

Original Research

# ANALISIS INTRADAY SAHAM WINNER DAN LOSER DI BURSA EFEK INDONESIA

Julian Ferry Hermanto<sup>1\*</sup>, Putu Anom Mahadwartha<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya, Surabaya-Indonesia 60293

\*corresponding author: anom@staff.ubaya.ac.id

**Abstract**—This study investigates the anomaly intraday effect in winner and loser shares listed on the Indonesia Stock Exchange. Using daily transaction frequency and cumulative actual return to select stocks in the winner and loser category, this study found that stocks that were past winner shares tend to be loser shares in the present. Conversely, shares which are loser shares in the past tend to be winner shares in the present. The study also found that stocks in the winner and loser groups tended to produce the highest abnormal return in the 15 minutes before the close of the first trading session until when the first trading session was closed. Stocks in the group of winners and losers tend to get the lowest abnormal return in the 15 minutes before the close of trading until the time the trade is closed.

**Keywords:** intraday, return, winner, loser, abnormal return

**Abstrak**— Penelitian ini menginvestigasi anomaly intraday effect di saham winner dan loser yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Menggunakan frekuensi transaksi harian dan cumulative actual return untuk memilih saham dalam kategori winner dan loser, penelitian ini menemukan bahwa saham yang merupakan saham winner di masa lalu cenderung menjadi saham loser di masa kini. Sebaliknya, saham yang merupakan saham loser di masa lalu cenderung menjadi saham winner di masa kini. Penelitian ini juga menemukan bahwa saham dalam kelompok winner dan loser cenderung menghasilkan abnormal return tertinggi pada 15 menit sebelum penutupan sesi pertama perdagangan sampai penutupan perdagangan sesi pertama dan saham dalam kelompok winner dan loser cenderung menghasilkan abnormal return terendah pada saat 15 menit sebelum penutupan perdagangan sampai penutupan perdagangan.

**Kata kunci:** intraday, return, winner, loser, abnormal return

## PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai salah satu bentuk instrumen investasi di Indonesia masih menjadi kegemaran investor yang berinvestasi di Indonesia. Data statistik dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2014 menunjukkan bahwa dalam 242 hari perdagangan BEI telah membukukan transaksi sebesar Rp1.453,00 Triliun Rupiah. Hal ini menunjukkan bahwa para investor masih percaya pasar modal Indonesia bisa memberikan tingkat imbal hasil yang kompetitif bagi investasi mereka.

Pada dasarnya keuntungan yang dihasilkan sebuah saham bagi seorang investor bisa dikategorikan menjadi dua hal. Pertama yang disebut *capital gain* atau yang dapat diartikan bahwa seorang investor bisa mendapatkan keuntungan dari selisih harga saat investor tersebut membeli saham dan harga pada saat sang investor menjual saham tersebut. Kedua disebut *dividend gain* atau yang dapat diartikan sebagai hasil dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemilik saham.

Sebelum memilih suatu saham biasanya para investor akan terlebih dahulu melihat performa saham tersebut. Performa saham yang tidak selalu mencerminkan performa perusahaan bisa jadi menimbulkan bias yang akan mempengaruhi keputusan para investor. Tolok ukur performa keuangan perusahaan biasanya bisa diambil dari data laporan keuangan yang disajikan perusahaan tersebut kepada publik. Namun, sering kali ditemukan bahwa perusahaan yang memiliki performa yang baik belum cukup membuat para investor yakin untuk memilih saham dari perusahaan tersebut. Seringkali para investor juga menggunakan grafik harga saham masa lalu sebagai salah satu alat untuk memprediksi pergerakan harga saham di masa depan.

Fama (1970) melakukan penelitian yang membagi pasar modal yang efisien kedalam 3 bentuk. Bentuk pertama disebut sebagai pasar efisien bentuk lemah, yaitu suatu bentuk segala informasi tentang pergerakan harga saham di masa lalu sudah tercermin pada harga saham di masa sekarang. Hal tersebut menunjukkan bahwa pergerakan harga saham di masa lalu tidak

