembalikan dalam kurun waktu 13 hari sedangkan saham *loser* hanya dalam waktu 5 hari.

Hal serupa mengenai adanya peristiwa *overreaction* oleh investor 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 fenomena *overreaction* ini akan mengambil keuntungan dengan menerapkan strategi *contraian* yang pada intinya dinamakan strategi “beli rendah jual tinggi” (Spyrou *et al.* 2007). Chan (1998) juga menyampaikan hal serupa terkait strategi yang dapat dilakukan investor pada saat terjadinya fenomena *contrarian* adalah dengan menggunakan strategi *contrarian* untuk mendapatkan *abnormal return* atas kejadian tersebut.

Terdapat penelitian yang dilakukan oleh Debond & Thaler (1985) dimana didalam penelitiannya menemukan bahwa fenomena pembalikan tidak semata-

mata karena *overreaction* dari investor melainkan dipengaruhi oleh *firm size*, bukan karena fenomena *overreaction*. Di sisi lain Benou dan Richie (2003) melakukan penelitian mengenai *price reverseal* atau pembalikan harga setelah adanya penurunan harga pada perusahaan Amerika Serikat yang masuk dalam indeks S&P 100 dengan rentan waktu pengamatan Mei 1990 hingga Mei 2000, menemukan bahwa pembalikan harga terjadi karena adanya *overreaction*. Lebih lanjut mereka menyimpulkan bahwa waktu pembalikan harga tergantung pada jenis ukuran perusahaan.

## BAB V

### SIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan diatas, maka hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa:

Terdapat fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) pada *Earning Surprise* positif baik menggunakan *market model* maupun *market adjusted*, yang terjadi pada bulan ke 2 setelah terjadinya fenomena *overreaction* sebagai peristiwa yang menyertai dikeluarkanya laporan *earning* tahunan perusahaan, dengan melakukan pembelian saham secara berlebihan yang dilakukan oleh investor pada bulan ke 1 setelah pengumuman laporan keuangan. Selanjutnya peneliti juga menemukan adanya fenomena *contrarian* atau pembalikan harga (*price reverseal*) pada *Earning Surprise* negatif baik menggunakan *market model* maupun *market adjusted*, yang juga terjadi pada bulan ke 2 setelah terjadinya *overreaction* walaupun selanjutnya terdapat penurunan harga saham secara signifikan kembali pada bulan selanjutnya hingga bulan ke 7 dan fenomena *contrarian* kembali terjadi pada bulan ke 8.

#### 5.2 Saran dan Implikasi

Penelitian ini masih memiliki kelemahan, diantaranya rumus yang digunakan untuk menghitung *Earning Surprise* dirasa belum terlalu kuat untuk mendapatkan hasil dari *Earning Surprise* tersebut. Peneliti hanya menggunakan 1 rumus yaitu, laba berjalan perusahaan pada tahun  $t$  dikurangi dengan laba berjalan

perusahaan pada t-1 dan dibagi dengan laba berjalan pada t-1 dimana dengan menggunakan rumus tersebut peneliti hanya menghitung selisih antara laba berjalan tahunan tahun pengamatan dengan laba berjalan tahunan pada periode sebelumnya.

Berdasarkan kelemahan penelitian diatas, maka saran yang dapat diajukan bagi peneliti selanjutnya yang tertarik pada isu ini adalah dengan menambah rumus dalam menghitung *Earning Surprise*, dapat dilakukan dengan *Capital Assets Pricing Model*, 3 Faktor, dan lainnya sehingga diharapkan akan dapat memperoleh hasil yang lebih baik dalam penelitian selanjutnya.

Terdapat implikasi yang dapat diterapkan dari hasil penelitian ini, adalah investor sebaiknya tidak melakukan perilaku *overreaction* atau bereaksi berlebihan pada saat perusahaan mengeluarkan laporan keuangannya karena akan terjadinya fenomena *contrarian* atau pembalikan (*price reverseal*) harga saham akibat adanya *overreaction* yang dilakukan oleh investor terhadap pengumuman laporan keuangan. Walaupun pada saat terjadi fenomena *contrarian* atau pembalikan (*price reverseal*) investor dapat memanfaatkannya dengan menerapkan strategi *contrarian* untuk mendapatkan keuntungan dari fenomena tersebut.



