

JANUARY EFFECT DAN SIZE EFFECT
PADA BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)
PERIODE 1998-2005



TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk
Menyelesaikan Program Pascasarjana pada
Program Magister Manajemen
Universitas Diponegoro**

Disusun oleh:

**Agus Wahyu Pratomo
NIM. C4A003003**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2007**

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:
JANUARY EFFECT DAN SIZE EFFECT
PADA BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)
PERIODE 1998-2005

yang disusun oleh Agus Wahyu Pratomo, NIM. C4A003003
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 24 Maret 2007.
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM

Dra. Irene Rini DP,ME

Semarang, 25 Maret 2007
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program,

Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo



Sertifikasi

Saya, Agus Wahyu Pratomo, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada Program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, 24 Maret 2007

Agus Wahyu Pratomo

ABSTRACT

Efficient Market Hypothesis says that efficient market react swiftly to relevant information. If the market is efficient, it will quickly respond to new information so that will quickly reached a new balance price. In capital market emerge phenomenon showing deviation which oppose against efficient market concept (anomaly market). The Anomaly's is January Effect and Size Effect.

The data was employed in this study is secondary data from companies listed in Jakarta Stock Exchange between January 1998 until December 2005. Purposive sampling method is taken and generates 43 stocks as sample. Statistical analysis which used in this study is multiple regression dummy variables for the January Effect and T test for the Size Effect.

From the regression shows result that only in August which have mean of return differ from January's, and January is not the month with the highest return, so that the January Effect is not exist in BEJ. While the T test of the Size Effect shows result that small cap is not different from the larger cap.

Keywords: Market Anomalies, January Effect, Size Effect, Stock Return

ABSTRAK

Hipotesis pasar modal yang efisien mengatakan bahwa pasar yang efisien bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang relevan. Pada pasar yang efisien, pasar akan cepat bereaksi terhadap informasi baru yang masuk sehingga akan cepat tercapai harga keseimbangan yang baru. Pada prakteknya di pasar modal muncul fenomena yang menunjukkan penyimpangan yang bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien (*market anomaly*). Anomali-anomali tersebut antara lain *January Effect* dan *Size Effect*.

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian dari Januari 1998 sampai Desember 2005. Sampel yang digunakan pada penelitian ini sejumlah 43 emiten dengan metode *purposive sampling*. Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan analisis regresi berganda dengan variabel *dummy* untuk efek Januari dan Uji beda T untuk efek ukuran perusahaan.

Hasil uji regresi berganda variabel *dummy* menunjukkan hanya pada bulan Agustus saja yang mempunyai rata-rata return berbeda lebih kecil dari bulan Januari dan bulan Januari bukan merupakan bulan dengan return tertinggi, sehingga tidak terbukti adanya efek Januari. Sedangkan Uji beda T untuk efek ukuran perusahaan tidak diperoleh hasil yang signifikan berbeda antara perusahaan kapitalisasi kecil dengan kapitalisasi yang lebih besar sehingga disimpulkan tidak adanya fenomena Efek Ukuran Perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Kata kunci: Anomali Pasar, Efek Januari, Efek Ukuran Perusahaan, Return Saham.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan berkah-Nya, sehingga tesis yang berjudul “ *January Effect Dan Size Effect Pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) Periode 1998-2005*” yang merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar S-2 Magister Manajemen pada Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang dapat diselesaikan baik.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna yang disebabkan oleh adanya keterbatasan penulis, baik pengetahuan maupun pengalaman. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada berbagai pihak yang telah memberikan dukungan moril maupun material baik secara langsung maupun tidak sehingga terselesikannya tesis ini, kepada :

1. Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM sebagai dosen pembimbing utama yang telah memberikan bimbingan dan perhatian secara mendalam berkaitan dengan penulisan tesis ini.
2. Dra. Irene Rini DP,ME sebagai dosen pembimbing kedua yang juga telah memberikan bimbingan dan perhatian secara mendalam berkaitan dengan penulisan tesis ini.
3. Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro beserta seluruh staf dan karyawan yang telah memberikan kesempatan dan berbagai

fasilitas yang diperlukan selama menuntut ilmu di Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

4. Kedua orang tua dan adikku tersayang yang telah memberikan bantuan moril dan material yang sedemikian besar sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
5. Istriku tersayang Osi yang telah dengan sabar mendengar segala keluh kesahku selama ini dan selalu memberikan support sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
6. Seluruh civitas akademika Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro dan teman-teman angkatan XX yang telah memberikan dorongan semangat sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
7. Berbagai pihak yang telah membantu dalam penyelesaian tesis ini yang tidak dapat dituliskan satu persatu.

Penulis menyadari masih banyaknya kekurangan dalam penulisan tesis ini. Oleh karena itu penulis memohon saran dan kritik yang bersifat membangun, sangat penulis harapkan berkenaan dengan pengembangan penelitian selanjutnya.

Semarang, 24 Maret 2007.

Agus Wahyu Pratomo

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan Usulan Penelitian	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Rumus	xii
1. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	8
1.3. Tujuan dan Kegunaan	9
1.3.1. Tujuan	9
1.3.2. Kegunaan	9
2. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	10
2.1. Pengertian Pasar Modal	10
2.2. Konsep Efisiensi Pasar Modal	11
2.3. Bentuk Efisiensi Pasar Modal	12
2.3.1. Efisiensi pasar bentuk lemah.....	14
2.3.2. Efisiensi bentuk setengah kuat	14
2.3.3. Efisiensi bentuk kuat	15
2.4. Anomali Pasar	15
2.4.1. January Effect	16
2.4.2. Size Effect	19
2.5. Penelitian Terdahulu	21
2.6. Kerangka Pemikiran Teoritis	27
2.7. Hipotesis	28
2.8. Definisi Operasional Variabel	28
3. METODE PENELITIAN	29
3.1. Jenis dan Sumber Data	29
3.2. Populasi dan Pemilihan Sampel	29
3.3. Metode Pengumpulan Data	30

3.4. Teknik Analisis dan pengujian Hipotesis	30
4. ANALISIS DATA	33
4.1. Uji Asumsi Regresi Linear	33
4.1.1. Uji Normalitas	33
4.1.2. Uji Heterokedastisiti	35
4.1.3. Uji Multikolinearitas	36
4.2. Analisis Hipotesis Pertama	37
4.3. Pengujian Hipotesis Ke Dua	40
5. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	43
5.1. Kesimpulan	43
5.2. Implikasi Teoritis	44
5.3. Implikasi Kebijakan Manajerial.....	45
5.4. Keterbatasan Penelitian	45
5.5. Agenda Penelitian Mendatang	46
REFERENSI	47
LAMPIRAN	49

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Rata-rata Return Pasar di BEJ	4
Tabel 2.1 Rangkuman Penelitian Terdahulu	25
Tabel 4.1 Anova	38
Tabel 4.2 Hasil Estimasi Regresi	38
Tabel 4.3 Rata-rata Return Perbulan Saham 1998-2005	39
Tabel 4.4 Independent Sample Test	41
Tabel 4.5 Deskripsi Return berdasarkan Kapitalisasi Pasar	42

DAFTAR GAMBAR

Gambar 4.1	Grafik Uji Normalitas	34
Gambar 4.2	Grafik Uji Heterokedastisitas	35

DAFTAR RUMUS

Rumus 1	Penentuan Return Saham Harian Perbulan	31
Rumus 2	Penentuan Return Saham	31
Rumus 3	Persamaan regresi variabel <i>dummy</i>	32

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pasar modal merupakan suatu sarana penting dalam perekonomian yang berfungsi memobilisasi dana dari masyarakat ke sektor produktif. Perusahaan sebagai pihak yang membutuhkan dana dapat menghimpun dana melalui pasar modal dengan menjual sahamnya kepada publik atau menerbitkan surat utang, sedangkan investor sebagai pihak yang memiliki dana dapat mempergunakan pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi guna memperoleh keuntungan.

Para investor memerlukan informasi-informasi untuk menilai resiko yang melekat dalam investasinya dan juga untuk memperkirakan return yang diperoleh dari investasi tersebut. Dengan informasi yang diperoleh, investor dapat menentukan posisi jual, beli atau menahan suatu saham.

Pasar modal sebagai suatu instrumen ekonomi tidak lepas dari berbagai pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan non ekonomi. Sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual saham, para investor sangat memerlukan informasi baik informasi mako dan miko. Kondisi lingkungan mikro, meliputi kinerja perusahaan, perubahan strategi perusahaan, pengumuman laporan keuangan atau deviden perusahaan. Sedangkan lingkungan ekonomi makro meliputi kebijakan-kebijakan makro ekonomi seperti kebijakan moneter, kebijakan fiskal maupun regulasi pemerintah dalam sektor riil dan keuangan dimana semua itu akan mempengaruhi gejolak di pasar modal.

