

PENGARUH *EARNINGS SURPRISE* TERHADAP *RETURN CONTRARIAN SHARE PRICES*

Astri Indranila Aristianto
Sukmawati Sukamuljia

Program Pascasarjana, Program Studi Magister, Fakultas Ekonomi, Universitas
Atma Jaya Yogyakarta
Jalan Babarsari 43 – 44, Yogyakarta

Abstrak

Earnings Surprise merupakan perbedaan antara nilai *earnings forecast* dengan nilai *earnings announcement*. *Earnings surprise* akan mempengaruhi harga saham suatu perusahaan, maka perlu strategi agar investasi dapat sesuai dengan yang diharapkan. Penelitian ini menggunakan strategi kontrarian yang merupakan strategi berlawanan dengan kebiasaan dengan melakukan pembelian saham ketika pasar sedang mengalami penurunan dan investor lain melakukan penjualan dan juga menjual saham ketika pasar sedang mengalami kenaikan, sementara investor lain melakukan pembelian saham (Manurung, 2009). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji adanya *return* positif pada *earnings surprise* negatif dan menguji adanya *return* negatif pada *earnings surprise* positif.

Hasil penelitian ini *Earnings surprise* positif tidak berpengaruh pada negatif *return contrarian share prices* dan *Earnings surprise* negatif yang diproksikan dengan *PRE_RET* berpengaruh positif terhadap positif *returncontrarian share prices* yang diproksikan dengan *I_LAGES*, tetapi *I_TES* dan *DISP* tidak berpengaruh terhadap *I_LAGES*. *Earnings Surprise* negatif yang diproksikan dengan *I_TES*, *DISP* dan *PRERET* tidak berpengaruh terhadap positif *returncontrarian share prices* yang diproksikan dengan *I_RS*, *BHAR_VOL* dan *Spread*.

Kata Kunci: *Earnings surprise, Returncontrarian share prices*

A. PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi keuangan yang diberikan oleh perusahaan kepada publik terutama para investor dan kreditur. Salah satu unsur dalam laporan keuangan yang paling banyak diperhatikan dan diharapkan informasinya adalah laporan laba rugi, suatu laporan yang memberikan informasi mengenai laba (*earnings*) yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode. Laba yang berhasil dicapai oleh suatu perusahaan merupakan salah satu ukuran kinerja dan menjadi pertimbangan oleh para investor atau kreditur dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi atau untuk memberikan tambahan kredit. Perusahaan yang melaporkan laba yang tinggi tentu akan menggembirakan investor yang menanamkan modalnya karena ia akan mendapatkan dividen atas tiap kepemilikan saham yang dimilikinya. Kreditur

akan merasa yakin menerima pendapatan bunga dan pengembalian pokok pinjaman yang telah diberikan kepada perusahaan (Riyatno, 2007).

Pelaporan *earnings* suatu perusahaan memiliki kemungkinan adanya perbedaan antara nilai *earnings forecast* dengan nilai *earnings announcement*. Perbedaan tersebut yang disebut sebagai *earning surprise*. Ada dua jenis berita yang dapat ditangkap dengan informasi mengenai laba atau tingkat profitabilitas yaitu berita baik (*good news*) dan berita buruk (*bad news*). Berita baik sering diidentikkan bahwa ada peningkatan laba atau ada laba yang lebih besar dibandingkan dengan yang diharapkan. Berita buruk adalah lawan dari hal tersebut. Kedua hal tersebut sering dikatakan sebagai *earning surprise*. Jika ada *earning surprise* yang positif, diharapkan akan terjadi respon pasar. *Earning surprise* yang positif akan memberikan *return* yang positif (Kinney et al., 2002). *Earnings surprise* ini dengan sendirinya akan berpengaruh pada harga saham suatu perusahaan terutama di negara berkembang, yang salah satunya Indonesia yang memiliki volatilitas yang tinggi dengan risiko tinggi dan tingkat *return* yang tinggi (*high risk, high return*) sehingga perlu strategi agar investasi dapat sesuai dengan yang diharapkan.

