

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Beberapa Konsep Pasar Modal

2.1.1 Pasar Modal

Secara umum pasar modal dapat didefinisikan sebagai suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara dibidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek. Fungsi Bursa efek ini antara lain adalah menjaga keseimbangan kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme pasar. Di tempat ini para pelaku pasar yaitu individu-individu atau badan usaha yang mempunyai kelebihan dana (*surplus funds*) melakukan investasi dalam surat berharga yang ditawarkan oleh emiten. Sebaliknya, di tempat itu pula perusahaan (*entities*) yang membutuhkan dana menawarkan surat berharga dengan cara listing terlebih dahulu pada badan otoritas di pasar modal sebagai emiten.

Berdasarkan UU no.8 tahun 1995, pengertian pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi

yang berkaitan dengan efek. Pasar modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan atau institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen keuangan jangka panjang seperti Obligasi, Saham, Reksadana serta berbagai produk derivatif lainnya seperti *Option*, *warrant* dan lain sebagainya.

Dalam perkembangan pasar modal di Indonesia telah menunjukkan posisinya sebagai bagian dari indikator perekonomian di Indonesia. Undang-undang Republik Indonesia Nomor. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal menyatakan bahwa pasar modal mempunyai peranan yang strategis dalam pembangunan nasional, sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Berdasarkan teori yang diungkapkan Suad Husnan pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu sebagai fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dalam menjalankan fungsi ekonomi menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (*Excess liquidity*) ke pihak yang memerlukan dana (*shortage liquidity*). Pihak yang memiliki kelebihan dana tersebut berharap untuk mendapatkan imbalan yang sesuai dengan sejumlah dana yang dikeluarkan. Sedangkan pihak yang memerlukan dana berharap dengan dana yang didapat tersebut dapat digunakan untuk melanjutkan operasi perusahaan tanpa harus menunggu hasil usaha yang sedang berjalan, sehingga diharapkan dapat terjadi peningkatan kemakmuran bagi kedua belah pihak tersebut.

Menurut Suad Husnan pada dasarnya ada dua hal yang menjadi daya tarik pasar modal adalah sebagai berikut :

1. Pasar modal dapat bertindak sebagai alternatif penghimpunan dana selain perbankan.

Bagi investor, pasar modal dapat dijadikan sebagai salah satu alternatif untuk melakukan investasi. Sebelum ada pasar modal, investor hanya memiliki alternatif investasi yang terbatas, yaitu menyimpan uangnya di Bank atau dalam bentuk *real assets* (misalnya tanah, rumah, perhiasan dan lain-lain)

Dana yang didapatkan dari perbankan tersebut kemudian disalurkan kepada pihak yang memerlukan dana dalam bentuk kredit. Bagi perusahaan pinjaman dalam bentuk hutang ini tidak selalu menguntungkan. Hutang yang terlalu besar justru akan membawa dampak yang negatif bagi perusahaan karena dalam teori keuangan terdapat batasan menggunakan hutang. Keterbatasan tersebut biasanya diindikasikan dari telah terlalu tingginya *debt to equity ratio* (yaitu perbandingan antara hutang dengan modal sendiri) yang dimiliki perusahaan. Sesuai dengan *balancing theory of capital structure*, pada saat rasio hutang dengan ekuitas sudah terlalu tinggi, maka biaya modal perusahaan tidak lagi minimum, tetapi akan meningkat dengan makin banyaknya hutang yang dipergunakan. Dalam hal tersebut perusahaan akan terpaksa menahan diri untuk memperluas usaha kecuali kalau bisa mendapatkan dana dalam bentuk *equity* (modal sendiri).

2. Pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai alternatif investasi yang sesuai dengan preferensi risiko mereka.

Pada saat investor menyimpan dananya di Bank, mereka akan dihadapkan pada terbatasnya produk yang ditawarkan oleh lembaga tersebut. Produk yang ditawarkan perbankan biasanya seragam untuk setiap nasabah dengan tingkat *return* tertentu.

Dipasar modal investor dalam melakukan investasi dengan bebas pada saham yang mereka inginkan. Setiap investor dapat memilih tingkat *return* dengan risiko dan jenis saham yang mereka inginkan sesuai dengan preferensinya.

Imbalan yang didapatkan investor yang menginvestasikan kekayaannya dalam bentuk saham adalah akan memperoleh dua macam pendapatan, yaitu pendapatan dari peningkatan harga saham (*appreciation*) yang disebut juga dengan *capital gain* atau kerugian dari penurunan harga saham yaitu *capital losses*, dan pendapatan yang kedua yaitu berupa pembayaran deviden sesuai dari perusahaan kepada pemegang saham yang biasanya didapat setahun sekali.

Sedangkan pendapatan saham tersebut dipengaruhi oleh dua macam faktor yaitu faktor internal (faktor-faktor yang berasal dari dalam perusahaan, seperti performa perusahaan) dan faktor eksternal (berasal dari luar perusahaan, dapat berupa juga faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang asing, tingkat pertumbuhan penduduk dan hal lainnya).

Dalam melakukan investasi di pasar modal, investor harus benar-benar menyadari adanya kemungkinan memperoleh *capital gain* maupun *capital loss* tersebut. Keuntungan atau kerugian tersebut sangat dipengaruhi oleh kemampuan

investor menganalisis kenaikan harga saham dan kemungkinan turun-naiknya harga-harga saham di bursa.

Dalam menganalisa pendapatan dan risiko terhadap suatu saham yang diperdagangkan dalam bursa efek, investor membutuhkan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi suatu saham di masa yang akan datang. Informasi tersebut meliputi harga saham di masa lalu, serta semua aspek yang berkaitan dengan keadaan badan usaha dan keadaan makro dan mikro perekonomian yang relevan yang dapat mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang.

2.1.2 Efisiensi Pasar Modal

2.1.2.1 Pengertian Efisiensi Pasar Modal

Pasar modal adalah efisien apabila informasi dapat diperoleh dengan mudah dan murah oleh pemakai modal. Dan karena penyampaian informasi begitu sempurna tidak mungkin bagi pemodal manapun untuk memperoleh laba ekonomi (*abnormal return*) dengan memanipulasi informasi yang tersedia khusus baginya.

