

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1 Pasar Modal

Menurut Yoyo Arifardhani (2020:7) Pasar modal sama halnya seperti pasar lainnya, namun yang membedakannya ialah objeknya, yaitu efek atau tempat diperdagangkannya efek. Pengertian pasar modal dalam terminologi Bahasa Inggris disebut Stock Exchange atau Stock Market adalah *An organized market or exchange where shares (stocks) are traded*, yaitu pasar uang yang terorganisir dimana efek-efek diperdagangkan. Pengertian pasar modal (capital) dapat dibedakan:

1. Barang modal (capital goods) seperti tanah, bangunan, Gedung dan sebagainya.
2. Modal Uang (fund) kegiatan pasar modal ini juga salah satu sector yang dapat menuunjang kemajuan perekonomian negara.

Produk yang diperdagangkan dalam pasar modal, yakni: saham, obligasi, dan reksa dana. Ketiga produk tersebut memiliki karakter yang berbeda. Kebanyakan orang memilih untuk berinvestasi dalam pasar modal karena melihat keuntungan besar yang akan didapatkan.

Merujuk pada Undang-Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta Lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Definisi nilai menyiratkan bahwa seperti pada pasar modal pada umumnya, pasar modal Indonesia dibentuk untuk menghubungkan investor dengan perusahaan atau institusi pemerintah. Investor merupakan pihak yang mempunyai kelebihan dana, sedangkan perusahaan atau institusi pemerintah memerlukan dana untuk membiayai berbagai proyeknya. Dalam hal ini, pasar modal berfungsi sebagai pengalokasi dana dari investor ke perusahaan atau institusi pemerintah. Agar alokasi dana menjadi efektif, berbagai jenis sekuritas (efek/surat berharga) diciptakan dan diperdagangkan di pasar modal untuk mempertemukan kedua pihak tersebut. Sedangkan menurut Mishkin dan Eakins (2018:16) *Capital market is the market which longer-term debt (original maturity or greater) and equity instrument are traded.*

Emiten adalah Pihak yang melakukan Penawaran Umum, yaitu penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten untuk menjual Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam peraturan Undang-undang yang berlaku. Emiten dapat berbentuk orang perseorangan, perusahaan, usaha bersama, asosiasi, atau kelompok yang terorganisasi. Emiten dapat menawarkan Efek yang berupa surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari Efek. Jenis Efek yang lain adalah Sukuk, yang merupakan Efek

Syariah, yakni akad dan cara penerbitannya sesuai dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal. Pada umumnya, Emiten melakukan penawaran Efek melalui Pasar Modal untuk saham, obligasi, dan sukuk. (Hermawan, 2018:11).

2.1.1.1 Fungsi Pasar Modal

Berdasarkan pendapat Tandelilin (2017:13) pasar modal memiliki fungsi sebagai lembaga perantara (intermediaries) yang bermaksud untuk menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki kelebihan dana. Selain itu pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana dapat memilih alternatif investasi yang dapat memberikan return yang relative besar.

Adapun menurut Husnan Suad (2015:4) menyatakan bahwa pasar modal memiliki dua fungsi, yaitu:

1. Fungsi Ekonomi Untuk menyediakan fasilitas dengan memindahkan dana dari lender (para investor yang menanamkan dananya dalam pasar modal) ke borrowes (emiten atau perusahaan yang menerbitkan efek di pasar modal). Yang dimana lender mengharapkan akan memperoleh keuntungan imbalan sedangkan borrowers karena tersedianya ada dari pihak luar memungkinkan melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan.

2. Fungsi Keuangan Untuk menyediakan dana yang diperlukan oleh para borrowers dan lenders menyediakan dana tanpa terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Menurut Giacinta (2016:135) mengatakan bahwa pasar modal memiliki fungsi sebagai:

1. Sebagai sarana penambah modal bagi usaha Perusahaan dapat memperoleh dana dengan cara menjual saham ke pasar modal. Saham-saham ini akan dibeli oleh masyarakat umum, perusahaan-perusahaan lain, lembaga, atau oleh pemerintah.
2. Sebagai sarana pemerataan pendapatan Setelah jangka waktu tertentu, saham-saham yang telah dibeli akan memberikan dividen (bagian dari keuntungan perusahaan) kepada para pembelinya (pemiliknya). Oleh karena itu, penjualan saham melalui pasar modal dapat dianggap sebagai sarana pemerataan pendapatan.
3. Sebagai sarana peningkatan kapasitas produksi Dengan adanya tambahan modal yang diperoleh pasar modal, maka produktivitas perusahaan akan meningkat.
4. Sebagai sarana penciptaan tenaga kerja Keberadaan pasar modal dapat mendorong muncul dan berkembangnya industry lain yang berdampak pada terciptanya lapangan kerja baru.
5. Sebagai sarana peningkatan pendapatan negara Setiap dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan dikenakan pajak oleh

pemerintah. Adanya tambahan pemasukan melalui pajak ini akan meningkatkan pendapatan negara.

6. Sebagai indikator perekonomian negara Aktivitas dan volume penjualan/pembelian di pasar modal yang semakin meningkat (padat) memberi indikasi bahwa aktivitas bisnis berbagai perusahaan berjalan dengan baik, begitu pula sebaliknya. Pasar modal memiliki banyak jenis menurut fungsinya. Masing-masing jenis pasar mempunyai fungsi yang saling berkaitan antara pasar satu dengan yang lainnya, sehingga dapat menciptakan suatu kondisi pasar modal yang efisien.

2.1.2 Investasi

Menurut Nila Firdausi Nuzula dan Ferina Nurlaily (2020:6) Investasi merupakan proses pengelolaan dana, atau menanamkan dana atau modal di masa sekarang dengan harapan akan menerima sejumlah aliran pembayaran yang menguntungkan di kemudian hari. Dana dikelola dengan cara membeli sekuritas atau asset keuangan, yaitu berupa saham, obligasi atau derivative seperti option dan futures contract. Definisi lain menurut Sri Handini dan Erwin Dyah Astawinetu (2020:2), Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.

Adapun menurut Jorgiyanto (2017:5) Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu. Kemudian menurut Astawinetu (2020:2) Investasi adalah

komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.

Menurut Jaja Suteja dan Ardi Gunardi (2016:2) menjelaskan beberapa alternatif pilihan yang dapat digunakan investor dalam menginvestasikan modal yang dimilikinya, antara lain:

1. Aset Berwujud Merupakan aset tetap berwujud yang dapat dilihat secara fisik, yang berupa tanah, bangunan, pabrik, hak cipta, merek dagang, dan sebagainya.
2. Aset Keuangan Merupakan selembar kertas yang memiliki nilai karena memberikan klaim kepada pemiliknya atas penghasilan atau aset yang dimiliki oleh pihak yang menerbitkan aset finansial tersebut. Misalnya: saham, obligasi, opsi, kontrak futures, dan sebagainya. Investasi dalam aset keuangan dapat dilakukan dalam dua bentuk, yaitu:
 - a. Investasi langsung, yaitu investasi dengan membeli aset keuangan yang bisa diperdagangkan di pasar uang (money market), pasar modal (capital market) maupun di pasar turunan (derivative market).
 - b. Investasi tidak langsung, yaitu investasi yang dilakukan investor dengan pembelian surat berharga dari perusahaan investasi. Jenis investasi yang dapat dipilih ialah unit investment trust, close end investment companies, dan open end investment companies.

2.1.3 Saham

Menurut Belvin Tannadi (2020:5) Saham merupakan bukti kepemilikan suatu perusahaan, yang artinya, jika kita memiliki saham perusahaan, berarti kita memiliki bagian atas kepemilikan perusahaan tersebut.