Hipotesis pasar modal 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, sedemikian rupa sehingga tidak akan diperoleh keuntungan abnormal yang konsisten (Husnan, 2001). Pada pasar yang efisien, pasar akan cepat bereaksi terhadap informasi baru yang masuk sehingga pasar akan dengan cepat pula mencapai harga keseimbangan yang baru.

Pada pasar yang efisien tidak ada kemungkinan memperoleh tingkat pengembalian abnormal, meskipun dalam prakteknya terdapat hal-hal yang menyimpang, yang disebut anomali. Beberapa penelitian pada bursa efek di negara maju (Amerika Serikat) terdapat beberapa fenomena ketidakberaturan (anomali) yang tidak sejalan dengan kondisi pasar modal yang efisien. Anomali-anomali tersebut dalam Elton & Gruber (1995) diantaranya adalah:

- *Size Effect*, yakni perusahaan dengan kapitalisasi pasar sahamnya rendah cenderung menunjukkan return yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan kapitalisasi pasar tinggi.
- *January Effect*, yaitu kecenderungan return yang tinggi pada bulan Januari.

Salah satu anomali tentang pola tingkat pengembalian saham yaitu *January Effect*, dimana pada bulan Januari ini diperkirakan investor akan memperoleh kesempatan untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding bulan-bulan lainnya. Tingginya return pada bulan Januari ini terjadi karena adanya tekanan jual yang terjadi pada bulan desember. Masyarakat

khususnya investor di negara maju pada bulan desember membutuhkan dana untuk perayaan natal dan tahun baru sehingga dana cenderung ditahan bahkan menjual saham yang dimiliki untuk memperoleh dana. Pada bulan Januari mereka kembali melakukan investasi sehingga terjadi tekana beli yang mengakibatkan harga saham meningkat.

January Effect diperkenalkan pertama kali oleh Wachtel (1942), tetapi baru mendapat perhatian masyarakat setelah dilakukan penelitian oleh Rozeff dan Kinney (1976). *January Effect* adalah kecenderungan rata-rata return saham pada bulan Januari lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan lainnya Rozeff dan Kinney (1976). Menurut Roll (1983) dalam French dan Trapani (1994) kebanyakan return tertinggi terjadi pada beberapa hari awal Januari. Haugen dan Jorion (1996) dalam penelitiannya terhadap saham di NYSE dari tahun 1926 sampai 1993 menemukan adanya efek Januari. Hal ini juga dibuktikan pada penelitian Dyl dan Maberly (1991) yang menyatakan bahwa tingkat penjualan saham lebih tinggi pada akhir tahun dibandingkan dengan bulan Januari. Sedangkan tingkat pembelian saham lebih tinggi pada awal tahun dibandingkan dengan bulan Desember. Penelitian lebih lanjut yang dilakukan Rogalski (1984) dalam Sharpe (1995) menemukan bahwa perilaku harga yang tidak lazim di bulan Januari tersebut sebagian besar terjadi di lima hari transaksi pertama.

Ahmad dan Husein (2001) menguji perilaku musiman dari return saham pasar modal Malaysia (KLSE) yang merupakan salah satu *emerging market* di asia tenggara periode 1986-1996. Dengan menggunakan teknik regresi menghasilkan bahwa return saham yang tinggi diperoleh pada bulan Januari dan

Februari. Penelitian lainnya yang dilakukan pada pasar Asia dilakukan oleh Khantavit dan Thomas (1996) dimana penelitian dilakukan pada bursa saham di Malaysia, Thailand, Singapura dan India mendapatkan hasil yang bervariasi. Return saham di Malaysia dan Singapore lebih tinggi pada bulan Desember dan Januari dibandingkan bulan-bulan lainnya, tetapi hal ini tidak terjadi di Thailand dan India.

Di Indonesia sendiri data IHSG yang diperoleh selama periode 1998 sampai dengan 2005 menunjukkan kecenderungan terdapatnya efek Januari, dimana rata-rata return pasar pada bulan Januari lebih besar dibandingkan bulan lainnya.

Tabel 1.1
Rata-rata Return Pasar di BEJ

Tahun	Rata-rata Return Pasar	
	Jan	Feb-Des
1998	0.01122	-0.00055
1999	0.00288	0.00232
2000	-0.00325	-0.00204
2001	0.00106	-0.00004
2002	0.00654	0.00010
2003	-0.00397	0.00267
2004	0.00435	0.00147
2005	0.00225	0.00061
Rerata	0.00264	0.00057

Sumber: Pojok BEJ (diolah)

Penelitian mengenai *January effect* membuktikan adanya perilaku yang tidak sesuai dengan pengertian efisiensi pasar modal bentuk lemah, karena anomali *January Effect* bertentangan dengan hipotesis pasar modal yang efisien. Muncul beberapa hipotesis munculnya *January Effect* yang berdampak pada pasar yang tidak efisien (terjadi *abnormal return*). Hipotesis yang dapat menjelaskan

munculnya *January Effect* antara lain adalah hipotesis *taxloss selling*, *window dressing*, dan *small Stock's Beta* (Sharpe, 1995).

a. Tax Loss Selling

Penjelasan paling populer berkaitan dengan efek januari adalah hipotesis *tax-loss selling* dimana investor menjual saham yang nilainya turun. Hal ini dimaksudkan untuk menghasilkan *tax loss* sebelum akhir tahun atau mengurangi jumlah pajak yang ditanggungnya. (Chotigeat, T dan I.M. Pandey, 2005). Saham-saham yang mengalami tekanan jual ini akan mengalami penurunan harga pada bulan Desember dan akan meningkat kembali pada bulan Januari (Pearce, Douglas K., 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 R. Christie-David dan M. 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 dan Tinic, 1986). Satu studi yang dilakukan Rogalski dan Tinic (1986) 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.

Saham-saham yang diperdagangkan di bursa efek Jakarta dapat dibagi berdasarkan kapitalisasi, yaitu kapitalisasi besar, sedang dan kecil. Fenomena dari ukuran perusahaan ini adalah bahwa saham dengan kapitalisasi kecil cenderung menghasilkan return yang tinggi pada bulan Januari. Saham ini mempunyai return on investment yang tinggi karena harganya yang relatif murah, namun demikian juga diiringi oleh resiko yang besar berupa kerugian (Ang, 1997).

Adanya observasi bahwa perusahaan yang kecil memiliki return yang lebih besar dari perusahaan besar dan adanya return pada bulan Januari lebih besar

dibanding bulan lain mendorong adanya penelitian tentang hubungan diantara keduanya (Sharpe, 1995). Ukuran perusahaan yang dimaksud adalah kapitalisasi pasar yaitu harga saham saat itu dikalikan jumlah saham yang beredar (Ang, 1997).

Suatu studi yang dilakukan oleh Keim (1983) yang mengevaluasi semua saham yang listing di NYSE dan AMEX sepanjang periode 17 tahun dari 1963 sampai 1979 menunjukkan bahwa adanya hubungan antara Januari efek dan efek ukuran perusahaan, menyimpulkan bahwa saham kapitalisasi pasar kecil menghasilkan return yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kapitalisasi besar (Sharpe, 1995). Rathinasamy dan Mantripragada (1996) dalam penelitiannya yang menguji ulang data yang digunakan dalam penelitian Rogalski dan Tinic (1986) menunjukkan bahwa terdapat Efek Januari dan Size Effect pada bulan Januari. Lamoureux dan Sanger (1989) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa perusahaan kecil cenderung memiliki abnormal return positif pada bulan Januari. Penelitian lain yang dilakukan Chatterjee (2000) juga menyimpulkan bahwa terdapat size effect terutama pada beberapa hari pertama bulan Januari.

Selain penelitian diatas ada beberapa penelitian yang mendapatkan hasil berbeda tentang fenomena Size Effect. Reinganum (1992) menyatakan bahwa saham perusahaan kecil cenderung menghasilkan return yang lebih tinggi dari saham besar. Tetapi hal tersebut tidak terjadi tiap tahun melainkan ada periode dimana hal itu berbalik. Brown dan Marsh (1983) juga berpendapat sama bahwa size effect tidak selalu terjadi tiap tahun. Size effect tidak terjadi pada tahun

1969-1973 tetapi pada tahun 1974-1979 terdapat size effect. French dan Teresa (1994) juga menyatakan bahwa terdapat kemungkinan terjadi return yang lebih besar pada perusahaan besar.

