

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji adanya pengaruh *January Effect* terhadap *return* harian, *abnormal return*, dan volatilitas saham di pasar modal. Hasil-hasil penelitian terdahulu dapat diuraikan sebagai berikut :

1. Penelitian yang dilakukan oleh Rozeff dan Kinney (1976) dengan judul “ *Capital Market Seasonality : The Case of Stock Returns* “ diketahui bahwa terhadap rata-rata tingkat keuntungan bulanan saham pada *NYSE* menemukan adanya efek musiman, rata-rata tingkat keuntungan pada bulan Januari lebih tinggi dari pada bulan-bulan lainnya. Secara lebih mendetail diketahui rata-rata tingkat keuntungan pada bulan Januari hampir 3% lebih tinggi daripada bulan Februari-Desember.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Rogalski (1984) dengan judul “*New Finding Regarding Day-of-the-Week Returns Over Trading and Non-trading Periods: A Note* “ yang mengindikasikan lima hari pertama transaksi pada bulan Januari merupakan bentuk penyimpangan pasar terhadap model pasar efisien. Januari sebagai penyumbang *abnormal return* saham yang paling tinggi.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Keim (1986) dengan judul “*Dividend Yield and The January Effect* “ menemukan bahwa 50% dari *return* yang berbeda terkonsentrasi pada Januari.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Reinganum (1983) dengan judul “*The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects*” diperoleh kesimpulan bahwa *Return* saham-saham yang mengalami *January Effect* akan mengalami kenaikan yang signifikan dalam transaksi pada awal tahun.
5. Penelitian yang dilakukan oleh Gultekin dan Gultekin (1983) dengan judul “*Stock Market Seasonality: International Evidence*” mendapatkan informasi bahwa *January Effect* yang ditemukan di Eropa dan Asia ternyata lebih tinggi daripada yang ada di Amerika.
6. Penelitian yang dilakukan oleh Sukamulja dan Hermawan (2003) dengan Judul “ *Pengujian January Effect Terhadap Return Saham Sektor Manufaktur* “ menjelaskan bahwa tidak ditemukan bukti yang kuat bahwa terjadi perbedaan *return* pada pasangan bulan Januari dengan bulan-bulan lainnya. Sebaliknya terdapat indikasi perbedaan *return* bulanan yang signifikan terjadi pada pasangan *return* bulan Juni dengan bulan lainnya atau antara pasangan *return* bulan September dengan bulan lainnya. Perbedaan *return* kedua bulan (Juni dan September) masing-masing memiliki perbedaan dengan bulan Januari, sehingga untuk BEI terdapat indikasi terjadinya *June Effect* atau *September Effect*.
7. Penelitian yang dilakukan oleh Kamaludin (2008) dengan judul “ *Anomalies in Asean Stock Market* “ menunjukkan bahwa anomali *January Effect* hanya terjadi di dua bursa saham, yaitu : Pakistan pada

jam perdagangan dan Thailand baik pada jam perdagangan maupun pada jam libur perdagangan.

8. Penelitian yang dilakukan oleh Sun dan Tong (2010) dengan judul “*Risk and January Effect*” diperoleh indikasi kuat bahwa tidak ada resiko yang lebih tinggi dalam bulan Januari, dan dalam kenyataannya tidak ada bukti yang jelas bahwa kondisi volatilitas dalam bulan Januari lebih tinggi.

Secara ringkas hasil penelitian diatas dapat dilihat pada tabel 1 dibawah ini.

Tabel 1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Tahun	Judul	Hasil Penelitian
1	Rozeff dan Kinney	1976	<i>Capital Market Seasonality : The Case of Stocks Returns</i>	Return bulan Januari lebih tinggi 3% di banding dengan bulan lainnya.
2	Rogalski	1984	<i>New Finding Regarding Day-of-the-Week Returns Over Trading and Non-trading Periods: A Note</i>	Terjadi <i>January Effect</i> dan menjadi penyumbang <i>abnormal return</i> tertinggi. (<i>Rogalski Effect</i>)
3	Keim	1986	<i>Dividend Yield and The January Effect</i>	Terjadi <i>January Effect</i>
4	Reinganum	1983	<i>The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects</i>	Terjadi <i>January Effect</i>
5	Gultekin dan Gultekin	1983	<i>Stock Market Seasonality: International Evidence</i>	Terjadi <i>January Effect</i> .

Lanjutan tabel 1

6	Sukamulja dan Hermawan	2003	Pengujian <i>January Effect</i> Terhadap <i>Return Saham</i> Sektor Manufaktur	Tidak terbukti terjadi <i>January Effect</i> .
7	Kamaludin	2008	<i>Anomalies in Asean Stock Market</i>	Terjadi <i>January Effect</i> pada pasar perdagangan Pakistan dan Thailand.
8	Sun dan Tong	2010	<i>Risk and January Effect</i>	Tidak terjadi <i>January Effect</i> tetapi volatilitas yang tinggi terjadi.

