

JANUARY EFFECT DAN SIZE EFFECT
PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA.

Aulia Rahma Yani

Universitas Brawijaya
(No. Telp 085748496707)

Made Sudarma

Yeney Widya Prihatiningtias

(Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya)

Abstract

Capital market is called efficient if the prices in the market reflect all the information that may be obtained by investors. In the efficient market there is no possibility to obtain abnormal returns, although in practice there are things that are deviant, called anomalies. This study aims to examine and analyze the existence of the January Effect and Size Effect on stock returns in the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2007-2012. The method used is to test whether there are differences in the value of Average Abnormal Return (AAR) before and after January 1, to investigate the January effect, and statistical tests used independent T-test. While to examine whether there is the Effect Size see whether differences Average Cumulative Abnormal Return (ACAR) between small capitalization stocks with large capitalization stocks in January and statistical tests used paired T-test. The results of this study prove that there is no January Effect and Size Effect on test periods.

Keywords: *January Effect, Effect Size, Average Abnormal Return, Cumulative Average Abnormal Return*

Abstrak

Pasar modal disebut efisien bila harga-harga dalam pasar tersebut mencerminkan semua informasi yang mungkin diperoleh investor. Pada pasar yang efisien tidak ada kemungkinan memperoleh tingkat pengembalian abnormal, meskipun dalam prakteknya terdapat hal-hal yang menyimpang, yang disebut anomali. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis adanya eksistensi *January Effect* dan *Size Effect* pada return saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2012. Metode penelitian yang digunakan adalah dengan menguji apakah terdapat perbedaan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari untuk mengetahui adanya *January Effect*, dan tes secara statistik digunakan Uji-T

independen. Sedangkan untuk menguji apakah terdapat *Size Effect* adalah dengan melihat apakah perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) antara saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari dan tes secara statistik digunakan Uji-T berpasangan. Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa tidak terjadi *January Effect* dan *Size Effect* pada periode uji.

Kata Kunci: *January Effect, Size Effect, Abnormal Return, Average Abnormal Return, Average Cumulative Abnormal Return*

PENDAHULUAN

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.

Dalam pemilihan dan pembentukan portofolio saham, manajer investasi dan investor membutuhkan informasi-informasi mengenai kondisi atau arah pergerakan pasar untuk menilai resiko yang melekat dalam investasinya dan juga untuk memperkirakan *return* yang diperoleh dari investasi tersebut. Dengan informasi yang diperoleh, investor dapat membuat suatu keputusan dan menentukan posisi jual, beli atau menahan suatu saham.

Di 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 dinegara maju (Amerika Serikat) terdapat beberapa fenomena ketidakberaturan (anomali) yang tidak sejalan dengan kondisi pasar modal yang efisien. Anomali-anomali tersebut dalam Elton dan Gruber (1995) diantaranya adalah *Size Effect* dan *January Effect*

Penelitian ini ingin melihat apakah *January Effect dan Size Effect* juga berdampak yang sama dengan apa yang terjadi pada pasar modal kawasan Amerika dan negara Asia lainnya. Hal inilah yang menjadi alasan mengapa penelitian ini dilakukan. Terlebih dengan adanya penelitian serupa yang telah dilakukan di Indonesia menunjukkan hasil yang berbeda-beda.

TINJAUAN PUSTAKA

Konsep Pasar Modal Yang Efisien

Konsep tersebut menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekurits menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Pada waktu tertentu, pasar bisa *overadjusted* atau *underadjusted* ketika bereaksi terhadap informasi baru, sehingga harga baru yang terbentuk bisa jadi bukan merupakan harga yang mencerminkan nilai intrinsik dari sekuritas tersebut. Meskipun proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang terpenting dalam mekanisme pasar efisien adalah harga yang terbentuk tidak bias dengan estimasi harga keseimbangan (Christianto, 2010).

Beberapa kondisi yang harus dipenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien, yaitu (Tendelin, 2001):

- 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. Tindakan dari satu investor tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas.
- b. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah 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.

Anomali Pada Efisiensi Pasar Modal

Dari penelitian Pratomo (2007) dapat ditunjukkan 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-anomali empiris yang bertentangan dengan teori pasar efisien adalah sebagai berikut:

1. *January Effect*

January Effect adalah kecenderungan naiknya harga saham antara tanggal 31 Desember sampai dengan akhir minggu pertama pada Bulan Januari. Chatterjee (2000) menemukan adanya *January Effect* yang signifikan dari *return* perusahaan kecil dibandingkan dengan perusahaan besar yang terjadi pada beberapa hari pertama di Bulan Januari. Munculnya *January Effect* antara lain dikarenakan adanya hipotesis *taxloss selling*, *window dressing*, dan *small Stock's Beta* (Sharpe, 1995).

a. *Tax Loss Selling*

Penjelasan paling populer berkaitan dengan *January Effect* 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 dan Pandey, 2005).

b. *Window Dressing*

Window dressing yaitu terjadinya aksi jual pada saham-saham yang memiliki kinerja buruk di akhir tahun. *Window dressing* ini tidak jauh berbedadengan *tax loss selling*, dimana 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 dan 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 (Pratomo, 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 dan terdapat hubungan yang positif antara saham perusahaan kecil dan beta saham tersebut terhadap *abnormal return* (Sharpe, 1995).