bisa digunakan untuk memprediksi pergerakan harga saham di masa depan. Bentuk pasar efisien kedua adalah bentuk pasar setengah kuat. Definisi pasar efisien bentuk setengah kuat adalah suatu bentuk segala informasi tentang pergerakan harga saham di masa lalu dan segala informasi publik tentang perusahaan sudah tercermin di dalam harga saham masa sekarang. Dalam bentuk ini peneliti memaparkan bahwa meskipun seorang investor memiliki informasi publik perusahaan dan informasi pergerakan harga saham di masa lalu tidak akan bisa membuat investor tersebut memperoleh tingkat imbal hasil diatas rata-rata. Bentuk ketiga adalah pasar efisien bentuk kuat yang berarti bahwa segala informasi pergerakan harga saham di masa lalu, informasi publik, dan *private information* sudah tercermin di dalam harga saham sekarang. Bentuk ini menunjukkan bahwa selengkap apapun informasi yang dimiliki seorang investor tentang sebuah saham tidak akan pernah membuat investor tersebut memperoleh tingkat imbal hasil di atas rata-rata. Fama juga menjelaskan tentang pergerakan saham yang bergerak secara acak. Hal ini berarti jika seorang investor mendapatkan keuntungan di atas rata-rata pasar maka hal tersebut hanya karena faktor keberuntungan saja. Penelitian Fama (1970) dikembangkan kembali oleh Fortin dan Weinberger (2011), dan Abdulaziz (2012) untuk konsisten *winner* dan *loser*, khususnya berkaitan dengan spesifik hari dalam seminggu. Bouman dan Jacobsen (2002) dilanjutkan oleh Dichtl dan Drobetz (2014) menggunakan periode Halloween untuk menguji *winner* dan *loser*, yang menemukan bahwa jelang hari-hari perayaan atau libur, terjadi *winner* dan *loser* dengan *abnormal return* yang berbeda. Cohen (2014) mencoba menjawab alasan investor melakukan *trading* 4 hari seminggu, dan hasilnya menemukan bahwa salah satu alasannya karena adanya pergerakan saham *winner* dan *loser* yang berbeda-beda.

Bagaimanapun juga penelitian yang dilakukan oleh Fama (1970) masih mendapatkan banyak "tantangan" dari peneliti lain. Selama beberapa dekade banyak peneliti berusaha menjelaskan anomali yang terjadi di pasar modal yang masih belum dapat dijelaskan secara lengkap dan terperinci oleh hipotesis pasar efisien.

De Bondt dan Thaler (1985) mengadakan penelitian untuk mengetahui apakah fenomena *overreact* terjadi di pasar dengan cara membagi saham ke dalam dua kelompok yaitu kelompok *winner* dan kelompok *loser*. Mereka membagi kelompok saham tersebut berdasarkan data tingkat imbal hasil suatu saham selama 85 bulan pada periode Januari 1926 sampai dengan Desember 1982 dengan menggunakan metode *cumulative excess return* (CAR), dari data hasil perhitungan CAR tersebut, De Bondt dan Thaler membuat indeks pasar yang didapat dari perhitungan *weighted arithmetic average rate of return* dari semua saham. Setelah perhitungan CAR untuk masing-masing saham diperoleh, kemudian dilakukan pengurutan saham berdasarkan nilai dari CAR tersebut. De Bondt dan Thaler menggunakan 35 saham teratas sebagai saham *winner* dan 35 saham dengan posisi terbawah sebagai saham dengan predikat *loser*. Kemudian dibentuklah portfolio dari saham *winner* dan saham *loser* untuk mengetahui performa keduanya, dihitunglah *average cumulative excess return* (ACAR) dalam periode tertentu. Jika ACAR portfolio saham *loser* lebih besar daripada saham *winner*, maka di sanalah terjadi fenomena *overreact*. Penelitian yang serupa juga dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993). Penelitian tersebut mencoba melakukan analisis dan evaluasi terhadap strategi "*Buying Winners and Selling Losers*" yang merupakan kebalikan dari strategi De Bondt dan Thaler dengan cara yang hampir sama dengan penelitian De Bondt dan Thaler. Namun, Jegadeesh dan Titman hanya menggunakan 10 saham dengan tingkat imbal hasil terbesar di masa lalu sebagai saham *winner* dan 10 saham dengan tingkat imbal hasil terendah sebagai saham *loser*.

Salah satu anomali menarik yang terjadi di pasar modal adalah *calendar effects*. Banyak penelitian yang sudah dilakukan untuk mengamati anomali ini, salah satunya yang dilakukan oleh Lakonishok dan Smidt (1988) yang menjelaskan tentang anomali tingkat imbal hasil yang terjadi di Dow Jones Industrial Average (DJIA) selama kurun waktu 90 tahun. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa hari Senin secara konsisten menghasilkan kerugian yang cukup signifikan bagi para investor. Penelitian tersebut juga menjelaskan

dampak-dampak yang signifikan dari *calendar effects* terhadap tingkat imbal hasil yang diperoleh investor. Levy dan Yagil (2012) serta Floros dan Salvador (2014) menguji anomali dalam kalender per bulan, yang menemukan anomali per bulan lebih banyak terjadi dalam indeks saham dibandingkan per individual saham.

