

## **BAB IV**

### **ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

#### **A. Hasil Pengumpulan Data**

Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Sumber data didapatkan antara lain dari [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id), [www.duniainvestasi.com](http://www.duniainvestasi.com), [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) dan [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com). Adapun data yang digunakan adalah data bulanan *return* saham dari *Indeks Saham Syariah Indonesia* dan saham-saham yang terdapat di ISSI selama periode 2011-2016 yang saham-saham tersebut konsisten selama periode penelitian. Data yang digunakan untuk mengukur *January Effect* pada *return* saham terdapat 5.400 data sampel yaitu dari bulan Oktober 2011 sampai September 2016. Sedangkan data yang digunakan untuk mengukur *Size Effect* pada *return* saham terdiri dari 26 saham kapitalisasi besar (*big*) 1.560 sampel data, 25 saham kapitalisasi sedang (*medium*) 1.500 sampel data dan 39 saham kapitalisasi kecil (*small*) 2.340 sampel data yang diambil pada bulan Oktober 2011 – September 2016 dari masing-masing saham berdasarkan kapitalisasi pasarnya dengan objek penelitian di *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI).

#### **B. Gambaran Umum Objek Penelitian**

##### **1. *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI)**

Indeks saham syariah merupakan salah satu indikator yang menunjukkan kinerja atau pergerakan indeks harga saham syariah yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Saham syariah yang terdapat kumpulan dari berbagai sektor saham-saham syariah yang ada di BEI, salah satunya adalah *Indeks Saham Syariah*

*Indonesia (ISSI). Indeks Saham Syariah Indonesia* yang diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Konstituen ISSI adalah keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES). Konstituen ISSI di review setiap 6 bulan sekali, yaitu pada bulan Mei dan November dan di publikasikan pada awal bulan berikutnya, yaitu pada bulan Juni dan Desember.

Perusahaan yang masuk dalam indeks ISSI akan terus dipantau perkembangannya oleh otoritas terkait. Pengkajian ulang akan dilakukan setiap semester sekali yaitu setiap awal bulan Mei dan November. Sedangkan perubahan pada jenis usaha utama emiten akan dimonitor secara terus menerus berdasarkan data publik yang tersedia. Dimana perusahaan yang berubah jenis usahanya dan tidak konsisten terhadap prinsip syariah akan dikeluarkan dari Indeks ISSI dan digantikan oleh emiten lainnya yang memenuhi kriteria.

## **2. Variabel Penelitian**

### **a. *Return Saham***

*Return* saham adalah imbalan yang didapatkan investor atas keputusannya menginvestasikan dana pada suatu perusahaan tertentu dalam jangka waktu tertentu (Tandelilin,2001:47). *Return* merupakan salah satu cerminan saham, ketika *return* tinggi maka kemungkinan saham dalam kondisi baik dan sebaliknya ketika *return* rendah maka kemungkinan saham dalam kondisi tidak baik. *Return* dapat juga berupa realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi, yaitu yang

belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dalam masa mendatang. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang didapatkan sesungguhnya (Jogiyanto, 2008:195). *Abnormal return* tidak hanya bernilai positif atau berbentuk keuntungan melainkan bisa muncul sebagai kerugian yang nilainya negatif. Ketika *January effect* terjadi maka investor akan mendapatkan *Abnormal return* yang cenderung tinggi karena keadaan pasar yang bergerak begitu saja artinya bukan tidak mungkin pada saat bulan Januari investor mendapatkan *capital gain(loss)* yang terjadi akibat perubahan dari harga sekuritas.