Strategi yang dapat membantu investor dalam mengambil keputusan berinvestasi antara lain strategi investasi momentum dan strategi investasi kontrarian. Strategi investasi momentum merupakan strategi yang membeli saham pada saat harga sedang bergerak naik dengan harapan momentum, gerak naik itu akan terus berlanjut di masa depan dan menjual kembali saham-saham tersebut bila dirasa momentum pergerakan naik telah melemah atau malah telah berhenti dan berbalik arah. Istilah untuk strategi ini *buy high sell higher* (beli mahal, jual lebih mahal lagi). Strategi investasi momentum dipopulerkan oleh Jegadeesh dan Titman (1993). Berbeda dengan strategi momentum, strategi kontrarian adalah transaksi saham yang berlawanan dengan kebiasaannya. Investor yang menggunakan strategi ini melakukan pembelian saham ketika pasar sedang mengalami penurunan ketika investor lain sedang gembira melakukan penjualan dan menjual saham ketika pasar sedang mengalami kenaikan, sementara investor lain sedang berusaha masuk membeli saham (Manurung, 2009).

Strategi kontrarian pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler (1985). Pada penelitian tersebut, berdasarkan 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. Investor yang membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham tersebut setelah menjadi *winner* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan sampai 15% per tahun untuk horison waktu 3 sampai 5 tahun. Profitabilitas strategi investasi kontrarian ini sebagian besar disebabkan oleh kenyataan bahwa investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi. Dalam kondisi ini, para pelaku pasar modal cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik. Sebaliknya, bila memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap berita buruk. Kemudian, fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya secara drastis

harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*.

2. Rumusan Masalah

- a. Apakah *earnings surprise* negatif akan mendapat *positive return contrarian share prices*?
- b. Apakah *earnings surprise* positif akan mendapat *negative return contrarian share prices*?

3. Batasan Masalah

- a. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang pernah masuk dengan batas minimal 5 tahun atau 10 periode dalam LQ 45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2000 sampai tahun 2011.
- b. *Earnings surprise* terdiri dari *noise* dalam laba kejutan dan terdapat *noise* dalam respon harga saham saat pengumuman laba (*return share price*).
- c. Manurung (2004) menyatakan bahwa strategi kontrarian sangat tepat dipergunakan untuk periode jangka waktu enam bulan dan satu tahun. Periode investasi yang panjang untuk menggunakan strategi ini karena keadaan bursanya dianggap sangat efisien dan sangat berbeda dengan pasar modal di Indonesia yang mempunyai *volatility* (dapat berubah) yang cukup tinggi. Penelitian ini menggunakan saham indeks LQ 45 yang merupakan saham yang likuid dan volatilitasnya cenderung rendah sehingga dapat mewakili saham di Indonesia.
- d. Penelitian ini tidak menggunakan *event study*.

4. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji:

- a. Adanya *return* positif pada *earnings surprise* negatif.
- b. Adanya *return* negatif pada *earnings surprise* positif.

B. Landasan Teori

1. Earnings Surprise

Pelaporan *earnings* suatu perusahaan memiliki kemungkinan adanya perbedaan antara nilai *earnings forecast* dengan nilai *earnings announcement*. Perbedaan tersebut yang disebut sebagai *earning surprise*.

a. Positive Earnings Surprise

Positive earnings surprise merupakan kondisi *earnings*, dimana nilai *earnings forecast* lebih rendah daripada nilai *earnings 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 Earnings Surprise

Negative earnings surprise merupakan kondisi *earnings*, dimana nilai *earnings forecast* lebih tinggi daripada nilai *earnings announcement*. Dalam kondisi ini, umumnya harga saham akan

mengalami penurunan. Penurunan pada harga saham, tentunya akan berimbas pada penurunan *return* dari saham tersebut.

2. *Return Contrarian Share Price*

Pada fenomena *overreaction* merupakan fenomena dimana investor melakukan tindakan membeli dan menjual yang berlebihan dan berakibat pada terkoreksinya harga saham secara tidak normal. Fenomena ini menurut De Bondt dan Thaler (1985) dalam Dinawan (2007), para pelaku pasar cenderung menetapkan harga terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai “baik” (*good news*). Sebaliknya bila akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Kemudian fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan.