Bagaimanapun juga, pergerakan harga saham yang berubah relatif secara cepat dalam hitungan detik masih menarik untuk diteliti. Belum banyak penelitian yang meneliti dampak dari jam transaksi di hari tertentu terhadap naik atau turunnya harga sebuah saham secara ekstrem. Hal ini dirasa perlu karena masih banyak *trader* yang melakukan aktivitas perdagangan saham dengan melihat pergerakan harga saham tersebut secara intensif. Jika penelitian ini bisa menunjukkan di jam berapa dan hari apa perubahan harga saham yang ekstrem akan terjadi, maka hasil penelitian ini bisa diterapkan di strategi berdagang saham.

Menurut Fama (1970) pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada dengan cepat; sehingga dalam bentuk pasar yang demikian, seorang investor dapat membuat keputusan investasi dengan hanya berdasarkan harga sekuritas saja. Sebagai contoh informasi yang dipublikasikan adalah laporan keuangan perusahaan, pembagian dividen, *stock split* dan lain-lain. Bentuk pasar efisien yang terakhir adalah bentuk kuat, yakni semua informasi harga sekuritas di masa lalu, informasi yang telah dipublikasikan dan *private information* sudah tercermin di dalam harga sekarang. Hal ini berarti, harga sekuritas di masa lalu, informasi perusahaan yang sudah dipublikasikan dan *private information* tidak akan membantu seorang *investor* untuk mendapatkan keuntungan yang abnormal karena investor lain juga memiliki informasi yang sama.

Pasar yang efisien menurut Fama (1970) adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Hal ini berarti informasi di masa lalu sudah tidak relevan digunakan sebagai bagian dari pertimbangan untuk membuat keputusan investasi di masa sekarang. Namun, masih banyak ditemui para investor yang menggunakan data pergerakan harga sekuritas di masa lalu sebagai salah satu pertimbangan untuk melakukan kegiatan investasi. Hal ini jelas bertentangan dengan hipotesis pasar efisien yang sudah diungkapkan oleh Fama (1970). Bagaimanapun juga, masih banyak ditemui fenomena-fenomena yang berulang terjadi secara *seasonal* yakni seorang investor bisa mendapatkan *abnormal return* positif maupun negatif. Anomali yang mengakibatkan seorang investor mendapatkan *abnormal return* positif dan negatif secara periodik dan berulang-ulang inilah yang disebut sebagai *calendar anomalies*. Jika mengacu pada hipotesis pasar efisien, seharusnya fenomena seperti ini akan menghilang karena seorang investor yang rasional akan memanfaatkan fenomena ini untuk mendapatkan *abnormal return*. Namun, jika semua investor mengetahui adanya fenomena ini dan mereka akan berlomba-lomba mengeksploitasi fenomena ini sehingga mengakibatkan tidak akan ada *abnormal return* yang terjadi. Faktanya, fenomena *calendar anomalies* masih sering terjadi sampai sekarang.

Menurut Lakonishok dan Smidt (1988) yang meneliti pergerakan harga saham di *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) dan menemukan anomali yang disebut sebagai *the weekend effect* yaitu, kecenderungan *return* di hari Senin cenderung menunjukkan tren negatif dan *return* di hari perdagangan terakhir dalam minggu tersebut (hari Sabtu, sebelum tahun 1952 dan hari Jumat setelah tahun 1952) cenderung menjadi yang tertinggi. Selain hal tersebut Lakonishok dan Smidt (1988) juga menemukan fenomena anomali *abnormal return* yang terjadi pada DJIA yaitu, *turn of the month effect*, *turn of the year effect* dan *holidays effect*. Floros dan Salvador (2014) melaporkan bahwa terjadi *return* yang cenderung negatif di hari Senin pada indeks S&P 500, hal ini cenderung terjadi ketika volatilitas yang rendah pada pasar modal. Urquhart dan McGroarty (2014) melaporkan bahwa terjadi *Monday effect*, *January effect*, *Turn of the month effect*, *Halloween effect*.