Ciri penting efisiensi pasar adalah acak (*radom walk*) dari harga pasar saham. Karena pasar modal yang efisien maka harga saham cepat bereaksi terhadap berita-berita baru yang tidak terduga, sehingga arah pergerakannya pun tidak dapat diduga. Sepanjang semua bisa diduga kejadian ini sudah tercermin pada harga pasar.

Sedangkan pengertian pasar modal yang efisien menurut Jones adalah pasar dimana seluruh harga saham secara cepat dan sepenuhnya mencerminkan

seluruh informasi mengenai harganya. Konsep ini terbentuk karena investor akan menyesuaikan seluruh informasi yang relevan ke dalam harga saham dengan cara pengambilan keputusan jual atau keputusan beli dalam investasi.

Terdapat tiga informasi yang relevan berdasarkan Fama (1970).

1. Harga saham masa lalu relevan dengan penilaian saham saat ini atau yang akan datang.
2. Informasi umum yang mencakup informasi tentang perusahaan, industri, ekonomi dunia yang dapat diperoleh melalui pengumuman umum baik melalui media cetak maupun media elektronik.
3. *Inside information* yang hanya dapat dimiliki oleh segelintir individu saja. Jika harga saham telah mencerminkan informasi yang terbaru, maka akan semakin efisien pasar modal tersebut.

Pada pasar modal yang efisien tersebut, investor akan mendapatkan keuntungan yang wajar dimana setiap informasi tersedia dengan mudah dan diketahui oleh para investor sehingga mereka sulit untuk mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal. Karena adanya informasi baru tidak dapat diprediksi, maka harga saham akan mengikuti pola *random walk*, dimana pergerakan harga saham tidak dapat diprediksi dan terlepas dari pergerakan harga saham di masa lampau (berbeda dengan pandangan *technical analysis*, yang berpendapat pola pergerakan harga saham cenderung sama dengan pola pergerakan harga saham di masa yang lampau).

2.1.2.2 Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Berdasarkan tiga jenis informasi yang relevan mengenai penilaian harga saham tersebut maka muncul tiga bentuk hipotesa pasar modal efisien yang setiap hipotesa terdiri daripada jenis informasi yang berlainan yang diasumsikan dapat diserap ke dalam harga saham. Bentuk hipotesa efisiensi pasar modal tersebut adalah:

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form Efficiency*)

Pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu, yang merupakan informasi yang telah terjadi. Efisiensi pasar bentuk lemah ini terkait dengan *random walk theory* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan harga sekuritas sekarang. Dalam pasar yang efisien bentuk lemah ini, Nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekuritas sekarang, dan dengan demikian investor tidak dapat menggunakan data masa lalu untuk memperoleh *abnormal return*.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form Efficiency*)

Dalam pasar ini, kondisi yang terjadi ialah harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan harga-harga sekuritas waktu lalu, tetapi juga semua informasi yang dipublikasikan seperti pengumuman pendapatan, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru. Pada pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat, investor tidak dapat memanfaatkan informasi-

informasi yang dipublikasikan tersebut untuk memperoleh *abnormal return*.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form Efficiency*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat berarti harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang dapat diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Dengan kata lain, dalam kondisi ini harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Dalam keadaan ini, harga selalu wajar dan tidak ada lagi investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi pasar yang efisien, antara lain:

1. Informasi tersedia merata ke seluruh investor yang ada di pasar modal, dan tidak ada biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh informasi tersebut.
2. Banyak investor yang menganalisa pasar melakukan evaluasi dan aktif dalam perdagangan saham. Sehingga investor bertindak sebagai *price taker*. Tidak ada satupun investor yang dapat mempengaruhi harga pasar. Harga terbentuk berdasarkan permintaan dan penawaran.
3. Informasi yang ada bersifat *random*, artinya tidak ada keterkaitan antara informasi yang satu dengan yang lain. Akibatnya investor tidak dapat melakukan prediksi terhadap harga saham di masa yang akan datang.

Untuk menyatakan suatu pasar modal berkualitas, terdapat empat indikator yang mempengaruhinya, yaitu (Reilley 2002) :

1. Terdapat ketersediaan informasi-
2. Likuiditas
3. Efisiensi Internal
4. Efisiensi Eksternal

Dengan mengetahui efisiensi pasar modal, kita dapat mengetahui hal berikut :

1. Perkembangan ekonomi.

Dengan adanya pasar modal yang efisien, pertumbuhan ekonomi akan lebih terjamin dengan adanya pengalokasian dari sektor kurang produktif ke sektor yang lebih produktif.

2. Perkembangan pasar modal

Dengan mengetahui efisiensi pasar modal, para penentu kebijaksanaan dan pihak yang enaruh kepentingan (investor) akan lebih dapat mengambil langkah-langkah perbaikan.

3. Perkembangan perusahaan/emiten.

Dengan mengetahui efisiensi pasar modal pengadaan sebuah perusahaan menjadi lebih terarah dan usaha-usaha dapat dikembangkan dengan tersedianya dana lebih serta efisiensi dalam memilih investasi.

4. Perkembangan pemodal/investor.

Dengan mengetahui efisiensi pasar modal, para pemodal/investor tidak akan ragu-ragu membeli saham dan instrumen lainnya di pasar modal.

2.1.2.3 Pengujian dari *Efficient Market Hypothesis*

Fama dari buku Jogiyanto (1970) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga kategori yang berkaitan dengan bentuk-bentuk efisiensi pasar.

1. Pengujian-pengujian bentuk lemah (*weak-form tests*), yaitu seberapa kuat informasi masa lalu dapat memprediksi *return* masa depan.
2. Pengujian-pengujian bentuk setengah kuat (*semi-strong-form tests*), yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan.
3. Pengujian-pengujian bentuk kuat (*strong-form tests*), yaitu untuk menjawab pertanyaan apakah investor mempunyai informasi privat yang tidak terefleksi pada harga sekuritas.

Dari artikel selanjutnya, Fama mengusulkan untuk mengubah nama ketiga kategori pengujian bentuk efisiensi pasar tersebut. Nama-nama pengujian yang diusulkan adalah sebagai berikut.

1. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk lemah diganti menjadi pengujian-pengujian terhadap pendugaan *return* (*tests for Predictability*) yang berhubungan dengan hipotesis langkah acak (*random walk hypothesis*).
2. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat diubah menjadi studi-studi peristiwa (*event studies*).
3. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk kuat diusulkan menjadi pengujian-pengujian terhadap informasi privat (*test for private information*)

Beberapa implikasi hipotesa pasar modal efisien terhadap analisis sekuritas (Elton & Gruber, 1995) :

1. Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa informasi publik dalam bentuk harga masa lalu maupun pengumuman deviden secara tepat dicerminkan dalam harga sekuritas yang bersangkutan. Dengan demikian usaha-usaha untuk mendapatkan keuntungan yang didasarkan pada informasi publik tidak akan bermanfaat.
2. Dalam uji hipotesa pasar modal efisien, investor melihat gerakan hanya setelah adanya berita baik atau buruk. Baik buruknya informasi ini didefinisikan secara relatif tergantung pada para analis pasar modal. Mereka akan menganalisis prospek, pendapatan, perubahan *earning*, profil lingkungan untuk industri dan merekomendasikan suatu sekuritas untuk dijual, dipegang atau dibeli, tergantung pada tingkat keuntungan yang mungkin diperoleh. Tugas analis sekuritas bukan hanya mencari dan menemukan sekuritas dengan karakteristik yang lebih menguntungkan dari kesepakatan pasar. Selanjutnya *mutual fund* akan membeli sekuritas yang diharapkan akan memiliki pertumbuhan *earning* yang tinggi, lebih tinggi dari yang diharapkan pasar.
3. Berkaitan dengan *expected return*, variabilitas harga saham akan cenderung menjadi menarik setelah pengumuman informasi baru. Begitu informasi baru tersebut dimiliki publik, maka harga keseimbangan akan berubah.

Sebelum tercapainya harga keseimbangan baru, ada tenggang waktu yang memungkinkan investor memperoleh *abnormal return*.

4. Bentuk-bentuk pengharapan untuk memperoleh *abnormal return* ini dilandasi oleh analisis informasi yang berbeda-beda, adanya informasi tertentu yang tidak tersedia secara luas dan dalam perolehan informasi ini mendahului para pelaku pasar yang lain.

2.1.3 Perbedaan Pasar yang Efisien dan Tidak Efisien

2.1.3.1 Pasar yang Efisien

Pasar dapat dikatakan efisien apabila terdapat peristiwa-peristiwa sebagai berikut:

1. Terdapat banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan. Investor-investor tersebut harus secara aktif berpartisipasi di pasar modal dengan melakukan analisis, penilaian dan melakukan perdagangan sekuritas. Disamping itu investor juga harus berperan sebagai *price taker* sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas tertentu.
2. Informasi harus tersedia dengan biaya yang murah serta dapat diperoleh dengan mudah dan cepat dalam waktu yang sama oleh semua pelaku pasar.
3. Informasi yang tersedia bersifat acak (*random*)

4. Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi-informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah akibat informasi baru tersebut.

2.1.3.2 Pasar yang tidak efisien

Pasar menjadi tidak efisien apabila terjadi hal-hal sebagai berikut:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang baru dengan yang lainnya terhadap saham yang sama.
3. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
4. Investor adalah individual-individual yang lugas (*naive investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*). Untuk pasar yang tidak efisien masih banyak investor yang bereaksi terhadap informasi secara lugas (*naive fashion*), karena mereka mempunyai kemampuan yang terbatas di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena mereka tidak canggih, maka seringkali mereka melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat. Seringkali untuk informasi-informasi yang harus di interpretasikan

(misalnya informasi tentang perubahan prosedur akuntansi), pasar tampaknya tersesat (*fooled*) oleh informasi tersebut.

2.2 Anomali Pasar

Definisi Anomali dari pasar menurut Jones adalah sebagai berikut :

“By definition an anomaly is an exception to a rule, or model. In other words, the results from these anomalies are in contrast to what would be expected in totally efficient market, and they cannot easily be explained away.”

Menurut *Merriam-Webster's Collegiate Dictionary* mendefinisikan anomali sebagai sebuah deviasi dari kondisi yang umum (ketidaklaziman). Dalam kenyataannya, banyak sekali ditemukan contoh perilaku pasar (*market behaviour*) yang tidak konsisten dengan model *risk and return* yang ada, dan sering sekali sulit dijelaskan secara rasional.

Beberapa penelitian menunjukkan adanya suatu ketidakberaturan yang terdeteksi di pasar modal, yang bersifat persisten dan mempunyai dampak yang cukup signifikan sehingga disebut suatu anomali pasar (*market anomalies*). Anomali pasar ini merupakan teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan dengan konsep pasar modal yang efisien (Jones, 1998). Hasil yang ditimbulkan oleh anomali pasar ini akan sangat berlawanan dengan yang diharapkan dari konsep pasar modal, dan apa yang menyebabkan hal itu terjadi masih menjadi pertanyaan bagi para ahli keuangan.

Dengan demikian para investor harus berhati-hati dalam memahami masalah anomali pasar ini sebagai suatu alat dalam mengambil keputusan investasi. Tidak ada jaminan bagi para investor bahwa pengetahuan tentang anomali pasar akan membantu mereka dalam memperbaiki keputusan investasi, karena hasil pengujian empiris mengenai anomali-anomali pasar ini bukan merupakan strategi investasi sesungguhnya. Bila memang terdapat anomali pasar, adalah lebih aman bagi para investor untuk memegang portofolio saham daripada mengkonsentrasikan pada beberapa saham yang dianggap dapat menghasilkan keuntungan *abnormal*.