Strategi yang dapat dilakukan bila pasar terjadi *overreaction* yaitu dengan strategi kontrarian (*Contrarian share price*). *Contrarian share price* adalah 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, 2004).

Tindakan normal tersebut membuat keuntungan yang diperoleh lebih kecil bahkan bisa saja mengalami kerugian bila dibandingkan dengan strategi kontrarian, pengembalian (*return*) yang didapat akan lebih besar. Sisi lain dari strategi ini dikenal dengan istilah lain yakni membeli saham ketika ada *rumors*, kemudian menjual saham berdasarkan informasi yang dijadikan sebagai fakta yang benar (Manurung, 2004).

Rumor negatif perusahaan selalu terdengar dan mengakibatkan harga saham tersebut mengalami penurunan sehingga investor melakukan pembelian. Informasi positif yang pasti diumumkan oleh perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan, dan saat yang tepat menjual saham perusahaan. Pada sisi lain rumor positif mulai beredar mengakibatkan harga saham mengalami turun-naik, dan investor harus membeli. Sebab ketika informasi tersebut diumumkan, harga saham mengalami kenaikan dan investor melakukan penjualan terhadap saham tersebut (Manurung, 2004).

Secara teori, strategi kontrarian sangat tepat dipergunakan untuk periode jangka waktu enam bulan dan satu tahun. Periode investasi yang panjang untuk menggunakan strategi ini karena keadaan bursanya dianggap sangat efisien dan sangat berbeda dengan pasar modal di Indonesia yang mempunyai *volatility* (dapat berubah) yang cukup tinggi (Manurung, 2004).

3. Indeks Liquid 45 (ILQ-45)

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat,

apakah pasar sedang aktif atau lesu. Dengan adanya indeks, investor dapat mengetahui tren pergerakan harga saham saat ini; apakah sedang naik, stabil atau turun. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

Manurung (2004) menyatakan bahwa investor dalam melakukan strategi kontrarian harus memperhatikan beberapa hal supaya mendapat *return* yang menguntungkan, salah satu strateginya adalah mempergunakan saham yang berkapitalisasi besar atau dikenal dengan saham *blue-chips* atau *first liner stocks* dan saham yang mempunyai kapitalisasi medium atau dikenal dengan saham *second liner* karena saham ini mempunyai lonjakan harga dan risikonya lebih rendah dibandingkan dengan saham berkapitalisasi rendah. Indeks yang mampu menunjukkan kapitalisasi besar di Indonesia yaitu yang termasuk dalam indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia (BEI).

4. Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah beberapa penelitian – penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu:

Tabel 1
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Tahun	Penelitian	Hasil Penelitian
1	Dirk Schiereck, Werner De Bondt dan Martin Weber	1999	<i>Contrarian and Momentum Strategies in Germany</i>	Harga saham mencerminkan perkiraan investor laba perusahaan yang diduga salah.
2	Elmar Mertens	1999	<i>Getting Even: Contrarian Investment and Event Returns on Earnings Announcements</i>	<i>Return</i> saham <i>loser</i> lebih tinggi dibandingkan dengan <i>return</i> saham <i>winner</i> . Hal ini konsisten dengan <i>overreaction</i> investor.
3	Levis dan Liodakis	2001	<i>Contrarian Strategies and Investor Expectations: The U.K. Evidence</i>	Pasar tidak salah melakukan peramalan kejadian masa lalu dan harga saham tidak merefleksikan <i>naïve extrapolation</i> dari tingkat keuntungan masa lalu.
4	Puguh Setyo Budi	2007	Penggunaan Strategi Kontrarian pada Return Saham LQ-45 dan JII	Fenomena <i>overreaction</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham (LQ45 dan JII).
5	Muhammad	2007	Analisis	<i>Price reversal</i> terjadi