Pergerakan harga saham yang cenderung berubah dalam hitungan jam bahkan menit merupakan fenomena yang menarik untuk diteliti lebih lanjut. Harris (1986) menemukan bahwa harga saham cenderung naik di detik-detik akhir mendekati waktu penutupan perdagangan. Ia juga mencatat bahwa harga saham juga cenderung naik dengan tajam pada 45

pertama setelah pembukaan perdagangan kecuali pada hari senin. Foster dan Viswanathan (1990) mengidentifikasi bahwa terdapat grafik berbentuk huruf U yang menggambarkan pergerakan harga saham dalam satu hari. Bildik (2001) meneliti pergerakan harga saham di pasar modal Turki dengan kurun waktu setiap 15 menit. Ia menemukan bahwa terdapat grafik berbentuk huruf W yang terjadi di pasar modal Turki. Lebih jauh, ia juga mencatat bahwa harga saham cenderung tinggi di awal perdagangan, kemudian turun secara drastis di pertengahan hari dan kembali tinggi ketika dekat dengan waktu penutupan pasar. Yu dan Hung (2006) juga mencatat hasil yang konsisten dengan Bildik (2001). Menariknya, mereka menduga bahwa harga saham yang cenderung tinggi pada waktu pembukaan pasar adalah karena adanya informasi yang asimetri.

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub>: Diduga terdapat *abnormal return* pada 5 *top gainer stock* BEI dan 5 *top loser stock* BEI sebagai akibat dari pengaruh jam transaksi periode 1 Maret 2016 – 11 April 2016.

H<sub>2</sub>: Diduga terdapat jam tertentu dimana 5 *top gainer stock* BEI akan mencapai *abnormal return* positif dan negatif periode 1 Maret 2016 – 11 April 2016.

H<sub>3</sub>: Diduga terdapat jam tertentu dimana 5 *top loser stock* BEI akan mencapai *abnormal return* positif dan negatif periode 1 Maret 2016 – 11 April 2016.

## METODE

Unsur Target populasi dan *sample* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5 *top gainer stock* dan 5 *top loser stock* yang ada di Bursa Efek Indonesia. Penentuan 5 *top gainer stock* dan 5 *top loser stock* di Bursa Efek Indonesia adalah berdasarkan 5 *cumulative return* terbesar dan 5 *cumulative return* terkecil pada kelompok saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Berikut ini langkah-langkah menentukan 5 *top gainer stock* dan 5 *top loser stock* yang ada di Bursa Efek Indonesia.

- Menghitung *actual return* pada saham-saham yang tercatat sebagai *top gainer stock* dan *top loser stock* selama periode estimasi.
- Menghitung rata-rata frekuensi transaksi saham per hari selama periode estimasi.
- Menghitung rata-rata frekuensi transaksi harian seluruh saham dengan menghilangkan saham yang memiliki frekuensi transaksi harian = 0 selama periode estimasi. Berikutnya hasil dari langkah ini akan disebut sebagai ambang batas frekuensi minimal.
- Menghitung *cumulative return* masing-masing saham yang tercatat sebagai *top gainer stock* dan *top loser stock* dengan menjumlah *actual return* selama periode estimasi.
- Mengurutkan *cumulative return* dari masing-masing saham dari yang terkecil sampai yang terbesar.
- Memilih saham yang tidak pernah memiliki frekuensi transaksi harian = 0 dan rata-rata frekuensi transaksi hariannya lebih besar daripada ambang batas frekuensi minimal.
- Menentukan 5 *top gainer stock* berdasarkan 5 saham dengan *cumulative return* terbesar dan 5 *top loser stock* berdasarkan 5 saham dengan *cumulative return* terkecil.

Periode penelitian terbagi atas dua hal yaitu, periode estimasi dan periode pengamatan. Periode estimasi adalah 1 Januari 2015 hingga 31 Desember 2015 sedangkan periode pengamatan adalah 1 Maret 2016 hingga 13 April 2016.

Variabel dalam penelitian ini adalah *abnormal return* setiap saham pada 5 *top gainer stock* dan 5 *top loser stock* di Bursa Efek Indonesia. Definisi operasional variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *actual return* dan *abnormal return*.

### a. Actual Return

Mengutip Van Horne dan Wachowicz, Jr (2005: 90) "*Return can be defined as the income received on an investment plus any change in market price, usually expressed as a percent of the beginning market price of the investment*". *Actual return* dapat diperoleh dari harga

saham saat ini dikurangi harga saham periode sebelumnya, kemudian dibagi dengan harga saham periode sebelumnya.

$$Actual\ Return = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \text{ -----Rumus 1}$$

Keterangan:

$P_i$  = harga saham  $i$   
 $t$  = waktu

#### b. Abnormal Return

Menurut Jogiyanto (2010) *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* dan *expected return*. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang. Perhitungan *expected return* dapat dihitung dengan *market model* sehingga menggunakan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi selama periode estimasi dan selama periode pengamatan. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 1 Januari 2015 hingga 31 Desember 2015 sedangkan periode pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini adalah 1 Maret 2016 hingga 13 April 2016.

$$Abnormal\ Return = Actual\ Return - Expected\ Return \text{ -----Rumus 2}$$

$$Expected\ Return = \alpha + \beta_i * R_m \text{ -----Rumus 3}$$

Keterangan:

$\alpha$  = alfa saham  $i$  yang dihitung dari perhitungan pada periode estimasi 1 Januari 2015 hingga 31 Desember 2015.