Adapun Jenis Jenis saham sebagai berikut:

2.1.3.1 Saham Preferen

Saham preferen mempunyai sifat gabungan (*hybrid*) antara obligasi dan saham biasa. Seperti obligasi yang membayarkan bunga atas pinjaman, saham preferen juga memberikan hasil yang tetap berupa dividen preferen seperti saham biasa, dalam hal likuidasi, klaim pemegang saham preferen di bawah klaim pemegang obligasi. Dibandingkan dengan saham biasa, saham preferen mempunyai beberapa hak, yaitu hak atas dividen tetap dan hak pembayaran terlebih dahulu jika terjadi likuidasi. Oleh karena itu, saham preferen dianggap mempunyai karakteristik ditengah-tengah antara *bond* dan saham biasa. Jorgiyanto (2017:169)

2.1.3.2 Saham Biasa

Jika perusahaan hanya mengeluarkan satu kelas saham saja, saham ini biasanya dalam bentuk saham biasa (*common stock*). Pemegang saham adalah pemilik dari perusahaan yang mewakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, biasa mempunyai hak seperti hak control, hak menerima pembagian keuntungan, dan hak *preemptif*. Jorgiyanto (2017:174).

2.1.3.3 Saham Treasury

Saham *treasury* adalah saham milik perusahaan yang sudah pernah dikeluarkan dan beredar yang kemudian dibeli Kembali oleh perusahaan untuk tidak dipensiunkan tetapi disimpan sebagai treasuri. Perusahaan emiten membeli kembali saham sebagai saham treasuri. (Jorgiyanto, 2017:178).

Menurut Audina & Laturette (2017) klasifikasi saham berdasarkan nilai kapitalisasinya, terbagi menjadi 3 jenis saham:

1. Big-cap atau yang sering disebut saham blue chip Merupakan kelompok saham yang berkapitalisasi besar dengan nilai kapitaliasasi diatas Rp 5 triliun. Saham-saham ini diterbitkan oleh perusahaan yang sudah mapan dan memiliki kinerja yang baik.
2. Mid-cap atau biasa dikenal dengan saham second liner Merupakan sekelompok saham yang berkapitalisasi besar antara Rp 1 triliun sampai dengan Rp 5 triliun. Saham ini sering juga disebut saham lapis kedua.
3. Small-cap Merupakan kelompok saham yang nilai kapitalisasinya dibawah Rp 1 triliun, biasa disebut saham lapis ketiga.

2.1.4 Efisiensi Pasar

Menurut Jorgiyanto (2017:587) Efisiensi pasar merupakan bagaimana pasar memproses informasi dan bagaimana reaksi pasar atas informasi yang tersedia untuk menuju ke posisi ekuilibrium baru.

2.1.4.1 Efisiensi pasar bentuk lemah

Pasar dikatakan dalam bentuk lemah jika harga harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (fully reflect) informasi masa lalu. Informasi masa lalu

ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori *Random Walk* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan.

Riana (2022:301), Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*Weak form of the efficient market hypothesis*), jika harga sekuritas merefleksikan secara penuh informasi harga dan volume sekuritas masa lalu. Pelaku masih dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi selain data pasar.

Adanya bentuk musiman atas kinerja harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga saham akan naik menjelang tutup tahun (akhir tahun) dan kemudian turun pada awal tahun. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari jatuhnya harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan pedagang tersebut akan menyebabkan harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun. Investor yang cerdas tentu akan menjual saham yang dimilikinya pada akhir tahun untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari menurunnya harga saham di awal tahun.

2.1.4.2 Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga secara penuh mencerminkan informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

Kemudian menurut Riana (2022:302), semua pelaku pasar memperoleh semua akses yang sama terhadap informasi publik, strategi informasi yang mengandalkan laporan keuangan publikasi tidak akan mampu menghasilkan *abnormal return* secara terus menerus. Jenis informasi yang dipublikasikan termasuk semua informasi dalam laporan keuangan, laporan tahunan atau informasikan yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi dari perusahaan pesaing, maupun harga saham historis. Data makro atau kebijakan fiskal suatu negara juga digambarkan pada harga saham. Lebih lanjut karakteristik anggaran nasional juga akan berpengaruh terhadap harga saham pada suatu pasar modal.

Menurut konsep semi-kuat, investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Dengan kata lain, analisis terhadap laporan keuangan tidak memberikan manfaat apa-apa. Ide dari pandangan ini adalah bahwa sekali informasi tersebut menjadi informasi publik, artinya tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan informasi publik yang ada.

Berlawanan dengan pendukung hipotesis pasar bentuk lemah, pada pasar efisien bentuk semi-kuat ada banyak investor yang berpikir bahwa mereka dapat

memperoleh keuntungan dengan melakukan analisis dengan menggunakan data atau informasi akuntansi (dari laporan keuangan) dan dari sumber lain untuk mengidentifikasi saham yang salah harga (*mispriced*) disebut investor tersebut melakukan analisis fundamental

2.1.4.3 Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini maka tidak ada investor yang dapat memperoleh keuntungan.

Riana (2022:303), Pasar bentuk kuat berarti sudah mencapai efisiensi bentuk yang sempurna, karena dalam pasar efisien ini mencakup semua informasi, baik itu informasi historis, informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan.

Menurut Jorgiyanto (2017:105) mengatakan bahwa pasar efisien merupakan suatu kondisi dimana informasi mengenai semua harga dapat diperoleh secara terbuka dan cepat tanpa adanya kesulitan tertentu.

2.1.4.4 Syarat-syarat Pasar Modal Efisien

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien. Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut :

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*.

2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat radio, koran atau media masa lainnya, sehingga informasi tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lainnya. Informasi dihasilkan secara *random* mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang mampu dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

Sebaliknya jika kondisi-kondisi di atas tidak terpenuhi, kemungkinan pasar tidak efisien dapat terjadi. Dengan demikian, pasar dapat menjadi tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut ini terjadi.

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi tidak merata sehingga ada sebagian pelaku pasar yang menerima informasi

tepat waktunya, sebagian menerima informasi dengan terlambat dan sisanya mungkin tidak menerima informasi sama sekali.

3. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-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, karena mereka mempunyai kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima.

2.1.4.5 *Random Walk Hypothesis*

Random Walk Hypothesis adalah teori manajemen keuangan yang menyatakan bahwa harga pasar saham berevolusi menurut jalan acak dan karena itu tidak dapat diprediksi. Hal ini konsisten dengan hipotesis pasar yang efisien. (Hakim, 2022:42).

2.1.4.6 *Non-Random Walk Hypothesis*

Sedangkan *Non-Random Walk Hypothesis* merupakan sebuah teori yang bertolak belakang dengan *Random Walk Hypothesis*, teori tersebut mempercayai bahwa harga dapat bergerak dalam trend dan studi harga terakhir dapat digunakan untuk meramalkan arah harga pada masa depan. Weber dan beberapa peneliti lainnya menemukan kesimpulan bahwa harga saham dengan revisi nilai meningkat terhadap pendapatan akan mampu mengungguli saham lain dalam 6 bulan kedepan. Dengan pengetahuan ini, investor memiliki keuntungan dalam memprediksi saham dan mengambil keputusan saham yang akan ditarik keluar dari

pasar dan saham-saham dengan revisi meningkat yang dapat dimasukkan ke dalam portofolio. (Hakim, 2022:43).

2.1.5 Anomali Pasar

O'Doherty (2015) menyatakan di dalam penelitiannya bahwa anomali adalah pola pengembalian saham yang rata-rata tidak konsisten dengan model perilaku harga aset yang berlaku. Sedangkan menurut Trisnadi dan Sedana (2016) anomali pasar (market anomaly) adalah teknik dan strategi yang tampaknya berlawanan dengan konsep teori pasar efisien. Anomali pasar ini selalu dikaitkan dengan konsep atau teori pasar modal yang efisien. Adanya anomali (ketidakteraturan) pasar kemudian membentuk salah satu fenomena yang mengganggu teori hipotesis pasar modal efisien. Saraswati dkk (2015) menyatakan bahwa pasar tidak dapat benar-benar dikatakan efisien, karena adanya anomali (ketidakteraturan) pasar yang selalu dikaitkan sebagai salah satu bentuk dari fenomena yang mengganggu teori hipotesis pasar modal efisien.