## DAFTAR PUSTAKA

- Asri, M. (2013). *Keuangan Keperilakuan*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 173-204.
- Benou & Richie, N. (2003). The Reverseal of Large Stock Price Declines: The Case of Large Firms. *Journal of Economics and Finance*.
- Brown, L. (2001). A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses. *Journal of Accounting Research*, 39, 221-241.
- Chan, K. C.,(1998). On The Contrarian Investment Strategy. *Journal of Business*, 61, 147-163.
- Chan, L.K.C., J. Lakonishok, dan T. Sougiannis, (2001), The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures, *The Journal of Finance*, Vol. LVI, No. 6, hlm. 2431-2456.
- Chen, H., Noronha, G., & Singal, V. (2004). The price response to S&P 500 index inclusions and exclusions: evidence of asymmetry and a new explanation, *Journal of Finance*, 59(4), 1901–1929.
- 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.
- Darmadji & Fakhrudin. (2011) *Pasar Modal di Indonesia*, Edisi Ketiga. Jakarta: Salemba Empat.
- 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.
- Dechow, Patricia M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney, (1995), Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, 193-225.
- Dinawan, Rizkad M. (2007),“Analisis Overreaction Hypohthesis, dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas dan Bid-Ask Spread terhadap Fenomena Price Reseal di Bursa Efek Jakarta”, Tesis UNDIP, Semarang
- Ertimur, Y., Livnat, J., & Martikainen, M. (2003). Differential market reactions to revenue and expenses surprises. *Review of Accounting Studies*, 8, 185-211.

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol.47(2): Hal. 427-456.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49, 283–306.
- Freeman, R., & Tse, S. (1992). A nonlinear model of security price responses to unexpected earnings. *Journal of Accounting Research*, 30, 185-209.
- Galariotis, E. C., Holmes, P., & Ma, X. S. (2007). Contrarian and momentum profitability revisited: Evidence from the London Stock Exchange 1964 – 2005. *Journal Of Multinational Financial Management*, 17, 432–447.
- Haruman, T. (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Pendanaan (Prespektif Agency Theory). Survey Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. National Conference on Management Research 2008. Makasar.
- Hutomo, H. (2012). Pengujian Strategi Kontrarian Pada Return Saham Kompas 100. *Journal of Business and Banking*. Volume 2. No2. 255-262.
- Jaryono, & Widiastuti, E. (2011). Short Contrarian Investment Strategy : Pengujian Winner-Loser Anomaly Pada Saham- Saham Di Bursa Efek Indonesia, 14, 49–63.
- Jegadeesh, N., & Livnat, J. (2006). Revenue surprises and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 41, 147-171.
- Jogiyanto. (2000), Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi kedua. Yogyakarta: BPF.
- Johnson. & Zhao (2011). Contrarian Share Price Reaction to Earning Surprises. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 27(2). 236-266.
- Jones, C. P. (1996). *Investments Analysis and Management*. Fifth Edition. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Jones, C. P. (2000). *Investments Analysis and Management*. New Hampshire : John Wiley & Sons Inc.
- Jones, C. P. (2010). *Investments Analysis and Management*. 9th Edition. John Wiley & Sons Inc.
- Kang, J., Liu, M., & Xiaoyan, S. (2002). Contrarian and momentum strategies in the China stock market : 1993 – 2000. *Pacific Basin Finance Journal*, 10, 243–265.
- Kasznik, R., & McNichols, M. (2002). Does meeting earnings expectations matter?

- Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research*, 40, 727-759.
- Kirmizi. (2012). Analisis Overreaction Hypothesis dan Pengaruh Ukuran Perusahaan, Bid-Ask Spread dan Likuiditas Saham terhadap Fenomena Price Reversal. Fakultas Ekonomi Universitas Pekanbaru. Riau.
- Kinney, W., Burgstahler, D., dan Martin, R., (2002), "Earnings surprise materiality as measured by stock returns". *Journal of Accounting Research*, 40, 1297-1329.
- Kothari, S.P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 105-231
- Kumar, V. V. (2016). A Study Of Momentum and Contrarian Strategies. *International Journal Of Information, Business and Management*, 8(2), 61–74.
- 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.
- Li, F. (2010). The information content of the forward-looking statements in corporate filings—Anai"ve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48, 1049-1102.
- Lo, A., MacKinlay, C., (1990). When are Contrarian profit due to Stock Market Overreaction? *Review of Financial Studies*.3, 175-250.
- Manurung, Adler Haymans dan Frederik Priotomo. (2005). Anomali Overreaction Di BEJ: Penelitian Saham Tekstil, Retailer dan Wholesaler. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Bol.7, No.2 Desember: 109-130.
- Parawiyati, 1996."Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Public di Indonesia", Thesis pada Sarjana,UGM,Yogyakarta.
- Prabowo. (2000). "Dissemination of Information di Pasar Modal", *Media Akuntansi*, No. 10, Thn. VII, Juni, Jakarta.

- Santosa, W. (2010). Fenomena Overreaction di Pasar Modal. <http://www.financeindonesia.org/archive/index.php/t-204.html>. 17 November 2018.
- Siallagan, H., & M. Machfoedz. (2006). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. IX (3), 307-326.
- Shleifer, Andrei. (2000). *“Inefficient Market: A Introduction to Behavioral Finance”*. Oxford: Oxform University Press
- Sjahrir. 1995. Tinjauan Pasar Modal. PT Gramedia Pustaka Utama: Jakarta
- 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.
- Soares, J. V., & Serra, A. P. (2005). Overreaction and Underreaction- Evidence for Portuguese Stock Market, (March), 1–54.
- Sukmawati, & Daniel., H (2003). Overreact Hipotesis dan Price Earning Ratio Anomali 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.
- Wiagustini, N. luh P. (2008). Profitabilitas Strategi Investasi Kontrarian di Bursa Efek Indonesia.
- 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.

## **PUSTAKA TAMBAHAN**

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)

[stockbit.com](http://stockbit.com)

## LAMPIRAN

### 1. Daftar Nama Perusahaan Beserta Kelompok Industri

| No | Perusahaan | Kelompok Industri              | No | Perusahaan | Kelompok Industri              |
|----|------------|--------------------------------|----|------------|--------------------------------|
| 1  | AALI       | Perkebunan                     | 51 | KIJA       | Property dan Real Estate       |
| 2  | ADHI       | Konstruksi dan Bangunan        | 52 | KLBF       | Farmasi                        |
| 3  | ADRO       | Batubara                       | 53 | KRAS       | Logam dan Sejenisnya           |
| 4  | AKRA       | Barang Produksi                | 54 | LPPF       | Perdagangan Eceran             |
| 5  | ANTM       | Logam dan Mineral              | 55 | LPKR       | Property dan Real Estate       |
| 6  | ASII       | Otomotif dan Komponennya       | 56 | LSIP       | Perkebunan                     |
| 7  | ASRI       | Property dan Real Estate       | 57 | MEDC       | Minyak dan Gas Bumi            |
| 8  | BBCA       | Perbankan                      | 58 | MNCN       | Advertising Printing Media     |
| 9  | BBNI       | Perbankan                      | 59 | MAPI       | Perdagangan Eceran             |
| 10 | BBRI       | Perbankan                      | 60 | MLPL       | Perusahaan Investasi           |
| 11 | BDMN       | Perbankan                      | 61 | MAIN       | Pakan Ternak                   |
| 12 | BJBR       | Perbankan                      | 62 | MYRX       | Property dan Real Estate       |
| 13 | BMRI       | Perbankan                      | 63 | PGAS       | Infrastruktur dan Transportasi |
| 14 | BMTR       | Perusahaan Investasi           | 64 | PNBN       | Perbankan                      |
| 15 | BRPT       | Industri Dasar dan Kimia       | 65 | PTBA       | Batubara                       |
| 16 | BSDE       | Property dan Real Estate       | 66 | PPRO       | Property dan Real Estate       |
| 17 | BHIT       | Perusahaan Investasi           | 67 | PTPP       | Konstruksi dan Bangunan        |
| 18 | BUMI       | Batubara                       | 68 | PWON       | Property dan Real Estate       |
| 19 | BKSL       | Property dan Real Estate       | 69 | SGRO       | Perkebunan                     |
| 20 | BLTA       | Infrastruktur dan Transportasi | 70 | SMCB       | Industri Dasar dan Kimia       |
| 21 | BNBR       | Perusahaan Investasi           | 71 | SMGR       | Industri Dasar dan Kimia       |
| 22 | BYAN       | Batubara                       | 72 | SMRA       | Property dan Real Estate       |
| 23 | BTEL       | Telekomunikasi                 | 73 | SSIA       | Industrial Estate              |
| 24 | BBTN       | Perbankan                      | 74 | SILO       | Rumah Sakit                    |
| 25 | BWPT       | Perkebunan                     | 75 | SCMA       | Advertising Printing Media     |
| 26 | CPIN       | Industri Dasar dan Kimia       | 76 | SULI       | Industri Dasar dan Kimia       |
| 27 | CTRA       | Property dan Real Estate       | 77 | SSMS       | Perkebunan                     |
| 28 | DEWA       | Batubara                       | 78 | SRIL       | Tekstil dan Garmen             |
| 29 | DOID       | Batubara                       | 79 | TINS       | Logam dan Mineral              |
| 30 | ELSA       | Minyak dan Gas Bumi            | 80 | TLKM       | Telekomunikasi                 |
| 31 | ELTY       | Property dan Real Estate       | 81 | TBLA       | Perkebunan                     |
| 32 | ENRG       | Minyak dan Gas Bumi            | 82 | TOTL       | Konstruksi dan Bangunan        |
| 33 | EXCL       | Telekomunikasi                 | 83 | TRAM       | Pengiriman dan Logistik        |
| 34 | GGRM       | Barang Konsumsi                | 84 | GIAA       | Penerbangan                    |