2. Size Effect

Kapitalisasi pasar diperoleh dari perkalian antara harga saham penutupan dengan jumlah saham yang diterbitkan (Ang, 2000). Saham-saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia sendiri 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 5 triliun rupiah (Ang, 2000). 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 sampai dengan 5 triliun rupiah. Saham kelompok ini memberikan daya tarik tersendiri bagi investor karena di samping *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 di bawah 1 triliun rupiah. Saham ini menghasilkan *return on investment* yang tinggi karena harganya yang relatif murah, namun demikian diiringi oleh resiko yang besar berupa kerugian (Ang, 2000). 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.

Harga Saham

Menurut *Belkoui* (2002) harga saham adalah nilai dari pernyataan dan kepemilikan seseorang dalam suatu perusahaan. Harga saham yang terjadi pada pasar modal efisien merupakan refleksi dari semua informasi yang telah dipublikasikan dan terjadi pada keseimbangan yang berkelanjutan. Hal ini berarti bahwa harga saham tersebut adalah sama dengan nilai intrinsic dari saham tersebut di setiap waktu.

Abnormal Return

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (Jogiyanto, 2003). *Return* normal merupakan *return* ekspektasi

(return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi.

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedang *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. Jogiyanto (2003) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*. Dalam penelitian ini *abnormal return* yang dipakai adalah *abnormal return* yang menggunakan model estimasi *market adjusted model*. Hal ini dikarenakan *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

Hipotesis

Berdasarkan kajian teori dan penelitian terdahulu, maka dapat dirumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari.

Nilai *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) digunakan untuk mengetahui adanya *Size Effect*, yaitu dengan membandingkan nilai ACAR saham kapitalisasi besar dengan saham kapitalisasi kecil, dimana hasil dari perbandingan tersebut dapat diketahui apakah benar saham perusahaan dengan kapitalisasi kecil mempunyai return yang lebih tinggi dibandingkan saham kapitalisasi besar selama bulan Januari. Berdasarkan kajian teori dan penelitian terdahulu, maka dapat dirumuskan hipotesis kedua dalam penelitian ini, yaitu:

H2: Terdapat perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) antara saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari.

METODE PENELITIAN

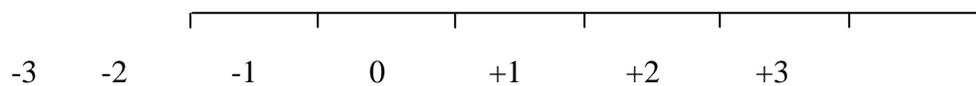
Jenis Dan Sumber Data Penelitian

Populasi yang diambil untuk penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEI dari periode 2007 sampai dengan 2012. Sedangkan sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham yang terdaftar di BEI pada sektor perbankan, properti, dan infrastruktur selama periode

2007-2012. Ketiga sektor tersebut dipilih karena bisa dikatakan paling laku untuk diakumulasi beli (Binarto, 2013).

Event windows dalam penelitian ini menggunakan *event windows* 7 hari (3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal 1 Januari), dengan alasan keberadaan anomali *January Effect* dan *Size Effect* dapat dengan mudah menjadi perhatian para investor. Sehingga, periode *event windows* tersebut dipilih karena investor dapat bereaksi dengan cepat dan menghindari informasi lain yang masuk (Jogiyanto, 2000). Periode dalam penelitian ini dilakukan selama tahun 2007-2012, dengan periode penelitian selama 6 tahun terakhir (2007-2012), diharapkan penelitian ini dapat memberikan hasil lebih kini dan akurat. Periode pengamatan digambarkan sebagai berikut:

Gambar Periode pengamatan 7 hari



Variabel Penelitian

Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini, yang menjadi variabel penelitian adalah *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (Jogiyanto, 2003). *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian, *abnormal return* dihitung dari selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi.

Kemudian, dari hasil perhitungan *abnormal return* harian dicari nilai *Average Abnormal Return* (AAR). Dari hasil perhitungan nilai AAR tersebut dapat dilakukan pengujian untuk mengetahui adanya *January Effect*. Selanjutnya, untuk mengetahui adanya *Size Effect*, digunakan nilai *Cumulative Average Abnormal Return* (ACAR) dari masing-masing periode (tiap tahun). Dari hasil pengukuran tersebut dapat dilihat apakah terdapat *Size Effect* pada periode penelitian.