Beberapa penelitian juga menunjukkan adanya pola musiman pada *return* saham, sedangkan menurut pasar efisien, pola musiman tersebut seharusnya kecil, karena pola tersebut tidak terdapat di *Capital Asset Pricing Model*. Namun kenyataan menunjukkan bahwa di bursa pasar internasional terdapat anomali *return* antara lain :

1. Anomali yang ditemukan sebelum tahun 1980

- A. *The January Effect*

Anomali ini menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan bagi *return* saham-saham untuk turun pada hari-hari terakhir bulan Desember dan kemudian naik kembali pada hari-hari awal bulan Januari, terutama pada saham perusahaan-perusahaan kecil. Ada yang menganggap bahwa hal ini disebabkan oleh adanya penjualan saham perusahaan-perusahaan kecil pada menit-menit terakhir oleh para investor untuk mengurangi kerugian

dengan pengurangan pajak pendapatan yang harus dibayarkan pada akhir tahun. Sedangkan Keim (1983) menyatakan bahwa saham perusahaan-perusahaan kecil memiliki *bid-ask spread* yang lebih tinggi dan harga yang lebih rendah, dan hal ini dapat sedikit menjelaskan terjadinya anomali *January Effect*.

B. Price-Earning Ratio Effect

Anomali ini dilaporkan oleh Basu pada tahun 1977 yang menyatakan bahwa saham dengan rasio P/E yang rendah menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi.

C. Cash Dividend Yield

Anomali ini menyatakan bahwa tidak semua investor mengharapkan keuntungan daripada perubahan harga. Ada beberapa investor yang mengharapkan deviden dari investasinya karena kepastiannya.

D. Business Cycle Effect

Indeks harga saham merupakan salah satu indikator kegiatan ekonomi suatu negara. Indeks harga saham selalu menurun beberapa bulan sebelum ekonomi mengalami resesi. Jadi berdasarkan siklus bisnis dapat diketahui kapan trend perubahan harga saham secara umum.

E. Low-Price Stocks

Anomali ini dilaporkan pertama kali oleh L.H. Fritzscheier pada tahun 1936 yang menunjukkan bahwa harga saham yang harganya rendah cenderung menghasilkan *return* yang tinggi dari pada saham yang

harganya tinggi. Penelitian tersebut menghasilkan pernyataan bahwa saham dengan harga rendah yang menghasilkan *return* yang besar berkorelasi positif dengan ukuran dan tingkat risiko dari emitennya

2. Anomali yang ditemukan selama tahun 1980

A. *Day of The Weeks Effect*

Anomali ini menyatakan bahwa *return* negatif sepanjang jam perdagangan hari senin dan terjadi pada pembukaan jam pembukaan. Perilaku harga saham hari Senin juga mirip dengan hari yang lain. Pada hari Selasa sampai Jumat terdapat kenaikan pada jam pertama transaksi dan pada semua hari terdapat kenaikan harga di jam akhir transaksi. Jadi sebagian besar pergerakan harga saham biasanya mendekati pembukaan dan penutupan.

B. *Within The Month Effect*

Penelitian menunjukkan *return* dari saham cenderung positif selama dua minggu pertama pada satu bulan, kemudian pada pertengahan bulan *return* cenderung nol sampai beberapa hari sebelum akhir bulan dan kembali positif pada akhir bulan tersebut.

4. *Firm's Size Effect*

Anomali ini menyatakan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan kapitalisasi lebih besar. Berbagai penelitian yang meneliti perusahaan berdasarkan nilai pasar dari sahamnya telah membuktikan tentang adanya anomali ini.

5. *Earning Controversy Effect*

Anomali ini menyatakan bahwa kontroversi dalam penentuan atau peramalan laba perusahaan akan mempengaruhi *return* dari saham.

6. *Effect of Neglect*

Saham yang diabaikan diartikan sebagai saham yang kurang diminati oleh investor lembaga besar, saham yang tidak diikuti oleh analisis profesional atau saham yang sulit didapatkan informasinya. Penelitian menunjukkan saham yang diabaikan ini cenderung menghasilkan rata-rata *return* yang lebih baik.

7. *Agency Effect*

Anomali ini menerapkan bahwa dengan adanya biaya agen dan pemilik perusahaan yang juga menjadi pengelola perusahaan akan mempengaruhi nilai dari investasi.

8. *Effect of the book value to price Ratio*

Bukti empiris yang telah dipublikasikan menunjukkan bahwa saham yang memiliki nilai buku per saham yang tinggi relatif terhadap harga pasar perusahaannya cenderung mempunyai kinerja yang baik. Jadi berdasarkan bukti empiris berikut, jika harga saham turun lebih rendah dari nilai bukunya maka saham tersebut dinilai potensial untuk dilakukan pembelian.

Selain anomali-anomali tersebut di atas pasar modal juga mengenal beberapa anomali dibawah ini :

A. *The Holiday Effect*

Asumsi yang sering dipegang ialah bahwa *return* yang diperoleh untuk setiap saham akan sama baiknya pada setiap periode transaksi saham (*trading days*). Dengan demikian pola perubahan *return* saham akan dapat terdeteksi. Pada anomali *holiday effect* ini, yang terjadi ialah terdapat kecenderungan *return* saham pada satu hari sebelum libur (*Preholiday return*) dan *return* saham sehari setelah hari libur (*postholiday return*) akan lebih tinggi dibandingkan *return* saham pada hari-hari biasa.

B. Daily Effect

Merupakan anomali yang terjadi setiap hari dimana harga saham cenderung naik pada awal dan akhir hari, biasanya 45 menit pertama dan 45 menit terakhir dari hari perdagangan.

C. Insider Information Effect

Merupakan anomali pasar dimana terjadi kecenderungan naiknya harga saham jika *insider* membeli saham-saham.

2.2.1 January Effect sebagai Bentuk Anomali Pasar.

January effect adalah fenomena ketika saham dengan kapitalisasi pasar lebih kecil memiliki tingkat pengembalian yang lebih besar selama bulan Januari apabila dibandingkan dengan bulan lainnya. Hal tersebut ditemukan pertama kali pada tahun 1943 dan menjadi anomali pasar yang terkenal selama tahun 1970 sampai 1980-an. Pada penelitian Keim (1983) terhadap anomali pasar menunjukkan bahwa hampir lima puluh persen dari rata-rata *size effect* selama tahun 1964-1979

terjadi tingkat pengembalian yang tinggi pada bulan Januari. Lebih lanjut diterangkan lebih dari lima puluh persen besarnya pengembalian pada bulan Januari tersebut terjadi pada minggu pertama perdagangan pasar modal.