|           |                   |                                |           |                   |                            |
|-----------|-------------------|--------------------------------|-----------|-------------------|----------------------------|
| 35        | GJTL              | otomotif dan komponennya       | 85        | HEXA              | Barang Produksi            |
| <b>No</b> | <b>Perusahaan</b> | <b>Kelompok Industri</b>       | <b>No</b> | <b>Perusahaan</b> | <b>Kelompok Industri</b>   |
| 36        | HMSP              | Barang Konsumsi                | 86        | UNTR              | Barang Produksi            |
| 37        | HRUM              | Batubara                       | 87        | UNVR              | Barang Konsumsi            |
| 38        | INCO              | Logam dan Mineral              | 88        | WSKT              | Konstruksi dan Bangunan    |
| 39        | INDF              | Barang Konsumsi                | 89        | WIKA              | Konstruksi dan Bangunan    |
| 40        | INDY              | Konstruksi non Bangunan        | 90        | VIVA              | Advertising Printing Media |
| 41        | INKP              | Industri Dasar dan Kimia       |           |                   |                            |
| 42        | INTP              | Industri Dasar dan Kimia       |           |                   |                            |
| 43        | ISAT              | Telekomunikasi                 |           |                   |                            |
| 44        | ITMG              | Batubara                       |           |                   |                            |
| 45        | ICBP              | Barang Konsumsi                |           |                   |                            |
| 46        | IMAS              | Otomotif dan Komponennya       |           |                   |                            |
| 47        | INTA              | Alat Berat                     |           |                   |                            |
| 48        | JSMR              | Infrastruktur dan Transportasi |           |                   |                            |
| 49        | TBIG              | Konstruksi non Bangunan        |           |                   |                            |
| 50        | UNSP              | Perkebunan                     |           |                   |                            |