	Rizkada Dinawan			<i>Overreaction Hypothesis</i> , dan Pengaruh <i>Firm Size</i> , <i>Likuiditas</i> dan <i>Bid-Ask Spread</i> terhadap Fenomena <i>Price Reversal</i> di Bursa Efek Jakarta	pada saham <i>winner</i> dan <i>loser</i> . Pembalikan harga saham yang terjadi, merupakan bentuk penyesuaian terhadap peristiwa kenaikan atau penurunan harga saham secara besar-besaran.
6	Chandra Ridhmadhantia	Devi	2010	Analisis Pengaruh <i>Surprise Earnings Announcement</i> terhadap <i>Return Saham</i> dan <i>Dividen Payout</i> dengan Uji Beda <i>Positive Earnings Surprise</i> dan <i>Negative Earnings Surprise</i> pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<i>Return</i> saham dan <i>Dividend Payout</i> memiliki pengaruh terhadap <i>Standard Unexpected Earnings (SUE)</i> yang digunakan dalam <i>surprise earning announcement</i> .
7	Johnson dan Zhao		2012	<i>Contrarian Share Price Reactions to Earnings Surprise</i>	<i>Contrarian return</i> berhubungan negatif dengan <i>earnings surprise</i> .
8	Mekani Vestari		2012	Pengaruh <i>Earnings Surprise Benchmark</i> terhadap Prediktabilitas Laba dan <i>Return Saham</i>	<i>Earnings surprise benchmark</i> tidak berpengaruh secara signifikan terhadap prediktabilitas <i>return</i> saham tetapi berpengaruh signifikan terhadap prediktabilitas laba.

Sumber: Hasil penelitian terdahulu

5. Hipotesis

Johnson dan Zhao (2012) menyatakan bahwa ada dua faktor yang diprediksi memiliki kontribusi terhadap *contrarian returns* pada pengumuman laba kuartalan (*quarterly earnings announcements*). Salah satu faktornya adalah “noise” dalam pengukuran *earnings surprise*. Nampaknya *contrarian returns* akan muncul jika *surprise* yang diukur peneliti tidak konsisten arahnya dengan pasar *earnings surprise*. Komponen-komponen pendapatan sementara, ramalan penurunan pendapatan (*stale earnings forecasts*), cakupan terbatas analisis (*limited analyst coverage*), perbedaan pendapat di antara analis (*divergence of opinion among analysts*), dan peringatan laba (*preannouncements*) akan menambahkan *noise* pada

pengukuran *earnings surprise* dan berkontribusi pada terjadinya *contrarian returns*.

Faktor keduanya adalah “*noise*” dalam respon harga saham terhadap laba yang diumumkan (*announced earnings*). Laba yang diumumkan melalui media terdiri atas banyaknya informasi di luar jumlah pendapatan *bottom-line* yang berpotensi relevan bagi penilaian harga saham (*share price*) investor. Hal ini mencakup informasi tentang komponen pendapatan utama seperti penjualan (*sales*), order jaminan-simpanan (*order backlog*), proyek investasi modal (*capital investment projects*), dan perkiraan manajemen atas performa yang akan datang (*management forecasts of future performance*). Item informasi-informasi ini dan lainnya diterbitkan secara bersamaan dengan pendapatan kuartal yang dapat berkontribusi pada *contrarian returns* jika implikasi harga saham mereka berlawanan arah pada *earnings surprise*. Selain itu, variabilitas perolehan idiosinkrasi (*idiosyncratic return variability*), fitur-fitur mikrostruktur pasar (*features of market microstructure*) dan kejutan laba kuartal sebelumnya (*prior quarter's earnings surprise*) bisa jadi menambah *noise* respon harga saham 3 hari dan berkontribusi pada terjadinya *contrarian returns*.

Johnson dan Zhao (2012) menyatakan memprediksi bahwa *stale EPS forecasts, low analyst coverage, forecast dispersion, I/B/E/S exclusions, and earnings preannouncements* akan mempengaruhi arah “*noise*” dalam mengukur *earnings surprise* dan karenanya kemungkinan mengobservasi *contrarian returns* pada pengumuman laba. Dengan pengecualian pra-pengumuman laba, “*noise*” dalam *earnings surprise* lebih cenderung mendorong *contrarian returns* diantara desil pendapatan interior (misal, desil 4 dan 6) daripada untuk desil pendapatan ekstrim (misal, desil 1 dan 10). *Earnings surprise* yang diukur untuk desil interior lebih kecil dalam nilai absolut dan karenanya dapat dikatakan lebih rentan ke arah “*noise*”.