1.2. Perumusan Masalah

Penelitian tentang efek Januari menyebutkan bahwa terdapat kecenderungan rata-rata return saham pada bulan Januari lebih besar dibandingkan bulan yang lain (Rozeff dan Kinney,1976). Tetapi dalam penelitian yang dilakukan oleh Khantavit dan Thomas (1996) menyebutkan bahwa terjadi Efek Januari di Malaysia dan Singapura tetapi di Thailand dan India tidak terjadi. Sedangkan fenomena tentang Size Effect juga terdapat ketidak konsistenan pada beberapa penelitian yaitu bahwa Size Effect tidak terjadi tiap tahun.

Berdasarkan uraian latar belakang permasalahan tersebut di atas, maka terdapat hasil yang tidak konsisten dari waktu ke waktu, juga terdapat hasil yang berbeda pada tempat yang berbeda pula. Dari permasalahan tersebut maka dapat dibuat pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah terdapat efek Januari pada saham-saham di BEJ pada tahun 1998-2005 ?
2. Apakah return saham perusahaan kapitalisasi pasar kecil berbeda lebih tinggi dibandingkan return saham perusahaan kapitalisasi besar di BEJ pada tahun 1998-2005 ?

1.3. Tujuan dan Kegunaan

1.3.1. Tujuan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji :

1. Efek Januari pada return saham-saham di BEJ pada tahun 1998 sampai dengan 2005.
2. Efek ukuran perusahaan terhadap return saham-saham di BEJ pada tahun 1998 sampai dengan 2005.

1.3.2. Kegunaan

Kurangnya sosialisasi pasar modal di Indonesia saat ini akan dapat mengganggu perkembangan pasar modal itu sendiri di masa yang akan datang. Diharapkan hasil dari penelitian ini dapat berguna bagi perkembangan pasar modal di Indonesia, khususnya bagi:

a. Praktisi Pasar Modal

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu referensi dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal bagi pihak-pihak yang terkait antara lain pemodal/investor, manajer investasi, broker saham dan analis saham.

b. Akademisi

Hasil dari penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu referensi untuk bahan penulisan, bahan pengajaran atau bahan sosialisasi pasar modal di Indonesia.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. 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. Menurut Bambang Riyanto (1995) 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 2 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.

2.2. Konsep Efisiensi Pasar Modal

West dalam Husnan (2001) membedakan pasar modal efisien menjadi 2 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 Eugene Fama 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:

1. Tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas.
2. Seluruh informasi yang tersedia dapat diakses oleh semua pelaku pasar secara cuma-cuma.
3. Semua pelaku pasar sepakat dengan implikasi informasi baru, terhadap harga dan distribusi harga di masa mendatang.

2.3. Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Hipotesis pasar modal 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, sedemikian rupa 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, 1996 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 Hartono (2000) mendefinisikan 3

bentuk efisiensi pasar modal, yaitu efisiensi pasar bentuk lemah, efisiensi pasar bentuk setengah kuat dan efisiensi pasar bentuk kuat.

2.3.1. Efisiensi pasar bentuk lemah

Pasar dikatakan efisiensi bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh informasi masa lalu atau informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*), yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Apabila suatu pasar dikatakan dalam bentuk efisien secara lemah, maka nilai-nilai masa lalu dari sekuritasnya tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saat ini. Oleh karena itu investor tidak dapat memperoleh return abnormal berdasarkan informasi masa lalu yang digunakan.

2.3.2. Efisiensi bentuk setengah kuat

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong efficiency*), jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan ini misalnya pengumuman pembagian laba, pembagian deviden, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, peraturan pemerintah tentang ketenagakerjaan, regulator pemerintah tentang kebijakan perbankan, dan sebagainya. Jika pasar dalam bentuk efisien setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang abnormal.

2.3.3. Efisiensi bentuk kuat

Efisiensi dalam bentuk kuat menunjukkan suatu keadaan dimana harga-harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan tetapi juga mencerminkan informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental mengenai perusahaan dan perekonomian. Jika pasar dalam kondisi efisien, tingkat harga akan selalu wajar dan tidak ada kelompok investor yang mampu mendapatkan return abnormal dengan menggunakan informasi publik yang tersedia. Efisiensi pasar modal bentuk ini merupakan bentuk ideal dari penilaian tingkat efisiensi informasional pasar modal karena telah menggunakan semua variabel informasi, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak. Dalam bentuk efisiensi ini, investor tidak dapat memperoleh tingkat pengembalian abnormal walaupun investor mempunyai informasi privat.

2.4. Anomali Pasar

Dari beberapa penelitian ternyata menunjukkan adanya suatu ketidakteraturan yang terdeteksi dalam pasar modal yang tidak sesuai dengan apa yang diharapkan dari hipotesis efisiensi pasar modal. Ketidakteraturan ini berlangsung terus menerus dan memiliki dampak yang cukup luas sehingga disebut sebagai suatu anomali pasar (*market anomalies*).

Anomali disini adalah suatu bentuk fenomena yang ada di pasar. Pada Anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya suatu peristiwa dapat dimanfaatkan untuk memperoleh abnormal return. Dengan kata lain dimungkinkan seorang investor

untuk memperoleh abnormal return dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu (Gumanti dan Utami, 2002).

Namun demikian, hingga saat ini belum ada penjelasan yang memuaskan mengenai terjadinya anomali pasar di suatu pasar modal negara tertentu tetapi tidak terjadi di pasar modal negara lain. Beberapa anomali yang akan menjadi bahan dalam penelitian ini akan dibahas dalam bagian berikut ini.

2.4.1. January Effect

January Effect diperkenalkan pertama kali oleh Wachel, tetapi baru mendapat perhatian masyarakat setelah dilakukan penelitian oleh Rozeff dan Kinney (Haugen dan Jorion, 1996). *January Effect* adalah kecenderungan naiknya harga saham antara tanggal 31 Desember sampai dengan akhir minggu pertama pada bulan Januari. Reinganum (1983) dalam Chatterjee (2000) dalam penelitiannya menemukan bahwa Januari Effect terjadi pada 5 hari pertama bulan Januari. Menurut Roll (1983) dalam French dan Trapani (1994) kebanyakan return tertinggi terjadi pada beberapa hari awal Januari.

Rozeff dan Kinney (1976) dalam French dan Trapani (1994) mengatakan bahwa rata-rata return pada bulan Januari lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya. Sedangkan Chatterjee (2000) menemukan adanya Januari efek yang signifikan dari return perusahaan kecil dibandingkan dengan perusahaan besar yang terjadi pada beberapa hari pertama di bulan Januari.

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 efek januari 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-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, T dan I.M. 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, Douglas K., 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 R. Christie-David dan M. 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 dan Tinic, 1986). Satu studi yang dilakukan Rogalski dan Tinic (1986) 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). Mereka 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). 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.

2.4.2. Size Effect

Kapitalisasi pasar diperoleh dari perkalian antara harga saham penutupan dengan jumlah saham yang diterbitkan. Saham-saham yang diperdagangkan di bursa efek Indonesia dapat dibagi atas kelompok berdasarkan kapitalisasi pasar, yaitu, kapitalisasi besar (Big-Cap), kapitalisasi sedang (Mid-Cap) dan kapitalisasi kecil (Small-Cap).

Saham yang berkapitalisasi besar ini merupakan saham yang nilai kapitalisasi pasarnya lebih besar atau sama dengan Rp 5 triliun. Saham ini disebut juga saham papan atas. Saham kelompok ini kebanyakan menjadi incaran investor untuk investasi jangka panjang karena resiko yang relatif rendah.

Saham yang berkapitalisasi sedang memiliki kapitalisasi pasar antara 1 triliun dan Rp 5 triliun. Saham kelompok ini memberikan daya tarik tersendiri bagi investor karena disamping return on investment yang relatif besar harga juga harga saham umumnya cenderung stabil atau naik.

Sedangkan saham dengan kapitalisasi pasar kecil, yaitu saham –saham yang memiliki nilai kapitalisasi pasar dibawah Rp 1 triliun. Saham ini menjadikan return on investment yang tinggi karena harganya yang relatif murah, namun demikian diiringi oleh resiko yang besar berupa kerugian (Ang, 1997)

Penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) dalam Chatterjee (2000) menemukan bahwa ukuran kapitalisasi pasar terlihat signifikan baik secara statistik maupun relevansi empirisnya dalam menerangkan return dari saham. Pengertian *size effect* adalah bahwa saham-saham dengan kapitalisasi pasar kecil (*small firm*) cenderung menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan kapitalisasi pasar yang besar.

Penelitian mengenai Efek Januari yang dilakukan oleh Keim (1983) dalam Chatterjee (2000) melaporkan bahwa dampak ini tidak dijumpai pada semua kategori ukuran perusahaan. Dengan kata lain Efek Januari ternyata terkonsentrasi di ukuran perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil. Roll (1983) dalam Chatterjee (2000) mengatakan bahwa hal tersebut kebanyakan disebabkan adanya *tax loss selling*. Lamoureux dan Sanger (1989) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan kecil cenderung memiliki abnormal return positif pada bulan Januari. Reinganum juga menyebutkan bahwa perusahaan kecil cenderung menghasilkan return yang lebih besar pada lima hari pertama dalam bulan Januari.