Sumber : data diolah

B. Landasan Teori

1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal memiliki peran penting dalam kegiatan ekonomi. Di banyak negara, terutama di negara-negara yang menganut sistem ekonomi pasar, pasar modal menjadi salah satu sumber kemajuan ekonomi, sebab pasar modal menjadi sumber dana alternatif bagi perusahaan-perusahaan. Pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar abstrak, dimana yang diperjual belikan adalah dana-dana jangka panjang yaitu dana yang karakteristiknya dalam investasi lebih dari satu tahun. Pasar modal (*capital market*) adalah suatu pengertian abstrak yang mempertemukan dua kelompok yang saling berhadapan dengan kepentingan yang saling mengisi yaitu pemodal (*investor*)

disatu pihak dengan *emiten* yang membutuhkan dana jangka menengah atau dana jangka panjang dipihak lain atau dengan kata lain adalah tempat (dalam artian abstrak) bertemunya penawaran dan permintaan dana jangka menengah atau jangka panjang.

Pasar modal akan menjembatani hubungan antara pemilih dana, yang dalam hal ini disebut sebagai pemodal (investor) dengan pengguna dana atau emiten. Para pemodal menggunakan instrumen pasar modal untuk keperluan investasi portofolio sehingga dapat memaksimalkan penghasilan. Instrumen pasar modal terbagi atas dua kelompok besar yaitu instrumen pemilikan (*equity*) seperti saham, dan instrumen hutang seperti obligasi perusahaan. Obligasi yang dapat dikonversikan menjadi saham dan sebagainya. Pasar modal dalam suatu perekonomian dapat menjalankan dua fungsi lembaga, yaitu lembaga bank dan lembaga pembiayaan. Dalam melaksanakan fungsi lembaga bank, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (pihak yang kelebihan dana) ke *borrower* (pihak yang memerlukan dana). Sedangkan fungsi lembaga pembiayaan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh para *lender* sebagai penyedia dana tidak harus terlibat secara langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

2. Konsep Efisiensi Pasar Modal

West dalam Husnan (2001) membedakan pasar modal efisien menjadi dua bentuk, yaitu: *internal efficiency* dan *external efficiency*. *Internal*

efficiency adalah pasar modal yang diorganisir dengan baik, dimana harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan tingkat harga yang benar, tetapi juga menyediakan berbagai jasa yang diperlukan oleh pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Sedangkan *external efficiency* adalah pasar modal yang berada dalam keadaan keseimbangan, sehingga keputusan perdagangan saham yang berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan tingkat *expected return*.

Konsep efisiensi pasar modal ini sesuai dengan definisi yang dikemukakan oleh Fama (1970) dimana ia menyatakan bahwa bila suatu pasar terdapat investor yang cerdas dan cepat dalam memperoleh informasi maka harga suatu saham merefleksikan secara penuh semua informasi yang ada saat itu. Bila suatu pasar efisien maka tidak ada seorang investor pun yang dapat memperoleh *abnormal return*.

Berdasarkan pengertian tersebut dapat diketahui adanya dua unsur pokok yang merupakan ciri pasar modal yang efisien, yaitu tersediannya informasi yang relevan dan harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru. Fama (1970) memberikan beberapa syarat yang harus dipenuhi agar kondisi pasar modal yang efisien dapat dicapai, yaitu:

- a. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham, disamping itu mereka juga

merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mempengaruhi harga dari sekuritas.

- b. Seluruh informasi yang tersedia dapat diakses oleh semua pelaku pasar secara cuma-cuma dan mudah.
- c. Informasi yang terjadi bersifat random.
- d. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

3. Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Hipotesis pasar modal (*EMH*) yang efisien mengatakan bahwa pasar yang efisien bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dalam pasar yang efisien harga cepat mencerminkan informasi yang relevan, sehingga tidak akan diperoleh keuntungan *abnormal* yang konsisten (Husnan, 2001). Karenanya, kunci untuk mencapai pasar modal yang efisien adalah informasi. Konsep ini menekankan pada sejauh mana harga dari sekuritas-sekuritas tersebut secara penuh dan cepat mampu merefleksikan seluruh jenis informasi yang berbeda-beda yang ada dalam perusahaan. Dalam prakteknya, para investor banyak sekali mendapatkan informasi yang mungkin relevan dan mungkin saja tidak.

Haugen dalam Gumanti dan Utami (2002) membagi kelompok informasi menjadi tiga, yaitu (1) informasi harga saham masa lalu, (2) semua informasi publik dan (3) semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam. Maka dari itu pelaku pasar modal harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak untuk pertimbangan pengambilan keputusan (Suryawijaya dan Setiawan, 1998).

Terdapat dua sebab utama penyebab buruknya informasi, yaitu pertama karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga. Kedua, karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung. Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut (Marston dalam Suryawijaya dan Setiawan, 1998).

Tingkatan efisiensi pasar modal dihubungkan dengan relevansi antara berbagai tipe informasi yang dianggap relevan oleh pasar dengan perubahan harga sebagai konsekuensi penyesuaian munculnya informasi tersebut. Berdasarkan jenis informasi yang digunakan, Fama dalam Tatang dan Elok (2002) mendefinisikan tiga bentuk efisiensi pasar modal, yaitu

a. Efisiensi pasar bentuk lemah

Dalam efisiensi pasar bentuk lemah harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham. Ada bentuk musiman atas kinerja harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga saham akan naik menjelang tutup tahun (akhir tahun) dan kemudian turun pada awal tahun.