Pengumuman laba *return* sahamada kemungkinan mengarah pada “*noise*” karena volatilitas *return* normal (*normal return volatility*) atau fitur mikro pasar (*features of market microstructure*). Misalnya, memiliki *earnings surprise* yang besar secara terus menerus, perusahaan dengan harga saham yang sangat *volatile* lebih cenderung mengalami *contrarian returns* ketimbang perusahaan dengan volatilitas rendah. Efek volatilitas harga saham pada kemungkinan *contrarian returns* diprediksikan menjadi yang paling menonjol dalam desil *earnings surprise* interior. Literatur mikrostruktur pasar menyatakan bahwa *market-maker* - meningkatkan penyebaran permintaan-penawaran (*bid-ask spreads*) dalam merespon peristiwa informasi seperti pengumuman pendapatan untuk mengkompensasi asimetri informasi yang dipersepsikan antara emiten yang memiliki informasi dan yang tidak. Affleck-Graves, Callahan dan Chipalkatti (2002) mendapati bahwa komponen yang bertolak belakang atas pemilihan *bid-ask spread* meningkat di hari saat dan sebelum pengumuman laba kuartal bagi perusahaan dengan laba tidak terlalu dapat diprediksi. *Bid-ask spread* tinggi karenanya mungkin berasosiasi dengan kemungkinan *contrarian returns* yang lebih tinggi.

Johnson dan Zhao (2012) memprediksi bahwa pendapatan kejutan yang bertentangan (*discordant revenue surprises*), revisi perkiraan laba bertentangan (*discordant earnings forecast revisions*), volatilitas return (*return volatility*), *bid-ask spread*, dan pertentangan sebelum laba kejutan kuartal (*discordant prior quarter earnings surprises*) akan mempengaruhi kemungkinan *return contrarian stock*. Debondt dan Thaler (1995) berargumen bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru (kinerja saham terbaru) untuk memproyeksikan kinerja saham di masa mendatang. Investor menggunakan *representativeness* dan *heuristic* atau hanya menggunakan perkiraan yang masih belum pasti. Saham yang mengalami peningkatan harga dianggap sebagai saham menguntungkan, karena itu saham tersebut akhirnya dibeli. Sebaliknya, saham yang menurun harganya dianggap tidak menguntungkan sehingga akan dijual. Walaupun demikian investor seharusnya mampu untuk menangkap informasi secara luas, pasar akan mengalami *price reversal* dimana dalam strategi kontrarian, saham yang terus menurun akibat *bad news* akan berbalik dan memberikan *return* yang positif.

Ha1: *Earnings surprise* negatif berpengaruh pada *positive return contrarian share prices*.

Market overreaction hypothesis menyatakan bahwa saham-saham yang memiliki *abnormal return* tinggi (*winner*) cenderung memburuk pada periode selanjutnya. Hal ini disebabkan oleh reaksi pasar yang berlebihan terhadap informasi dimana para pelaku pasar akan menetapkan harga saham terlalu tinggi dalam bereaksi terhadap kabar baik dan akan menilai harga saham terlalu rendah dalam bereaksi terhadap kabar buruk. Ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan maka harga saham akan berbalik, sehingga saham yang masuk kategori *winner* akan turun nilainya atau mendapat *return* yang negatif (Yulianawati, 2003).

Ha2: *Earnings surprise* positif berpengaruh pada *negative return contrarian share prices*.

C. Metode Penelitian

1. Obyek dan Sampel Penelitian

- a. Obyek penelitian : perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013.
- b. Sampel : perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang termasuk dalam LQ 45.
- c. Kriteria Sampel
Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel yang dilakukan dengan mengambil dari populasi berdasarkan suatu kriteria sebagai berikut:
 - a. Perusahaan yang pernah masuk dalam Indeks LQ 45 tahun 2000-2011.
 - b. Batas minimal masuk dalam LQ 45 selama 5 tahun atau 10 periode.

Berdasarkan kriteria sampel penelitian, jumlah sampel penelitian ini adalah 44 data.

2. Teknik pengumpulan data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Data penelitian diperoleh dari ICMD, www.idx.co.id, Pojok Bursa Efek UAJY, dan P2EB Penjualan data UGM.