Size effect menunjukkan adanya ketidaksesuaian dengan efisiensi pasar bentuk setengah kuat, karena memungkinkan pemodal memperoleh return tinggi berdasar informasi publik yang terdapat pada saham-saham perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil.

2.5. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang efek Januari mendapat perhatian masyarakat luas semenjak dilakukannya penelitian oleh Rozeff dan Kinney (1976). Penelitian tersebut dilakukan pada saham NYSE pada periode 1904-1974. Mereka menemukan bahwa rata-rata return saham pada bulan Januari adalah 3,48% dibandingkan sebelas bulan lainnya yang hanya 0,42%.

Banz (1981) meneliti saham NYSE periode 1925-1976 dengan metode regresi dengan membagi perusahaan dalam 5 portofolio berdasarkan ukuran perusahaan. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar mempunyai return lebih kecil dibandingkan perusahaan kapitalisasi pasar kecil.

Adanya observasi bahwa perusahaan yang kecil memiliki return yang lebih besar daripada perusahaan besar dan adanya return pada bulan Januari lebih besar dibanding bulan lain mendorong adanya penelitian tentang hubungan diantara keduanya.

Keim (1983) mengevaluasi semua saham yang listing di NYSE dan AMEX sepanjang periode 17 tahun dari 1963 sampai 1979 dengan membentuk sepuluh portofolio berdasarkan ukuran perusahaan. Penelitian tersebut

menunjukkan adanya hubungan antara Januari efek dan efek ukuran perusahaan dan menyimpulkan bahwa saham kapitalisasi pasar kecil menghasilkan return yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kapitalisasi besar.

Sedangkan penelitian tentang efek ukuran perusahaan dilakukan oleh Brown dan Marsh (1983), berpendapat bahwa size effect tidak selalu terjadi tiap tahun. Dalam penelitiannya menggunakan metode regresi, size effect tidak terjadi pada tahun 1969-1973 tetapi pada tahun 1974-1979 terdapat size effect.

Penelitian lebih lanjut tentang efek Januari yang dilakukan Rogalski (1984) menemukan bahwa perilaku harga yang tidak lazim di bulan Januari tersebut sebagian besar terjadi di lima hari transaksi pertama. Ritter (1988) dalam penelitiannya menggunakan uji beda T dengan sampel buy/sell ratio dari tahun 1971 sampai 1985 menemukan bahwa terdapat perubahan dari tekanan jual pada bulan Desember menjadi tekanan beli pada saat pergantian tahun terutama pada saham kapitalisasi kecil. Hal ini dikarenakan investor yang menjual saham yang harganya menurun pada akhir Desember tidak segera menginvestasikan dananya, tetapi menunggu hingga Januari.

Lamoureux dan Sanger (1989) dalam penelitiannya menggunakan data saham yang listing di NASDAQ, NYSE dan AMEX dari tahun 1973 sampai dengan 1985 dengan menggunakan uji t dan regresi. Penelitian tersebut meneliti tentang efek Januari, size effect dan juga hubungan diantara keduanya. Dalam penelitian ini sampel dibagi menjadi duapuluh portofolio berdasarkan ukuran perusahaan, dimana portofolio 1 terdiri dari 5% terkecil dari semua perusahaan dan portofolio 20 terdiri dari 5% yang terbesar. Dari penelitian tersebut diperoleh

hasil bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil abnormal returnnya, dan perusahaan kecil cenderung memiliki abnormal return positif pada bulan Januari.

Penelitian yang dilakukan Dyl dan Maberly (1991) dengan menggunakan metode uji beda T pada periode November 1966 sampai dengan Februari 1988. dengan menggunakan data yang diperoleh dari harga saham harian S&P pada NYSE menyimpulkan bahwa tingkat penjualan saham lebih tinggi pada akhir tahun dibandingkan dengan bulan Januari, sedangkan tingkat pembelian saham lebih tinggi pada awal tahun dibandingkan dengan bulan Desember

Reinganum (1992) melakukan penelitian pada NYSE periode 1926-1989 menyatakan bahwa saham perusahaan kecil cenderung menghasilkan return yang lebih tinggi dari saham besar. Tetapi hal tersebut tidak terjadi tiap tahun melainkan ada periode dimana saham besar memperoleh return lebih besar dari saham kecil. French dan Teresa (1994) dalam penelitiannya dari tahun 1972 sampai dengan 1989 pada NYSE dengan metode analisis regresi menyatakan bahwa terdapat kemungkinan terjadi return yang lebih besar pada perusahaan besar.

Haugen dan Jorion (1996) meneliti keberadaan efek Januari, dimana pada konsep pasar modal yang efisien, pasar akan cepat bereaksi terhadap informasi baru, sehingga harga akan dengan cepat mencapai harga keseimbangan yang baru. Begitu juga halnya bila investor mengeksploitasi efek Januari, maka secara cepat efek Januari akan menghilang. Penelitian ini memakai sampel saham di NYSE dari tahun 1926 sampai dengan 1993 dengan metode regresi dimana saham

dikelompokkan ke dalam 10 potofolio berdasarkan kapitalisasi pasar. Hasil penelitian ini menyatakan tidak terdapat bukti bahwa efek Januari sudah menghilang dari NYSE pada periode penelitian tersebut.

Penelitian tentang efek januari yang dilakukan pada pasar Asia dilakukan oleh Khantavit dan Thomas (1996) dimana penelitian dilakukan pada bursa saham di Malaysia, Thailand, Singapura dan India mendapatkan hasil yang bervariasi. Return saham di Malaysia dan Singapore lebih tinggi pada bulan Desember dan Januari dibandingkan bulan-bulan lainnya, tetapi hal ini tidak terjadi di Thailand dan India.

Rathinasamy dan Mantripragada (1996) dalam penelitiannya menguji ulang data yang digunakan dalam penelitian Rogalski dan Tinic (1986). Penelitian ini menggunakan return harian saham dari tahun 1963-1982. Metode yang digunakan adalah dengan metode regresi dengan mengelompokkan data menjadi 20 portofolio berdasarkan ukuran perusahaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat Efek Januari dan Size Effect pada bulan Januari terutama pada perusahaan kecil.

Penelitian lain yang dilakukan Chaterjee (2000) menggunakan metode regresi berganda untuk menganalisa anomali pasar. Data yang digunakan berasal dari data harian return saham yang terdapat pada *New York Stock xchange, the American Stock Exchange (ASE) dan Over-the Counter (OTC)* antara tahun 1987 dan 1992 juga menyimpulkan bahwa terdapat size effect terutama pada beberapa hari pertama bulan Januari.

David dan Chaudhry (2000) melakukan penelitian pada pasar uang dengan menguji pengaruh pengumuman makro ekonomi terhadap lima instrumen yaitu *Treasury bond futures, Municipal bond futures, treasury note futures, treasury bill futures dan euro dollar futures*. Metode yang digunakan yaitu dengan uji F statistik dengan periode amatan mulai Januari 1992 sampai dengan Desember 1996. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa pada bulan Januari lebih sensitif terhadap pengumuman yang bersifat makro ekonomi dibandingkan bulan lainnya, penelitian ini juga membuktikan bahwa efek Januari juga terjadi pada pasar uang. Penelitian ini mendukung hipotesis *tax loss selling* dan *window dressing*.

Ahmad dan Husein (2001) menguji perilaku musiman dari return saham pasar modal Malaysia (KLSE) yang merupakan salah satu *emerging market* di asia tenggara periode 1986-1996. Dengan menggunakan teknik regresi menghasilkan bahwa return saham yang tinggi diperoleh pada bulan Januari dan Febuari. Untuk lebih jelasnya, hasil penelitian terdahulu dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini.

Tabel 2.1
Rangkuman Penelitian Terdahulu

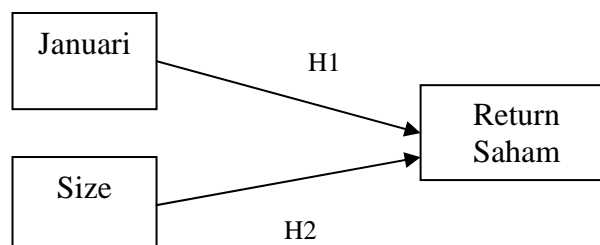
No	Peneliti	Judul	Hasil
1	Rozeff dan Kinney (1976)	Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns	Rata-rata return saham pada bulan Januari adalah 3,48% dibandingkan sebelas bulan lainnya yang hanya 0,42%.
2	Banz, R (1981)	The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock.	Perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar mempunyai return lebih kecil dibandingkan perusahaan kapitalisasi pasar kecil.