Berdasarkan pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari “jatuhnya” harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan pedagang tersebut akan menyebabkan harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun. Investor yang cerdas tentu akan menjual saham yang dimilikinya pada akhir tahun untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari menurunnya harga saham di awal tahun. Singkatnya, upaya pedagang untuk sesegera mungkin menjual saham tersebut akan secara umum menyebabkan terjadinya penurunan harga pada awal tahun. Bentuk yang sama juga terjadi bilamana sebuah saham memiliki karakter harga yang secara historis turun di akhir tahun

dan naik di awal-awal perdagangan setiap tahun. Apabila kondisi pasar memang demikian, artinya bahwa harga yang terbentuk mencerminkan perilaku harga secara historis, bentuk pasar efisien lemah dapat dikatakan terpenuhi.

Jika pasar bentuk lemah terpenuhi, dan akibatnya harga adalah bebas (*independent*) dari bentuk harga saham historis, maka dapat dikatakan bahwa perubahan-perubahan harga akan mengikuti kaedah jalan acak (*random walk*) manakala pengujian hanya dilakukan terhadap perubahan harga secara historis. Jalan acak adalah konsep statistik yang memprediksi bahwa keluaran (*output*) berikutnya (akan datang) dalam suatu urutan tidak tergantung pada keluaran (*output*) sebelumnya. Contoh sederhana dari penerapan kaedah jalan acak adalah pelemparan uang receh, yang misalnya, satu sisi bergambar kepala dan sisi lainnya bergambar pohon. Walaupun dalam tiga lemparan pertama yang keluar adalah gambar kepala, tidak berarti bahwa lemparan yang berikutnya akan keluar lagi gambar kepala. Hasil untuk lemparan berikutnya sama sekali tidak tergantung pada lemparan pertama atau kedua.

Karena sekuritas berisiko menawarkan *return* positif, kita dapat mengharapkan bahwa harga saham akan senantiasa naik, tetapi tren atau kecenderungan kenaikan tersebut tidak selamanya akan begitu. Seandainya saat ini sekuritas yang dimiliki harganya adalah Rp 1000,- maka setiap periode harganya akan naik sebesar

12% dengan kemungkinan 75% atau turun 10% dengan kemungkinan 25%.

Dalam hal ini jelas bahwa tiga per empat dari keluaran akan menghasilkan *return* 12% sedangkan satu per empatnya akan menghasilkan *return* -10%. Selanjutnya dapat dihitung *return* yang diharapkan (*expected return*) adalah $E(R) = 0,75 (12\%) + 0,25 (-10\%) = 6,5\%$. Walaupun tingkat pengembalian yang diharapkan di sini adalah 6,5%, nilai yang sebenarnya tetap saja merupakan nilai yang acak (tidak dapat diketahui dengan pasti).

Dalam hal ini kita dapat mengatakan bahwa harga sekuritas mengikuti kaedah jalan acak. Strategi perdagangan yang menggunakan data pasar historis (umumnya harga saham) dikenal dengan sebutan analisis teknikal (*Technical Analysis*).

b. Efisiensi pasar setengah kuat

Dalam efisiensi pasar setengah kuat harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Di samping merupakan cerminan harga saham historis, harga yang tercipta juga terjadi karena informasi yang ada di pasar, termasuk di dalamnya adalah laporan keuangan dan informasi tambahan (pelengkap) sebagaimana diwajibkan oleh peraturan akuntansi. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa peraturan keuangan lain seperti

pajak bangunan (*property*), suku bunga dan beta saham termasuk rating perusahaan.

Menurut konsep semi-kuat, investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Dengan kata lain, analisis terhadap laporan keuangan tidak memberikan manfaat apa-apa. Ide dari pandangan ini adalah bahwa sekali informasi tersebut menjadi informasi publik (umum), artinya tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan semua informasi publik yang ada. Jadi, informasi yang baru saja didapat dari membaca koran Bisnis Indonesia atau Kompas, misalnya mengenai penemuan obat baru atau ancaman akan munculnya perang di Kawasan Asia Timur atau Timur Tengah, dengan segera sudah tercermin pada harga sekuritas. Investor sudah tidak mungkin mendapatkan *abnormal return* ketika melakukan transaksi di pasar modal berdasarkan informasi publik tersebut. Harga pada tingkat beli atau jual saham sudah lebih dahulu mencerminkan informasi tersebut karena pasar akan dengan segera bereaksi.