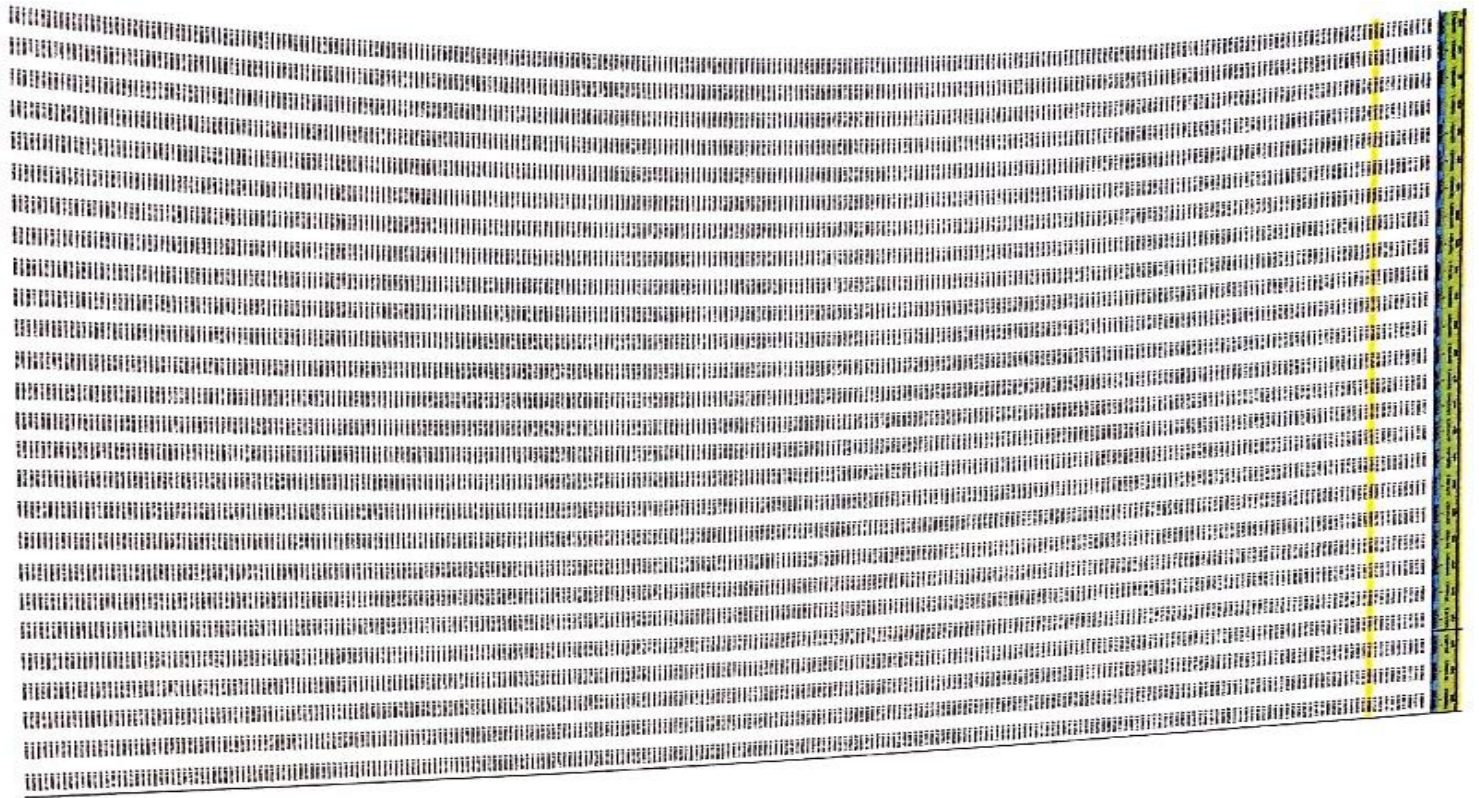
## *2. Abnormal Return Market Adjusted*



[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a very small font or significant distortion. The text is arranged in multiple columns and is mostly obscured by noise and artifacts.]



[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a high level of contrast or a very small font size. The text is arranged in multiple columns and is mostly obscured by noise and artifacts.]



[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a high level of contrast or a very small font size. The text is arranged in multiple columns and is mostly obscured by noise and artifacts.]

[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a very small font size.]