#### **b. Market Capitalization (Market-Cap)**

Kapitalisasi pasar adalah harga keseluruhan dari suatu perusahaan atau dapat dikatakan nilai dari saham suatu perusahaan yang beredar dan terdaftar di bursa. Bagi perusahaan publik kapitalisasi pasar ini sangat penting karena kapitalisasi pasar juga mencerminkan ukuran suatu perusahaan. Kapitalisasi pasar dapat dihitung dengan mengalikan jumlah saham beredar dengan harga saham dipasar. Berdasarkan kapitalisasi, jenis-jenis saham dikategorikan menjadi 3 yaitu, saham unggulan (*Blue Chip – Big Cap*) saham kategori ini termasuk saham yang berkapitalisasi pasar diatas Rp. 5 triliun selain itu kinerja dan fundamentalnya baik karena dikelola dengan profesional dan saham ini banyak menjadi incaran investor karena risiko yang relatif rendah. Kedua, saham lapis kedua (*Second Layer – Medium Cap*) merupakan saham dengan kapitalisasi pasar antara Rp. 1 triliun sampai Rp. 5 triliun, pergerakan saham lapis kedua ini kadang fluktuatif dan fundamental perusahaan cukup baik, namun saham ini tidak begitu

likuid dibandingkan dengan saham unggulan. Ketiga, saham lapis ketiga (*Third Layer – Small Cap*) saham yang berkapitalisasi pasar kecil, yaitu dibawah Rp. 1 triliun dan jenis saham ini sering dikenal dengan saham tidur dengan harga saham yang murah dapat memungkinkan risiko yang besar berupa kerugian (Ang,1997) dalam (Agus,2007).

Dapat digambarkan seperti ini, perusahaan ABC memiliki jumlah saham yang beredar sebesar 1 miliar lembar dengan harga saham dipasaran Rp. 4.000/lembar. Hal itu berarti, kapitalisasi pasar perusahaan ABC adalah Rp. 4 triliun. kapitalisasi pasar ditentukan oleh dua hal, yakni jumlah saham yang beredar dan harga saham di pasar. Disini dapat disimpulkan bahwa nilai kapitalisasi pasar perusahaan dapat dan selalu berubah dari waktu ke waktu, baik naik ataupun turun. Jika harga saham naik, maka nilai perusahaan itu naik dan sebaliknya jika harga turun, maka nilai perusahaan juga turun.

### **c. *January Effect***

*January effect* merupakan salah satu bentuk anomali musiman yang terjadi pada bulan Januari, dimana *return* yang cenderung tinggi dibandingkan dengan bulan sebelumnya. Faktor-faktor yang mempengaruhi *January Effect* ini karena adanya penjualan saham pada akhir tahun guna untuk mengurangi beban pajak, merealisasikan *capital gain*, pengaruh dari portofolio *window dressing*, atau para investor menjual sahamnya untuk liburan akhir tahun. Terjadinya *january effect* bisa ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang diperoleh investor, baik berupa *capital gain (loss)*.

*January Effect* baru mendapatkan perhatian dari masyarakat setelah Rozeff dan Kinney (1976) melakukan penelitian di *New York Stock Exchange* menggunakan data 100 perusahaan dari tahun 1948 sampai 1970, hasil penelitian menyimpulkan bahwa pajak-pajak keuntungan modal (*taxes on capital gain*) adalah penyebab *January Effect*. Menurut Roll (1981) dan Rogalsky –Tinic (1986) *The January Effect* mensyaratkan bahwa terdapat perbedaan yang nyata antara *return* bulan januari dengan bulan-bulan sesudahnya dimana rata-rata *return* bulan Januari lebih tinggi dari *return* bulan-bulan lainnya.

#### **d. Size Effect**

Menurut (Sugiarto, 2011) dalam (Wiwit, 2013) ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu saham perusahaan yang terdaftar di bursa. Ukuran perusahaan yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari besar kecilnya modal yang digunakan, total aktiva yang dimiliki atau total penjualan yang diperoleh. Besar kecilnya perusahaan akan mempengaruhi kemampuan dalam menanggung risiko yang mungkin timbul akibat berbagai situasi yang dihadapi perusahaan yang berkaitan dengan operasinya (Adiwiratama, 2012) dalam (Rahayu,2013). Dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang besar memiliki manajemen risiko dalam operasional yang baik. *Size Effect* (Aulia, 2013) adalah bahwa rata-rata *return* tertinggi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar kecil (*small*) dibandingkan dengan saham dengan kapitalisasi besar (*big*).