Di dalam penelitian Trisnadi dan Sedana (2016) anomali pasar (market anomaly) adalah teknik dan strategi yang tampaknya berlawanan dengan konsep pasar efisien. Pertama, adanya ketidaksempurnaan pada struktur pasar, yang mana tidak ada pasar yang benar-benar sempurna. Kedua, adanya kekuatan penyimpangan yang besar dari perilaku yang telah dilakukan oleh para investor saat melakukan perdagangan. Dan terakhir, acuan teori pasar modal yang dipakai oleh investor dalam melakukan strategi investasi kurang tepat sehingga bisa menyebabkan terjadinya kesalahan atau penyimpangan dalam penilaian pasar modal.

Menurut Wong (2020) Hipotesis Pasar Efisien menyatakan bahwa tidak mungkin seorang investor mengungguli pasar karena semua informasi yang tersedia sudah dimasukkan ke dalam harga saham. Namun, beberapa anomali dapat bertahan di pasar saham sementara beberapa anomali lainnya dapat muncul, hilang, dan muncul kembali tanpa peringatan apa pun.

Kemudian Khan (2017) berpendapat bahwa Calendar Effect adalah efek ekonomi atau anomali pasar terkait dengan teori waktu kalender yang menyatakan bahwa pasar akan berperilaku berbeda pada jam yang berbeda pada hari itu, hari-hari lain, mingguan, berbagai waktu pada bulan dan tahunan. Menurut Jones (2014:311) Anomali pasar (market anomaly) adalah teknik dan strategi yang tampaknya berlawanan dengan konsep pasar efisien.

Fadlilah (2019) menjabarkan terkait empat jenis kelompok anomali pasar, sehingga menjadi sebagai berikut:

2.1.5.1 Anomali Perusahaan (Firm Anomaly)

1. Size Effect

Size Effect adalah ketika Excess return atau kelebihan return sesungguhnya terhadap return normal dari perusahaan kecil cenderung memiliki nilai yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang lebih besar.

2. Closed-end Mutual Funds Effect

Anomali ini adalah ketika Return pada *close-end funds* yang dijual dengan potongan, memiliki nilai return yang cenderung lebih tinggi.

3. *Neglect Effect*

Neglect Effect adalah ketika sebuah perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis, memiliki kecenderungan return lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang terdapat banyak analisis.

4. *Institutional Holdings*

Institutional Holdings adalah sebuah perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi memiliki kecenderungan return yang lebih tinggi.

2.1.5.2 Anomali Peristiwa (Event Anomaly)

1. *Analysis Recommendation*

Semakin banyak analis merekomendasikan untuk membeli suatu saham semakin tinggi pula peluang harga akan turun.

2. *Insider Trading*

Semakin banyak saham yang dibeli oleh insiders, semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.

3. *Listing*

Anomali ini terjadi ketika perusahaan telah mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di bursa atau listing, harga sekuritas cenderung akan naik.

4. *Value Line Rating Changes*

Anomali ini terjadi ketika value line menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi, menyebabkan harga sekuritas akan naik.

2.1.5.3 Anomali Akuntansi (Accounting Anomaly)

1. P/E Ratio Effect

Sebuah anomali pasar saham dengan p/e ratio rendah memiliki return yang lebih tinggi dibanding saham dengan p/e ratio tinggi.

2. Earning Surprise

Saham dengan capaian earnings lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.

3. Price/Sales

Saham dengan rasio price/sales yang rendah cenderung berkinerja lebih baik dibanding dengan saham yang memiliki rasio price/sales yang tinggi.

4. Price/Book

Saham dengan rasio price/book yang rendah cenderung berkinerja lebih baik dibanding dengan saham yang memiliki rasio price/book yang tinggi.

5. Dividend Yield

Saham dengan yield-nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik dibanding dengan saham yang yield-nya rendah.

6. Earnings Momentum

Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan earnings-nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik dibanding dengan saham perusahaan dengan tingkat pertumbuhan earnings-nya tidak meningkat.

Adapun anomali pasar lainnya menurut Fuksiewicz (2021) sebagai berikut:

2.1.5.4 Anomali Musiman (Seasonal Anomaly)

1. *Window Dressing*

Pengertian *Window Dressing* menurut Alexander *et al* (2022) sebagai berikut:

“*Window Dressing* yang mengacu pada strategi yang digunakan oleh manajer aset menjelang akhir periode pelaporan untuk meningkatkan penampilan kinerja dana kepada klien atau pemegang saham. Untuk menutup-nutupi kinerja, fund manager dapat menjual saham dengan kerugian besar, atau membeli saham dengan keuntungan besar menjelang akhir kuartal. Transaksi ini menciptakan kesan bahwa pengelola dana cukup cerdas untuk menghindari kerugian atau memilih investasi yang menguntungkan”.

Kemudian Menurut Jassal (2018) menyatakan bahwa:

“Manajer pengelola dana biasanya membuang saham-saham yang bermasalah setiap kuartal untuk membuat portofolionya lebih baik. Namun pada kuartal terakhir aktivitas ini meningkat untuk menunjukkan kinerja dana yang lebih baik sehingga menyebabkan terjadinya *window dressing* di pihak pengelola dana. Ini bisa menjadi alasan pendapatan positif dan signifikan di kuartal keempat”.

Fenomena *Window Dressing* merupakan salah satu fenomena yang paling kuat dan konsisten di bursa saham di Indonesia hal ini dibuktikan dengan IHSG yang selalu positif di bulan desember. Istilah *Window Dressing* ini sering digunakan sebagai strategi mempercantik portofolio investasi yang dilakukan manajer investasi yang sering dilakukan di bulan desember sehingga fenomena ini dikenal dengan nama lain *December Effect*, *Santa Claus Rally*, dan *Quarter of the year Window Dressing* dilakukan guna menarik investor untuk berinvestasi. Selain itu, penguatan nilai saham mayoritas emiten juga menjadi tanda mulainya momen *Window Dressing*. Banyak pihak menilai, musim *Window Dressing* di akhir tahun merupakan saat yang tepat untuk melakukan investasi. Alasannya, harga saham akan menguat sehingga investor bisa mencetak imbal hasil yang lebih besar,

dibandingkan biasanya. Investor memiliki beberapa cara untuk memanfaatkan fenomena *Window Dressing*. Membeli saham, terutama yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar (Yunita & Rahyuda, 2019).

Menurut Rudyanto (2013: 137) istilah *Window Dressing* biasanya diartikan sebagai kecenderungan menguatnya IHSG menjelang penutupan akhir tahun, penyebab terjadinya *Window Dressing*, antara lain spekulasi kinerja emiten pada akhir tahun yang diperkirakan lebih baik dibanding tahun sebelumnya, positifnya data-data ekonomi menjelang akhir tahun, hingga pola anomali pasar saham yang secara historis sering terulang dan menjadi sebuah kebiasaan. Selain itu *Window Dressing* juga dipicu oleh usaha para emiten dan manajer investasi yang ingin mempercantik kinerjanya selama setahun penuh. Faktor *self-fulfilling prophecy* (kebiasaan umum yang selalu dipercaya terjadi) juga menambah kuatnya peluang *Window Dressing* di akhir tahun. Dengan memanfaatkan fenomena tersebut, investor bisa mendapatkan keuntungan investasi dalam jangka pendek karena *Window Dressing* biasanya terjadi pada bulan Desember. Dengan kata lain, jika berinvestasi pada akhir november dan menjualnya pada akhir desember, besar kemungkinan investor akan memperoleh keuntungan.