Adanya fenomena *January effect* ini menjadi perdebatan diantara beberapa peneliti, ada yang bertahan dengan pendapat mereka bahwa terdapat bukti empiris yang mendukung adanya fenomena *January effect*. Peneliti lainnya menolak pengaruh tersebut dan menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang lebih besar tersebut diakibatkan oleh hasil spekulasi dari pelaku pasar karena kesalahan dalam penggunaan model.

2.2.1.1 Penelitian yang mendukung adanya fenomena *January Effect*

Berdasarkan bukti dari bulan ke bulan menunjukkan hubungan antara *abnormal return* dan saham-saham pada New York Stock Exchange dan American Stock Exchange bahwa pada bulan Januari rata-rata tingkat pengembaliannya lebih besar dibandingkan dengan rata-rata pengembalian bulan-bulan lainnya. Selain itu hubungan antara *abnormal return* dan *size* selalu berbanding terbalik pada bulan Januari.

Gultekin dan Gultekin (1983) menemukan bahwa kejadian musiman pada pasar modal disebabkan oleh tingkat pengembalian yang sangat besar saat berakhirnya tahun pajak, dan hal tersebut dicatat di sebagian negara di seluruh dunia. Di beberapa negara, berakhirnya periode keuangan sama dengan akhir dari kalender tahunan (bulan Desember), pengaruh tersebut sebagian besar terjadi di

bulan Januari (kecuali di Australia di mana tahun pajaknya berakhir pada bulan Juni – Juli). Pada penelitian yang dilakukan pada tujuh belas pasar modal, mereka mengambil kesimpulan bahwa kejadian musiman menyebabkan terjadinya tingkat pengembalian yang lebih besar pada saham-saham perusahaan kecil di bulan Januari.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Haugen dan Jorion (1996), mencatat pengembalian bulanan dari saham-saham NYSE dari tahun 1926 sampai tahun 1993, dimana tingkat pengembalian pada bulan Januari lebih besar daripada pengembalian pada bulan lainnya. Berdasarkan hasil dari analisa *regresi* menunjukkan bahwa *January Effect* telah hilang. Haugen dan Jorion menyebutkan penjelasan mengenai hal tersebut. *January Effect* bukan perwujudan dari pasar yang tidak efisien. Penjelasan ini menyatakan secara tidak langsung bahwa tidak ada kesempatan bagi investor untuk memperoleh *abnormal return*.

Watchel (Lavin, 2000) juga pertama kalinya mengidentifikasi adanya pola musiman *return* saham. Pada tahun 1976, Rozerff dan Kinney (Lavin, 2000) menemukan adanya perbedaan secara signifikan rata-rata *return* bulanan dan menyimpulkan pula terdapat *seasonality* di New York Stock Exchange (NYSE). Keim dan Renganum (Chattejee and Maniam, 1997) mengobservasi adanya *return* yang lebih tinggi dari saham-saham kecil dibandingkan *return* saham-saham besar hanya di beberapa hari perdagangan pada bulan Januari. Penelitian yang dilakukan oleh Keim (Lavin, 2000) menunjukkan adanya hubungan yang negatif antara *abnormal return* dan *size* di bulan Januari. Sedangkan studi yang dilakukan oleh

Lavin (2000) di NYSE mengenai *return seasonality* saham dan obligasi selama periode 1926-1992 dengan membentuk sepuluh portofolio berdasarkan nilai kapitalisasi pasar perusahaan menunjukkan hasil bahwa terdapat perbedaan rata-rata *return* yang signifikan antara saham-saham perusahaan kecil dan menengah dengan saham-saham perusahaan besar selama periode tersebut. Terdapat pula perbedaan yang signifikan antara *return* rata-rata bulan Januari dengan rata-rata *return* di bulan yang lain, terutama selama subperiode 1941-1975 untuk perusahaan kecil dan menengah serta subperiode 1976-1992 untuk perusahaan kecil. Dari penelitian ini tampak pula bahwa rata-rata *return* di bulan Januari untuk kelima portofolio terkecil menempati posisi tertinggi selama subperiode 1926-1940 dan menunjukkan penurunan selama dua subperiode berikutnya. Adanya *size effect* ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Badrinath dan Kini (Badrinath and Kini, 1994) dan Chatterjee dan Maniam (1997), menunjukkan bukti adanya efek Januari untuk perusahaan kecil selama periode 1987-1992.

Penelitian oleh Bhardwaj dan Brookes (1992) menunjukkan bahwa *January Effect* lebih dapat dijelaskan oleh *stock Price* dibandingkan *firm size*. Dalam periode tertentu, investor justru dapat memperoleh *positive abnormal return* (setelah diperhitungkan adanya *transaction cost*) melalui investasi *low price stock*. Penelitian mengenai *monthly effect* yang dilakukan oleh Bodreaux (1995) di delapan pasar modal (Denmark, Perancis, Jerman, Norwegia, Singapore/ Malaysia, Spanyol dan Swiss) selama tahun 1978 sampai dengan 1992 juga menunjukkan

bahwa di kedelapan pasar modal tersebut, diawal tahun, terjadi rata-rata *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata *return* di bulan-bulan yang lain.

Penelitian yang dilakukan oleh Sindang (1997) mengenai Efek Januari selama periode 1994-1997 menunjukkan adanya Efek Januari pada tahun 1996 dan 1997.

2.2.1.2 Penelitian yang menentang adanya fenomena *January effect*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Soeseno (1999) yang menunjukkan bahwa saham-saham dengan PER dan pengharapan laba yang rendah memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan saham-saham dengan PER dan pengharapan laba tinggi tidak hanya terjadi di bulan Januari. Hal ini menunjukkan tidak adanya efek Januari di BEJ.

Menurut Dr. Steve Sjuggerud, (President, Investment U) yang melakukan penelitian pada tahun 1994 sampai dengan 2004 menyatakan bahwa fenomena *January Effect* sudah tidak terjadi lagi semenjak semua orang mengetahui fenomena tersebut, fenomena ini terkenal pada awal tahun 1990-an yang ditemukan oleh Don Keim pada tahun 1980-an. Ketika semua orang tahu akan fenomena tersebut maka fenomena tersebut tidak berlaku lagi.