3	Donald B. Keim (1983)	Size related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence	Saham dengan kapitalisasi pasar kecil pada AMEX dan NYSE menghasilkan return yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan besar.
4	Brown, Philip, Allan W. Kleidon and Terry A. Marsh (1983)	New Evidence on the nature of size related anomalies in stock prices.	Size effect tidak terjadi tiap tahun. Size Effect pada tahun 1969-1973 negatif sedangkan positif antara tahun 1974-1979.
5	Richard Rogalski (1984)	New Findings Regarding Day of the Week Return Over Trading and Non Trading Periods.	Januari efek terjadi di 5 hari transaksi pertama di bulan januari. Ada hubungan antara Januari Efek dan Size Efek.
6	Jay R. Ritter (1988)	The Buying and Selling Behaviour of Individual Investor at the Turn of the Year	Terdapat perubahan dari tekanan jual pada bulan Desember menjadi tekanan beli pada saat pergantian tahun terutama pada saham kapitalisasi kecil. Penelitian ini mendukung <i>tax loss selling</i> hipotesis.
7	Lamoureux, Cristopher G. Sanger, Gary C (1989)	Firm Size and Turn-of-the-Year Effects in the OTC / NASDAQ Market	Perusahaan kecil cenderung memiliki abnormal return positif pada bulan Januari.
8	Dyl, Edward A and Edwin D. Maberly (1991)	Odd-lot Transaction Around the Turn of the Year and the January Effect	Tingkat penjualan saham lebih tinggi pada akhir tahun dibandingkan dengan bulan Januari. Sedangkan tingkat pembelian saham lebih tinggi pada awal tahun dibandingkan dengan bulan Desember.
9	Reinganum, Marc R (1992)	A Revival of the Smal-Firm Effect	Saham perusahaan kecil cenderung menghasilkan return lebih tinggi dari saham besar. Tetapi ada periode dimana hal itu berbalik.
10	French, Dan W dan Teresa D. Trapani (1994)	Cash Balances and the January Effect in Stock Retun	Terdapat kemungkinan terjadi return bulan januari yang tinggi pada perusahaan besar.
11	Robert A. Haugen dan Philippe Jorion (1996)	The January Effect: Still There after All These Years	Terjadi Efek januari pada NYSE dari tahun 1926 sampai 1993.
12	Chan, Khantavit and Thomas (1996)	Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Markets	Return saham di Malaysia dan Singapore lebih tinggi pada bulan Desember dan januari dibandingkan bulan-bulan lainnya, tetapi hal ini tidak terjadi di Thailand dan India.

13	Rathinasamy, R.S dan Mantripragada, Krishna G. (1996)	The January Size Effect Revisited: Is It a Case of Risk Mismeasurement?	Penelitiannya ini menguji ulang data yang digunakan dalam penelitian Rogalski dan Tinic (1986) menunjukkan bahwa terdapat Efek Januari dan Size Effect pada bulan Januari.
14	Chatterjee, Amitava (2000)	Market Anomalies Revisited	Terdapat Januari efek yang signifikan dari return perusahaan kecil dibandingkan dengan perusahaan besar yang terjadi pada beberapa hari pertama bulan Januari. Penelitian antara tahun 1987-1992.
15	R. Christie-David and M. Chaudhry (2000)	January Anomalies: Implications for the Market's Incorporation of News	Terdapat Januari Efek pada pasar saham maupun pasar uang pada periode 1992-1996. Penelitian ini mendukung tax loss selling dan window dressing hipotesis.
16	Ahmad dan Husein (2001)	KLSE Long Run Overreaction and The Chinese New Year Effect.	Return saham yang tinggi diperoleh pada bulan Januari dan Febuari.

2.6. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan hal-hal yang telah diuraikan diatas maka dapat disusun sebuah kerangka pemikiran teoritis yang menggambarkan tentang efek januari dan efek ukuran perusahaan terhadap return saham di BEJ.



2.7. Hipotesis

Mengacu pada review di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Terdapat efek Januari terhadap return saham-saham di BEJ.
2. Terdapat perbedaan lebih besar dari rata-rata return ukuran perusahaan kecil dan ukuran perusahaan besar pada saham-saham di BEJ.

2.8. Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini variabel yang digunakan adalah return saham, Efek Januari dan *Size effect*.

1. Return saham didefinisikan sebagai perubahan harga saham yang dihitung dengan mengurangkan harga saham pada waktu tertentu dengan harga saham pada periode sebelumnya. Pada penelitian ini digunakan rata-rata return saham perbulan masing-masing sekuritas.
2. Efek Januari didefinisikan sebagai kecenderungan return saham lebih tinggi di bulan Januari dibandingkan bulan-bulan lainnya (Rozeff and Kinney (1976).
3. *Size* (ukuran) ditunjukkan oleh kapitalisasi pasar yaitu harga saham akhir tahun dikalikan dengan jumlah saham yang beredar saat itu. *Size Effect* didefinisikan sebagai kecenderungan saham kapitalisasi kecil mempunyai return yang lebih tinggi dibandingkan saham kapitalisasi besar terutama pada bulan Januari (Jones, 2000)

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data dalam penelitian ini adalah berupa data sekunder yang diperoleh dari situs *Jakarta Stock Exchange* untuk periode Januari 1998- Desember 2005 yang terdiri dari:

1. Harga saham penutupan harian seluruh perusahaan sampel yang tercatat di BEJ.
2. Nilai kapitalisasi pasar dihitung dengan mengkalikan jumlah saham beredar (*Outstanding Share*) dengan harga saham akhir tahun untuk menentukan ukuran perusahaan. Sedangkan data pelengkap diperoleh dari berbagai penerbitan yang mempublikasikan data pasar modal.

3.2. Populasi dan Pemilihan Sampel

Populasi yang diambil untuk penelitian ini adalah semua perusahaan yang sudah *go public* di BEJ dari periode Januari 1998 sampai dengan Desember 2005 sebanyak 336 perusahaan. Sedangkan sampel diperoleh sebanyak 43 emiten (lampiran 4) yang diambil berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Pengambilan sampel dilakukan secara bertahap terhadap perusahaan-perusahaan yang tetap eksis dari bulan Januari 1998 sampai dengan Desember 2005.
- 2.. Tidak melakukan *stock split*, *right issue*, *merger* dan akuisisi.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, data dikumpulkan dan diperoleh dari situs *Jakarta Stock Exchange*, Pojok BEJ dan sumber lain yang mendukung penelitian ini. Data yang dikumpulkan meliputi nama-nama emiten, data harga saham harian dan nilai kapitalisasi pasar selama periode Januari 1998 sampai dengan Desember 2005 dengan cara mencatat dan mengutip data (dokumentasi).

3.4. Teknik Analisis dan pengujian Hipotesis

Untuk menjawab permasalahan dan pengujian hipotesa yang ada pada penelitian ini perlu dilakukan analisis statistik terhadap data yang telah diperoleh. Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan analisis regresi berganda dengan variabel *dummy* dan Uji beda T.

Pengukuran terhadap masing-masing variabel dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan dihitung dengan cara mengkalikan antara jumlah saham yang beredar dengan harga saham akhir tahun. Kemudian mengelompokkan perusahaan menjadi 2 kelompok berdasarkan ukuran yaitu perusahaan ukuran kecil dengan kapitalisasi pasar kurang dari 1 triliun dan perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih besar sama dengan 1 triliun (Ang, 1997).
2. Untuk menguji ada tidaknya pengaruh ukuran perusahaan terhadap return saham digunakan uji beda T, yaitu dengan membandingkan return antara

perusahaan dengan kapitalisasi pasar kurang dari 1 triliun dan perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih besar sama dengan 1 triliun.

3. Menghitung rata-rata tingkat pengembalian saham bulan Januari dengan bulan yang lain (Februari – Desember). Return saham dihitung dengan mengurangkan harga saham pada waktu tertentu dengan harga saham pada periode sebelumnya. Pada penelitian ini digunakan rata-rata return saham harian perbulan dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{n} \dots\dots\dots (1)$$

Dimana:

R_{it} = return saham I pada periode tertentu

R_i = *return* harian saham I

n = jumlah hari pengamatan

Sedangkan return saham i dihitung dengan formula (H artono,2000):

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana:

R_i = return saham perusahaan i

P_t = harga saham penutupan pada periode t

P_{t-1} = harga saham penutupan pada periode t-1.