Kemudian menurut Arman (2022:54) *Window Dressing* yang paling signifikan biasanya terjadi pada akhir tahun, dimana biasanya harga saham akan menguat sampai bulan januari. *Window Dressing* terjadi karena adanya ekspektasi dari para pelaku pasar modal, bahwa setiap akhir tahun kinerja saham akan membaik. *Window Dressing* bisa saja terjadi di setiap kuartal, saat perusahaan menerbitkan laporan keuangan. Namun efek terbesar terjadi pada akhir tahun atau kuartal 4, saat

perusahaan tutup buku. Karena hal ini *Window Dressing* cenderung disebut oleh investor sebagai fenomena menjelang akhir tahun (Aprillia, 2016).

Window Dressing terjadi dalam setiap kuartal, hanya saja efeknya lebih besar pada akhir tahun. Pada akhir tahun biasanya akan di manfaatkan oleh *fund manager* untuk meningkatkan kinerja portofolionya.

2. *January Effect*

Menurut Wiarta dkk (2020) *January Effect* pertama kali diamati sekitar tahun 1942 oleh seorang banker bernama Sidney B. Wachtel, yang menyatakan bahwa ada kecenderungan performa saham yang tidak aktif meningkat tajam pada bulan Januari. Beberapa teori mengatakan fenomena ini terjadi karena investor retail di Amerika Serikat, yang memiliki saham yang tidak aktif ini, menjual sahamnya dengan alasan pajak pada akhir tahun dan menginvestasikan dananya pada awal tahun. Teori lainnya mengatakan bahwa adanya pembagian bonus di Amerika Serikat yang biasanya dibagikan di Januari, membuat investor banyak membeli saham di Januari sebagai investasi yang membuat harga saham naik.

Menurut Penuturan dari Pimarn Charn (2016:3) *january effect* adalah sebagai berikut:

“*January Effect* merupakan anomali musiman di pasar keuangan dimana harga surat berharga meningkat lebih tinggi pada bulan Januari dibandingkan bulan lainnya. Salah satu penyebabnya adalah karena para investor dan/atau pedagang menjual saham dalam keadaan rugi di akhir tahun dan membeli saham di awal tahun dengan sisa hasil penjualan saham di akhir tahun. Alasan lainnya adalah orang-orang dibayar berdasarkan bonus kerja mereka di akhir tahun dan kemungkinan besar mereka akan menggunakan sebagian dari bonus ini, atau bahkan seluruhnya, untuk membeli saham di awal tahun”.

Sedangkan menurut Wicaksono (2021:164) *January Effect* merupakan suatu fenomena yang terjadi di Pasar Modal saat harga-harga saham cenderung menguat

di bulan januari. Pandangan Atau harapan investor bahwa pada januari selalu akan terjadi perburuan saham oleh para fund manager ataupun institusi-institusi besar, pada akhirnya, bisa menyebabkan kenaikan pasar saham. (Hogan, 2017:99).

Fenomena *January Effect* yang merupakan suatu keadaan dimana return harga saham cenderung naik dibandingkan bulan sebelumnya. Para investor memiliki kepercayaan bahwa pada saat bulan Januari harga cenderung naik. Biasanya investor membeli saham pada saat bulan januari yang mengakibatkan harga saham cenderung naik (Indrayani, 2019).

3. Rogalsky Effect

Penamaan efek Rogalsky ini berasal dari peneliti yang bernama Rogalsky yang menemukan sebuah hubungan yang terjadi antara *January Effect* dengan The Day of The Week Effect. dimana reurn harian negatif yang biasa terjadi pada hari Senin (*Monday effect*) menghilang pada bulan tertentu. Menurut Jones (2014) *Rogalsky Effect* adalah salah satu jenis dari anomali musiman yang menggambarkan harga saham dalam hari Senin bulan Januari cenderung naik dibandingkan dengan hari Senin bulan lainnya dalam tahun yang sama. *Rogalsky Effect* merupakan fenomena menghilangnya Monday Effect berkaitan dengan adanya sistem pelaporan keuangan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa fenomena Monday Effect akan menghilang pada bulan Januari.

Berbeda dengan penemuan dari Rogalsky, para peneliti di indonesia menurut Meylianawati (2020) menemukan bahwa *Rogalsky Effect* tidak terjadi di bulan januari tetapi terjadi di bulan april, hal ini disebabkan oleh ketentuan yang ditetapkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal No.80/ PM/1996 berkaitan dengan

sistem pelaporan keuangan dimana laporan tahunan harus disertai dengan laporan akuntan dengan pendapat yang lazim dan disampaikan kepada Bapepam 120 hari setelah tanggal tahun tutup buku yaitu pada akhir tahun. Hal ini berarti laporan keuangan maksimum disampaikan pada bulan april.

4. *The Day of the Week Effect*

The Day of the Week Effect atau efek hari perdagangan merupakan sebuah fenomena anomali pasar musiman yang terjadi ketika hari-hari perdagangan memberikan return yang berbeda, hari Senin memberikan return yang negatif sedangkan hari Jumat memberikan return positif Menurut Fadlilah (2019) fenomena ini merupakan fenomena dengan perbedaan return yang signifikan pada hari Senin dengan hari-hari lainnya selain hari Senin dalam seminggu pada hari perdagangan, dimana return yang signifikan negatif terjadi pada hari Senin, sedangkan return positif terjadi pada hari-hari selain hari Senin.

Adapun Anomali Seasonal lainnya menurut Fuksiewicz (2021) Sebagai berikut:

1. *Monday effect*

Senin merupakan hari perdagangan pertama dalam satu minggu dan fenomena return harian pada hari Senin berbeda signifikan dengan 4 hari perdagangan lainnya disebut Monday effect. Studi tentang Monday effect di pasar keuangan negara maju dimulai pada tahun 1920an dimana para pelaku pasar keuangan sudah mengetahui adanya Monday effect.

2. *Sell in May*

Strategi investasi lama yang agak sederhana, “Jual di Bulan Mei dan Pergi” (juga dikenal sebagai strategi “Halloween”), telah menikmati popularitas yang tiada

henti dalam literatur akademis serta praktik investasi aktual. Mereka berpendapat bahwa memegang saham dari bulan November hingga April, dan kemudian beralih ke uang tunai dari bulan Mei hingga Oktober, memberikan keuntungan yang lebih tinggi dan risiko yang lebih rendah dibandingkan strategi beli dan tahan.

3. *Hour effect*

Jenis efek kalender dapat dilihat dalam jangka waktu yang lebih singkat. Contohnya adalah efek jam dalam sehari. Penelitian di pasar Amerika menegaskan, bahwa selama sesi itu sendiri, momen-momen dapat dibedakan, yang ditandai dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dan lebih rendah. Efek ini juga membantu mencapai keuntungan di atas rata-rata. Penelitian menunjukkan bahwa 45 menit pertama sesi secara statistik ditandai dengan tren menurun. Menariknya, fenomena ini hanya terjadi pada sesi Senin. Pada hari-hari lain dalam seminggu, permulaan sesi secara statistik membawa kenaikan harga. Tren efek kalender juga dapat dirujuk ke akhir sesi.

4. *Mark Twain effect*

Meskipun secara statistik bulan Oktober bukanlah bulan dimana tingkat pengembalian terendah tercatat. September adalah bulan yang demikian (memiliki sesi penurunan paling banyak), namun opini umum memusatkan perhatiannya pada bulan Oktober. Oktober dianggap sebagai bulan terlemah untuk investasi juga karena reputasi yang disebabkan oleh kehancuran terbesar dalam sejarah bursa saham.

5. *Difficult Dates Effect*

Budaya yang berbeda memiliki pandangan berbeda mengenai tanggal atau hari tertentu di kalender dan menganggapnya sebagai hari sial. Di Eropa, hari Jumat, tanggal 13 setiap bulan, umumnya diterima sebagai tanggal ketika situasi buruk mungkin terjadi.