$\beta$  = beta saham  $i$  yang dihitung dari perhitungan pada periode estimasi 1 Januari 2015 hingga 31 Desember 2015.

$R_m$  = *return* harian pasar selama periode 1 Maret 2016 hingga 13 April 2016.

$i$  = *individual stock* yang terdaftar pada 5 *top gainer stock* dan 5 *top loser stock* pada Bursa Efek Indonesia.

$$R_m = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1} \text{ -----Rumus 4}$$

Keterangan:

$P_m$  = harga *composite index*  
 $t$  = waktu

## HASIL dan BAHASAN

Hasil Pada periode estimasi terdapat 370 saham yang pernah mencatatkan diri sebagai 5 *top gainer* atau 5 *top loser*. Dari 370 saham tersebut masih terdapat saham yang hanya sesekali bergerak namun pergerakannya esktrim. Oleh karena itu, dilakukan penyaringan dengan menghilangkan saham yang tidak pernah memiliki frekuensi transaksi harian sama dengan 0. Pada tahapan ini didapati 95 saham yang tidak pernah memiliki frekuensi transaksi harian sama dengan 0. Sampai pada tahapan ini, 95 saham tersebut bisa diasumsikan sebagai saham yang selalu memiliki frekuensi transaksi harian atau selalu di transaksikan setiap harinya. Namun, apakah hal tersebut menjamin bahwa ada pergerakan harga saham yang cukup dinamis pada saham tersebut? Agar lebih meyakinkan bahwa saham yang dipilih nantinya memiliki frekuensi transaksi harian yang cukup banyak, maka dibentuklah sebuah ambang batas minimal frekuensi transaksi harian. Ambang batas ini akan menghitung rata-rata frekuensi transaksi harian semua saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode estimasi dengan terlebih dahulu mengeliminir data saham yang memiliki frekuensi transaksi harian sama dengan nol di tanggal tertentu. Dari perhitungan tersebut didapati ambang batas frekuensi transaksi harian minimal yang harus dipenuhi oleh setiap saham agar bisa terpilih adalah sebesar 603 transaksi per hari. Sampai pada tahapan ini terdapat 49 saham yang memiliki rata-rata frekuensi transaksi harian yang lebih besar daripada ambang batas minimal frekuensi transaksi harian yang ditentukan. Kemudian dipilihlah 5 saham yang memiliki

*cumulative return* terbesar dan 5 saham yang memiliki *cumulative return* terkecil. Daftar 10 saham tersebut beserta nilai alfa dan beta-nya bisa dilihat pada Tabel 1.

**Tabel 1**

*Daftar 10 Saham yang Digunakan Dalam Penelitian Beserta Alfa dan Beta-nya*

No	Kode Saham	Alfa	%	Cummulative Return	Keterangan
1	SRIL	0.005114	1.251622	108.86%	Top Gainers
2	BOLT	0.004018	0.583838	42.93%	Top Gainers
3	BIKA	0.002685	0.250362	28,45%	Top Gainers
4	CTRA	0.002016	1.710122	27.92%	Top Gainers
5	SSMS	0.001335	0.758965	23.11%	Top Gainers
6	GJTL	-0.00282	1.42902	-86.04%	Top Losers
7	META	-0.00333	0.478206	-86.92%	Top Losers
8	ELSA	-0.0029	1.437636	-88.08%	Top Losers
9	ANTM	-0.00323	0.973997	-92.51%	Top Losers
10	MLPL	-0.00365	1.240336	-103.86	Top Losers

**Tabel 2**

*Rangkuman Waktu Terjadinya Harga Minimum dan Harga Maksimum Saham*

SAHAM	Sesi Pertama Perdagangan				Sesi Kedua Perdagangan			
	9.00	9.15	11.45	12.00	13.30	13.45	15.45	16.00
	ABR1		ABR2		ABR3		ABR4	
SRIL	Min						Maks	
BOLT			Maks				Min	Min
BIKA	Min-Maks	Min	Min	Min	Min	Min	Min	Min
CTRA		Maks		Min				
SSMS	Maks						Min	
GJTL	Min-Maks	Min						
META	Min					Maks		
ELSA			Min	Min-Maks			Min	Min
ANTM		Min						Maks
MLPL	Min-Maks							