Pengukuran Variabel

Abnormal Return

Penelitian ini menggunakan pengukuran *abnormal return* dengan metode *market adjusted return*. Sehingga nilai *abnormal return* saham dapat dihitung dengan cara:

$$AR_{it} = R_{i,t} - R_{mt}$$

Cumulative Abnormal Return (CAR)

Selanjutnya adalah menghitung *Cumulative Abnormal Return* (CAR), CAR merupakan penjumlahan *abnormal return* selama periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas, yang dihitung sebagai berikut:

$$CAR_t = \sum_{i=1}^K AR_{i,t}$$

Average Abnormal Return (AAR)

Kemudian dicari *Average Abnormal Return* (AAR) yang digunakan untuk lebih mengonsentrasikan nilai *abnormal return* dari semua perusahaan. Dalam penelitian ini AAR dihitung dengan rumus:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^K AR_{i,t}}{K}$$

Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)

Berikutnya adalah menghitung *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR). ACAR diperoleh dari menghitung rata-rata nilai CAR dari setiap observasi yang dilakukan. Perhitungan ACAR dapat dirumuskan:

$$ACAR_t = \frac{\sum_{i=1}^K CAR_{i,t}}{K}$$

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah data memiliki distribusi normal (Sucipto, 2012). Uji normalitas pada dasarnya dilakukan untuk membandingkan antara data yang dimiliki dengan data berdistribusi normal yang memiliki *mean* dan standar deviasi yang sama. Data yang mempunyai distribusi normal merupakan syarat dilakukannya *parametric-test* dan berarti mempunyai sebaran yang normal pula, sehingga data tersebut dianggap bisa mewakili populasi.

Untuk menguji apakah sampel penelitian berdistribusi normal, maka digunakan pengujian *Kolmogorov Smirnov Test* terhadap masing-masing variabel dengan $\alpha = 5\%$. Hipotesis pengujian yaitu:

H0: Data menyebar normal

H1: Data tidak menyebar normal

Dengan ketentuan jika $p\text{-value} < \alpha$ maka tolak H0 dan sebaliknya, jika $p\text{-value} > \alpha$ maka terima H0

PENGUJIAN HIPOTESIS

Pengujian Hipotesis 1

Pengujian statistik dalam penelitian ini menggunakan Uji-t independen. Sebelum melakukan uji signifikansi t independen, maka perlu dilakukan pengujian kehomogenan ragam 2 sampel tersebut. Pengujian digunakan untuk mengetahui apakah 2 sampel tersebut memiliki ragam yang homogen (konstan) atau tidak.

Untuk menguji apakah 2 sampel penelitian memiliki ragam yang homogen, maka digunakan pengujian rasio 2 ragam terhadap masing-masing sampel dengan $\alpha = 5\%$.

Kriteria pengujian menyatakan jika probabilitas hitung $> level\ of\ significance$ (α) maka 2 sampel tersebut dikatakan memiliki ragam yang homogen. Hipotesis pengujian yaitu:

H₀: Kedua sampel memiliki ragam yang homogen

H₁: Kedua sampel tidak memiliki ragam yang homogen

PENGUJIAN HIPOTESIS 2

Pengujian statistik untuk hipotesis 2 dalam penelitian ini menggunakan uji-t berpasangan, yang dilakukan untuk mengestimasi rata-rata populasi dengan menggunakan sampel kecil pada populasi yang terdistribusi normal. Asumsi yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut (Santoso, 2004):

- Data bertipe kuantitatif, baik itu interval maupun rasio
- Data berdistribusi normal
- Data sampel berjumlah sedikit

Pengujian terhadap *abnormal return* mempunyai tujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa. Signifikansi tersebut untuk menentukan apakah *abnormal return* secara statistik signifikan tidak sama dengan nol dan menggunakan uji-t (*t-test*), dengan ketentuan (Jogiyanto, 2000):

- a. Jika t-hitung > 1.638 signifikan pada tingkat 10%.
- b. Jika t-hitung > 2.353 signifikan pada tingkat 5%.
- c. Jika t-hitung > 4.541 signifikan pada tingkat 1%

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Normalitas

Untuk menguji apakah sampel penelitian berdistribusi normal, maka digunakan pengujian *Kolmogorov Smirnov Test* terhadap masing-masing variabel dengan $\alpha = 5\%$. Hipotesis pengujian yaitu:

H0: Data menyebar normal

H1: Data tidak menyebar normal

Kriteria pengujian menyatakan jika probabilitas hitung $> level\ of\ significance$ (α) maka data dikatakan berdistribusi normal. Hasil pengujian uji normalitas tercantum dalam lampiran 1, dimana hasil pengujian untuk seluruh periode 2007-2012 menunjukkan probabilitas hitung pada AAR sebelum dan sesudah 1 Januari $> level\ of\ significance$ ($\alpha=5\%$), begitu pula dengan probabilitas hitung ACAR saham kapitalisasi besar dan kecil $> level\ of\ significance$ ($\alpha=5\%$). Hal ini berarti data berdistribusi normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi sehingga dapat dilakukannya *parametric-test* dan data tersebut dianggap bisa mewakili populasi.

HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

H1: Terdapat Perbedaan Nilai *Average Abnormal Return* (Aar) Sebelum Dan Sesudah Tanggal 1 Januari

Sebelum melakukan uji signifikansi t independen, maka perlu dilakukan pengujian kehomogenan ragam 2 sampel tersebut. Pengujian digunakan untuk mengetahui apakah 2 sampel tersebut memiliki ragam yang homogen (konstan) atau tidak. Untuk menguji apakah 2 sampel penelitian memiliki ragam yang homogen, maka digunakan pengujian *ratio* 2 ragam terhadap masing-masing sampel dengan $\alpha = 5\%$. Kriteria pengujian menyatakan jika probabilitas hitung $> level\ of\ significance$ (α) maka 2 sampel tersebut dikatakan memiliki ragam yang homogen. Adapun hipotesis pengujian adalah sebagai berikut:

H0: Kedua sampel memiliki ragam yang homogen

H1: Kedua sampel tidak memiliki ragam yang homogen

Hasil pengujian tersebut ditunjukkan pada Lampiran 3, dimana probabilitas hitung (*p-value*) pada rasio AAR sebelum dan sesudah 1 Januari untuk seluruh periode adalah $> level\ of\ significance$ ($\alpha=5\%$). Hal ini berarti kedua sampel dari masing-masing periode tersebut memiliki ragam yang homogen.

Di bawah ini menampilkan hasil perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) untuk keseluruhan perusahaan sampel. Hasil pengujian dan pembahasan hipotesis satu pada masing-masing periode penelitian akan dijelaskan sebagai berikut:

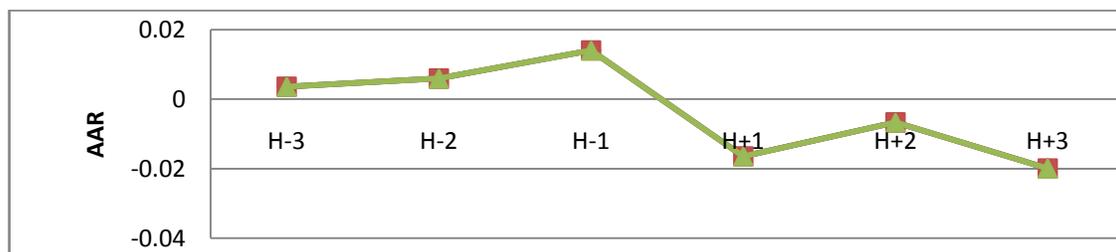
1. Periode 2007-2008

Hasil Perhitungan AAR

HARI	AAR
H-3	0,003569928
H-2	0,005915361
H-1	0,014011429
H+1	-0,016458509
H+2	-0,006712313
H+3	-0,019936627

Grafik Rata-Rata Abnormal Return

Periode 2007-2008



Dari Gambar diatas dapat terlihat bahwa *abnormal return* naik dari hari ke-3 (H-3) sebelum tanggal 1 Januari hingga 1 hari sebelum (H-1) tanggal 1 Januari. Kemudian, terjadi penurunan bahkan menunjukkan nilai negatif pada hari pertama setelah (H+1) tanggal 1 Januari, 2 hari setelah (H+2) tanggal 1 Januari *abnormal return* mulai naik tetapi masih bernilai negatif, dan kembali turun pada hari ke-3 setelah (H+3) tanggal 1 Januari. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *January Effect* pada periode tahun 2007-2008.

Secara statistik, hal ini dapat dibuktikan dengan menggunakan Uji-t independen. Adapun ikhtisar *output* pengujian dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Hasil Pengujian Hipotesis 1
Periode 2007-2008

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H₀: Tidak ada perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2008

H₁: Terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2008

Hasil pengujian menunjukkan bahwa probabilitas sebesar 0.168 > alpha 5% atau probabilitas (*Sig.*) > *level of significance* (alpha (α) = 5%), sehingga H₀ diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return* (AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2008. Berdasarkan tabel diatas, pada periode 2007 - 2008 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki *average abnormal return* (AAR) yang sama pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2008.

	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Differen ce	Std. Error Difference	95% CI of the Difference	
						Lower	Upper
AAR Sebelum 1 Januari 2008 - AAR Sesudah 1 Januari 2008	1.679	4	0.168	0.009	0.006	-0.006	0.025

