



## Pembuktian *Return Momentum* dan Kontrarian pada Saham Syariah

Nanda<sup>a</sup>, Fajri Adrianto<sup>b</sup>

<sup>a</sup>Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas, danan\_com@yahoo.co.id

<sup>b</sup>Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas, fajriadrianto@eb.unand.ac.id

### Abstract

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

Keyword: winner portofolio, loser portofolio, momentum, contarian

### 1. PENDAHULUAN

Salah satu faktor penting dalam pertumbuhan ekonomi sebuah negara adalah investasi. Menurut Bodie, Kane & Marcus (2011) investasi bisa berbentuk investasi aset rill dan investasi aset finansial. Investasi aset finansial merupakan salah satu wahana investasi yang berkembang di zaman sekarang karena investasi ini dianggap lebih praktis. Investasi finansial ini secara keseluruhan terdiri dari dua jenis yaitu investasi pasar uang dan pasar modal. Dalam perkembangan pasar modal di Indonesia, Indonesia sebagai negara dengan penduduk muslim terbanyak di dunia, sehingga memiliki pangsa pasar modal syariah terbesar di dunia. Pasar modal syariah adalah seluruh kegiatan di pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam. Pasar modal syariah Indonesia merupakan bagian dari industri keuangan syariah yang diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan, khususnya direktorat pasar modal syariah (Sumber: BEI Syariah 2019).

Reksadana syariah merupakan produk pertama yang diluncurkan oleh pasar modal syariah Indonesia pada tahun 1997. Setahun kemudian diluncurkan *Jakarta Islamic Index (JII)* yang merupakan Indeks saham syariah pertama yang terdiri dari 30 saham syariah paling likuid di BEI. Saat ini indeks syariah di pasar modal Indonesia. Selain *Jakarta Islamic Index (JII)* yang terdiri dari 30 syariah terlikuid, juga terdapat *Jakarta Islamic Indeks 70 (JII70)* dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Dimana *review* saham yang masuk kedalam indeks tersebut dilakukan sekali enam bulan setiap bulan Mei dan November (Sumber: BEI Syariah 2019) .

**Tabel 1**  
**Kapitalisasi pasar saham syariah**  
**di Bursa Efek Indonesia**

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

*Sumber data diolah: Statistik Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan*

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

Teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang diperkenalkan oleh Fama (1970) menyatakan bahwa harga saham selalu mencerminkan semua informasi yang tersedia sehingga tidak bisa diperoleh *abnormal retur* dan harga saham bergerak secara acak (Jones, 2010). Teori EMH ini mendapat tantangan dari para akademisi yang mengatakan bahwa

harga saham dipengaruhi oleh perilaku investor sehingga *abnormal return* yang bisa diperoleh dari pasar. Seperti dengan strategi kontrarian yang pertama kali dikemukakan oleh DeBondt & Thaler (1985) *abnormal return* dapat diperoleh dengan membeli saham yang memiliki kinerja jelek dimasa lalu. sedangkan Jegadeesh & Titman (1993) memperkenalkan strategi momentum untuk memperoleh *abnormal return* di pasar yaitu dengan membeli saham dengan kinerja baik dimasa lalu.

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

Berbeda dengan strategi investasi kontrarian, strategi investasi momentum yang pertama kali dikemukakan oleh Jegadeesh & Titman (1993) merupakan penentang strategi kontrarian dengan membeli saham dengan kinerja yang bagus dimasa lalu dan menjual saham berkinerja buruk dimasa lalu. Strategi ini berdasarkan *underreaction* harga saham terhadap faktor yang menyebabkan *overreaction* sehingga trend harga akan terus berlanjut sampai terjadi pembalikan yang di sebabkan oleh *overreaction*. Strategi ini memanfaatkan momentum pergerakan kenaikan harga saham dengan harapan kenaikan harga saham tersebut terus berlanjut.

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

Penelitian terhadap *return* dari strategi momentum dan kontrarian telah dilakukan di pasar modal Indonesia. seperti Nugroho (2008) meneliti momentum pada saham yang tercatat di BEI. Dewi & Sasmikadewi (2017) meneliti *return* portofolio momentum dan kontrarian pada industri keuangan. Saputro & Badjra (2016) meneliti *return* momentum pada industri manufaktur. Witiastuti & Maharani (2015) meneliti *market overreaction* pada saham

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

Belum adanya Penelitian momentum dan kontrarian di pasar modal Indonesia yang melihat fenomena ini pada Indeks syariah serta perkembangan saham syariah di Indonesia yang terus mengalami peningkatan semenjak Indeks syariah diperkenalkan. Sehingga peneliti tertarik untuk membuktikan apakah terdapat *return momentum* dan kontrarian pada saham syariah. Penelitian ini akan meneliti *Jakarta Islamic Indeks 30 (JII 30)* untuk periode 2010 - 2018, karena JII 30 merupakan 30 saham syariah *terliquid* yang diperdagangkan di BEI.