3. Model Analisis



Gambar 1 Model Penelitian

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengaruh *Earnings Surprise* terhadap *Return Contrarian Share Price*, yang mereplikasi dari Johnson & Zhao (2012). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *earnings surprise* yang terdiri dari *timely earnings surprise*, *forecast dispersion* dan *preannouncement return*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return contrarian share price* yang terdiri dari *revenue surprise*, *return volatility*, *percentage bid-ask spread*, dan *lagged surprise*.

a. Variabel Independen: *Earnings Surprise*

1) *Timely Earnings Surprise (I_TES)*

EPS *actual* dikurangi EPS *forecast*, kemudian dibagi dengan EPS *forecast*.

1 = jika I_TES tahun saat ini positif, 0 = sebaliknya.

2) *Forecast Dispersion (DISP)*

EPS *forecast* tahun ini dikurangi EPS *forecast* tahun sebelumnya, kemudian dibagi dengan EPS *forecast* tahun sebelumnya.

Dispersi *Forecast* = 0, ketika hanya satu analis yang meliput perusahaan atau satu perusahaan diperhatikan oleh satu analis.

3) *Preannouncement Return (PRE_RET)*

Cumulative size-adjusted abnormal return selama 15 hari perdagangan sebelum hari-1.

b. Variabel dependen: *Return Contrarian Share Price*

1) *Revenue Surprise (I_RS)*

$$I_RS = \frac{\text{Revenue tahun ini} - \text{Revenue tahun sebelumnya}}{\text{Nilai pasar saham}}$$

Nilai pasar saham

Nilai pasar saham = Harga saham x Jumlah lembar saham beredar.

1 = jika saat I_{RS} dan ES memiliki tanda-tandayang berlawanan, 0 = sebaliknya. Untuk *earnings surprise* perusahaan nol, I_{RS} sama dengan 1 ketika RS positif.

2) *Return Volatility* (BHAR_VOL)

Standar deviasize-adjusted abnormal return untuk 60 hari perdagangan sebelum hari-1.

1 = jika saat BHAR_VOL dan ES memiliki tanda-tandayang berlawanan, 0 = sebaliknya. Untuk *earnings surprise* perusahaan nol, BHAR_VOL sama dengan 1 ketika VOL positif.

3) *Percentage Bid-Ask Spread* (Spread)

Rata-rata dari bid-ask spread harian (sebagai persentase dari closing price harian) selama periode 60 hari perdagangan sebelum hari-1.

1 = jika saat bid-ask spread dan ES memiliki tanda-tandayang berlawanan, 0 = sebaliknya. Untuk *earnings surprise* perusahaan nol, Spread sama dengan 1 ketika bid-ask spread positif.

4) *Lagged Surprise* (I_LAGES)

ES tahun ini dibandingkan ES tahun sebelumnya.

1 = jika ES sebelumnya dan ES tahun ini memiliki tanda-tandayang berlawanan, 0 = sebaliknya. Untuk *earnings surprise* tahun ini nol dan ES tahun sebelumnya positif, I_LAGES sama dengan 1.

D. Analisis Data

1. *Earnings Surprise* Positif

a. Persamaan 1 (I_{RS})

Model regresi logistik yang terbentuk disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 2
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Persamaan 1 (I_{RS}) pada *Earnings Surprise* Positif

Variabel	Beta	Sig.
Constant	-1,034	0,002
I_TES	22,257	0,999
DISP	-0,141	0,691
PRE_RET	-0,108	0,741

Hasil pengujian terhadap koefisien regresi menghasilkan model berikut ini:

$$I_{RS} = -1,034 + 22,257 I_{TES} - 0,141 DISP - 0,108 PRE_RET$$

b. Persamaan 4 (I_LAGES)

Model regresi logistik yang terbentuk disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 3
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Persamaan 4 (I_LAGES) pada *Earnings Surprise* Positif

Variabel	Beta	Sig.
Constant	2,125	0,000
I_TES	19,444	0,999
DISP	-0,041	0,929
PRE_RET	-0,246	0,438