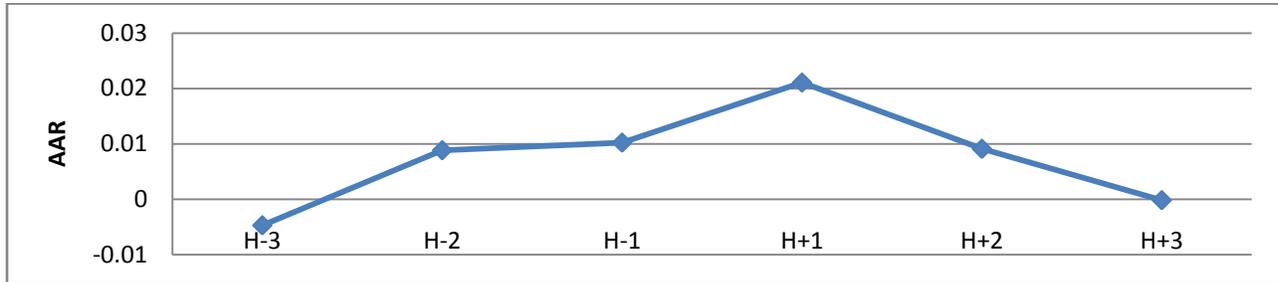
2. Periode 2008-2009

Hasil Perhitungan AAR

HARI	AAR
H-3	-0,0047137449
H-2	0,00883526
H-1	0,010211294

H+1	0,021051307
H+2	0,009090092
H+3	-0,00017844

**Grafik Rata-Rata Abnormal Return
Periode 2008-2009**



Dari Gambar di atas dapat terlihat bahwa *abnormal return* pada hari ke-3 sebelum (H-3) tanggal 1 Januari menunjukkan nilai negatif, namun merangkak naik pada hari ke-2 sebelum (H-2) tanggal 1 Januari. Kemudian terus naik sampai H+1 tanggal 1 Januari. *Abnormal return* mulai mengalami penurunan pada hari ke-2 setelah (H+2) tanggal 1 Januari, dan terus menurun hingga hari ke-3 setelah (H+3) tanggal 1 Januari. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat *January Effect* dalam kurun waktu 1 hari setelah tanggal 1 Januari periode 2008-2009.

Namun, setelah dilakukan pengujian secara statistik menggunakan Uji-t Independen, maka diketahui tidak terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return (AAR)* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2009. Adapun ikhtisar *output* pengujian dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Hasil Pengujian Hipotesis 1
Periode 2008-2009**

	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Differ ence	Std. Error Difference	95% CI of the Difference	
						Lower	Upper
AAR Sebelum 1 Januari 2009 - AAR Sesudah 1	1.808	4	0.145	0.016	0.009	-0.009	0.041

Januari 2009

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H₀: Tidak ada perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2009

H₁: Terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2009

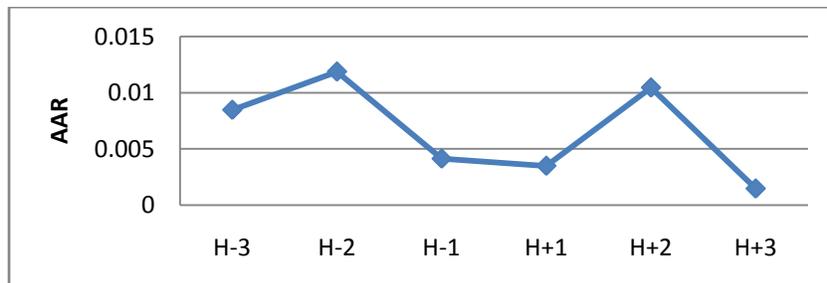
Hasil pengujian menunjukkan bahwa probabilitas sebesar $0.145 > \alpha$ 5% atau probabilitas (*Sig.*) $> level\ of\ significance$ ($\alpha = 5\%$), sehingga H₀ diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan perbedaan rata-rata *average abnormal return* (AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2009. Berdasarkan tabel diatas, pada periode 2008 - 2009 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki rata-rata *average abnormal return* (AAR) yang sama pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2009.

3. Periode 2009-2010

Hasil Perhitungan AAR

HARI	AAR
H-3	0,008460328
H-2	0,011860746
H-1	0,004130464
H+1	0,003493552
H+2	0,010442815
H+3	0,001471237

Grafik Rata-Rata Abnormal Return
Periode 2009-2010



Dari Gambar diatas dapat terlihat bahwa *abnormal return* naik dari hari ke-3 (H-3) sebelum tanggal 1 Januari, kemudian terus menurun mulai 2 hari (H-2), hingga hari pertama setelah (H+1) tanggal 1 January. *Abnormal return* mulai naik pada hari ke-2 setelah (H+2) tanggal 1 Januari, namun kembali turun pada hari ke-3 (H+3). Hal ini dapat disimpulkan bahwa menunjukkan tidak terdapat reaksi pasar atas anomali *January Effect* pada periode tahun 2009-2010.

Pengujian secara statistik menggunakan Uji-t independen. Adapun ikhtisar *output* pengujian dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Hasil Pengujian Hipotesis 1
Periode 2009-2010

	T	df	Sig. (2- taile d)	Mean Diffe rence	Std. Error Difference	95% CI of the Difference	
						Lower	Upper
AAR Sebelum 1 Januari 2010 - AAR Sesudah 1 Januari 2010	-1.296	4	0.265	- 0.006	0.005	-0.019	0.007

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata *averageabnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesiapada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2010

H_1 : Terdapat perbedaan rata-rata *averageabnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesiapada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2010

Hasil pengujian menunjukkan bahwa probabilitas sebesar $0.265 > \alpha$ 5% atau probabilitas (*Sig.*) $>level$ of *significance* (α) = 5%), sehingga H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *averageabnormal return* (AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2010. Berdasarkan tabel di atas, pada periode 2009 - 2010 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki rata-rata *averageabnormal return* (AAR) yang sama pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2010.

				e			
AAR Sebelum 1 Januari 2011 - AAR Sesudah 1 Januari 2011	-0.581	4	0.592	-0.005	0.009	-0.030	0.020