### 1.1. Strategi Momentum

Selama dua dekade terakhir, telah banyak penelitian lebih lanjut yang dilakukan untuk memperkuat bukti empiris profitabilitas strategi momentum. Strategi momentum sekarang telah ditemukan tidak hanya di pasar saham AS tetapi juga di pasar saham negara lain (Stork, 2013). Penelitian strategi momentum juga telah dikembangkan dengan melihat pengaruh faktor *size, value, earning, volume* dan lainnya terhadap strategi momentum.

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

Scrimgeour, Locke & Gupta (2013) melakukan studi global terhadap *return momentum* yang berfokus pada desain portofolio dan metode komputasi. Hasil penelitian ini mengklarifikasi dampak dari beberapa faktor yang berkontribusi pada estimasi *return momentum*. Sehingga *return momentum* berubah. Sampel besar dari data yang telah disesuaikan yang menjadi dasar studi ini memberikan tingkat kepercayaan yang lebih tinggi bahwa temuan-temuan tersebut masuk akal dan bukan hanya anomali statistik.

Tanna & Nnadi (2017) melakukan penelitian terhadap dari momentum dan kontrarian di negara Brazil, Russia, India, China dan Afrika Selatan (BRICS). penelitian ini berdasarkan metode Jegadeesh & Titman (1993). Penelitian ini menemukan dari kelima pasar menunjukkan karakteristik yang berbeda, pasar modal India menunjukkan momentum efek terkuat. Pasar saham di Tiongkok dan Brasil menunjukkan profit kontrarian yang signifikan untuk jangka pendek dan profit momentum untuk jangka menengah hingga jangka panjang. Sementara Afrika Selatan menunjukkan efek momentum jangka pendek dan efek kontrarian untuk jangka menengah hingga jangka panjang. Pasar saham Rusia menunjukkan pengembalian portofolio momentum sebagian besar tidak signifikan.

Stork (2013) meneliti mekanisme sementara dari *return* momentum dalam pasar. Penelitian ini meneliti mekanisme *return* momentum dari pasar saham untuk sepuluh negara yang berbeda. Hasil *study* ini menemukan *return* momentum positif mengikuti pasar yang sedang *bullish* dan negatif mengikuti pasar *bearish*. Brandao, Martins & Martins (2016) penelitian ini bertujuan untuk melihat dampak dari anomali momentum di pasar keuangan Jerman. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Jagadeesh & Titman (1993). Penelitian ini menemukan terdapat *return* momentum yang signifikan di FSE. Sedangkan ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan *return* momentum.

Badjra & Saputro (2016) menguji kinerja portofolio saham *winner* dibandingkan dengan kinerja portofolio saham *loser* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian ini kinerja portofolio saham *winner*, menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser*. Dewi & Sasmikadewi (2017), meneliti kinerja portofolio saham *winner* dan *loser*. Hasil penelitian ini menemukan kinerja portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja yang dihasilkan portofolio saham *loser* pada periode kepemilikan selanjutnya.

Bhootha (2018) meneliti kombinasi profitabilitas dan strategi momentum menghasilkan *return* yang superior memanfaatkan dua strategi yaitu jangka panjang menggunakan profitabilitas dan jangka pendek menggunakan strategi momentum. Hasil dari penelitian ini menunjukkan kombinasi *gross profit* dan strategi momentum meningkatkan kinerja *return* dari portofolio dibanding dengan *return* portofolio yang dibentuk secara terpisah antara strategi momentum dan *gross profit*. Conrad & Yavuz (2017) meneliti apakah terdapat hubungan yang luas antara momentum jangka pendek dan *reversal* untuk jangka panjang. Dan memeriksa apakah bisa mengidentifikasi kondisi sebelum terjadinya *reversal* pada portofolio momentum. Hasil dari semua tes ini menemukan terdapat *return*

momentum dan kontrarian, dan memperlihatkan bahwa momentum dan pola *reversal* terpisah dan berbeda.