6. *Presidential cycle*

Setelah pemilu, tahun pertama adalah tahun terlemah bagi investor. Namun, jika menyangkut tingkat pengembalian, periode terbaik adalah tahun ketiga masa jabatan presiden, yang biasanya dikaitkan dengan kegiatan yang bertujuan untuk kemungkinan terpilih kembali untuk masa jabatan berikutnya (atau mungkin calon dari partainya sendiri).

2.1.6 Behavioural Finance

Menurut Ady et al (2020) Keuangan Perilaku (behavioral finance) merupakan paradigma baru dalam keuangan, yang memberi suplemen untuk teori keuangan standar dengan memperkenalkan aspek-aspek perilaku pada pengambilan keputusan. Keuangan Perilaku menyetujui cara individu menggunakan informasi. Keuangan perilaku mencoba mencari dan memprediksi implikasi pasar finansial sistematis pada proses keputusan psikologi.

Terdapat dua topik dalam *behavioral finance* yaitu:

1. Behavioral finance mikro (BMFI) yang menguji perilaku atau bias dari investor individu yang membedakan mereka dari individu yang rasional seperti dalam teori ekonomi klasik

2. Behavioral finance makro (BMFA) yang mendeteksi dan mendeskripsikan anomali dalam hipotesis pasar efisien yang dijelaskan dalam model perilaku.

2.1.7 Perilaku Investor

Menurut Ibrahim (2018) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan. Khususnya, mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan. Pada konsep yang diuraikan secara jelas menyatakan bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi.

1. *Regret Theory*

Merupakan konsekuensi dari risiko pengambilan keputusan ketika melakukan analisa. Teori ini berlaku bagi investor yang membuat kesalahan dalam penilaian dengan cara menghindari menjual produk investasi tersebut.

2. *Theory of Mental Accounting*

Didefinisikan sebagai keraguan investor untuk menjual hasil investasi dengan keuntungan kecil dengan menunggu adanya periode kenaikan produk investasi.

3. *Over/Under Reacting Theory*

Asumsi linier Investor akan kenaikan dan penurunan pasar dengan mengabaikan harga dan data historis yang berakibat harga saham bergerak

diluar nilai intrinsik. Over atau under reaksi terhadap peristiwa pasar yang menghasilkan harga jatuh terlalu banyak pada berita buruk dan bangkit terlalu banyak berita baik.

4. *Theory of Overconfidence*

Theory of Overconfidence mendeskripsikan investor sering melebihkan pengetahuan diri sendiri tentang konsistensi dan keuntungan saat perdagangan. Mereka juga melebih-lebihkan ketepatan pengetahuan, Banyak investor percaya bahwa mereka dapat secara konsisten mendapatkan keuntungan di pasar modal dengan mempertimbangkan waktu waktu tertentu.

2.1.8 Stock Market Bubble

Bubble Stock merupakan perdagangan dalam volume besar dengan harga yang sangat berbeda dengan nilai intrinsiknya, dalam kata lain memperdagangkan produk atau aset dengan harga yang lebih tinggi dari nilai fundamentalnya kemudian harga terus mengalami kenaikan yang tidak bisa dijelaskan secara fundamental dan kemudian mengalami penurunan secara terus menerus Li (2017).

2.1.8.1 Konsep Bubble

Menurut Negrelli (2020) bubble terjadi ketika pelaku pasar yang lebih optimis mempertahankan harga diatas nilai fundamentalnya, atas dasar laporan berita publik yang tidak ada kaitanya dengan nilai fundamental aset. Pelaku pasar yang sangat kuat dengan berita non-fundamental yang menggeser keyakinan mereka ke bawah ambang tertentu, yang pada akhirnya manipulasi pasar dapat

bekerja melalui saluran manipulasi keyakinan yang menyebabkan periode kesalahan harga aset dijual jauh diatas nilai fundamentalnya.

2.1.8.2 Kategori Bubbles

Menurut Sulphrey (2014:117) Bubbles di pasar modal terbagi 2, bubble rasional dan tidak rasional Adapun 4 kategori bubbles yang diklasifikasikan sesuai dengan bagaimana bubble itu terjadi sebagai berikut:

1. Rational bubble based on symmetrical information

The Assumption underlying this bubble is that investor are rational as the information possessed by them is identical. Rational bubbles are generated by certain extraneous events, and spread through rumours. This bubble emerges mostly due to self-fulfilling expectations of investors regarding the growth of future prices. (Asumsi yang mendasari bubble ini adalah bahwa investor itu rasional karena informasi yang mereka miliki identik atau sama. Bubble rasional dihasilkan oleh peristiwa asing tertentu, dan menyebar melalui desas-desus. Bubble ini muncul sebagian besar karena pemenuhan harapan investor mengenai pertumbuhan harga di masa depan).

2. Rational bubble based on asymmetrical information

This category of bubbles occurs as a result of information asymmetry among investors. (Kategori bubble ini terjadi akibat asimetri informasi di kalangan investor)

3. Bubble related to behavioural finance theory

This bubble normally persists over a period of time. This occurs as rational investors inhibit limits of arbitrage from the elimination of price impacts

that may be caused by the behavioural traders. (bubble ini biasanya bertahan selama periode waktu tertentu. Ini terjadi karena investor rasional menghambat batas upaya arbitrase dari penghapusan dampak harga yang mungkin disebabkan oleh perilaku pedagang).

4. Bubble based on psychological biases

According to this category it is assumed that bubbles occur due to the emergence of heterogeneous beliefs of the investors about fundamental values.

Many investors are “noise traders” and make decisions and make decisions based on information that are in no way related to assessing the fundamental values of assets. This leads to over-optimism, over-confidence, availability bias, etc., which would make them conclude that them to conclude that there will be continued price rise. Investors are also influenced by certain social dynamics and involve in herd behaviour, which makes them to follow fads or chase trends. (Banyak investor memanfaatkan isu dan membuat keputusan berdasarkan informasi yang sama sekali tidak terkait dengan penilaian nilai fundamental aset. Hal ini menyebabkan optimisme berlebihan, kepercayaan berlebihan, bias ketersediaan, dll., Yang akan membuat mereka menyimpulkan bahwa akan ada kenaikan harga yang berkelanjutan. Investor juga dipengaruhi oleh dinamika sosial tertentu dan terlibat dalam perilaku kawanan, yang membuat mereka mengikuti mode atau mengejar tren).

2.1.9 Return Saham

Jorgiyanto (2017:263) Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasian yang sudah terjadi atau return ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi. Adapun jenis return menurut Jorgiyanto (2017:65) sebagai berikut:

1. Return Realisasian

Return realisasian merupakan return yang telah terjadi. Return realisasian dihitung menggunakan data historis. Return realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return realisasian ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasian.

2. Return Ekspektasian

Return ekspektasian adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan return realisasian yang sifatnya sudah terjadi, return ekspektasian sifatnya belum terjadi.

3. Return Tak Normal

Return tak normal atau *Abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasian. Dengan demikian return tak normal adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian.

Menurut Rahmawati, dkk (2020:29) mendefinisikan Pengembalian atau return merupakan imbalan yang diperoleh seorang investor dari kepemilikan atas keberanian menanggung risiko investasi yang dilakukan terdiri dari dividen dan capital gain/loss.

Return saham merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukan (Umam dan Sutanto (2017:21). Return merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh pemodal atau investor atas investasi yang dilakukannya. Setiap investasi, baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan pokok untuk mendapatkan keuntungan yang disebut sebagai return, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Menurut Jorgiyanto (2017:283) return atau return realisasian ini merupakan return yang telah terjadi yang dihitung menggunakan data historis. Return realisasian ini penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return realisasian juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasian (expected return) dan risiko dimasa datang.