Penelitian yang dilakukan oleh Kremer (1994) dengan menggunakan Multifaktor untuk melihat bahwa adanya hubungan terbalik terjadi antara estimasi dan pengembalian yang diharapkan dan harga. Hal tersebut terjadi pada bulan Januari, tapi hilang dari bulan lainnya. Karena adanya pengembalian yang

diharapkan diprediksi dengan meniru model pada pengembalian rata-rata, hal ini menyatakan bahwa model menangkap adanya kejadian musiman dalam tingkat pengembalian. Hasil dari pengujian Kramer mengindikasikan bahwa *January Effect* dihilangkan secara keseluruhan ketika model multifaktor digunakan. Jadi, hasil tersebut menunjukkan bahwa perubahan tingkat pengembalian yang diharapkan bertanggung jawab terhadap anomali musiman yang terjadi pada perusahaan kecil.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Mehdiان dan Perry (2002) menunjukkan bahwa pengaruh *January effect* pada tiga indeks pasar modal di pasar modal Amerika mengungkapkan bahwa *January Effect* ditemukan sebelum periode *crash* 1987, dan tidak terjadi lagi setelah periode tersebut. Kemudian penelitian tersebut menyatakan lebih lanjut bahwa pengembalian saham selama minggu pertama bulan Januari tidak berbeda secara statistik dengan tingkat pengembalian pada bulan lainnya. Dari hasil tersebut disimpulkan bahwa *January effect* tidak dapat lagi dinyatakan sebagai anomali pasar saham.

2.2.1.3 Hipotesa Seputar Fenomena *January Effect*

Berbagai penelitian telah mengungkapkan seputar penyebab terjadinya fenomena *January Effect*, seperti : *Window-Dressing*, ketersediaan informasi, *tax-loss selling*, *bid ask bounce*, dan lainnya. Bukti-bukti pendukung dari setiap penjelasan tersebut telah dijelaskan. Berdasarkan Keim (1983), ada beberapa

penjelasa dan hipotesa yang menyatakan keberadaan fenomena *January Effect*.

Berikut ini merupakan penjelasan dari hipotesa-hipotesa yang ada :

1. Hipotesa *Tax Loss Selling*

Untuk memperkecil kerugian yang akan ditanggung investor, ada kecenderungan untuk menjual saham-saham dengan kinerja yang buruk di akhir tahun. Sebagian besar konsultan investasi akan menyarankan untuk melepas saham-saham yang memiliki kinerja yang buruk tersebut untuk menghasilkan *tax loss* sebelum akhir tahun. Tujuan penjualan saham-saham ini adalah untuk memperbaiki kinerja portofolio yang dimilikinya dan kemudian merealisasikan kerugian saham tersebut dalam perhitungan akuntansi pada akhir tahun. Dan hal ini akan mengurangi jumlah pajak yang ditanggungnya. Pada awal Januari biasanya tekanan aksi jual akan hilang dan hal ini akan mempengaruhi harga saham-saham tersebut. Dengan demikian harga saham akan menjadi lebih mahal dibandingkan dengan harga akhir tahunnya. (Jones et.al, 1991)

2. Hipotesa *Window Dressing*

Window Dressing ini hampir serupa dengan *tax loss selling*, yaitu terjadinya aksi jual saham-saham yang memiliki kinerja buruk oleh para investor pada akhir tahun. Tujuan dari penjualan ini ialah lebih ditinjau dari sudut pandang para manajer keuangan dalam rangka memperbaiki laporan kinerja portofolio. Dengan demikian laporan yang tersusun di akhir tahun akan terlihat bagus. Sama halnya dengan *tax loss selling*, aksi jual saham-

saham tersebut akan mengakibatkan turunnya harga saham diakhir tahun untuk selanjutnya harga akan kembali normal dengan berhentinya aksi jual pada awal bulan Januari tahun berikutnya (Jones, et. All, 1991)

3. Hipotesa *Small Stock's Beta*

Sebagian analis keuangan berpendapat bahwa pada bulan Januari biasanya saham-saham kecil akan memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan dengan bulan-bulan sebelumnya. Jika memang hal tersebut benar, maka tentunya saham-saham kecil tersebut akan menghasilkan rata-rata *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan sebelumnya, dan hal ini akan memberikan kontribusi bagi terjadinya *January Effect*.

4. Hipotesa Ketersediaan Informasi

Pada penelitian Rozeff dan Kinney (1976) mengemukakan bahwa Januari adalah bulan yang tidak pasti dan harus dihindari karena adanya pemberian informasi keuangan akan datang yang penting seperti pendapatan tahun sebelumnya. Ketersediaan informasi tersebut berpengaruh pada perusahaan karena proses pengumpulan dan pengolahan informasi tersebut memerlukan biaya.

5. Hipotesa Perilaku Investor

Hipotesa ini seperti yang dikemukakan oleh Haugen dan Lakonishok (1988) yang mengasumsikan investor menginvestasikan dananya pada indeks pasar sampai akhir tahun, lalu dana tersebut digunakan untuk membeli saham pada awal perdagangan di tahun berikutnya. Dari perilaku

investor tersebut akan mengangkat harga saham dan menimbulkan *January effect*.

6. Penjelasan lain

Keim memberikan kesan bahwa *January Effect* tidak akan memberikan akibat secara ekonomi, secara tidak langsung pengaruh tersebut mungkin karena pengaruh lain seperti *outliers*. Konsentrasi pada *listing* dan *delisting*, atau kesalahan data. Tetapi penelitian tersebut ditolak karena kurangnya bukti. Penjelasan lain untuk *January Effect* adalah didasarkan pada *size effect*. Terdapat penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan kecil memiliki risiko yang tinggi pada awal perdagangan dengan bulan lainnya dan lalu dikompensasikan dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi.