Hasil pengujian terhadap koefisien regresi menghasilkan model berikut ini:

$$I_LAGES = 2,125 + 19,444I_TES - 0,041DISP - 0,246PRE_RET$$

2. *Earnings Surprise* Negatif

a. Persamaan 1 (I_RS)

Model regresi logistik yang terbentuk disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 4
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Persamaan 1 (I_RS) pada *Earnings Surprise* Negatif

Variabel	Beta	Sig.
Constant	1,573	0,000
I_TES	-0,631	0,483
DISP	0,003	0,680
PRE_RET	0,010	0,950

Hasil pengujian terhadap koefisien regresi menghasilkan model berikut ini:

$$I_RS = 1,573 - 0,631I_TES + 0,003DISP + 0,010PRE_RET$$

b. Persamaan 3 (SPREAD)

Tabel 5
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Persamaan 3 (SPREAD) pada *Earnings Surprise* Negatif

Variabel	Beta	Sig.
Constant	364,731	0,859
I_TES	-363,608	0,859
DISP	-0,230	0,677
PRE_RET	1,479	0,852

Hasil pengujian terhadap koefisien regresi menghasilkan model berikut ini:

$$SPREAD = 364,731 - 363,608 I_TES - 0,230 DISP + 1,479 PRE_RET$$

c. Persamaan4 (I_LAGES)

Tabel 6
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Persamaan 4 (I_LAGES) pada
Earnings Surprise Negatif

Variabel	Beta	Sig.
Constant	-1,982	0,000
I_TES	0,120	0,917
DISP	-0,003	0,746
PRE_RET	0,443	0,017

Hasil pengujian terhadap koefisien regresi menghasilkan model berikut ini:

$$I_LAGES = -1,982 + 0,120I_TES - 0,003DISP + 0,443PRE_RET$$

E. Pembahasan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, dapat diketahui bahwa *earnings surprise* positif yang diproksikan dengan I_TES, DISP dan PRE_RET tidak berpengaruh negatif terhadap *return contrarian share prices* yang diproksikan dengan I_RS, I_TES, *spread* dan I_LAGES. *Earnings surprise* negatif yang diproksikan dengan PRE_RET berpengaruh positif terhadap *return contrarian share prices* yang diproksikan dengan I_LAGES, tetapi I_TES dan DISP tidak berpengaruh terhadap I_LAGES. *Earnings surprise* negatif yang diproksikan dengan I_TES, DISP dan PRE_RET tidak berpengaruh terhadap *return contrarian share prices* yang diproksikan dengan I_RS, I_TES dan *spread*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia merupakan investor jangka pendek. Hal ini didukung pernyataan Kwik Kian Gie (www.kwikkiangie.com), yang menyatakan bahwa investor asing di BEI yang terdiri dari perusahaan-perusahaan keuangan raksasa internasional memegang peran sekitar 70% dari seluruh volume perdagangan (spekulasi) saham. Ketika investor merasa bahwa sudah waktunya menjual saham, penjualan saham dengan volume besar dalam waktu singkat mengakibatkan penawaran jauh melampaui permintaan sehingga harga saham menjadi anjlok. Peningkatan dan penurunan harga saham di Indonesia, kemungkinan tidak dipengaruhi oleh *earnings surprise* karena sebagian besar investor Indonesia merupakan investor jangka pendek atau spekulator. Banyaknya spekulasi di Indonesia juga menyebabkan strategi kontrarian belum mampu diterapkan di Indonesia.

F. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan mengenai pengaruh *earnings surprise* terhadap *return contrarian share prices* pada perusahaan yang pernah masuk dalam LQ 45 di tahun 2000 – 2011 dengan batas minimal masuk selama 5 tahun atau 10 periode, dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. *Earnings surprise* positif yang diproksikan dengan I_TES, DISP dan PRE_RET tidak berpengaruh negatif terhadap *return contrarian share prices* yang diproksikan dengan I_RS, I_TES, *spread* dan I_LAGES.