Dobrynskaya (2017) meneliti waktu momentum mengalami *crash* dan menunjukkan bahwa strategi momentum cenderung *crash* dalam 1-3 bulan setelah pasar modal mengalami *crash*. Selanjutnya, peneliti mengusulkan *dynamic momentum and kontrarian trading*. Du (2012) melakukan penelitian kembali sumber profitabilitas momentum dengan fokus pada *return* momentum bulanan. Berbeda dari penelitian sebelumnya, Du ingin melihat apakah faktor risiko atau perilaku yang menjadi sumber momentum. Hasil dari penelitian Du menyarankan penolakan terhadap *asset-pricing models* sebagai sumber momentum dan menerima *mis-reaction* sebagai sumber momentum.

Gunasekarage & Kot (2007) meneliti tentang profitabilitas strategi momentum yang dilakukan di pasar saham Selandia Baru. Penelitian ini menemukan adanya momentum harga yang terjadi di pasar saham Selandia Baru. Moskowitz & Daniel (2016) meneliti tentang momentum *crash*, dan menemukan strategi kontrarian sesuai digunakan ketika pasar *reboud* dan strategi momentum sesuai ketika pasar normal. Aarts & Lehnert (2006) menginvestigasi profitabilitas strategi momentum berdasarkan *style* yang berbeda. Sembilan *style* portofolio yang berbeda dimensi dari *small cap vs large cap* didasarkan kepada kapitalisasi pasar perusahaan dan *value vs growth* didasarkan kepada B/M rasio. Perusahaan dengan B/M rasio negatif tidak dimasukkan ke dalam sampel penelitian. Hasil penelitian ini tidak ada pembuktian yang *style* strategi momentum berkinerja lebih baik dari strategi momentum reguler. Sehingga strategi *style* momentum tidak memberi nilai tambah untuk investor Inggris.

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

Menurut Barroso & Clara (2015) dibandingkan dengan faktor pasar, nilai, atau ukuran, momentum telah menawarkan investor rasio Sharpe tertinggi. Namun, momentum juga mengalami *crash* terburuk, membuat strategi tidak menarik bagi investor yang tidak menyukai *skewness* dan *kurtosis* negatif. Risiko momentum sangat bervariasi dari waktu ke waktu dan dapat diprediksi. Mengelola risiko ini berusaha untuk mengurangi *crash* dan

hampir menggandakan rasio Sharpe dari strategi momentum. Mengelola risiko merupakan teka-teki yang besar dari strategi momentum

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

## 1.2. Strategi Kontrarian

Strategi kontrarian, yang didasarkan pada hipotesis *overreaction*, memberi peringkat saham berdasarkan kinerja masa lalu mereka dan merekomendasikan untuk membeli saham *loser* di masa dan menjual *winner* di masa lalu (Gunasekarage & Kot, 2007) Investigasi *overreaction* yang dilakukan oleh De Bondt & Thaler (1985). Mereka menggunakan data *return* bulanan dari semua saham yang diperdagangkan di NYSE dalam periode 57 tahun dari Januari 1926 hingga Desember 1982 dan memeriksa *return* dari portofolio saham *winner* dan *loser*. Hasil penelitian mereka mengungkapkan bahwa terjadi *reversal* yang menyebabkan portofolio *loser* mengungguli pasar dengan rata-rata 19,6 persen per tahun, sementara portofolio *winner* berkinerja buruk dari pasar sebesar 5,0 persen. Secara statistik portofolio *loser* signifikan mengungguli portofolio *winner* sebesar 24,6 persen per tahun.

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

*Overreaction*, *mispicing* dan *reversal* ini yang dijadikan sumber dari strategi kontrarian dalam mendapatkan *abormal returns*. Sehingga dalam strategi kontrarian pembentukan portofolio dilakukan dengan membeli saham yang mengalami penurunan di

masa lalu dan menjual saham yang mengalami peningkatan dimasa lalu. Dalam rangka mendapatkan saham-saham yang salah harga, dan akan mengalami pembalikan arah harga.