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2011

H_1 : Terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2011

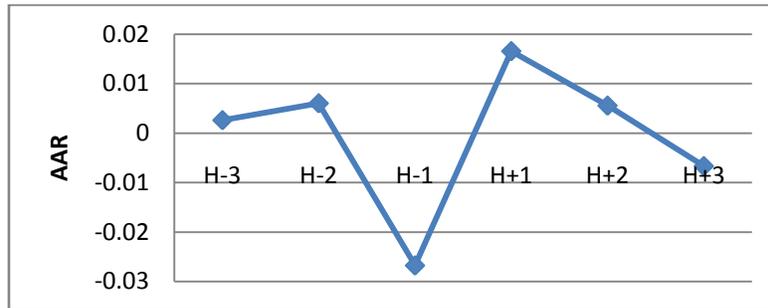
Hasil pengujian menunjukkan bahwa probabilitas sebesar $0.592 > \alpha 5\%$ atau probabilitas (*Sig.*) $> level\ of\ significance$ ($\alpha (\alpha) = 5\%$), sehingga H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return* (AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2011. Berdasarkan tabel diatas, pada periode 2010 - 2011 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki rata-rata *average abnormal return* (AAR) yang sama pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2011.

5. Periode 2011-2012

Hasil Perhitungan AAR

HARI	AAR
H-3	0,002603818
H-2	0,006013789
H-1	-0,026744706
H+1	0,016547554
H+2	0,005546976
H+3	-0,006668525

**Grafik Rata-Rata Abnormal Return
Periode 2011-2012**



Dari Gambar diatas dapat terlihat bahwa *abnormal return* naik dari hari ke-3 (H-3) sebelum tanggal 1 Januari hingga hari ke-2 sebelum 1 Januari. Kemudian terus menurun bahkan menunjukkan nilai negatif mulai 2 hari (H-2) sampai H-1 tanggal 1 Januari. *Abnormal return* menunjukkan peningkatan dan nilai positif dapat dilihat pada hari pertama setelah (H+1) tanggal 1 Januari, dan kemudian kembali menurun dan menunjukkan nilai negatif pada hari ke-3 setelah (H+3) tanggal 1 Januari. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat *January Effect* dalam kurun waktu 1 hari setelah tanggal 1 Januari.

Namun, meskipun bila dilihat dari perbedaan Average Abnormal Return (AAR) terdapat *January Effect*, perbedaan tersebut tidak signifikan secara statistik. Hasil pengujian statistik didapatkan hasil temuan yang berbeda dari penelitian ini melalui Uji-t independen. Adapun ikhtisar *output* pengujian dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Hasil Pengujian Hipotesis 1
Periode 2011-2012**

	T	df	Sig. (2- tailed)	Mean Differ ence	Std. Error Differen ce	95% CI of the Difference	
						Lower	Upper
AAR Sebelum 1 Januari 2012 - AAR Sesudah 1 Januari 2012	0.480	4	0.656	0.002	0.005	-0.010	0.015

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2012

H_1 : Terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2012

Dari tabel 5.10 didapatkan hasil pengujian yang menunjukkan bahwa probabilitas sebesar $0.656 > \alpha 5\%$ atau probabilitas (*Sig.*) $> level\ of\ significance$ ($\alpha = 5\%$), sehingga H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *average abnormal return* (AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2012. Berdasarkan tabel diatas, pada periode 2011 - 2012 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki rata-rata *average abnormal return* (AAR) yang sama pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2012.

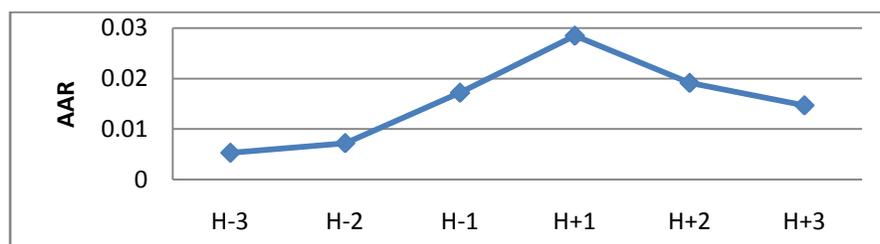
6. Periode 2012-2013

Hasil Perhitungan AAR

HARI	AAR
H-3	0,005290651
H-2	0,007195637
H-1	0,017185026
H+1	0,028476743
H+2	0,019122484
H+3	0,014680945

Grafik Rata-Rata Abnormal Return

Periode 2012-2013



Dari Gambar diatas dapat terlihat bahwa *abnormal return* naik dari hari ke-3 (H-3) sebelum tanggal 1 Januari hingga hari ke-2 sebelum 1 Januari. Bahkan nilai AAR terus naik hingga H+1 tanggal 1 Januari. AAR mulai turun pada hari ke-2 setelah (H+2) tanggal 1 Januari,

dan terus menurun hingga hari ke-3 setelah (H+3) setelah tanggal 1 Januari. Jika dilihat dari hasil AAR diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat reaksi pasar ata anomali *January Effect* pada periode tahun 2012-2013.