2.3 Event Study

Event Study merupakan suatu *study* untuk mengukur efek terhadap nilai saham akibat adanya suatu *event* atau kejadian tertentu yang diumumkan secara umum. Study ini banyak digunakan untuk mengukur suatu kejadian-kejadian tertentu seperti pengumuman *tender offer*, *right issue*, *dividen*, *stock split* dan untuk melihat tingkat pengembalian untuk mengetahui adanya anomali tertentu.

Event study pertama kali dilakukan oleh James Dolley (1933) untuk menguji efek harga dari *stock splits*. Sampai saat ini telah banyak penelitian yang menggunakan *event study* namun dengan tingkat kesulitan yang bertambah pada

akhir tahun 1960-an, penelitian yang berkembang di masa datang dilakukan oleh Ray Ball dan Phillip Brown (1969) dan Eugene Fama et al. (1969) yang memperkenalkan metodologi *event study* seperti yang digunakan oleh banyak peneliti saat ini.

Dalam penelitian yang menggunakan *event study*, yang menjadi fokus pembahasan adalah *abnormal return*, *Abnormal return* dapat dihitung dengan mencari selisih antara *actual return* dan *expected return*.

Penelitian dengan menggunakan *event study* adalah dengan tahapan sebagai berikut :

1. Menentukan *event* yaitu dengan cara mengumpulkan perusahaan sampel yang tergolong aktif dalam pasar modal.
2. Menemukan waktu yang tepat untuk suatu *event* tertentu dan menetapkan waktu ini sebagai hari nol.
3. Menentukan periode *Study*.
4. Untuk setiap perusahaan sampel, hitung *return* harian setiap hari yang akan diteliti.
5. Hitung *abnormal return* untuk setiap saham perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.
6. Hitung rata-rata *abnormal return* untuk semua perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Dalam menginteprestasikan hasil studi, kita lebih mengarah kepada melihat rata-rata *abnormal return* dari keseluruhan perusahaan sampel daripada melihatnya secara terpisah.

7. Menghitung *cummulative abnormal return* untuk setiap perusahaan sampel.
8. Melakukan interpretasi terhadap hasil penelitian.

2.3.1 Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return* saham i pada hari ke t, dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Dimana :

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham i pada hari ke-t

$R_{i,t}$ = *Actual return* saham i pada hari ke-t

$E(R_{i,t})$ = *Expected return* saham i pada hari ke-t

2.3.2 Actual Return

Actual return merupakan keuntungan yang dapat diperoleh atas investasi suatu instrumen di pasar modal pada suatu periode tertentu. Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana ;

$R_{i,t}$ = Keuntungan saham i pada hari ke-t

$P_{i,t}$ = Harga saham i pada hari ke-t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada hari ke t-1

2.3.3 Expected Return

Expected return dapat diperoleh melalui estimasi. Berikut ini terdapat lima model untuk mengestimasi *expected return* menurut Damodaran (2002), yang berupa :

1. Mean Adjusted Model

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Dimana :

$E[R_{i,t}]$ = *Return* Ekspektasi sekuritas ke-1 pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = Lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2

Model ini disesuaikan rata-rata ini menganggap bahwa *return* ekspektasi yang bernilai konstan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi .

2. Market Adjusted Model

$$E(R) = E(R_m)$$

Model ini mengasumsikan bahwa *expected return* untuk seluruh saham sama dengan *expected return* pasar.

3. Capital Asset Pricing Model

$$E(R_j) = R_f + (R_m - R_f)\beta_j$$

Asumsi dari model ini adalah *expected return* dari suatu saham adalah sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko pada saham tersebut. Model ini lebih tepat apabila dibandingkan dengan *mean adjusted model* bila risiko saham, tingkat pengembalian bebas risiko serta tingkat pengembalian pasar adalah konstan sepanjang waktu.

4. *Portofolio Adjusted Model*

$$E(R_j) = E(R_p)$$

Model ini mengasumsikan bahwa *expected return* saham adalah sama dengan *expected return* portofolio dimana portofolio terdiri dari beberapa saham dengan karakteristik yang sesuai dengan saham tersebut.

5. *Market Model*

$$E(R_{i,j}) = \alpha + \beta_1 R_{mj} + \varepsilon_{i,j}$$

Dimana :

$E(R_{i,j})$ = *Expected Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

R_{mj} = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan Rumus = $(IHS_{Gj} - IHS_{Gj-1}) / IHS_{Gj}$ dengan IHS_G adalah Indeks Harga Saham Gabungan

$\varepsilon_{i,j}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

Model ini mengasumsikan bahwa *expected return* dari suatu saham dipengaruhi oleh *market return*.

Metode *event study* juga dapat dipergunakan untuk menguji efisiensi pasar modal, yaitu dengan pengukuran besarnya dampak suatu peristiwa dengan menilai kecepatan reaksi harga saham terhadap peristiwa yang bersangkutan. Semakin efisien suatu pasar modal, maka akan semakin cepat informasi diserap dan terefleksikan pada harga saham tersebut.

2.4 Analisa Teknikal

Untuk dapat memilih investasi yang aman, diperlukan satu analisis yang cermat, teliti, dan didukung dengan data-data yang akurat. Teknik yang benar dalam analisis akan mengurangi risiko bagi investor dalam berinvestasi. Ada banyak teknik analisis yang dapat dipilih investor, mulai dari yang sederhana sampai dengan analisis yang bersifat rumit. Secara umum, ada banyak teknik analisis dalam melakukan penelitian investasi tetapi yang paling banyak dipakai adalah analisis yang bersifat fundamental dan analisa teknikal, analisis ekonomi, dan analisis rasio keuangan. Pada analisa fundamental lebih menitikberatkan kepada proses identifikasi faktor-faktor fundamental perusahaan untuk menilai sebuah saham. Faktor-faktor tersebut meliputi kinerja keuangan perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan, kebijakan deviden dan lainnya. Selain itu, analisa fundamental juga mencakup analisa terhadap industri dimana perusahaan tersebut

bergerak dan penilaian terhadap kondisi makroekonomi sebuah negara. Analisis ini sering disebut juga dengan *Company Analysis*.

Sementara itu, analisa teknikal merupakan sebuah upaya untuk memperkirakan harga saham (kondisi pasar) dengan mengamati pergerakannya berbeda dengan pendekatan fundamental, pada analisa teknikal tidak memperhatikan faktor-faktor fundamental (Pertumbuhan penjualan, laba perusahaan, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, kebijakan pemerintah dan lain sebagainya).