Doan & Brooks (2014) meneliti strategi momentum dan kontrarian di Australia periode 1992-2011. Mereka menemukan bahwa kontrarian merata untuk investasi jangka pendek sedangkan momentum mendominasi untuk jangka menengah dan panjang. Namun hanya kontrarian periode jangka pendek bekinerja lebih baik dan signifikan secara statistik. Liao (2016) meneliti bagaimana ukuran dari investor momentum dan kontrarian di pasar mempengaruhi keseimbangan harga saham, dan melihat kemungkinan penyebab yang mempengaruhi keuntungan untuk kedua jenis investor irasional ini. Peneliti menduga *rational informed* investor mempengaruhi perilaku *irrational* investor. Peneliti menemukan *informed* investor memanipulasi harga aset, dan mengarah ke fenomena makro momentum dan *reversal*. Ketika jumlah investor momentum relatif tinggi, *informed* investor akan mencoba untuk tidak membawa harga kembali ke harga fundamental dan menyebabkan harga menjadi *over price*. Sebaliknya, ketika investor kontrarian yang relatif lebih banyak di pasar, karena adanya risiko fundamental, bahkan ketika berita baik muncul, *informed* investor akan menghindari harga saham *over reaction*, dan mengakibatkan fenomena *under reaction*.

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

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

Chen et al. (2015) juga melakukan investigasi profitabilitas dari strategi momentum dan kontrarian di pasar saham China untuk periode 1994-2013 menggunakan data *Shanghai*

*Stock Exchange* dan *Shenzhen Stock Exchange*.. Penelitian ini memeriksa profitabilitas *trading strategy* berdasarkan metode yang digunakan oleh Jagadeesh & Titman (1993), George & Hwang (2004) dan Bhootra & Hur (2013). Hasil dari penelitian ini strategi kontarian berdasarkan metode Jagadeesh & Titman (1993) untuk periode mingguan lebih menguntungkan dibanding dengan strategi dan metode yang lain.

### 1.3. Karakteristik Saham

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

Kryzanowsky dan He (2008) mendemonstrasikan hubungan karakteristik perusahaan dengan strategi momentum dalam menjelaskan *return* saham. Penelitian Aarts dan Lehnert (2006) Mereka membentuk sembilan *style* portofolio yang berbeda dimensi dari *small cap vs large cap* didasarkan kepada kapitalisasi pasar perusahaan dan *value vs growth* didasarkan kepada B/M rasio. Sedangkan hasil penelitian (Du 2012) menyarankan penolakan terhadap *asset-pricing models* sebagai sumber momentum. Dan menerima *mis-reaction* sebagai sumber momentum.

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

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

#### 1.4. Hipotesis Penelitian

##### a. Return portofolio momentum

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

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

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

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

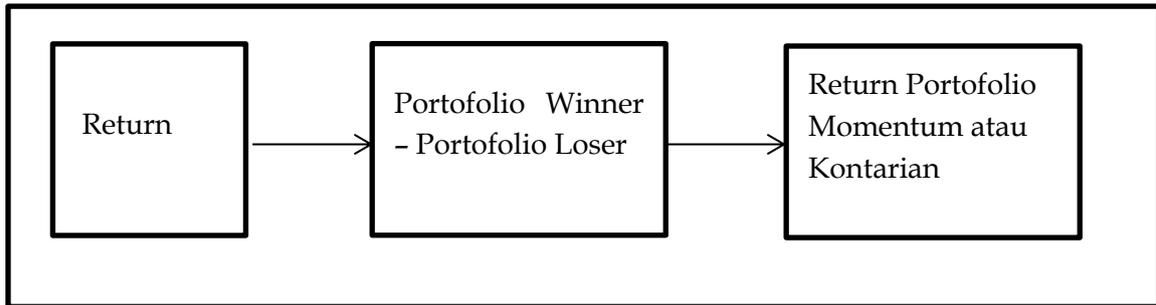
##### b. Return portofolio kontrarian

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

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

H1: Terdapat *return* portofolio kontrarian pada saham syariah terdaftar dalam JII 30

### 1.5. Kerangka Pemikiran



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

## 2. METODE PENELITIAN

### 2.1. Data dan Metode Pengumpulan Data

Tujuan dari penelitian ini untuk melihat perbandingan *return* portofolio kontrarian pada saham syariah yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index 30 (JII 30)* untuk periode 2010-2018. Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah jenis data kuantitatif. Data sekunder dalam penelitian ini meliputi data: Harga saham, Indeks JII 30 dan Kapitalisasi pasar untuk periode 2010-2018. Data harga saham, JII didapat dari situs *yahoo finance*, data kapitalisasi pasar didapat dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Data perusahaan-perusahaan yang masuk dalam JII 30 dalam periode 2010-2018 diperoleh dari *website* BEI.