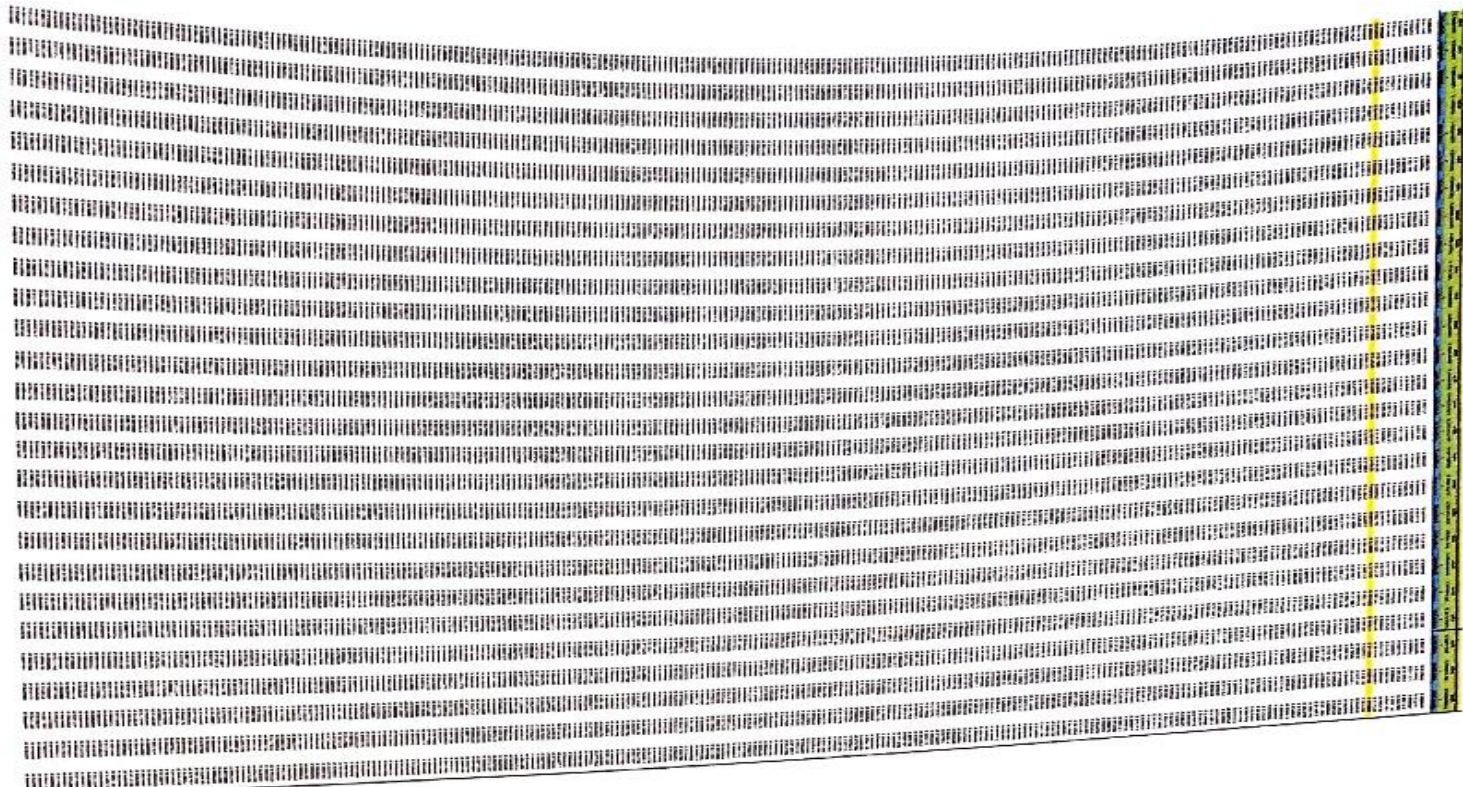
### *3. Abnormal Return Market Model*



[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a high level of contrast or a very small font size. The text is arranged in multiple columns and is mostly obscured by noise and artifacts.]



[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a high level of contrast or a very small font size. The text is arranged in multiple columns and is mostly obscured by noise and artifacts.]



[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with a high level of contrast or a very small font size. The text is arranged in multiple columns and is mostly obscured by noise and artifacts.]

[The page contains dense, illegible text, likely a scan of a document with very small font or significant distortion.]