Tabel 2 memberikan gambaran bahwa harga minimum ataupun harga maksimum saham selama periode pengamatan bisa terjadi di semua periode perdagangan. Secara khusus Tabel 2 juga menunjukkan bahwa kita bisa menerapkan strategi *buy and sell* dalam periode *intraday* di jam tertentu. Sebagai contoh pada saham SRIL, pergerakan harga saham yang mencapai harga terendah pada pukul 09.00 dan harga tertinggi pada pukul 15.45 dapat memberikan saran kepada investor untuk membeli saham SRIL pada pukul 09.00 dan melakukan penjualan saham SRIL pada pukul 15.45. Hal yang sama juga bisa diterapkan pada saham META yang mencatatkan harga terendah pada pukul 09.00 dan harga tertinggi pada pukul 13.45, juga saham ANTM yang mencatatkan harga terendah pada pukul 9.15 dan harga tertinggi pada pukul 16.00. Hal menarik lainnya yang bisa diamati adalah terjadinya harga maksimum saham yang lebih awal daripada terjadinya harga minimum saham, seperti pada saham CTRA dan SSMS. Untuk saham dengan karakteristik seperti ini, maka para investor bisa menerapkan strategi membeli di periode terendah dan menjual saham tersebut pada keesokan harinya saat saham tersebut mencapai harga maksimum.

Perhitungan *actual return* saham pada kelompok *top gainers* dan *top losers* menggunakan rumus yang sama dengan perhitungan *actual return market* yaitu Rumus 1. Sedangkan perhitungan *expected return* dan *abnormal return* saham berturut-turut menggunakan Rumus 3 dan Rumus 2. *Abnormal return* saham yang disajikan adalah *abnormal return* pembukaan pasar dan 15 menit sesudahnya (ABR1), *abnormal return* saham 15 menit sebelum penutupan sesi pertama dan saat penutupan pasar sesi pertama (ABR2), *abnormal return* saham saat pembukaan pasar sesi kedua dan 15 menit sesudahnya (ABR3) dan *abnormal return* saham 15 menit sebelum penutupan pasar dan saat penutupan pasar (ABR4). Tabel 3 menunjukkan rangkuman nilai rata-rata *abnormal return* saham di periode tertentu. Sementara itu, hasil uji beda dengan 0 variabel *abnormal return* dapat dilihat pada Tabel 4.

**Tabel 3**  
*Rata-Rata Abnormal Return Saham Per Periode*

Kode Saham	ABR1	ABR2	ABR3	ABR4	Keterangan
SRIL	-0.4858%	-0.3851%	-0.4811%	-0.6894%	Top Gainers
BOLT	-0.3767%	-0.3704%	-0.3174%	-0.6806%	Top Gainers
BIKA	-0.2872%	-0.2607%	-0.3309%	-0.3409%	Top Gainers
CTRA	-0.1945%	-0.1794%	-0.2444%	-0.4454%	Top Gainers
SSMS	-0.1703%	-0.0892%	-0.1215%	-0.2299%	Top Gainers
GJTL	0.5270%	0.2074%	0.1520%	0.1204%	Top Losers
META	0.2357%	0.3136%	0.2537%	0.3422%	Top Losers
ELSA	0.2946%	0.5820%	0.2251%	0.1652%	Top Losers
ANTM	0.6090%	0.5258%	0.3865%	0.1131%	Top Losers
MLPL	0.3484%	0.6950%	0.0861%	0.2284%	Top Losers

**Tabel 4**  
*Hasil Uji Beda Dengan Nol Variabel Abnormal Return*

Variabel Pengujian	Mean	Std. Deviation	Sig. (2 tailed)
ABR1W	-0,3029%	0,6628%	0,0000
ABR2W	-0,2570%	0,4048%	0,0000
ABR3W	-0,2991%	0,3896%	0,0000
ABR4W	-0,4772%	0,6853%	0,0000
ABR1L	0,4030%	1,3878%	0,0005
ABR2L	0,4648%	0,6691%	0,0000
ABR3L	0,2207%	0,6985%	0,0002
ABR4L	0,1939%	0,7975%	0,0034

Keterangan:

ABR1W : *Abnormal return* sesi pertama kelompok saham *top gainers*.

ABR2W : *Abnormal return* sesi kedua kelompok saham *top gainers*.

ABR3W : *Abnormal return* sesi ketiga kelompok saham *top gainers*.

ABR4W : *Abnormal return* sesi keempat kelompok saham *top gainers*.

ABR1L : *Abnormal return* sesi pertama kelompok saham *top losers*.