### 2.2. Metode Analisis dan Variabel Operasional

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode yang digunakan adalah Jegadeesh dan Titman (1993). Penggunaan metode ini sejalan dengan metode yang digunakan oleh penelitian sebelumnya seperti Scrimgeour et al. (2013), Chen et al. (2015), Stork (2013) Conrad dan Yavuz (2017), dan Dhankar dan Maheshwari (2017). Dalam metode ini setiap periode (t) formasi (J) saham diberi peringkat berdasarkan kinerja *return* masa lalu, selanjutnya dibagi menjadi dua potofolio dimana saham dengan *return* tertinggi akan masuk portofolio *winner* dan saham dengan *return* terendah akan masuk kedalam portofolio *loser*. Strategi momentum menurut JT menggunakan metode membeli saham *winner* dan menjual saham *loser*. Setelah periode pembentukan dilanjutkan periode observasi saham tersebut (K) (*holding*). *Return* saham dihitung menggunakan formula:

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

Dimana:

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

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

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

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

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

Dimana:

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

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

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

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

Selanjutnya untuk strategi momentum *average equal-weighted market-adjusted excess return* (AR) portofolio *winner* dikurangi dengan *average equal-weighted market-adjusted excess return* (AR) dari portofolio *loser* (WML) dan sebaliknya untuk strategi kontrarian *average equal-weighted market-adjusted excess return* (AR) portofolio *loser* dikurangi dengan *average equal-weighted market-adjusted excess return* (AR) portofolio *winner* (LMW) (Dhankar & Maheshwari, 2017). Selain menggunakan *equal-weighted*, dalam penelitian ini digunakan *value-weighted* dalam menentukan *return* momentum dan kontrarian.

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

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

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

Dengan rumusan hipotesis penelitian dalam uji sample t-test :

$H_0$  = AR sama dengan nol.

H1 = AR tidak sama dengan nol

### 3. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 3.1. Statistik Deskriptif

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

#### a. *Return* Portofolio Momentum dan Kontrarian dengan Metode Pembobotan *Equal-Weighted*

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif Portofolio Momentum dan Kontarian**  
**dengan Metode Pembobotan *Equal-Weighted***

Formasi	1	3	6	12
AR WML	-0,0092	0,0025	-0,0144	0,1185
Strategi	Kontarian	Momentum	Kontarian	Momentum
Mean	0,0092	0,0025	0,0144	0,1185
Maximum	0,1918	0,1557	0,3409	0,5054
Minimum	-0,1849	-0,2909	-0,2842	-0,6311
Std. Dev	0,071	0,1116	0,1775	0,3416
Observasi	107	35	17	8

*Sumber: Data diolah*

Berdasarkan tabel 2, hasil statistik deskriptif terlihat AR WML bernilai positif untuk formasi 3 dan 12 bulan sebesar 0,0025 (0,25%) dan 0,1185 (11,85%), sedangkan untuk formasi 1 dan 6 bulan AR WML bernilai negatif sebesar -0,0092 (-0,92%) dan -0,0144 (-1,44%). Sehingga untuk portofolio metode pembobotan *equal-weighted return* portofolio momentum terjadi pada formasi 3 dan 12 bulan. Sedangkan *return* portofolio kontarian terjadi pada formasi 1 dan 6 bulan. Berdasarkan data deskriptif ditemukan *return* momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar di JII 30 periode 2010-2018.

**b. Return Portofolio Momentum dan Kontarian dengan Metode Pembobotan Value-Weighted**

**Tabel 3**  
**Statistik Deskriptif Portofolio Momentum dan Kontarian dengan**  
**Metode Pembobotan Value-Weighted**

Formasi	1	3	6	12
AR WML	-0,0054	-0,008	-0,0598	0,1814
Strategi	Kontarian	Kontarian	Kontarian	Momentum
Mean	0,0054	0,008	0,0598	0,1814
Maximum	0,1505	0,2876	0,3957	0,4696
Minimum	-0,223	-0,1895	-0,201	-0,3683
Std. Dev	0,0693	0,1215	0,1523	0,2804
Observasi	107	35	17	8

*Sumber: Data diolah*

Berdasarkan tabel 3, hasil statistik deskriptif terlihat AR WML positif hanya untuk formasi 12 bulan sebesar 0,1814 (18,14%). Sedangkan untuk formasi 1,3 dan 6 bulan AR WML bernilai negatif sebesar -0,0054 (-0,54%), -0,008(-0,8%) dan -0,0598 (5,98%). Sehingga untuk portofolio metode pembobotan *value-weighted return* portofolio momentum hanya terjadi pada formasi 12 bulan. Sedangkan *return* portofolio kontarian terjadi untuk formasi 1,3 dan 6 bulan. Berdasarkan data deskriptif ditemukan *return* momentum dan kontarian pada saham syariah yang terdaftar di JII 30 periode 2010-2018.