4. Untuk mengetahui ada tidaknya pola musiman dari return saham perbulan digunakan analisis regresi variabel dummy dengan return bulan Januari

sebagai kategori dasar. Model ini mengacu dengan model yang dikemukakan oleh (Henke, 2003) sebagai berikut:

$$R_t = \alpha_0 + \alpha_2 D_{2t} + \alpha_3 D_{3t} + \dots + \alpha_{12} D_{12t} + \mu_t \dots \dots \dots (3)$$

Dimana

R_t = rata-rata return saham bulan t

α_0 = intersep dari persamaan regresi yang merupakan rata-rata return bulan Januari ketika return bulan-bulan lain adalah nol

β_t = koefisien variabel dummy yang menunjukkan rata-rata perbedaan return antara bulan Januari dengan return tiap-tiap bulan yang lain

D_t = variabel dummy untuk bulan t, sebagai petunjuk bulan pengamatan return

$D_2 = 1$ untuk bulan Februari	$D_3 = 1$ untuk bulan Maret
$= 0$ untuk bulan lainnya	$= 0$ untuk bulan lainnya

μ_t = residual error

BAB IV

ANALISIS DATA

Pada bab ini akan dibahas mengenai analisis-analisis terhadap hipotesis-hipotesis yang telah diajukan. Penelitian ini meneliti *January Effect* Dan *Size Effect* pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode penelitian 1998-2005.

Analisis ini berupa hasil statistik yang merupakan hasil dari serangkaian prosedur penelitian dengan menggunakan formulasi-formulasi yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya. Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda variabel *dummy* untuk efek januari dan uji beda T untuk size efek.

4.1. Uji Asumsi Analisis Regresi Linear

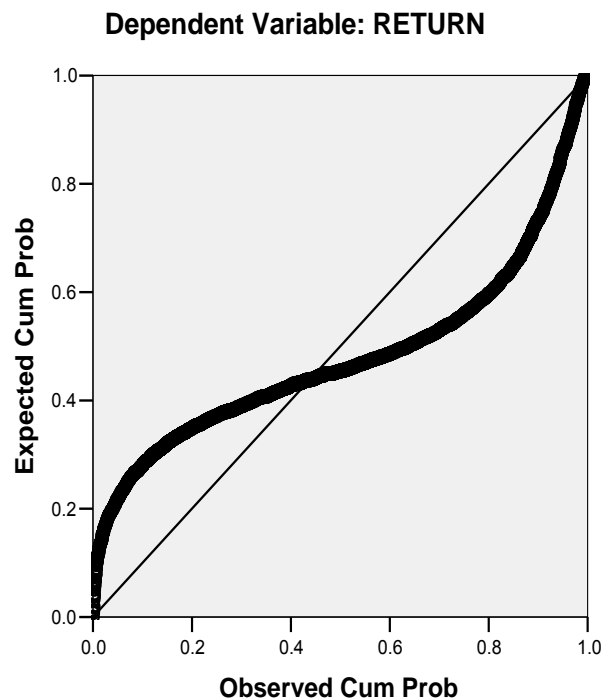
Model regresi linear berganda berlandaskan serangkaian asumsi, asumsi-asumsi tersebut antara lain :

4.1.1 Uji Normalitas

Menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependent, variabel independent atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. Analisis deteksi normalitas dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusan adalah (Santosa, 2004):

- a. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Santosa, 2004).

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4.1
Grafik Uji Normalitas

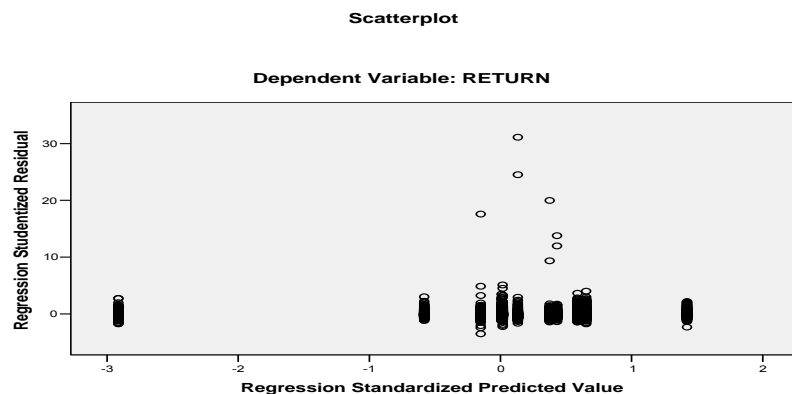
Berdasarkan grafik uji normalitas, terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi berdistribusi normal.

4.1.2. Uji Heteroskedastisitas

Dalam regresi linear berganda, salah satu asumsi yang harus dipenuhi yaitu keadaan dimana kesalahan dalam persamaan regresi memiliki varians yang konstan. Jika varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Dan jika varians berbeda, disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas. Analisis deteksi adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik.

Pengujian heteroskedastisitas dengan menggunakan metode grafik dimana sumbu X adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu Y adalah residual yang telah distudentized. Dasar pengambilan keputusan adalah (Santosa, 2004):

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur bergelombang, melebar kemudian menyempit, maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.



Gambar 4.2.
Grafik Uji Heterokedastisitas

Berdasarkan grafik diatas, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

4.1.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dimaksudkan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independent. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terdapat problem multikolinieritas. Adanya multikolinieritas dapat mengakibatkan kesalahan standar cenderung semakin besar, selang keyakinan cenderung lebih besar. Multikolinieritas dapat dideteksi dengan melakukan regresi antar variabel penjelas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Analisis deteksi adanya multikolinieritas dapat dilihat melalui:

a. Besaran VIF (Variance Inflation Faktor) dan Tolerance

Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinieritas adalah: Mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1 dan mempunyai angka *Tolerance* mendekati 1. Pada umumnya, jika VIF lebih besar dari 5, maka variabel tersebut mempunyai persoalan multikolinieritas (Santosa, 2004).

Pada regresi ini terlihat pada Tabel 4.1.2. bahwa VIF dibawah 5 yaitu 1.833 yang berarti tidak terdapat multikolinieritas.

b. Nilai *Condition Index* (CI)

Multikolinearitas akan terjadi jika indeks melebihi 15, dan benar-benar serius problem tersebut jika indeks melebihi 30 (Santoso, 2004). Pada lampiran 2 terlihat bahwa nilai *Condition Index* (CI) tidak melebihi 15, hal ini berarti tidak terjadi problem multikolinearitas pada regresi ini.

c. Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin-Watson diperoleh nilai hitung statistik Durbin-Watson sebesar $d=1.595$ (lihat lampiran 2). Karena nilai d terletak diantara -2 dan $+2$ maka dapat disimpulkan tidak terdapat masalah autokorelasi.

4.2. Analisis Hipotesis Pertama

Pada pengujian hipotesis yang pertama digunakan analisis regresi berganda variabel *dummy*. Pada pengujian ini variabel terikat yaitu rata-rata return saham untuk variabel penjelas digunakan variabel *dummy* Februari sampai dengan *dummy* Desember. Bulan Januari dalam penelitian ini sebagai kategori dasar atau *excluded group* sedangkan *dummy* Februari sampai dengan *dummy* Desember sebagai kategori *included group* (Ghozali, 2006).

Analisis ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya efek Januari terhadap return saham-saham di BEJ. Adapun hipotesis yang pertama ini adalah:

Ho : Tidak terdapat efek Januari terhadap return saham-saham di BEJ

Ha : Terdapat efek Januari terhadap return saham-saham di BEJ

Analisis dilakukan pada periode penelitian dari tahun 1998 sampai dengan 2005 dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.1

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.012	11	.001	2.221	.011 ^a
	Residual	2.061	4116	.001		
	Total	2.074	4127			

a. Predictors: (Constant), DDES, DJUL, DJUN, DMEI, DAPR, DFEB, DMAR, DSEPT, DAGUS, DNOP, DOKT

b. Dependent Variable: RETURN

Dari uji ANOVA atau F test, didapat F hitung adalah 2.221 dengan tingkat signifikansi 0.011. Oleh karena probabilitas 0.011 lebih kecil dari 0.05 maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi return. Atau dapat dikatakan bahwa variabel-variabel bebas yang dipakai yaitu variabel *dummy* februari sampai dengan *dummy* Desember secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat dalam hal ini return saham.