Adapun pemikiran yang mendasari analisa teknikal adalah bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan, informasi tersebut ditunjukkan oleh perubahan harga dimasa yang lalu dan karenanya, perubahan harga saham akan mempunyai pola tertentu yang akan terjadi secara berulang.

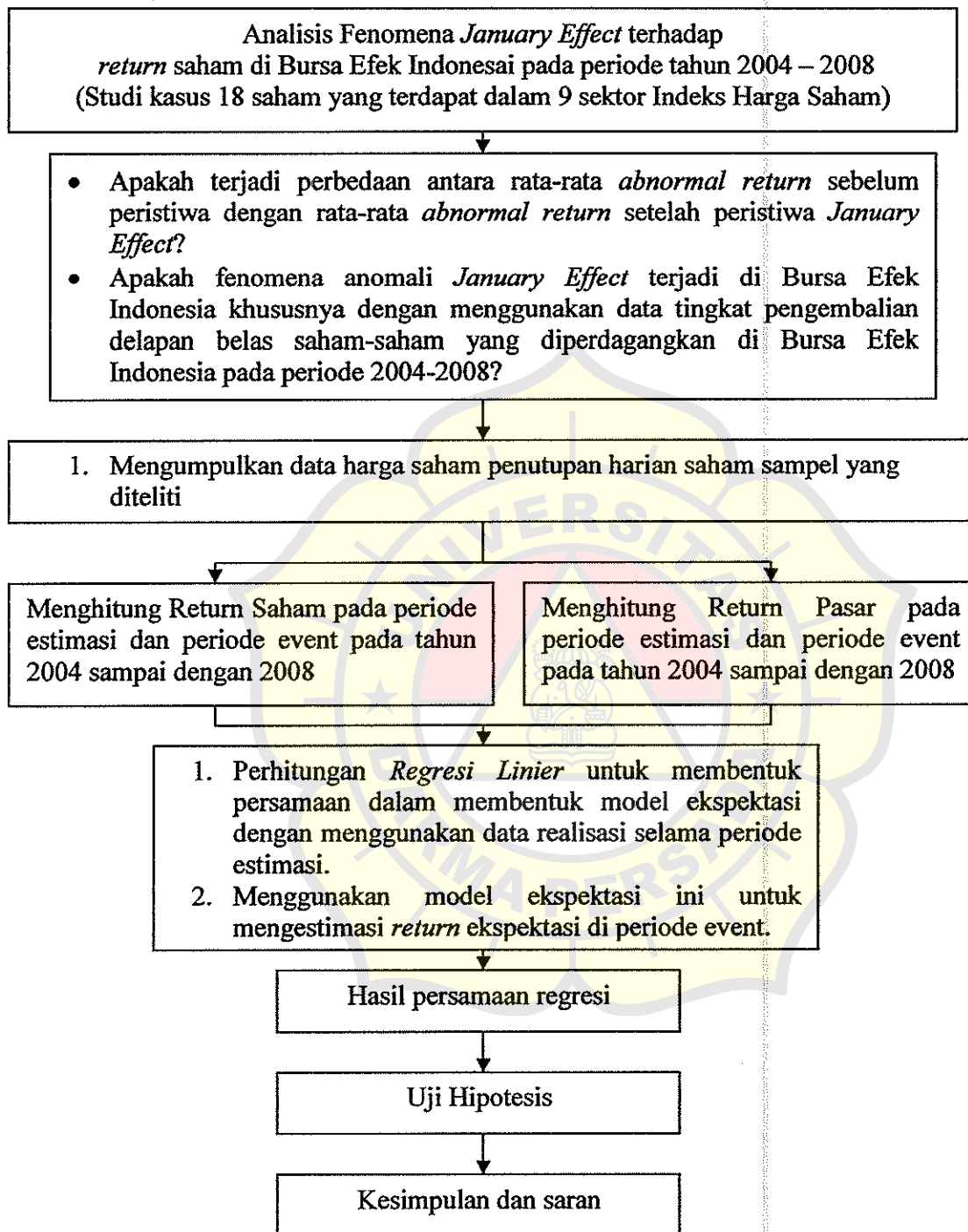
Analisis ini cukup sering dipakai oleh calon investor, dan biasanya data yang digunakan dalam analisis ini adalah grafik, atau program komputer. Dari grafik atau program komputer yang dapat diketahui bagaimana kecenderungan pasar, sekuritas, atau *future* komoditas yang akan dipilih dalam berinvestasi. Meskipun biasanya analisis ini digunakan untuk analisis jangka pendek dan jangka menengah tetapi sering juga digunakan dalam jangka panjang, yang didukung juga oleh data-data lain. Teknik ini mengabaikan hal-hal yang berkaitan dengan posisi keuangan perusahaan. Beberapa analisis teknikal antara lain berupa grafik sederhana dan *moving average*. Grafik sederhana contohnya adalah *trend* (kecenderungan).

Gerakan trend tersebut didasarkan pada data berkala (*time series data*). Data berkala merupakan data yang dikumpulkan dari waktu ke waktu, menggambarkan perkembangan suatu kegiatan. Dengan analisis ini dimungkinkan untuk mengetahui perkembangan suatu atau beberapa kejadian serta hubungan pengaruhnya terhadap kejadian lainnya.

Oleh karena itu, terdapat perbedaan yang sangat jelas antara konsep *January effect* dengan *random walk*, dimana metodologi *January effect* mengacu kepada keberadaan sebuah pola dimana *return* saham bulan Januari lebih besar apabila dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya pada tahun yang sama, sedangkan *random walk* mengacu pada pergerakan saham yang bersifat acak.

Dengan demikian, terdapat korelasi yang kuat antara *January effect* dengan analisa teknikal, dimana investor yang lebih cenderung menggunakan analisis teknikal dalam strategi berinvestasi, maka dapat menjadi *reading opportunities* apabila ditemukan fenomena *January effect* tersebut dalam Bursa Efek Indonesia.

2.5 Kerangka Pikir



Gambar 2.1