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

### 3.2. Parametric One-Sample T-Test

Berdasarkan tabel 4 Hasil Uji Statistik *parametric one-sample t-test* strategi momentum dan kontrarian dengan metode pembobotan *Equal-weighted*. Diketahui AR WML positif pada formasi 3 dan 6 bulan, sehingga terdapat *return* portofolio momentum terjadi pada formasi dan observasi 3 dan 6 bulan. Dengan *return* sebesar 0,00246 (0,25%) dan 0,1185 (11,85%). Secara statistik nilai sig (2-tailed) strategi momentum formasi dan observasi 3 dan 12 bulan sebesar 0,897 dan 0,359 lebih besar dari 0,05. sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *return* strategi momentum pada saham syariah di JII 30 periode 2010-2018 tidak signifikan secara statistik.

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

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test* Pembobotan *Equal-weighted***

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

*Sumber: Data diolah*

Berdasarkan tabel 5 Hasil Uji Statistik *parametric one-sample t-test* portofolio dengan metode Pembobotan *value-weighted*. Diketahui AR WML bernilai positif pada formasi 12 bulan, sehingga terdapat *return* portofolio momentum terjadi pada formasi dan observasi 12 bulan. Dengan *return* sebesar 0,1814 (18,14%). Secara statistik nilai sig (2-tailed) strategi momentum formasi dan observasi 12 bulan sebesar 0,109 lebih besar dari 0,05. sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *return* portofolio momentum pada saham syariah di JII 30 periode 2010-2018 tidak signifikan secara statistik.

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

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Statistik *Parametric One-Sample T-Test* Pembobotan *Value-Weighted***

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

*Sumber: Data diolah*

### 3.3. Pembahasan

#### a. Return portofolio momentum

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

Berdasarkan tabel 4 dan tabel 5 dapat dilihat AR portofolio momentum dengan metode pembobotan *equal-weighted* dan *value-weighted*. *Return* momentum portofolio pembobotan *equal-weighted* terjadi pada formasi dan observasi 3 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar 0,0025 (0,25%). Selanjutnya *return* strategi momentum pada periode formasi dan observasi 12 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar 0,1185 (11,85%). Namun secara statistik *return* momentum pada periode 3 dan 12 bulan ini tidak signifikan dengan sig (2-tailed) sebesar 0,897 dan 0,359 lebih besar dari 0,05.

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

Dalam penelitian ini ditemukan *return* momentum pada formasi dan observasi 3 bulan dan 12 bulan untuk portofolio dengan pembobotan *equal-weighted*. Sedangkan untuk portofolio dengan pembobotan *value-weighted* *return* momentum ditemukan pada formasi dan observasi 12 bulan. Namun secara statistik tidak signifikan, sehingga secara statistik tidak ditemukan *return* strategi portofolio momentum saham syariah di JII 30 dengan dua metode pembobotan tersebut. Tidak signifikannya *return* momentum pada saham syariah yang tergabung dalam indeks JII 30. Menunjukkan bahwa anomali ini tidak terjadi pada JII 30, ini mungkin disebabkan karena mayoritas

saham yang tergabung dalam JII 30 berasal dari perusahaan-perusahaan yang bagus secara fundamental dan menjadi acuan dalam pembentukan reksadana syariah.

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

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

#### **b. Return Portofolio Kontrarian**

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

Berdasarkan tabel 4 dan tabel 5 dapat dilihat AR portofolio kontrarian dengan metode pembobotan *equal-weighted* dan *value-weighted*. *Return* portofolio kontrarian dengan pembobotan *equal-weighted* terjadi pada formasi dan observasi 1 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar -0,0092 (-0,92%). Selanjutnya *return* strategi kontrarian pada periode formasi dan observasi 6 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar -0,0144 (1,44%). Namun secara statistik *return* kontrarian pada periode 1 dan 6 bulan ini tidak signifikan dengan sig t statistik sebesar 0,186 dan 0,689 lebih besar dari 0,05.

*Return* portofolio kontrarian dengan metode pembobotan *value-weighted* terjadi pada formasi dan observasi 1 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar 0,00554 (0,54%).

Selanjutnya *return* strategi kontrarian pada periode formasi dan observasi 3 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar 0,008 (0,8%) dan pada periode formasi dan observasi 6 bulan dengan rata-rata selisih *return* sebesar 0,0599 (5,99%). Namun secara statistik *return* kontrarian pada periode 1, 3 dan 6 bulan ini tidak signifikan karena sig (2-tailed) sebesar 0,423, 0,701 dan 0,125 lebih besar dari 0,05.