Menurut Yulita (2017) return realisasi saham individual selama periode peristiwa dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} : Return saham perusahaan i pada hari ke t

P_{it} : Harga saham perusahaan i pada hari ke t

P_{it-1} : Harga saham perusahaan i pada hari ke t-1

Sedangkan untuk menghitung return ekspektasian ditunjukkan dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_i) = \sum_1^n \frac{R_{it}}{n}$$

Keterangan:

$E(R_i)$: Return ekspektasian (expected return) saham I

R_{it} : Return saham

N : Jumlah dari hasil masa depan

Return realisasian atau return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relative terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus $(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$.

Sedangkan Return ekspektasian merupakan return yang harus diestimasi. Jorgiyanto (2017:648) mengestimasi return ekspektasian menggunakan model estimasi Mean-Adjusted Model, Market Model, dan Market-Adjusted Model.

1. Mean-Adjusted Model

$$E[R_{it}] = \frac{1}{T} \sum_{t_1}^{t_2} R_{it}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$: Return normal sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$: Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

T : Lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai t_2 .

Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa.

Periode peristiwa disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa

2. Market Model

Perhitungan return yang dilakukan dengan 2 tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan data realisasi selama periode estimasi, dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasian

di periode jendela, Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (Ordinary Least Square) dengan persamaan:

$$R_{i,t} = a_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + e_{i,t}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$: Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

a_i : Intercept untuk sekuritas ke-i

β_i : Koefisien kemiringan yang merupakan beta dari sekuritas ke-i.

$R_{M,t}$: Return indeks pasar pada periode estimasi ke-t yang dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{M,t} = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_{t-1}$$

$e_{i,t}$: Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

3. Market Adjusted Model

Model disesuaikan pasar (Market Adjusted Model) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut.

$$R_m = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Keterangan:

R_m : Return Pasar pada periode t

$IHS G_t$: IHS G (composite index) saham pada periode t

$IHS G_{t-1}$: IHS G (composite index) saham pada periode t-1

Kemudian untuk menghitung return tak normal dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - e(R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$: Return tidak normal (abnormal return) sekuritas ke-i pada periode ke-t.

$R_{i,t}$: Return sesungguhnya yang terjadi pada sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t. $E(R_{i,t})$ = Return ekspektasi untuk sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t.

2.1.10 IDX30

Indeks ini diluncurkan pada tanggal 23 april 2012 yang berisi dengan 30 saham kapitalisasi terbesar di Iq45. Kriteria pemilihan saham di IDX30 adalah nilai transaksi, frekuensi transaksi, total hari transaksi dan kapitalisasi pasar. Aspek kualitatif yang juga dipertimbangkan adalah kondisi keuangan, prospek pertumbuhan, dan faktor-faktor lain yang berhubungan dengan pertumbuhan perusahaan. IDX30 adalah indeks saham yang masuk kedalam kategori indeks yang digunakan untuk mengukur performa harga dari saham-saham yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Indeks-indeks ini diterbitkan dan dikelola pihak ketiga di luar BEI. Indeks saham ini memudahkan investor untuk mengerucutkan pilihan ketika ingin berinvestasi di saham yang likuid dan memiliki kapitalisasi pasar besar.

Untuk definisi khususnya, IDX30 sendiri yaitu indeks yang mengukur kinerja harga 30 saham. Saham yang bisa masuk ke jajaran indeks tersebut tentunya

tidak sembarangan. Saham-saham tersebut harus memiliki likuiditas yang tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar.

2.2. Penelitian Terdahulu

Dalam penelitian ini, penulis juga memperoleh data dan informasi dari beberapa penelitian sebelumnya guna mempermudah proses penelitian. Berikut penelitian-penelitian sebelumnya yang terkait dengan penelitian ini:

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1	NIQA AGHNIA (2020)	FENOMENA MONTH OF THE YEAR EFFECT, <i>JANUARY EFFECT</i> , DAN ROGALSKI EFFECT TERHADAP RETURN SAHAM DI IDX30 BEI PERIODE 2014-2018	Pada bulan Januari terdapat return yang positif. Dengan demikian terbukti terjadi January Effect pada Bursa Efek Indonesia, Tidak terjadi Rogalski Effect pada Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018.

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
2	Alex Plastuna <i>et al</i>	<i>HISTORICAL EVOLUTION OF MONTHLY ANOMALIES IN INTERNATIONAL STOCK MARKETS</i>	<i>The results show that the January Effect was the most prevalent of the three anomalies. That in fact, the December Effect and the Mark Twain effect were never prevalent in the US. Furthermore, the January Effect was most prevalent in the middle of the 20 th century but has since disappeared. The January Effect indeed created opportunities for market participants to profit. Combined with similar results from comparable stock markets this confirms that the January Effect existed in these markets and is not just a market legend.</i>
3	Permatasari&Mustanda (2019)	ANOMALI EFEK KALENDER PADA RETURN SAHAM LQ-45 DI BURSA EFEK INDONESIA	Tidak terjadi January Effect pada saham dalam indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia selama periode Februari 2015 sampai dengan Januari 2018.
4	Adi Raharjo dkk (2013)	<i>DECEMBER EFEECT OF STOCK MARKET RETURN IN INDONESIA STOCK</i>	<i>We founded that December is the best month, average of return this month is the highest 5.21% with low risk where indicated</i>

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
		<i>EXCHANGE 1998-2012</i>	<i>with standard deviation 4.74% and low losses at -2.79%. Kurtosis 0.88% and skewness 0.79% told that December is closer to mean 4.89%. Mean in December is positive and highest. We conclusion are The December Effect causing positive return in Indonesia Stock Exchange. Investor is very likely to buy stock in December to get the positive return.</i>
5	Ferrouhi et al (2021)	CALENDAR ANOMALIES IN AFRICAN STOCK MARKETS	<i>In this replication study, we confirm precedent results of Obalade and Muzindutsi (2019) regarding the Mauritian Index. Indeed, we detect the presence of January, September and December Effects. However, we also detect the existence of February and March effects. This paper confirms precedent results regarding the existence of May and December Effects in Nigeria. Also, both studies find no evidence of January Effect</i>

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
6	Meylianawati (2020)	ANALISIS HARI PERDAGANGAN, MONDAY EFFECT, WEEKEND EFFECT, DAN ROGALSKY EFFECT TERHADAP RETURN SAHAM (STUDI PADA PERUSAHAAN LQ 45 DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE FEBRUARI 2019 – JANUARI 2020)	Tidak terjadi Rogalsky effect Pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia yang menyebabkan perbedaan antara return saham hari Senin pada bulan April dengan return saham hari Senin dibulan non april
7	Bagaskara & Khairunnisa (2019)	<i>MARKET ANOMALY ANALYSIS: THE DAY OF THE WEEK EFFECT, JANUARY EFFECT, ROGALSKY EFFECT AND WEEKFOUR EFFECT TESTING IN INDONESIA STOCK EXCHANGE (CASE STUDY ON COMPANIES LISTED IN LQ45 INDEX IN 2013- 2017)</i>	Tidak terjadi anomali January Effect pada saham yang terdaftar dalam indeks LQ45 periode 2013-2017. Hal ini menunjukkan bahwa return bulan Januari tidak berbeda dengan return bulan-bulan lainnya secara signifikan pada periode 2013-2017, Tidak terjadi anomaly Rogalsky Effect pada saham yang terdaftar dalam indeks LQ45 periode 2013-2017. Hal ini menunjukkan bahwa return hari Senin bulan Januari dan return hari

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			Senin bulan April tidak berbeda dengan return hari Senin pada bulan-bulan lainnya secara signifikan pada periode 2013-2017.
8	Permatasari & Mustanda (2019)	ANOMALI EFEK KALENDER PADA RETURN SAHAM LQ-45 DI BURSA EFEK INDONESIA	Tidak terjadi January Effect pada saham dalam indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia selama periode Februari 2015 sampai dengan Januari 2018.
9	Robiyanto (2015)	MONTH OF THE YEAR EFFECT PADA BEBERAPA PASAR MODAL DI ASIA TENGGERA DAN PASAR KOMODITAS	December Effect muncul di pasar modal Indonesia, pasar modal Malaysia, pasar modal Thailand dan pasar modal Singapura dengan dampak yang positif.
10	Karissanata (2019)	ANALISIS PENGARUH FENOMENA <i>JANUARY EFFECT</i> DAN MONDAY EFFECT PADA RETURN PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR SEBAGAI INDEKS LQ-45 DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2018	Tidak ada perbedaan yang terjadi terhadap return bulan Januari dengan Non Januari. Sehingga fenomena January Effect yang diteliti pada penelitian ini tidak berpengaruh terhadap return saham di 32 perusahaan yang terdaftar sebagai Indeks LQ-45 pada periode yang diteliti.