Berlawanan dengan pasar efisien bentuk lemah, pada pasar efisien bentuk semi-kuat ada banyak investor yang berfikir bahwa mereka dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan pengamatan secara seksama terhadap informasi publik yang

tersedia di pasar, khususnya informasi akuntansi. Investor yang melakukan analisis dengan menggunakan data atau informasi akuntansi (dari laporan keuangan) dan dari sumber lain untuk mengidentifikasi saham yang salah harga (*misspriced*) disebut investor tersebut melakukan analisis fundamental (Fundamental Analysis).

c. Efisiensi pasar bentuk kuat

Efisiensi pasar bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Jadi, dalam hal ini, bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, disamping juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, misalnya manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor. Misalnya, salah satu anggota direktur perusahaan telekomunikasi PT. Telkom Indonesia Tbk. mengetahui sebuah rencana akuisisi atau pengambil-alihan terhadap PT. Indosat Tbk. Informasi tersebut dimanfaatkan oleh Direktur dengan menyuruh istri atau anaknya atau teman dekatnya untuk membeli saham PT. Telkom Indonesia Tbk., sebelum informasi atau rencana akuisisi tersebut diberitakan atau menjadi milik umum. Hal ini dapat dikatakan sebagai suatu perdagangan

dengan orang dalam (*insider trading*), adanya penggunaan kelebihan informasi untuk membeli saham atau melakukan suatu perdagangan.

Bila bentuk pasar efisien kuat memang ada, maka dipercaya bahwa keluarga dekat Direktur tersebut tidak akan memperoleh *abnormal return*. Sebaliknya, bilamana keluarga Direktur tersebut mendapatkan *abnormal return*, maka dikatakan bahwa pasar belum berbentuk efisiensi kuat (*strong form*). Perlu dicatat di sini bahwa perdagangan dengan menggunakan informasi orang dalam atau tepatnya perdagangan oleh orang dalam (*insider trading*) tidak dibenarkan dan dilarang.

Bentuk pasar efisien kuat merupakan bentuk pasar efisien paling ketat. Hal ini terkait dengan pengertiannya bahwa harga pasar mencerminkan semua informasi, baik publik maupun nonpublik. Dalam kaitannya dengan hal tersebut, maka dalam konteks pasar efisien bentuk kuat tidak ada seorangpun baik individu maupun institusi dapat memperoleh *abnormal return*, untuk suatu periode tertentu, dengan menggunakan informasi yang tersedia di publik dalam konteks kelebihan informasi, termasuk di dalamnya informasi yang hanya dapat diakses oleh orang-orang tertentu.

Beberapa bukti empiris mendukung adanya pasar efisien, khususnya di Amerika Serikat, tetapi bukti-bukti yang tidak

mendukung juga banyak. Sehingga, efisien tidaknya pasar modal, atau tepatnya masuk dalam kelompok bentuk efisien mana sebuah pasar modal, tergantung dari ada tidaknya bukti tentang *abnormal return* yang dapat diperoleh oleh investor.

Dalam perkembangannya, para peneliti sepertinya sepakat untuk menyebut bahwa pengujian terhadap bentuk kuat sering dikaitkan dengan keberhasilan dalam penggunaan akses monopolistik terhadap informasi oleh pelaku pasar tertentu. Tentu saja efisiensi bentuk kuat mengungguli baik pasar efisien bentuk lemah maupun bentuk semi-kuat dan merupakan bentuk efisiensi paling tinggi dan secara empiris paling sulit untuk diuji.

Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya (Jogiyanto, 2003)

Pada tahun 1991, Fama mengemukakan penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi pasar tersebut. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas *return* (*return predictability*). Pada klasifikasi ini, informasi mengenai pola *return* sekuritas, seperti *return* yang tinggi di bulan Januari dan hari Jumat, tidak dapat digunakan untuk memperoleh *abnormal return*. Efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi studi peristiwa (*event studies*), dan pengujian efisiensi dalam bentuk

kuat disebut sebagai pengujian informasi privat (*private information*). Pengujian prediktabilitas *return* meliputi pengujian pola *return* (harian, mingguan, maupun bulanan); pengujian prediktabilitas *return* jangka pendek maupun jangka panjang; serta pengujian hubungan *return* dengan karakteristik perusahaan. (Tandelilin, 2010)

4. Anomali Pasar

Anomali adalah kejadian atau peristiwa yang tidak diantisipasi dan yang menawarkan investor peluang untuk memperoleh *abnormal return*. Anomali muncul pada semua bentuk efisiensi pasar, baik bentuk lemah, semi kuat, maupun bentuk kuat, tetapi banyak bukti yang mengkaitkan antara anomali dengan pasar efisien bentuk semi kuat. Sukamulja (2004) mengatakan bahwa anomali pasar adalah reaksi investor yang berlebihan terhadap suatu informasi yang masuk sehingga membuat pasar tidak efisien karena investor menjadi tidak rasional (syarat pasar efisien tidak terpenuhi). Akibatnya, dalam pasar ditemukan bukti penyimpangan, misalnya tingkat keuntungan saham yang biasanya buruk justru lebih unggul daripada saham unggulan. Penjelasan tentang terjadinya anomali pasar hingga saat ini belum memuaskan. Anomali merupakan suatu bentuk fenomena yang ada di pasar dimana perilaku harga sekuritas tidak dapat dijelaskan dengan beberapa teori yang biasanya dipergunakan untuk memperkirakan pergerakan sekuritas (Rossi, 2007)