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

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

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

Konsep EMH yang diperkenalkan oleh Fama (1970) dimana level market efficiency dibagi menjadi tiga yaitu: pertama *weak-form market efficiency*, kedua *semi strong-form market efficiency* dan yang ketiga *strong-form market efficiency*. Berdasarkan hasil uji statistik dalam penelitian ini, *return* portofolio momentum dan kontrarian tidak ditemukan pada saham syariah yang terdaftar dalam JII 30. Sehingga hasil penelitian ini mengkonfirmasi bahwa saham yang tergabung dalam indeks JII 30 dapat

diklasifikasikan sebagai *semi strong-form market efficiency*. Dimana pada pasar *semi-strong abnormal return* portofolio saham tidak bisa didapat dengan menggunakan informasi dari harga saham masa lalu.

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

#### 4. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis data dan pembahasan data yang telah diuraikan pada bab-bab sebelumnya tentang *return* portofolio momentum dan kontrarian dengan metode pembobotan *equal-weighted* dan *value-weighted* pada saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index 30* (JII 30). Maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut : Metode yang digunakan dalam menghitung *return* momentum dan kontrarian dalam penelitian ini adalah metode Jegadeesh dan Titman (1993). Dimana saham dengan *return* tertinggi akan masuk ke portofolio *winner* dan saham dengan *return* terendah akan masuk kedalam portofolio *loser*. Periode formasi dan observasi dalam penelitian ini adalah 1,3, 6 dan 12 bulan. WML positif memperlihatkan adanya *return* momentum dan sebaliknya WML negatif mengidentifikasi adanya *return* kontrarian. Untuk melihat adanya tidaknya perbedaan *return* saham dari kapitalisasi pasar yang berbeda. Perhitungan *return* portofolio dibuat berdasarkan *equal-weighted* dan *value-weighted*.

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

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

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

disarankan untuk melihat bagaimana pengaruh risiko pasar, profitabilitas, investasi dan makro ekonomi terhadap *return* momentum dan kontarian. Penelitian selanjutnya disarankan untuk melihat *return* momentum dan kontrarian pada saat pasar *bullish* atau *bearish*.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Aart, F., & Lehnert, T. (2006), "On Syle Momentum Strategies", *Applied Economics Letters*, Vol. 12, pp. 795-799.
- Arfianto, D. E., & Maharani, E. (2016), "Analisis Pengaruh Momentum, *Trading Volume* dan *Size* terhadap *Disposition Effect* dan *Return* Aplikasi *Cross Sectional Regression* (studi pada indeks saham Kompas 100 tahun 2012-2015)", *Diponegoro Journal of Management*. Vol. 6, No. 1, Th. 2016, Hal. 1-15 ISSN.
- Badjra, B., & Saputro, N. (2016), "Kinerja Portofolio Saham berdasarkan Strategi Investasi Momentum pada Industri Manufaktur", *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No.1, pp. 623-649.
- Barroso, P., & Santa-Clara, P. (2015), "Momentum has its Moments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 1, pp. 111-120.
- Bhootra, A. (2018), *Gross Profitability and Momentum*, Emerald Insight.
- Bougie, R., & Sekaran, U. (2017), *Research Methods for Business*, Ed. 7, Wiley.
- Brandao, E., Martins, V., & Martin, J. (2016), "Momentum: Strategies, Size, and Risk Factor", *Working Papers*, ISSN: 0870-8541.
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.), available at: <http://www.idx.co.id>.
- Chen, Q., Hua, X., & Jiang, Y. (2015), "Contrarian Strategy and Herding Behaviour in the Chinese Stock Market", *The European Journal of Finance*.
- Conrad, J., & Yavuz, D. M. (2017), "Momentum and Reversal: Does What Goes up Always Come Down?", *Review of Finance*, Vol. 21, No. 2, pp. 555-581.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998), "Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1839-1885.
- De Bondt, M. F. W., & Thaler, R. (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *The Journal of Finance*.
- Dewi, R. M., & Sasmikadewi, A. I. (2017), "Perbandingan Kinerja Portofolio Saham Winner-Loser berdasarkan Strategi Investasi Momentum", *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 6, No. 2, pp. 857-888, ISSN: 2302-8912.