Ukuran suatu perusahaan yang salah satunya dapat dilihat dengan menggunakan indikator *return* saham. *Return* pada saham yang berkapitalisasi

kecil cenderung lebih tinggi di bulan Januari dikarenakan para investor memborong saham-saham yang dengan harga murah setelah liburan akhir tahun (Mark Haug dan Mark Hirschey, 2006). Hal tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan (Agus Wahyu, 2007) yang mengatakan bahwa tidak ada fenomena efek pada Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitian dari 1998-2005 karena adanya perbedaan budaya di Indonesia dan negara barat.

### C. Analisis Deskriptif

#### 1. Deskripsi Data *Return Saham Bulanan*

Berikut merupakan statistik deskriptif data *return* saham pada *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI) dari bulan Oktober 2011 sampai bulan September 2016.

Tabel 4.1 Deskriptif Statistik *Return Saham* bulanan ISSI

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
RETURN 2012	1080	.024714	.1466392	-.5478	1.4167
RETURN 2013	1080	.020287	.2505044	-.7415	5.6456
RETURN 2014	1080	.009264	.1025944	-.4205	.7895
RETURN 2015	1080	-.017122	.1188794	-.4969	1.4133
RETURN 2016	1080	.033371	.1583817	-.7714	1.6727
MONTH	1080	6.50	3.454	1	12

Sumber : Data diolah (www.finance.yahoo.com)

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa jumlah data valid (N) pada *Indeks Saham Syariah Indonesia* dari masing-masing tahun adalah 1.080 dimana pada tahun 2012 mempunyai nilai terkecil (minimum) sebesar (0.5478) dan nilai

terbesar (maximum) sebesar 1.4167 dengan rata-rata *return* sebesar 0.024714 dengan standar.dev 0.1466392. Tahun 2013 mempunyai nilai rata-rata *return* sebesar 0.020287 dan standar.dev 0.2505044 dengan nilai terkecil (0.7415) dan nilai terbesar 5.6456. Pada tahun 2014 nilai *rata-rata* *return* sebesar 0.009264 dan standar dev. 0.10259944 dengan nilai terkecil (0.4205) dan nilai terbesar 0.7895. Pada tahun 2015 nilai *rata-rata* *retrun* (0.017122) dan standar dev. 0.1188794 dengan nilai terkecil (4969) dan nilai terbesar 1.4133. Tahun 2016 mempunyai nilai *rata-rata* *return* sebesar 0.33371 dan standar dev. 0.1583817 dengan nilai terkecil (0.7714) dan nilai terbesar 1.6727. Sedangkan untuk jumlah bulan penelitian selama 12 bulan, yaitu dari bulan Oktober hingga September.

## 2. Deskriptif Data *Return* Saham Berdasarkan Ukuran Perusahaan

Tabel 4.2 Deskriptif Statistik *Return* saham berdasarkan ukuran perusahaan ISSI

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
RETURN	5400	.014103	.1645720	-.7714	5.6456
SIZE	5400	2.14	.838	1	3

Sumber : Data diolah (www.ojk.go.id, www.finance.yahoo.com)

Pada Tabel 4.2 diatas dapat diketahui bahwa, jumlah (N) adalah 5400 yang terdiri dari 3 ukuran (size) yang akan diteliti yaitu pada kapitalisasi saham besar, sedang dan kecil dengan jumlah yang berbeda. Dapat diketahui bahwa nilai terkecil (minimum) *return* saham ISSI sebesar (0.7714) dan nilai terbesar (maximum) adalah sebesar 5.6456. Rata-rata *return* saham keseluruhan adalah 0.014103 dengan standar dev. sebesar 0.1645720.