Sedikitnya dikenal empat macam anomali pasar dalam teori keuangan. Keempat macam anomali pasar dimaksud adalah anomali perusahaan (*firm anomaly*), anomali musiman (*seasonal anomaly*), anomali peristiwa (*event anomaly*), dan anomali akuntansi (*accounting anomaly*). Anomali perusahaan dibedakan menjadi empat, yaitu *size anomaly*, *closed-end mutual funds*, *neglect*, dan *institutional holdings*. Anomali musiman dibedakan menjadi enam, yaitu *January effect*, *week end Effect*, *time of day Effect*, *end of month Effect*, *seasonal Effect*, dan *holidays Effect*. Anomali peristiwa terdiri dari *analysts' recommendation anomaly*, *insider trading anomaly*, *listings anomaly*, dan *value line anomaly*. Adapun anomali akuntansi dapat dibedakan menjadi enam macam, yaitu *price earnings ratio anomaly*, *earnings surprise*, *price to sales anomaly*, *price to book anomaly*, *dividend yield anomaly*, dan *earnings momentum anomaly*.

Pengaruh *January Effect* merupakan bagian dari anomali musiman. Anomali ini menyebutkan bahwa harga saham cenderung mengalami kenaikan secara rata-rata pada bulan Januari. Penelitian yang mencoba menguji ada tidaknya *January Effect* pada bursa saham di Amerika Serikat telah banyak dilakukan. Pada prinsipnya, penelitian-penelitian tersebut dimaksudkan untuk menguji hipotesis pasar efisien dengan mencoba membuktikan apakah seseorang mampu memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan strategi perdagangan tertentu, yang dalam hal ini adalah hari perdagangan. Menurut teori pasar efisien,

sebagaimana dikemukakan oleh Fama (1970), pada pasar yang efisien, harga sekuritas mencerminkan informasi yang ada dan dalam pasar yang efisien adalah tidak mungkin bagi seorang investor untuk memperoleh keuntungan (*abnormal return*) dengan menggunakan strategi perdagangan tertentu.

5. *January Effect*

January Effect merupakan kecenderungan rata-rata return saham pada bulan Januari lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan lainnya (Pratomo, 2007). Adanya kenaikan harga ini didorong oleh aktivitas investor untuk kembali menyusun portofolio-nya setelah mereka "terbenam" selama liburan akhir tahun. Permintaan investor yang meningkat terhadap instrumen keuangan inilah yang menyebabkan harga mengalami kenaikan. Kenaikan permintaan ini didorong oleh harapan investor yang positif. *January Effect* ini sering juga disebut dengan *Year End Effect*.

Secara historis, *January Effect* hanya akan berdampak pada saham-saham yang memiliki kapitalisasi kecil (*small caps*) dari pada saham dengan kapitalisasi menengah (*mid caps*) dan besar (*big caps*). Hal ini secara teori dapat dijelaskan bahwa saham dengan kapitalisasi rendah memiliki akselerasi yang lebih cepat untuk meningkat harganya meskipun volume dan nilai transaksi-nya relatif tidak besar. Tetapi saham

mid caps dan *big caps* membutuhkan volume dan nilai transaksi yang relatif lebih besar untuk menggerakkan harga sahamnya.

Ada beberapa penyebab yang memungkinkan terjadinya anomali perilaku saham pada bulan Januari, seperti yang dikatakan oleh Sharpe (1995), yaitu:

a. *Tax Loss Selling*

Penjelasan paling populer berkaitan dengan *January Effect* adalah hipotesis *tax-loss selling* dimana investor menjual saham yang nilainya turun. Sudah menjadi pendapat umum bila suatu saham perusahaan mempunyai kinerja yang buruk maka akan ada arus yang ingin menjual saham tersebut (tekanan jual), tentunya dengan harga saham yang turun. Pada akhir tahun investor akan mengevaluasi saham dalam portofolionya, yang kecenderungannya adalah menjual saham-saham yang memiliki kinerja yang buruk. Hal ini dimaksudkan untuk menghasilkan *tax loss* sebelum akhir tahun atau mengurangi jumlah pajak yang ditanggungnya. (Chotigeat dan Pandey, 2005). Saham-saham yang mengalami tekanan jual ini akan mengalami penurunan harga pada bulan Desember, kemudian biasanya di bulan Januari tekanan aksi jual hilang, dan harga saham tersebut naik kembali dari harga akhir tahunnya atau akan meningkat kembali pada bulan Januari (Pearce, 1995).

b. *Window Dressing*

Window dressing yaitu terjadinya aksi jual pada saham-saham yang memiliki kinerja buruk di akhir tahun. *Window dressing* ini tidak jauh berbeda dengan *tax loss selling*, perbedaannya adalah hal ini dilakukan oleh manajer keuangan dengan tujuan agar laporan kinerja portofolio saham yang dilaporkannya pada akhir tahun akan tampak bagus kinerjanya (Sharpe, 1995).