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
11	Budiman et al (2021)	PENGARUH SEASONAL EFFECT TERHADAP SAHAM LQ 45 TAHUN 2019- 2020	Terjadi fenomena Rogalsky Effect yaitu return Senin bulan April lebih tinggi dibandingkan returnSenin selain bulan April pada return saham di BEI.
12	Agarwal et al (2014)	<i>WINDOW DRESSING IN MUTUAL FUNDS</i>	<i>These costs and benefits of Window Dressing show how it can exist in the presence of rational investors who respond to signals of managerial ability inferred from the fund's performance and from disclosed portfolio holdings. Our empirical findings support such an explanation.</i>
13	Jassal (2018)	ANALYSIS OF QUARTER OF YEAR EFFECT IN INDIAN STOCK MARKET	<i>Paper investigates the quarter of year effect in an Indian stock market. Our results indicate strong quarter of year effects for most of the indices from the National Stock Exchange</i>
14	Brown et al (2017)	STARTING ON THE WRONG FOOT: SEASONALITY IN MUTUAL FUND PERFORMANCE	<i>We document a strong seasonal component in the aggregate performance of US active domestic equity mutual funds in excess of the market and other benchmark indices. Each calendar quarter,</i>

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			<i>active funds as a group underperform in the first month but not in the remaining two months. The intra-quarter seasonality in funds' aggregate performance is pervasive across fund size quintiles, investment styles, risk-adjustment methods, or benchmarks employed to compute excess returns.</i>
15	Kim (2022)	THE TURN-OF-THE-MONTH EFFECT AND INVESTOR TRADING ACTIVITIES IN THE KOSDAQ STOCK MARKET	<i>I find that excess returns on stocks are higher during the TOM period after controlling variables related to stock returns.</i>
16	Ackert (2021)	GAMESMANSHIP AND SEASONALITY IN U.S. STOCK RETURNS	<i>Gamesmanship and Window Dressing are consistent with the observed pattern in excess returns. Institutional investors may hold small, risky stocks at the start of the year to meet performance-based incentives.</i>
17	Hasnawaty et al (2022)	JANUARY EFFECT PHENOMENON ON	<i>Based on the test results, the phenomenon of January Effect effect</i>

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
		<p>ABNORMAL RETURN IN STOCK OF SOE BANK LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE (IDX) FOR THE 2018-2020 PERIOD</p>	<p><i>the abnormal return of shares on the IDX (Indonesian Stock Exchange).</i></p>
18	<p>David P (2014)</p>	<p>QUARTERLY PATTERNS IN MOMENTUM AND REVERSAL IN THE U.S. STOCK MARKET: PRICE PRESSURE AS THE RESULT OF TAX- LOSS SALES AND WINDOW DRESSING</p>	<p><i>This paper provides evidence that the U.S. tax code and the reporting practices of investment managers lead to systematic patterns in price pressure across the months of calendar quarters, and that investors' demands for immediacy in trade are one root cause of momentum and reversal in U.S. stock prices. Price pressure creates a turn-of-the-quarter effect during the years after passage of the Tax Equity and Fiscal Responsibility</i></p>
19	<p>Patel & Sarkissian (2013)</p>	<p>DECEPTION AND MANAGERIAL STRUCTURE: A JOINT STUDY OF PORTFOLIO</p>	<p><i>In some instances, such as window dressing, based on selling poorly- performed stocks at the end of quarters and the year, we are unable to find any significant evidence of such</i></p>

No	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
		PUMPING AND WINDOW DRESSING PRACTICES	<i>behavior among team-managed funds.</i>
20	Holopainen (2021)	CALENDAR EFFECTS IN ANOMALOUS FACTOR RETURNS: A COMPARISON BETWEEN DEVELOPED AND EMERGING MARKETS	<i>After addressing for market seasonality, 15 out of 48 portfolios indicated higher QE mean excess return, yet none of the portfolios indicated the difference to be statistically significant. After all, even though significant QE-effect was reported only excess to risk-free rate of return, all the significant momentum factor portfolios were from Developed markets.</i>
21	Árendáš et al (2021)	JANUARY ANOMALIES ON CEE STOCK MARKETS	<i>The results show, among other things, that the statistically significant January effect affects the Estonian, Lithuanian, Czech, Romanian, and Latvian stock markets.</i>
22.	Couto et al (2021)	THE MONTH-OF-THE-YEAR EFFECT IN THE EUROPEAN, AMERICAN, AUSTRALIAN AND ASIAN MARKETS	<i>The January effect excess average return was only statistically significant for the pre-dotcom-bubble period for globally diversified portfolios. This paper contributes to a wider global and comparable view upon month-of-the-year effect</i>

Tabel II.1 Penelitian Terdahulu

2.3. Kerangka Pemikiran

2.3.1 Adanya perbedaan return yang signifikan disebabkan oleh Fenomena *Window Dressing*

Menurut Ackert (2021) *Gamesmanship and Window Dressing are consistent with the observed pattern in excess returns. Institutional investors may hold small, risky stocks at the start of the year to meet performance-based incentives.* Adanya fenomena ini didukung oleh penelitian Jassal (2018) *Paper investigates the quarter of year effect in an Indian stock market. Our results indicate strong quarter of year effects for most of the indices from the National Stock Exchange.* Kemudian David (2014) *This paper provides evidence that the U.S. tax code and the reporting practices of investment managers lead to systematic patterns in price pressure across the months of calendar quarters, and that investors' demands for immediacy in trade are one root cause of momentum and reversal in U.S. stock prices. Price pressure creates a turn-of-the-quarter effect during the years after passage of the Tax Equity and Fiscal Responsibility*

Berbeda dengan penelitian milik Patel & Sarkissian (2013) yang tidak menemukan anomali di Kuartal ke 4 *In some instances, such as window dressing, based on selling poorly-performed stocks at the end of quarters and the year, we are unable to find any significant evidence of such behavior among team-managed funds.*

Anomali Pasar Modal Window Dressing terjadi karena Beberapa Faktor salah satunya adalah price pressure yang dialami oleh manajer investasi sehingga di setiap kuartal ke 4 aktivitas membeli saham saham yang berkinerja baik ini

semakin meningkat guna memperbaiki portofolio milik manajer investasi yang memiliki target insentif dari portofolio yang mereka Kelola sehingga menyebabkan adanya kecenderungan harga saham akan meningkat pada kuartal ke 4

2.3.2 Adanya perbedaan return yang signifikan disebabkan oleh Fenomena *January Effect*

Pimarn Charn (2016:3) *The January Effect is a seasonal anomaly in the financial market where securities prices increase in the month of January more than in any other month.*

Menurut Hasnawaty et al (2022) *Based on the test results, the phenomenon of January Effect effect the abnormal return of shares on the IDX (Indonesian Stock Exchange).* Hasil tersebut Didukung dengan penelitian milik Aghnia (2020) bahwa pada bulan Januari terdapat return yang positif. Dengan demikian terbukti terjadi *January Effect* pada Bursa Efek Indonesia. Adapun hal yang sama ditemukan oleh Beberapa penelitian terdahulu yang menemukan bahwa anomali ini terjadi di Indonesia seperti Penelitian dari Tasman dkk (2015) menemukan fenomena *January Effect* pada Main Board Indeks (MBX) di Bursa Efek Indonesia pada periode Desember 2009 hingga Januari 2014.