Namun, meskipun bila dilihat dari perbedaan Average Abnormal Return (AAR) terdapat January Effect, perbedaan tersebut tidak signifikan secara statistik. Hal tersebut dibuktikan melalui pengujian statistik dengan menggunakan Uji-t independen. Adapun ikhtisar *output* pengujian dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Hasil Pengujian Hipotesis 1
Periode 2012-2013

	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Differ ence	Std. Error Difference	95% CI of the Difference	
						Lower	Upper
AAR Sebelum 1 Januari 2013 - AAR Sesudah 1 Januari 2013	0.992	4	0.378	0.004	0.004	-0.008	0.016

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata *averageabnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesiapada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2013

H_1 : Terdapat perbedaan rata-rata *averageabnormal return*(AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesiapada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2013

Hasil pengujian menunjukkan bahwa probabilitas sebesar $0.378 > \alpha$ 5% atau probabilitas (*Sig.*)>*level of significance* (α) = 5%), sehingga H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan perbedaan rata-rata *averageabnormal return* (AAR) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2013. Berdasarkan tabel diatas, pada periode 2012 - 2013 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki rata-rata *averageabnormal return* (AAR) yang sama pada periode sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari 2013.

H2: Terdapat perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) antara saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari.

Pengujian hipotesis 2 penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) pada saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari. Dari tabel di bawah ini dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan ACAR saham perusahaan kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari.

Hasil Perhitungan ACAR

	KAPITALISASI BESAR	KAPITALISASI KECIL
2007	-0,01199	0,026106
2008	-0,0974	-0,10371
2009	-0,033596	-0,07775
2010	0,027436	0,030211
2011	-0,07099	-0,01288
2012	0,012299	0,10278

Semua saham dengan kapitalisasi kecil pada seluruh periode kecuali hasil perhitungan ACAR tahun 2009, memiliki return yang lebih besar dibandingkan dengan saham kapitalisasi besar, hal ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Banz (1981) dimana dalam penelitiannya disimpulkan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar mempunyai return lebih kecil dibandingkan perusahaan kapitalisasi pasar kecil. Serta penelitian yang dilakukan oleh Lamoureux dan Sanger (1989), yang menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin kecil *abnormal return*-nya, dan perusahaan kecil cenderung memiliki *abnormal return* positif pada Bulan Januari.

Namun, pengujian secara statistik dengan menggunakan uji-t berpasangan yang dimaksudkan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) pada saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari memperlihatkan hasil yang berbeda. Adapun ikhtisar *output* pengujian dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Hasil Pengujian Hipotesis 2

	Paired Differences					T	Df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Saham Besar - Saham Kapitalisasi Kecil	-0.0231	0.0485	0.01982	-0.0741	0.0277	-1.169	32	0.295

Secara umum, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) pada saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari

H_1 : Terdapat perbedaan rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) pada saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari

Hasil pengujian menyatakan bahwa nilai statistik t pada Bulan Januari tersebut sebesar -1.169 dengan probabilitas (*Sig.*) sebesar 0.295. Kriteria pengujian menyebutkan apabila probabilitas hitung < *level of significance* ($\alpha = 5\%$) maka terdapat perbedaan antara perbedaan rata-rata kumulatif *abnormal return* (ACAR) pada saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa probabilitas sebesar $0.295 < \alpha 5\%$ atau probabilitas (*Sig.*) < *level of significance* ($\alpha = 5\%$), sehingga H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) pada saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari. Berdasarkan tabel diatas, pada bulan Januari saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar memiliki rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) yang sama.

PEMBAHASAN

Tidak Terdapat Perbedaan Nilai *Average Abnormal Return* (AAR) Sebelum dan Sesudah Tanggal 1 Januari

Dari 6 periode pengamatan yang telah dilakukan diatas, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat *January Effect* selama periode 2007-2012 pada saham sektor perbankan, properti dan infrastruktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Tidak adanya *January Effect* yang ditandai dengan tidak adanya *abnormal return* selama periode pengamatan disebabkan oleh beberapa hal. Pertama, hal ini bisa terjadi dikarenakan adanya perbedaan budaya, dimana di negara-negara Amerika dan Eropa pada akhir tahun atau Bulan Desember terdapat beberapa perayaan yaitu Natal dan Tahun Baru. Hal ini menyebabkan banyak investor yang memutuskan untuk menghabiskan waktu Natal dan pergantian tahun dengan berlibur. Pada bulan tersebut mayoritas penduduknya merayakan Natal dan Tahun Baru secara besar-besaran sehingga dibutuhkan dana yang banyak. Investor cenderung menahan investasinya guna mencukupi kebutuhan tersebut atau bahkan menjual saham yang dimilikinya. Oleh karena itu, *return* cenderung turun pada akhir tahun.

Ketika bursa dibuka kembali awal tahun atau setelah tanggal 1 Januari, di sini investor kembali melanjutkan kegiatan investasinya dan bahkan membuat strategi baru, sehingga meningkatkan *return* di awal tahun. Karena di Indonesia penduduknya mayoritas muslim, maka euforia perayaan Natal dan Tahun Baru di Indonesia tidak seperti yang terjadi di Amerika maupun Eropa. Oleh karena itu, perilaku investornya pun juga berbeda dan aktifitas di lantai bursa berjalan dengan normal dan tidak terjadi *January Effect*.