Investor institusional menjual saham yang dianggap buruk menjelang akhir tahun untuk memperbaiki portofolio akhir tahun mereka kemudian mereka membeli ulang saham-saham tersebut. Aksi jual di akhir tahun ini akan mengakibatkan turunnya harga saham tersebut di akhir tahun dan harga akan berangsur normal kembali di bulan Januari setelah berakhirnya aksi jual tersebut. *Window Dressing* ini terutama dilakukan oleh investor institusional yang mengakibatkan *return* saham yang tinggi di bulan Januari (Haugen dan Lakonishok, 1988 dalam Christie dan Chaudhry, 2000).

c. *Small Stock's Beta*

Saham dengan kapitalisasi pasar kecil memiliki resiko yang lebih besar pada bulan Januari daripada pada bulan-bulan lainnya. Bila hal tersebut benar maka saham kapitalisasi kecil tersebut akan memiliki rata-rata *return* yang relatif lebih tinggi pada bulan Januari

dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya (Rogalski, 1984). Satu studi yang dilakukan Rogalski (1984) menemukan bahwa beta saham perusahaan kecil cenderung naik di awal tahun.

Ritter dan Cophra (1989) juga menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara saham perusahaan kecil dan beta saham tersebut terhadap *abnormal return*.

Fenomena Efek Januari ini sudah banyak diteliti oleh para peneliti dimana mereka telah mendokumentasikan secara empiris kendala musiman tingkat pengembalian saham di bulan Januari. Rozeff dan Kinney (1976) menemukan bahwa rata-rata *return* saham di bulan Januari lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan lainnya. Penelitian ini menstimulasi penelitian lebih lanjut tentang return saham pada bulan Januari. Sedangkan Keim (1983) dan Banz (1981) lebih menitikberatkan penelitian tentang efek Januari pada saham-saham perusahaan kecil.

Pengamatan secara Internasional terhadap beberapa bursa di negara maju dilakukan oleh Gultekin dan Gultekin (1983) dengan menggunakan data indeks bursa yang berasal dari *Capital International Perspective* (CIP). Untuk meneliti adanya pola musiman pada bursa tersebut digunakan metoda non-parametrik dengan memakai K-W test (Kruskal dan Wallis, 1952). Uji K-W ini untuk menentukan apakah rata-rata *return* setiap bulannya adalah identik atau tidak. Mereka menemukan bukti adanya pola musiman pada sebagian besar bursa dari negara-negara industri tersebut.

6. Efek Hari Perdagangan (*The day of the week Effect*)

The day of the week merupakan perbedaan *return* antara hari senin dengan hari-hari lainnya dalam seminggu secara signifikan (Damodaran, 1996). Fenomena ini merupakan bagian dari anomali pasar dalam teori pasar efisien. Pada teori pasar efisien menyatakan bahwa *return* saham tidak berbeda pada setiap hari perdagangan.

Teori *day of the week Effect* menyatakan bahwa terdapat perbedaan *return* untuk masing-masinghari perdagangan dalam satu minggu, dimana pada hari senin cenderung menghasilkan *return* yang negatif. Fenomena *Monday Effect* adalah salah satu bagian dari *day of the week Effect*. Fenomena *Monday Effect* dinyatakan dengan *return* pada hari senin cenderung menghasilkan *return* yang negatif, sedangkan *return* positif terjadi pada hari perdagangan selain senin. (Iramani, 2006). Fenomena *Monday Effect* terjadi berkenaan dengan investor yang memiliki kecenderungan untuk menjual saham daripada membeli saham selama akhir pekan hingga awal perdagangan hari senin. Pada perdagangan saham hari senin pasar mengalami akumulasi permintaan jual di akhir penutupan hari jumat yang menyebabkan harga cenderung turun dan menghasilkan *return* yang rendah. (Azadin dan Suhari, 2008 : 90)

7. Efek Minggu Keempat (*Week Four Effect*)

Week four Effect merupakan suatu fenomena yang mengungkapkan bahwa *Monday Effect* hanya terjadi pada minggu keempat untuk setiap bulannya. Sedangkan *return* hari Senin pada minggu pertama sampai minggu ketiga dianggap tidak signifikan negatif atau sama dengan nol. Sejumlah studi yang menghasilkan bukti empiris telah dilakukan untuk mengungkap adanya *return* negatif pada perdagangan hari Senin. Lakonishok dan Maberly (1990) menemukan bahwa investor institusional melakukan sedikit transaksi pada hari Senin dibanding investor individual yang lebih banyak transaksi.

Abraham dan Ikenberry menemukan bahwa keseluruhan rata-rata *return* Senin adalah negatif dan secara substansial merupakan konsekuensi dari informasi yang diumumkan pada sesi perdagangan sebelumnya. Tekanan penjualan dari investor individu pada hari Senin secara substansial lebih tinggi jika didahului oleh *return* negatif yang terjadi pada hari Jumat. Hal ini menunjukkan bahwa ada korelasi antara *return* hari Jumat dan Senin (Abraham dan Ikenberry 1994).