2. *Earnings surprise* negatif yang diproksikan dengan PRE_RET berpengaruh positif terhadap *return contrarian share prices* yang diproksikan dengan I_LAGES, tetapi I_TES dan DISP tidak berpengaruh terhadap I_LAGES. *Earnings surprise* negatif yang diproksikan dengan I_TES, DISP dan PRE_RET tidak berpengaruh terhadap *return contrarian share prices* yang diproksikan dengan I_RS, I_TES dan *spread*.

G. Saran

Saran yang dapat diberikan berdasarkan dari kesimpulan, adalah sebagai berikut:

1. Investor dalam melakukan pembelian dan penjualan saham perusahaan diharapkan tidak hanya menggunakan perkiraan yang masih belum pasti. Saham yang mengalami peningkatan harga dianggap sebagai saham menguntungkan, karena itu saham tersebut akhirnya dibeli. Saham yang menurun harganya dianggap tidak menguntungkan sehingga dijual. Investor seharusnya tidak hanya mempertimbangkan faktor teknikal perusahaan tetapi juga mempertimbangkan faktor fundamental perusahaan.
2. Peneliti selanjutnya diharapkan:
 - a. Menambahkan jumlah sampel perusahaan yang *liquid* seperti dari KOMPAS 100.
 - b. Menambahkan variabel-variabel lain seperti saham *winner loser* atau kondisi *bearish bullish*.
 - c. Mempertimbangkan adanya *corporate action* seperti *stock split* atau pembagian dividen.

H. Daftar Pustaka

- Affleck-Graves, J., Callahan, C., dan Chipalkatti, N. (2002). "Earnings Predictability, Information Asymmetry, and Market Liquidity". *Journal of Accounting Research*, 40, 561-583.
- Budi, Puguh Setyo, (2007), "Penggunaan Strategi Kontrarian pada Return saham LQ 45 dan JII", *Rangkuman Skripsi*, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Surabaya.
- DeBondt, W.F.M., dan R.H. Thaler., (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40 (3), pp. 793-808.
- Dinawan, Muhammad Rizkad, (2007), "Analisis Overreaction Hypothesis, dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas dan Bid-Ask Spread terhadap Fenomena Price Reseal di Bursa Efek Jakarta", *Tesis*, Universitas Diponegoro Semarang.

Dinawan, Muhammad Rizkad, (2007), "Analisis Overreaction Hypothesis, dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas dan Bid-Ask Spread terhadap Fenomena Price Reversal di Bursa Efek Jakarta", *Tesis*, Universitas Diponegoro Semarang.

Jegadeesh, N., dan S. Titman, (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losses: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 48 (1), pp.65-91.

Johnson, W., Bruce dan Zhao, Rong, (2012), "Contrarian Share Price Reactions to Earnings Surprises", *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 27(2): 236 – 266.

Kinney, W., Burgstahler, D., dan Martin, R., (2002), "Earnings surprise 'materiality' as measured by stock returns". *Journal of Accounting Research*, 40, 1297-1329.

Levis, Mario, dan Manolis, Liidakis, (2001), "Contrarian Strategies and Investor Expectations: The U.K. Evidence", *Financial Analyst Journal*, 57(5), 43 – 56.

Mertens, Elmar, (1999), "Getting Even: Contrarian Investment and Event Returns on Earnings Announcements", *Working Paper*, No. 7/02.

Ridhmadhantia, Devi, Chandra, (2010), "Analisis Overreaction Hypothesis, dan Pengaruh Firm Size, Likuiditas dan Bid-Ask Spread terhadap Fenomena Price Reversal di Bursa Efek Jakarta (BEI)", *Skripsi*, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta.

Riyatno, (2007), "Pengaruh Ukuran Kantor Akuntan Publik Terhadap Earnings Response Coefficients", *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5, No. 2, 148–162.

Schierck, Dirk, Werner, De, Bondt, dan Martin, Weber, (1999), "Contrarian Momentum Strategies on Germany", *Financial Analysis Journal*.

Vestari, Mekani, (2012), "Pengaruh Earnings Surprise Benchmark terhadap Prediktabilitas Laba dan Return Saham", *Jurnal*, STIE Bank BPD Jateng.

www.kwikkiangie.com

Yulianawati, Enny, (2003), "Pengujian Anomali Winner-Loser di Bursa Efek Jakarta", *Tesis*, Universitas Diponegoro Semarang.