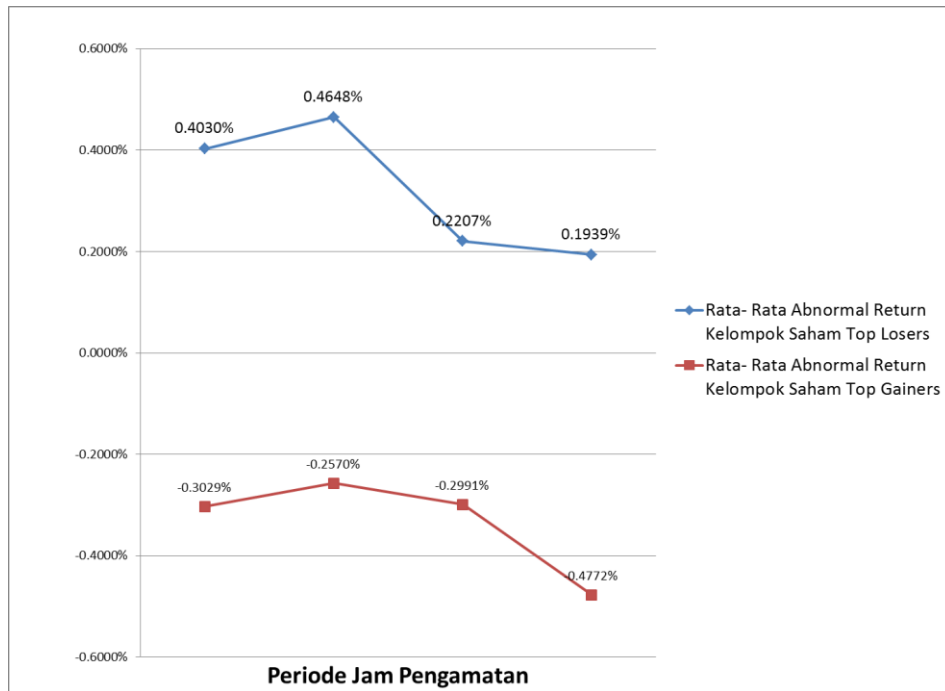
ABR2L : *Abnormal return* sesi kedua kelompok saham *top losers*.

ABR3L : *Abnormal return* sesi ketiga kelompok saham *top losers*.

ABR4L : *Abnormal return* sesi keempat kelompok saham *top losers*.

Tabel 3 menyajikan dua fakta yang cukup menarik dari sisi *abnormal return* saham. Fakta pertama adalah semua saham yang termasuk kategori *top gainers* pada periode estimasi menjadi saham yang memiliki rata-rata *abnormal return* negatif selama periode pengamatan. Sementara itu semua saham yang termasuk kategori *top losers* pada periode estimasi menjadi saham yang memiliki rata-rata *abnormal return* positif selama periode pengamatan. Fakta kedua adalah saham SRIL yang merupakan saham dengan *cumulative return* terbesar selama periode estimasi menjadi saham yang memiliki saham dengan rata-rata *abnormal return* paling kecil selama periode pengamatan (ditandai dengan blok warna merah pada Tabel 3). Sementara itu saham MLPL yang menjadi saham dengan *cumulative return* terkecil selama periode estimasi menjadi saham dengan *cumulative return* terbesar selama periode pengamatan (ditandai dengan blok warna hijau pada Tabel 3). Kedua fakta tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) bahwa saham *winner* di masa lalu akan cenderung menjadi saham *loser* di masa kini. Sebaliknya, saham *loser* di masa lalu akan cenderung menjadi saham *winner* di masa kini.





Gambar 1. Grafik rata-rata *abnormal return* kelompok saham *top gainer* dan kelompok saham *top losers* per periode jam

Gambar 1 menunjukkan pola yang sama terhadap pergerakan rata-rata *abnormal return* kelompok saham *top gainers* dan kelompok saham *top losers*. Keduanya cenderung naik pada periode pertama sampai mencapai titik puncak pada periode kedua dan kemudian turun hingga mencapai titik terendahnya pada periode keempat, yang membedakan keduanya adalah kelompok saham *top gainers* cenderung mengalami penurunan rata-rata *abnormal return* dari periode ketiga ke periode keempat sedangkan kelompok saham *top losers* cenderung mengalami penurunan yang tajam dari periode kedua ke periode ketiga.

## SIMPULAN

Ada beberapa simpulan yang didapatkan dari hasil penelitian ini. Simpulan berkaitan dengan ringkasan hasil dari menjawab tujuan penelitian, implikasi dan rekomendasi, dan pengembangan riset selanjutnya.