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Sun dan Tong menguatkan hasil penelitian Abraham dan Ikenberry (1994). Pada penelitian ini digunakan *CRSP value weighted return* dan ditemukan bahwa *return* hari Senin negatif terkonsentrasi pada minggu keempat yaitu antara tanggal 18 sampai dengan 26 setiap bulannya (Sun dan Tong 2002). Hal ini

berkaitan dengan tuntutan likuiditas investor individu. Hal ini disebut dengan fenomena *week-four Effect*.

8. Efek Rogalski (*Rogalski Effect*)

Rogalski Effect merupakan fenomena yang ditemukan oleh seorang peneliti bernama Richard J. Rogalski pada tahun 1984. Rogalski (1984) menemukan adanya hubungan yang menarik antara fenomena *day of the week Effect* dengan *January Effect*, dimana ditemukan bahwa rata-rata *return* negatif pada hari senin menghilang pada bulan Januari. *Rogalski Effect* bisa diartikan sebagai suatu fenomena dimana *return* negatif yang biasa terjadi pada hari senin (*Monday Effect*) menghilang pada bulan Januari.

9. Volatilitas

Volatilitas (*volatility*) berasal dari kata dasar volatil (*volatile*). Istilah ini mengacu pada kondisi yang berkonotasi tidak stabil, cenderung bervariasi dan sulit diprakirakan. Konotasi kuncinya adalah keragaman (*variability*) dan ketidakpastian (*uncertainty*).

Volatilitas pasar adalah pengukuran secara statistik mengenai tendensi atau keamanan pasar untuk naik atau turun dengan tajam dalam periode waktu yang pendek. Volatilitas biasanya diukur dari standard deviasi hasil (*rate of return*) investasi. Standar deviasi adalah konsep statistik yang menunjukkan jumlah variasi atau deviasi yang mungkin

terjadi. Misalnya, mungkin saja Indeks Standard & Poor's 500 (S&P 500) mempunyai standar deviasi sekitar 15 persen, sedangkan investasi yang lebih stabil, seperti sertifikat deposito (CD), akan mempunyai standar deviasi nol karena hasil investasinya tak pernah berubah.

Volatilitas pasar mempunyai karakteristik fluktuasi dengan rentang harga yang lebar dan banyak diperdagangkan. Kondisi tersebut sering dihasilkan dari ketidakseimbangan order transaksi pada satu sisi (contoh, semua membeli dan tidak ada yang menjual). Sejumlah pihak mengatakan volatilitas pasar disebabkan oleh hal-hal seperti rilis ekonomi, berita perusahaan, rekomendasi analis terkenal, penawaran saham perdana (IPO) yang banyak diminati, atau hasil investasi yang tak terduga. Beberapa pihak lain menyalahkan volatilitas disebabkan oleh pelaku saham harian, *short selling*, dan institusional investor.

Volatilitas sendiri adalah reaksi investor disebabkan oleh dorongan psikologis. Teori ini berkaitan dengan hipotesis pasar yang efisien, yang menyatakan bahwa harga pasar adalah harga yang sebenarnya dan melakukan beberapa penyesuaian yang merefleksikan semua informasi. Pendekatan perilaku ini mengatakan bahwa perubahan substansial pada harga (volatilitas) merupakan hasil dari perubahan pemikiran secara kolektif publik yang berinvestasi. Jelas sekali tak ada konsensus tentang apa penyebab volatilitas.

10. *Return Saham*

Harga dasar suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham dipergunakan di dalam perhitungan indeks harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut (Jogiyanto, 2005).

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang, 1997). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen *return* saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

Komponen suatu *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, *dividend* dan sebagainya. Disebut juga pendapatan lancar maksudnya adalah

keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bunga dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga *dividend* saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Ang, 1997).

Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrument investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrument investasi tersebut habis diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

Return dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan hitung berdasarkan data historis dan *return* realisasi itu penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur

kinerja dari perusahaan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang.

11. Resiko (*Risk*)

Saham dikenal dengan karakteristik “imbal hasil tinggi, risiko tinggi” (*high risk, high return*). Artinya, saham merupakan surat berharga yang memberikan peluang keuntungan dan potensi risiko yang tinggi. Saham memungkinkan investor untuk mendapatkan imbal hasil atau *capital gain* yang besar dalam waktu singkat. Namun, seiring berfluktuasinya harga saham, maka saham juga dapat membuat investor mengalami kerugian besar dalam waktu singkat.

Adapun risiko yang dihadapi oleh investor atas kepemilikan sahamnya, antara lain :

a. Tidak Mendapat *Dividend*

Perusahaan akan membagikan *dividend* jika operasinya menghasilkan keuntungan. Oleh karena itu, perusahaan tidak dapat membagikan *dividend* jika mengalami kerugian.

b. *Capital Loss*

Dalam aktivitas perdagangan saham, investor tidak selalu mendapatkan *capital gain* atau keuntungan atas saham yang dijualnya. Investor juga dihadapkan pada risiko *capital loss* apabila ia menjual sahamnya dengan harga jual lebih rendah dari harga belinya.