Kedua, tahun pajak di Indonesia tidak terjadi pada akhir tahun, akan tetapi tahun pajak di Indonesia terjadi pada Bulan Maret.

Tidak Terdapat perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) antara saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari

Dari hasil pengujian dan analisis, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat *Size Effect* selama Bulan Januari periode 2007-2012 pada saham sektor perbankan, properti dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Tidak adanya *Size Effect* dapat dikarenakan bahwa *abnormal return* yang diperoleh oleh masing-masing perusahaan tidak terpengaruh dari besar atau kecilnya ukuran (*size*) perusahaan. Ukuran perusahaan (*size*) tidak menjadi bahan pertimbangan investor untuk memutuskan membeli atau menjual suatu saham.

Selain itu, keberadaan anomali *Size Effect* bisa saja tidak terjadi pada Bulan Januari, tetapi bisa saja terjadi pada bulan lain yang terpengaruh oleh *event* dan fenomena yang berbeda pula. Di Indonesia, tidak ditemukan keberadaan anomali *Size Effect* kemungkinan dikarenakan bahwa ukuran perusahaan tidak menjadi suatu hal yang istimewa yang dapat dijadikan pertimbangan investor dalam melakukan kegiatan investasinya.

KESIMPULAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan *event study* untuk menguji apakah pasar bereaksi atas adanya anomali *January Effect* dan *Size Effect*. Reaksi pasar dapat dilihat dari nilai *abnormal return* yang diperoleh. Penelitian ini juga menguji perbedaan *Average Abnormal Return* (AAR) saham sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari, sebagai definisi dari adanya *January Effect*. Selain itu, penelitian ini juga menguji perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) yang diperoleh dari perusahaan kapitalisasi besar dengan saham kapitalisasi kecil.

Setelah dilakukan pengujian dan pembahasan, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara nilai AAR sebelum dan sesudah tanggal 1 Januari, sehingga dapat disimpulkan bahwa anomali *January Effect* tidak terjadi. Dalam penelitian ini, *January Effect* dapat dilihat tidak memberikan efek positif dengan adanya reaksi pasar terhadap anomali ini.

Hal ini tidak sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu yang selalu menemukan *January Effect* dalam penelitiannya. Tidak adanya *January Effect* yang ditandai dengan tidak adanya *abnormal return* selama periode pengamatan disebabkan oleh beberapa hal. Pertama, karena 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. Kedua, tahun pajak di Indonesia tidak terjadi pada akhir tahun, akan tetapi tahun pajak di Indonesia terjadi pada bulan Maret.

Begitu pula pada Hipotesis 2, setelah dilakukan pengujian hipotesis dan pembahasan yang menyatakan bahwa hasil penelitian adalah tidak terdapat perbedaan nilai ACAR antara saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar pada Bulan Januari, sehingga dapat disimpulkan bahwa anomali *Size Effect* tidak terjadi.

Tidak adanya *Size Effect* dapat dikarenakan bahwa *abnormal return* yang diperoleh oleh masing-masing perusahaan tidak terpengaruh dari besar atau kecilnya ukuran (*size*) perusahaan. Selain itu, keberadaan anomali *Size Effect* bisa saja tidak terjadi pada Bulan Januari, tetapi bisa saja terjadi pada bulan lain yang terpengaruh oleh *event* dan fenomena yang berbeda pula.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert. 2000. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guid to Indonesian Capital Market)*, Mediasoft Indonesia.
- Belkoui,Ahmed Riahi. (2002).*Teori Akuntansi*. Salemba Empat, Jakarta
- Binarto, Ikhsan. 2013. *Saham Tiga Sektor Ini Paling Laku*.
<http://bisnis.news.viva.co.id/news/read/361573>
- Christianto, Subur. 2010. “*Reaksi Investor Saham LG-45 Terhadap Peristiwa Pemilu Di Bursa Efek Jakarta*”, Tesis, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Chotigeat, Tosporn dan I.M. Pandey. 2005. “Seasonality In Asia’s Emerging Markets:India and Malaysia.”.*Prosiding Internasional Trade and Finance Association*.
- Elton, Edwin J. dan Gruber, Martin J. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Gumanti, Tatang Ary dan Elok Sri Utami. 2002. “Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya”, *Jurnal Akuntansi & Keuangan*,Vol. 4, No.1, p54-66
- Jogiyanto, Hartono M. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga PBFEE. Yogyakarta
- Jogiyanto, Hartono M. 2003. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Edisi 2004/2005, BPFE, Yogyakarta.
- Pratomo, Agus Wahyu. 2007. *January Effect dan Size Effec Pada Bursa Effect Jakarta (BEJ) Periode 1998-2005*. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang
- Santoso, Singgih. 2004. *SPSS Versi 10: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta
- Sharpe, William F., Alexander, Gordon J., dan Bailey, Jeffrey V. 1995. *Investments*, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey.

Sucipto, Heri. 2012. "*Uji Normalitas*", <http://sucipto0.blogspot.com/2012/11/uji-normalitas.html>.

Tendelin, Eduardus. 2001. "*Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*", Edisi 1, BPFY-Yogyakarta, Yogyakarta.