- Dhankar, R. S., & Maheshwari, S. (2017), "Momentum Anomaly : Evidence from the Indian Stock Market", *Journal of Advances in Management Research*, Vol. 14 Iss 1 pp.-. Emerald Insight.
- Dhankar, R. S., & Maheshwari, S. (2016), "Momentum and Contrarian Profitability: Insights from the Indian Stock Market under Alternative Approaches". *Asian Journal of Humanities and Social Sciences (AJHSS)* Vol. 4, Issue – 1, May 2016.
- Doan, M. P., & Brooks, R. (2014), "Concurrent Momentum and Contrarian Strategies in the Australian Stock Market", *Australia Journal of Management*, pp. 1-30.
- Ding, Du (2012), "Momentum and behavioral finance", *Managerial Finance*, Vol. 38 Iss 4 pp. 364 – 379, Emerald Insight
- French, K. R., & Fama, E. F. (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, pp. 3-56.
- Galariotis, C. E. (2014), "Contrarian and Momentum Trading: A Review of the Literature", *Review of Behavioral Finance*, Vol. 6 Iss 1, pp. 63-82, Emerald Insight.
- Gunasekarage, A., & Kot, W. H. (2007), "Article Information :Return-Based Investment Strategies in the New Zealand Stock Market: Momentum Wins", *Pacific Accounting Review*, Vol. 19 Iss 2, pp. 108-124, Emerald Insight.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993), "Return to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 65-91.
- Jones, P. C. (2010), *Investments Principles and Concepts*, Ed. 11, John Wiley & Sons.
- Kaul, G., & Conrad, J. (1998), "An Anatomy of Trading Strategies", *Review of Financial Studies*, Vol. 11, No. 3, pp. 489-519.
- Khairunnisa, Rikumahu, B., & Valentina, E. (2017), "Analisis *Price Reversal* di Bursa Efek Indonesia: Studi Kasus Indeks Bisnis 27 periode Januari 2015 – Desember 2016", *E-Proceeding of Management*, Vol. 4, No. 1, April 2017, ISSN : 2355-9357.
- Kryzanowski, L., & He, Z. (2006), "A Reformulated Asset Pricing Model Based on Contrarian Strategies", *Studies In Economics and Finance*", Vol. 23 Iss 3 pp. 185-201, Emerald Insight.
- Leung, K. W., Fung, G. H., & Yu L. (2019), "Momentum and Contrarian Trading Strategy: Which One Works Better in Chinese Stock Market", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 62, 2019, pp. 87-105, Elsevier.
- Liao, C. C. (2017), "Momentum Trading, Contrarian Trading and Smart Money Manipulation", *International Business Research*, Vol. 10, No. 2, 2017, ISSN 1913-

9004.

- Marcus, J. A., Kane, A., & Bodie, Z. (2011), *Investments and Portofolio Management*, Ed. 9 , McGraw-Hill.
- Mengoli, S. (2004), "On the Source of Contrarian and Momentum Strategies in the Italian Equity Market", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 13, No. 3, pp. 301-331.
- Moskowitz, J. T., & Daniel, K. (2016), "Momentum Crashes. *Journal of Financial Economics*", Vol. 122, 2016 , pp. 221-247, Elsevier.
- Nugroho, Y. B. (2008), "Profitabilitas Strategi Momentum di Bursa Efek Indonesia", *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 12, No. 3, Hal. 175-186.
- Otoritas Jasa Keuangan (n.d.), available at: <http://ojk.go.id>.
- Scrimgeor, F., Locke, S., & Gupta, K. (2013), "Profitability of Momentum Returns Under Alternative Approaches", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 9 Iss 3, pp. 219-246.
- Singal, V., & Qin, N. (2018), *Equal-Weighting versus Value-Weighting: Theory and Practice*, SSRN, Elsevier.
- Stork, A. P. (2013), "The Intertemporal Mechanics of European Stock Price Momentum. *Studies in Economics and Finance*", Vol. 28 Iss 3, pp. 217-232, Emerald Insight.
- Tanna, S. & Nnadi, M. (2017), "Accounting Analyses of Momentum and Contrarian Strategies in Emerging Markets", *Asia-Pacifik Journal of Accounting & Economics*, ISSN: 1608-1625.
- Vilkov, G., Uppal, R., & Plyakha, Y. (2014), "Equal or Value Weighting? Implications for Asset-Pricing Tests", Working Paper EDHEC-Risk Institute.
- Witiastuti, S., & Maharani, S. (2015), "Fenomena *Market Overreaction* di Bursa Efek Indonesia", *Management Analysis Journal*, Vol. 4, No. 1, Th. 2015.