c. Perusahaan Bangkrut atau Dilikuidasi

Dalam kondisi perusahaan dilikuidasi, maka pemegang saham akan menempati posisi lebih rendah dibanding kreditor atau pemegang obligasi. Ini berarti setelah semua aset perusahaan tersebut dijual, hasil penjualan terlebih dahulu dibagikan kepada para kreditor atau pemegang obligasi, dan jika masih terdapat sisa, baru dibagikan kepada para pemegang saham.

d. Saham Dikeluarkan dari Bursa (*Delisting*)

Saham perusahaan di-*delist* dari bursa karena kinerja yang buruk, misalnya dalam kurun waktu tertentu tidak pernah diperdagangkan, mengalami kerugian beberapa tahun, tidak membagikan deviden secara berturut-turut selama beberapa tahun, dan berbagai kondisi lainnya sesuai Peraturan Pencatatan Efek di Bursa. Saham yang telah *di-delist* tentu saja tidak dapat lagi diperdagangkan di bursa, namun tetap dapat diperdagangkan di luar bursa dengan konsekuensi tidak terdapat patokan harga yang jelas dan jika terjual biasanya dengan harga yang jauh lebih rendah dari harga sebelumnya.

e. Saham Dihentikan Sementara (*Suspensi*)

Saham yang di-*suspend* atau dihentikan sementara perdagangannya oleh otoritas Bursa Efek, menyebabkan investor tidak dapat menjual sahamnya hingga suspensi tersebut dicabut. Suspensi dilakukan oleh otoritas Bursa jika suatu saham mengalami lonjakan harga yang luar biasa, suatu perusahaan dipailitkan oleh kreditornya, dan berbagai

kondisi lain yang mengharuskan Otoritas Bursa men-*suspend* perdagangan saham tersebut sampai perusahaan yang bersangkutan memberikan konfirmasi atau kejelasan informasi lainnya, agar informasi yang belum jelas tersebut tidak menjadi ajang spekulasi. Jika telah didapatkan suatu informasi yang yang jelas, maka suspensi atas saham tersebut dapat dicabut oleh Bursa dan saham dapat diperdagangkan kembali seperti semula.

12. *Abnormal Return*

Abnormal return adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang didapatkan. Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung. Sedangkan *return* akan negatif jika *return* yang didapat lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung.

Abnormal return dapat terjadi karena adanya kejadian - kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, stock split, penawaran perdana saham, dan lain-lain.

Dengan adanya peristiwa tertentu, *return* normal akan naik (bila peristiwanya adalah peristiwa baik atau *good news*) atau akan turun (bila peristiwanya adalah peristiwa jelek atau *bad news*). *Return*

sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *expected return* (*return* ekspektasi) merupakan *return* yang harus diestimasi.

Abnormal return dikelompokkan menjadi empat, yaitu:

a. *Abnormal Return* (AR)

Abnormal return setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *return* aktual dan *return* ekspektasi yang dihitung secara harian. Karena dihitung secara harian, maka dapat diketahui *abnormal return* tertinggi atau terendah, dan juga diketahui pada hari keberapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham.

b. *Average Abnormal Return* (AAR)

Average Abnormal Return merupakan rata-rata *abnormal return* (AR) dari semua jenis saham yang sedang dianalisis secara harian. *Average abnormal return* dapat menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif, dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu.

c. *Cummulative Abnormal Return* (CAR)

Cummulative abnormal return merupakan kumulatif harian *abnormal return* dari hari pertama sampai hari-hari berikutnya untuk setiap jenis saham. Jadi *cummulative abnormal return* selama periode sebelum peristiwa akan dibandingkan dengan *cummulative abnormal return* selama periode sesudah peristiwa. Dengan

perbandingan tersebut dapat diketahui jenis saham yang paling terpengaruh, baik positif maupun negatif selama suatu periode. Untuk mengetahui signifikansi atau tidak perlu diadakan uji beda antara periode sebelum dan sesudah.

d. *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*

Cummulative Average Abnormal Return merupakan kumulatif dari *average abnormal return* mulai dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya. Dalam *Cummulative Average Abnormal Return* dapat diketahui kecenderungan kenaikan atau penurunan yang terjadi selama periode peristiwa, sehingga dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut terhadap keseluruhan jenis saham yang diteliti juga dapat diketahui. Namun, untuk mengetahui dampak suatu peristiwa terhadap saham signifikan atau tidak signifikan, perlu diadakan uji beda antara periode sebelum dan sesudah.

C. Hipotesis

Berdasarkan pada latar belakang masalah dan penelitian-penelitian terdahulu, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

1. Dari penelitian yang telah dilakukan oleh Sukamulja dan Hermawan (2003), maka hipotesis pertama menduga terdapat *abnormal return* pada bulan Januari (*January Effect*) pada saham-saham perusahaan sektor pertambangan di Bursa Efek Indonesia periode 2003 sampai dengan 2010.

2. Dari penelitian yang telah dilakukan oleh Sun dan Tong (2010), dengan memodifikasi alat analisis yang digunakan maka hipotesis kedua menduga terdapat volatilitas pada bulan Januari (*January Effect*) pada saham perusahaan sektor pertambangan di Bursa Efek Indonesia periode 2003 sampai dengan 2010.