Tabel 4.2

Hasil Estimasi Regresi

Bulan	Koefisien	t-statistik	Sig	Keterangan	VIF
(constant)	0.0025	2.097	0.036	Signifikan pada (α) = 0.05	
Feb	0.0003	0.159	0.874	Tidak signifikan	1.833
Mar	0.0009	0.530	0.596	Tidak signifikan	1.833
Apr	0.0003	0.169	0.866	Tidak signifikan	1.833
May	0.0014	0.811	0.417	Tidak signifikan	1.833
Jun	0.0027	1.587	0.112	Tidak signifikan	1.833
Jul	-0.0007	-0.435	0.663	Tidak signifikan	1.833
Aug	-0.0048	-2.789	0.005	Signifikan pada (α) = 0.01	1.833
Sep	0.0005	0.286	0.775	Tidak signifikan	1.833
Oct	0.0010	0.587	0.558	Tidak signifikan	1.833
Nov	0.0013	0.744	0.457	Tidak signifikan	1.833
Dec	0.0003	0.170	0.865	Tidak signifikan	1.833

Sumber: Data diolah (2007)

Regresi variabel *dummy* pada penelitian ini mempunyai kategori dasar atau *excluded group* yaitu bulan januari. Kategori dasar ini digunakan sebagai

referensi untuk membandingkan dengan bulan lainnya. Nilai konstanta 0.0025 merupakan nilai rata-rata return bulan Januari (*excluded group*). Sedangkan koefisien pada variabel *dummy* berfungsi menjelaskan seberapa besar berbeda dari *excluded dummy*.

Pada tabel hasil estimasi regresi di atas terlihat nilai hanya pada bulan Juli dan Agustus saja yang menunjukkan koefisien yang bernilai negatif yang berarti pada bulan tersebut terjadi return yang lebih rendah dibandingkan return bulan Januari sebagai kategori dasar. Tetapi hanya pada bulan Agustus saja yang signifikan pada derajat keyakinan 1%.

Pada bulan Agustus diperoleh return 0.0048 lebih kecil dibandingkan return bulan Januari atau return bulan Agustus sebesar -0.0023. Sedangkan pada bulan selain Juli dan Agustus diperoleh return yang lebih besar dibandingkan bulan Januari, hal ini dapat dilihat adanya koefisien yang bernilai positif pada bulan tersebut.

Tabel 4.3
Rata-rata Return Perbulan Saham 1998-2005

Bulan	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Rata-rata
Jan	(0.0079)	0.0107	0.0011	(0.0001)	0.0058	(0.0007)	0.0096	0.0018	0.0025
Feb	0.0212	(0.0036)	(0.0024)	(0.0029)	0.0015	0.0027	0.0025	0.0035	0.0028
Mar	0.0118	(0.0011)	(0.0021)	(0.0053)	0.0029	0.0134	(0.0024)	0.0103	0.0034
Apr	(0.0044)	0.0236	(0.0079)	(0.0067)	0.0077	0.0127	0.0018	(0.0042)	0.0028
May	(0.0089)	0.0287	(0.0075)	0.0104	(0.0014)	0.0099	(0.0021)	0.0022	0.0039
Jun	(0.0029)	0.0217	0.0142	0.0063	0.0004	0.0047	(0.0019)	(0.0006)	0.0052
Jul	0.0093	(0.0038)	(0.0015)	0.0072	(0.0075)	0.0033	0.0073	0.0001	0.0018
Aug	(0.0150)	(0.0080)	(0.0016)	(0.0014)	(0.0004)	0.0124	0.0012	(0.0051)	(0.0023)
Sep	0.0065	(0.0003)	(0.0069)	(0.0077)	(0.0038)	0.0343	0.0021	(0.0001)	0.0030
Oct	0.0033	0.0104	(0.0014)	(0.0020)	0.0008	0.0137	0.0037	(0.0003)	0.0035
Nov	0.0260	0.0018	0.0016	(0.0021)	0.0008	(0.0012)	0.0044	(0.0010)	0.0038
Dec	0.0005	0.0093	(0.0048)	0.0021	0.0053	0.0052	0.0009	0.0039	0.0028

Sumber: Data diolah (2007)

Dari tabel 4.3 di atas terlihat bahwa rata-rata keseluruhan return bulan Januari bukan merupakan yang tertinggi dibandingkan return pada bulan-bulan lainnya. Bahkan pada beberapa tahun penelitian terdapat return yang negatif pada bulan Januari. Return bulan Januari yang tertinggi dibandingkan sebelas bulan lainnya hanya terjadi pada tahun 2004 yaitu sebesar 0.0096.

Bila diperhatikan return tertinggi terjadi pada bulan September 2003 yang besarnya 0.0343. Tetapi secara keseluruhan bulan September bukan bulan dengan rata-rata return tertinggi. Sedangkan rata-rata return tertinggi secara keseluruhan terdapat pada bulan Juni sebesar 0.0052 dan rata-rata return terendah terjadi pada bulan Agustus yaitu sebesar -0.0023.

Pada hasil diatas terlihat secara jelas bahwa rata-rata return bulan Januari bukan yang tertinggi sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi anomali Efek Januari di BEJ seperti halnya di negara-negara maju lain.

4.3. Pengujian Hipotesis Ke Dua

Pengujian hipotesis kedua yaitu tentang efek ukuran perusahaan digunakan uji beda T selama periode penelitian yaitu dari tahun 1998 sampai dengan 2005. Pada pengujian ini rata-rata return perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil dibandingkan dengan rata-rata return perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar.

Ho : Tidak terdapat perbedaan return ukuran perusahaan dengan kapitalisasi kecil dengan perusahaan kapitalisasi besar di BEJ

Ha : Terdapat perbedaan return ukuran perusahaan dengan kapitalisasi kecil dengan perusahaan kapitalisasi besar di BEJ

Tabel 4.4
Independent Samples Test

		RETURN	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variance	F	12.927	
	Sig.	.000	
t-test for Equality of Means	t	-.866	-1.244
	df	4126	1876.000
	Sig. (2-tailed)	.386	.214
	Mean Difference	-.0007959	-.0007959
	Std. Error Difference	.0009189	.0006400
	95% Confidence Interval of the Difference		
	Lower	-.0025975	-.0020510
	Upper	.0010056	.0004592

Sumber: Data diolah

Untuk analisis tentang ukuran perusahaan dengan uji beda T diperoleh nilai F hitung sebesar 12.927 untuk seluruh periode penelitian. Dengan tingkat signifikansi atau probabilitas < 0.05 , kedua varian benar-benar berbeda.

Perbedaan yang nyata dari kedua varian membuat penggunaan varians untuk membandingkan rata-rata populasi dengan t test sebaiknya menggunakan dasar *Equal variance not assumed* (Santoso, 2004). Pada tabel 4.4. terlihat bahwa t hitung dengan *Equal variance not assumed* adalah -1.244 dengan probabilitas 0.214. Oleh karena probabilitasnya > 0.05 maka hipotesis H_0 diterima atau rata-rata return saham perusahaan ukuran kecil berbeda tidak nyata dengan rata-rata perusahaan ukuran lebih besar.

Dibawah ini disajikan tabel deskripsi hasil penelitian periode 1998 sampai dengan 2005 sebagai berikut.

Tabel 4.5
Deskripsi Return berdasarkan Kapitalisasi Pasar

	SIZE	N	Rata-rata return	Std Deviasi
RETURN	> 1 trilliun	721	0.0021316	0.0132009
	<= 1 trilliun	3407	0.0029276	0.0239136

Sumber : Data diolah (2007)

Dari tabel 4.5 diatas dapat dilihat bahwa rata-rata return pada perusahaan kapitalisasi kecil yaitu dengan kapitalisasi pasar di bawah 1 trilliun sebesar 0.0029276 sedangkan pada perusahaan lebih besar dengan kapitalisasi pasar diatas 1 trilliun mempunyai rata-rata return sebesar 0.0021316.

Return perusahaan kapitalisasi pasar kecil terlihat lebih besar dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih besar. Perbedaan rata-rata tersebut sebesar 0.0007959, perbedaan tersebut berkisar antara 0.0004592 sampai dengan 0.0020510. Tetapi perbedaan tersebut tidak berbeda secara nyata pada signifikansi 5% seperti terlihat pada tabel 4.4 diatas.

Hasil di atas berbeda dengan hasil penelitian yang diperoleh di bursa negaa-negara maju seperti Amerika Serikat, Jepang, dan Hongkong sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi anomali efek ukuran perusahaan (*size effect*) di Bursa Efek Jakarta.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan pada periode 1998 sampai dengan 2005 di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan regresi berganda variabel dummy untuk menguji efek Januari dan uji beda T untuk mengetahui ada tidaknya efek ukuran perusahaan di BEJ.

Dari analisis terhadap hasil penelitian Efek Januari dan Ukuran Perusahaan di Bursa Efek Jakarta pada bab IV dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Rata-rata return keseluruhan yang tertinggi terjadi pada bulan Juni sebesar 0.0052 dan return terendah terjadi pada bulan Agustus yaitu sebesar -0.0023.
2. Hanya pada bulan Agustus yang mendapatkan hasil yang signifikan berbeda dari bulan Januari pada taraf 1%.
3. Rata-rata keseluruhan return bulan Januari bukan merupakan yang tertinggi dibandingkan 11 bulan lainnya sehingga disimpulkan bahwa tidak terjadi anomali Efek Januari di Bursa Efek Jakarta.
4. Rata-rata return pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar kurang dari 1 triliun lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih dari sama dengan 1 triliun. Tetapi perbedaan itu tidak signifikan pada taraf 5 %, sehingga dapat disimpulkan bahwa Efek Ukuran perusahaan tidak terjadi di Bursa Efek Jakarta.