Terdapat *abnormal return* di periode pembukaan bursa sampai 15 menit setelahnya, 15 menit sebelum penutupan sesi 1 sampai penutupan sesi 1, pembukaan bursa sesi 2 sampai 15 menit setelahnya dan 15 menit sebelum penutupan bursa sampai penutupan bursa terhadap kelompok saham *top gainers* dan *top losers*. Kelompok saham *top gainers* selalu mencatatkan *abnormal return negative* di periode pembukaan bursa sampai 15 menit setelahnya, 15 menit sebelum penutupan sesi 1 sampai penutupan sesi 1, pembukaan bursa sesi 2 sampai 15 menit setelahnya dan 15 menit sebelum penutupan bursa sampai penutupan bursa. Kelompok saham *top gainers* tidak pernah mencatatkan *abnormal return positif* pada penelitian ini. *Abnormal return negative* tertinggi kelompok saham *top gainers* dicatatkan pada periode 15 menit sebelum penutupan sesi 1 sampai penutupan sesi 1 dan *abnormal return negative* terendah kelompok saham *top gainers* dicatatkan pada periode 15 menit sebelum penutupan bursa sampai penutupan bursa. Kelompok saham *top losers* selalu mencatatkan *abnormal return positif* di periode pembukaan bursa sampai 15 menit setelahnya, 15 menit sebelum penutupan sesi 1 sampai penutupan sesi 1, pembukaan bursa sesi 2 sampai 15 menit setelahnya dan 15 menit sebelum penutupan bursa sampai penutupan bursa. Kelompok saham *top losers* tidak pernah mencatatkan *abnormal return negative* pada penelitian ini. *Abnormal return positif* tertinggi kelompok saham *top losers* dicatatkan pada periode 15 menit sebelum penutupan sesi 1 sampai penutupan sesi 1 dan *abnormal return positif* terendah

kelompok saham *top losers* dicatatkan pada periode 15 menit sebelum penutupan bursa sampai penutupan bursa.

Implikasi praktis dari penelitian ini adalah investor harus mengamati *window* 15 menit selama sesi perdagangan, dalam hal ini adalah sesi 15 menit setelah pembukaan perdagangan dan penutupan. Hal ini untuk mencari celah mendapatkan *abnormal return* dari saham-saham *winner* dan *loser*.

Pengembangan penelitian ini adalah pada dukungan atas asumsi teknikal analisis yang akan dipakai investor. Penelitian di masa depan dapat menggabungkan hasil dan metode penelitian ini dengan menambahkan teknikal analisis dalam model penelitian.

## PUSTAKA ACUAN

- Bildik, R 2001, 'Intraday seasonalities on stock returns: Evidence from the Turkish stock market', *Emerging Markets Review*, 2, 387-417.
- Bouman, S & Jacobsen, B 2002, 'The halloween indicator: Sell in May and go away', *The American Economic Review*, 92, 1618-1635.
- Cohen, G 2014, 'Why don't you trade only four days a year? An empirical study into the abnormal returns of quarters first trading day', *Economics Letters*, 124, 335-337
- De Bondt, WFM & Thaler, R 1985, 'Does the stock market overreact?' *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Dichtl, H & Drobetz, W 2014, 'Are stock markets really so inefficient? The case of the "Halloween Indikator"', *Finance Research Letters*, 11, 112-121.
- Fama, EF 1970, 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Floros, C & Salvador, E 2014, 'Calendar anomalies in cash and stock index futures: International evidence', *Economic Modelling*, 37, 216-223.
- Foster, FD & Viswanathan, S 1990, 'A theory of interday variations in volumes, variances, and trading costs in securities markets', *Review of Financial Studies*, 3, 593-624.
- Harris, L 1986, 'A transaction data study of weekly and intra-daily patterns in stock returns', *Journal of Financial Economics*, 16, 99-117.
- Jegadeesh, N & Titman, S 1993, 'Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency', *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Jogiyanto, H 2010, *Metodologi penelitian bisnis*, BPFE, Yogyakarta.
- Lakonishok, J & Smidt, S 1988, 'Are seasonal anomalies real? A ninety-year perspective', *The Review of Financial Studies*, 1(4), 403-425.
- Levy, T & Yagil, J 2012, 'The week-of-the-year effect: Evidence from around the globe', *Journal of Banking & Finance*, 36, 1963-1974.
- Urquhart, A & McGroarty, F 2014, 'Calendar effects, market conditions and the adaptive market hypothesis: Evidence from long-run U.S. data', *International Review of Financial Analysis*, 35, 154-166.
- Van Horne, JC & Wachowicz Jr, JM 2005, *Fundamentals of financial management*, 12<sup>nd</sup> ed. Pearson Education Limited: Essex, England.
- Yu, JF & Hung, NL 2006, 'The intraday effect and the extension of trading hours for Taiwanese securities', *International Review of Financial Analysis*, 15, 328-347.