Bodie et al. (2019) *The January Effect can also occur due to actions to create tax loss for investors. Usually, at the end of the year, many investment advisers advise investors to sell securities that suffer losses before the end of the year and, at the beginning of the year, buy the same securities.* Adanya Tax Loss Selling Oleh investor dan banyaknya saran yang dikemukakan oleh penasihat investasi untuk menjual saham yg mengalami return negatif atau capital loss pada

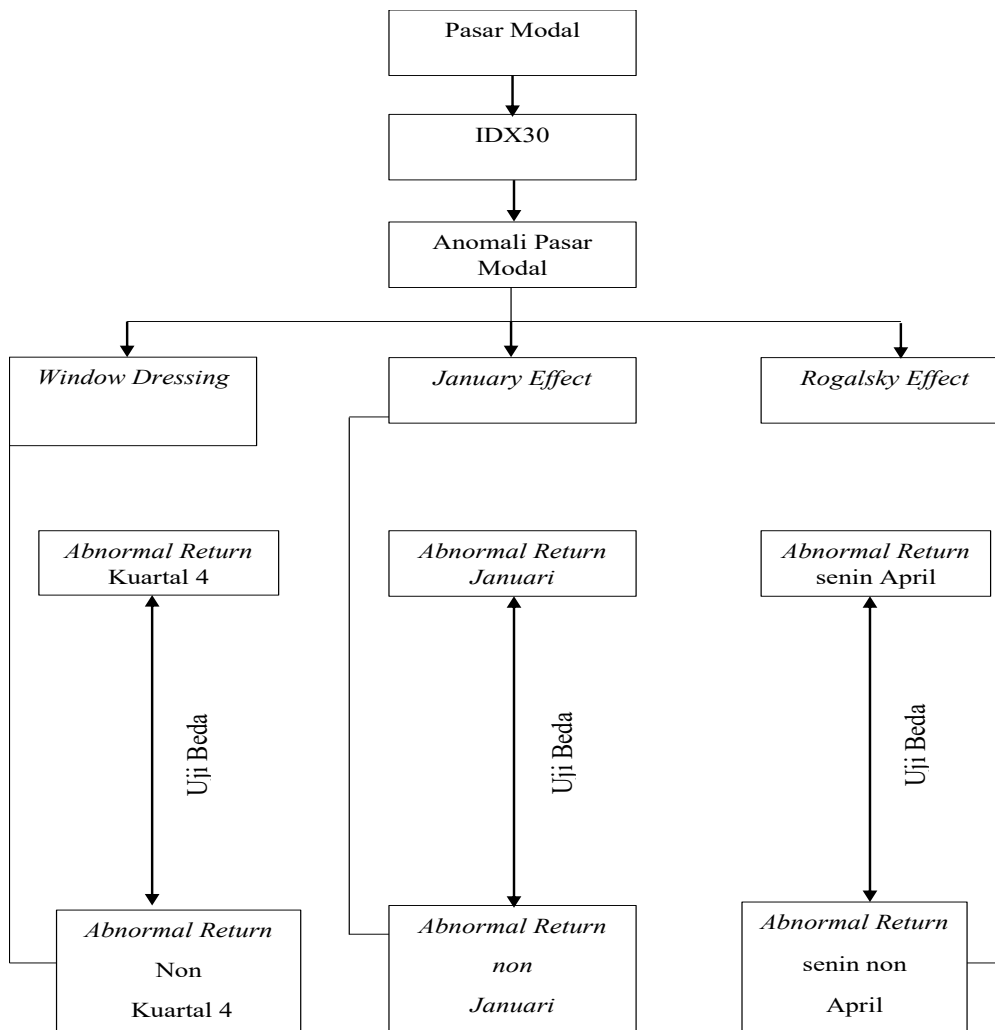
akhir tahun dan membelinya kembali pada awal tahun menyebabkan January Effect terjadi.

Arendas (2021) *Since the existence of these calendar anomalies is a sign of inefficiency in the CEE stock markets, statistically significant differences between the January and RoY returns it can be assumed that they could be used to create investment strategies able to generate abnormal returns for investors.*) Keberadaan anomali January effect ditemukan dalam penelitiannya dimana ada perbedaan signifikan antara bulan Januari dengan 11 bulan lainnya, January effect bisa digunakan sebagai strategi investasi guna memperoleh abnormal return atau kelebihan return.

2.3.3 Adanya perbedaan return yang signifikan disebabkan oleh *Rogalsky Effect*

Menurut Budiman et al (2021) terjadi fenomena Rogalsky Effect yaitu return Senin bulan April lebih tinggi dibandingkan return Senin selain bulan April pada return saham di BEI. Berbeda dengan penelitian milik Niqa Aghnia (2020) yang menyebutkan tidak terjadi Rogalsky effect yang ditunjukkan dengan return hari Senin bulan Januari dan return hari Senin bulan April tidak berbeda dengan return hari Senin pada bulan-bulan lainnya secara signifikan pada periode 2013-2017. Kemudian Menurut Hanum et al (2022) Fenomena Rogalsky Effect di Amerika Serikat atau Bursa Saham Dow Jones Industrial Average periode 2019 - 2021 hanya terjadi pada tahun 2021 dimana terdapat return negatif di bulan Januari dan menghilang pada bulan April.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian-penelitian terdahulu pada fenomena-fenomena terkait anomali pasar modal, sehingga peneliti ingin menguji keberadaan anomali pasar modal di Bursa Efek Indonesia khususnya pada indeks IDX30. Berikut kerangka konseptual pada penelitian ini disajikan pada gambar dibawah ini.



Gambar II.1 Kerangka Pemikiran

Keterangan :

Jurnal Window Dressing : Lucy F. Ackert dan Holopainen (2021), Jassal (2018), Patel & Sarkissian (2013)

Jurnal January Effect : Karissanata (2019), Hasnawaty et al (2022), Permatasari dan Mustanda (2019)

Jurnal Rogalsky Effect: Meylianawati (2020), Saraswati dkk (2015), Budiman et al (2021)

2.4. Hipotesis penelitian

Hipotesis adalah jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian dimana rumusa masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk pernyataan. Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap masalah yang masih bersifat praduga karena masih harus dibuktikan kebenarannya. Dikatakan sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data Sugiyono (2017:64).

Berdasarkan Kerangka Pemikiran tersebut, maka hipotesis sementara yang sesuai dengan judul penelitian “Analisis Fenomena *Window Dressing*, *January Effect* dan *Rogalsky Effect* di Pasar Modal Ditinjau dari *Abnormal Return* Pada Saham Indeks IDX30 Tahun 2020-2022 yaitu:

Hipotesis 1 Terdapat perbedaan signifikan antara *abnormal return* saham kuartal 4 dengan non kuartal 4 yang disebabkan oleh fenomena *Window Dressing* pada perusahaan indeks IDX30.

Hipotesis 2 Terdapat perbedaan signifikan antara *abnormal return* saham bulan januari dengan bulan non januari yang disebabkan oleh fenomena *January Effect* pada perusahaan indeks IDX30.

Hipotesis 3 Terdapat perbedaan signifikan antara *abnormal return* saham hari senin bulan april dengan hari senin non april yang disebabkan oleh fenomena *Rogalsky Effect* pada perusahaan indeks IDX30.