5.2. Implikasi Teoritis

Analisis ini menguji keberadaan fenomena Efek Januari dan Efek Ukuran perusahaan di Bursa Efek Jakarta, sebagaimana halnya yang terjadi di negara-negara lain seperti Amerika, Jepang, Hongkong dan negara-negara maju lainnya. Di negara-negara tersebut terbukti adanya fenomena-fenomena yang bertentangan dengan konsep efisiensi pasar modal. Efek Januari menurut Rozeff dan Kinney (1976) terjadi di NYSE pada periode 1904-1974. Beberapa peneliti yaitu Rogalski (1984), Lamoureux dan Sanger (1989), Haugen dan Jorion (1996) juga menyimpulkan adanya efek Januari, tetapi fenomena tersebut pada penelitian ini tidak terbukti terjadi di Indonesia khususnya di Bursa Efek Jakarta.

Pada pasar Asia penelitian dilakukan oleh Khantavit dan Thomas (1996), dimana didapatkan hasil yang bervariasi yaitu Januari efek terjadi di Malaysia dan Singapura tetapi tidak terjadi di Thailand dan India.

Fenomena January Effect dan Size Effect tidak terjadi di Indonesia khususnya di BEJ dibandingkan di negara maju lain dikarenakan adanya perbedaan budaya, dimana pada negara maju pada akhir tahun atau bulan Desember terdapat beberapa perayaan yaitu natal dan tahun baru. Pada bulan tersebut mayoritas penduduk merayakan hari tersebut secara besar-besaran sehingga dibutuhkan dana yang banyak. Investor cenderung menahan investasinya guna mencukupi kebutuhan tersebut atau bahkan menjual saham yang dimilikinya.

Di Indonesia mayoritas penduduk muslim dimana *event* yang paling banyak diperingati adalah lebaran dibandingkan natal dan tahun baru sehingga

investor di Indonesia tidak mempunyai perilaku seperti halnya investor di negara maju seperti tersebut diatas.

5.2. Implikasi Kebijakan Manajerial

Berdasarkan penelitian ini para investor maupun manajer keuangan tidak bisa memanfaatkan adanya momen Efek Januari maupun Efek Ukuran Perusahaan pada Bursa Efek Jakarta dalam melakukan analisa dan pengambilan keputusan investasi terhadap portofolionya. Return pada bulan Januari tidak menunjukkan perbedaan yang nyata dibandingkan sebelas bulan lainnya.

Investor sebaiknya tidak terlalu bergantung pada momen *January Effect* dan *Size Effect* dalam mengambil keputusan investasi tetapi harus tetap memperhatikan kinerja saham dan fundamental perusahaan emiten guna melakukan pengambilan keputusan terhadap portofolio sahamnya.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai keterbatasan penelitian pada periode penelitian dan pembentukan sampel. Pada penelitian ini periode yang diambil yaitu 8 tahun dari tahun 1998-2005 dan saham-saham tidak dipisahkan ke dalam kelompok-kelompok dengan skala yang lebih rapat berdasarkan ukuran perusahaan seperti halnya pada yang dilakukan pada penelitian yang lain.

Lamoureux dan Sanger menggunakan periode sampel selama 12 tahun, sedangkan Bhardwaj dan Brooks selama 20 tahun. Selain itu jumlah sampel yang dipilih oleh Lamoureux dan Sanger sebanyak 4170 saham yang dibentuk menjadi

20 portofolio yang masing-masing berisi 110 sampai 190 saham. Bhardwaj dan Brook menggunakan jumlah sampel yang lebih besar lagi untuk penelitiannya

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini menggunakan regresi berganda variabel *dummy* untuk menganalisis Efek Januari dan uji beda T untuk Efek Ukuran Perusahaan. Untuk penelitian yang akan datang dapat digunakan dengan model dan variabel yang lain sehingga dapat melengkapi hasil penelitian ini.

Penelitian terhadap ukuran perusahaan, sampel sebaiknya dipecah kedalam kelompok-kelompok berdasarkan ukuran perusahaan dengan skala-skala yang lebih banyak sehingga dapat diketahui secara lebih akurat kelompok saham ukuran keberapa yang memiliki return tertinggi.

Peneliti dapat meneliti lebih jauh adanya keterkaitan antara Efek Januari dan Efek Ukuran Perusahaan sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih lengkap tentang fenomena anomali tersebut. Selain itu peneliti juga dapat meneliti adanya fenomena return saham yang terjadi BEJ yang dipengaruhi adanya hari raya lebaran, mengingat hari raya tersebut diperingati oleh mayoritas penduduk di Indonesia, sehingga dapat diketahui efek mana yang lebih berpengaruh terhadap return saham di Indonesia khususnya di BEJ.

DAFTAR REFERENSI

- Ahmad, Z dan Simon Hussain, 2001, "KLSE Long Run Overreaction and The Chinese New Year Effect", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol 28, p.1-2
- Ang, Robert, 2000, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**, Mediasoft Indonesia.
- Banz, R., 1981, "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock", **Journal of Financial Economic**, 9: 3-18.
- Chatterjee, Amitava., 2000, "Market Anomalies Revisited", **Journal of Applied Business Research**, vol: 13 No.4
- Chotigeat, T and I.M. Pandey., 2005, "Seasonality In Asia's Emerging Markets:India and Malaysia.", **Internasional Trade and Finance Association**. Paper 53
- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J., 1995, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- French, Dan W and Trapani, Teresa D., 1994, "Cash Balances and The January Effect in Stock Returns", **Quarterly Journal of Business & Economic**, Vol: 33 Iss:4 p: 3-12
- Ghozali, Imam., 2006, **Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gumanti, Tatang Ary dan Elok Sri Utami., 2002, "Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya", **Jurnal Akuntansi & Keuangan**, Vol. 4, No.1, p54-66
- Hartono, Jogianto., 2000, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi pertama, BPFE, Jogjakarta
- Haugen R., and P. Jorion., 1966, " The January Effect : Still There after ll These Years." **Financial Analyst Journal**, vol:52:27-31.
- Henke, Harald., 2002, "Tax-Loss Saelling and Window-Dressing: An Investigation of the January Effect in Poland." **Department of Economics**. Eropa University Viadrina Frankfurt, Germany.
- Husnan, Suad. 2001, **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN, Yogyakarta

- Jones, C.P., 2000, **Investments: Analysis and Management**, 7th ed., New York, NY:John Wiley & Sons, Inc.
- Lamoureux, Christopher G., and Sanger, Gary C., 1989. "Firm Size and Turn-of-the-Year Effects in the OTC / NASDAQ Market", **The Journal of Finance**, Vol XLIV No. (5).
- Li, Eng Li., 1998, "Timing Stock Purchase and Sales in Kuala Lumpur, Mumbai, Singapore and Bangkok." **Singapore Management Review**. Vol:20 Iss:1 p:65-67
- Pearce, Douglas K., 1955, "The Robustness of Calendar Anomalies in Daily Stock Returns." **College of Management North Carolina State University. f**
- Ritter J., and N.Chopra., 1989,"Portofolio Rebalancing and the Turn of the Year Effect", **Journal of Finance** 44: 149-166.
- Reinganum, Marc R., 1992, "A Revival of the Smal-Firm Effect". **Journal of Portofolio Management**, Vol:18 Iss:3 p:55-62.
- Ritter, Jay R dan Ziemba, William T., 1988," The Buying and Selling Behaviour of Individual Investor at the Turn of the Year", **Journal of Finance**, Vol:43 Iss:3 p:701-719
- Robert A. Haugen dan Philippe Jorion., 1996, "The January Effect: Still There after All These Years", **Financial Analyst Journal**, January-February
- Rathinasamy, R.S dan Krishna G. Mantripragada., 1996, "The January Size Effect Revisited: Is it A Case of Risk Mismeasurement?" **Journal of Financial and Strategic Decisions**. Vol:9 No. 3
- R. Christie-David and M. Chaudhry., 2000, "January Anomalies: Implications for the Market's Incorporation of News", **The Financial review**, Vol:3 p.79-96
- Santoso, Singgih., 2004, **SPSS Versi 10: Mengolah Data Statistik Secara Profesional**, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Sharpe, W.F., Alexander, G.J, and Bailey, J.V., 1995, **Investments**, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Suryawijaya, Marwan Asri dan Faisal Arief Setiawan. 1998, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri", **Kelola**, No. 18/VII