## D. Uji Kruskal Wallis

### 1. Analisis rata-rata *return* bulan Januari dan selain Januari

Pada pengujian hipotesis yang pertama digunakan Uji Kruskal-Wallis, yang merupakan uji non parametrik atau biasa disebut sebagai alternatif bagi Uji One Way Anova apabila tidak memenuhi asumsi normalitas dan homogenitas. Sebelum dilakukan Uji K-W, dilakukan analisis deskriptif untuk mendeskripsikan suatu data dari nilai rata-rata *return*, standar.dev dan nilai maksimum serta minimum. Selanjutnya dilakukan Uji Kruskal-Wallis untuk menentukan adakah perbedaan yang signifikan secara statistik antara dua atau lebih variabel independen pada variabel dependen yang berskala data numerik (interval/rasio) dan skala ordinal (Anwar,2012).

Analisis ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan rata-rata *return* saham pada bulan Januari dan selain bulan Januari di *Indeks Saham Syariah Indonesia*. Adapun hipotesis yang pertama adalah :

Ho : Tidak terdapat perbedaan rata-rata *return* saham pada bulan Januari dan selain Januari di *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI).

Ha : Terdapat perbedaan rata-rata *return* saham pada bulan Januari dan selain Januari di *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI).



a. Uji Kruskal-Wallis

Tabel 4.3 Ranking Data *Return* saham bulanan

Ranks							
	MONTH	N	Mean Rank		MONTH	N	Mean Rank
RETURN 2012	OCT	90	660.43	RETURN 2013	OCT	90	570.37
	NOV	90	389.80		NOV	90	599.17
	DEC	90	638.89		DEC	90	420.33
	JAN	90	648.79		JAN	90	580.37
	FEB	90	555.11		FEB	90	681.16
	MAR	90	638.06		MAR	90	566.44
	APR	90	618.60		APR	90	517.84
	MAY	90	242.11		MAY	90	485.12
	JUN	90	443.05		JUN	90	604.03
	JUL	90	563.76		JUL	90	619.79
	AUG	90	428.22		AUG	90	365.32
	SEP	90	659.19		SEP	90	476.06
Total		1080		Total		1080	
RETURN 2014	OCT	90	655.97	RETURN 2015	OCT	90	546.22
	NOV	90	392.62		NOV	90	679.83
	DEC	90	475.28		DEC	90	609.11
	JAN	90	488.01		JAN	90	605.24
	FEB	90	631.23		FEB	90	633.08
	MAR	90	626.09		MAR	90	543.02
	APR	90	525.57		APR	90	429.78
	MAY	90	549.56		MAY	90	651.53
	JUN	90	444.50		JUN	90	424.57
	JUL	90	612.23		JUL	90	477.68
	AUG	90	591.11		AUG	90	355.88
	SEP	90	493.83		SEP	90	530.05
Total		1080		Total		1080	

	MONTH	N	Mean Rank
RETURN 2016	OCT	90	619.27
	NOV	90	421.46
	DEC	90	518.57
	JAN	90	423.70
	FEB	90	558.17
	MAR	90	659.94
	APR	90	550.71
	MAY	90	453.57
	JUN	90	625.00
	JUL	90	655.45
	AUG	90	568.89
	SEP	90	431.27
	Total	1080	

Pada Tabel 4.3 diatas dapat dilihat bahwa jumlah N masing-masing bulan adalah 90 dengan jumlah total N dari setiap tahun adalah 1.080 . Dapat diketahui bahwa rata-rata ranking untuk *return* pada tahun 2012 tertinggi di bulan Oktober 2011 sebesar 660.43 dan terendah terjadi di bulan Mei 242.11. Tahun 2013 rata-rata ranking tertinggi untuk *return* terjadi di bulan Februari sebesar 681.16 dan terendah terjadi di bulan Agustus 365.32. Pada tahun 2014 rata-rata ranking untuk *return* tertinggi di bulan Oktober 655.97 dan terendah di bulan November sebesar 392.62. Tahun 2015 rata-rata ranking tertinggi di bulan November 679.83 dan terendah di bulan 355.88. Pada tahun 2016 rata-rata rangking tertinggi terjadi di bulan 655.45 dan terendah di bulan November 421.71.

### b. Test Statistik

Analisis dilakukan pada periode dari Oktober 2011 sampai dengan September 2016 dengan hasil sebagai berikut:

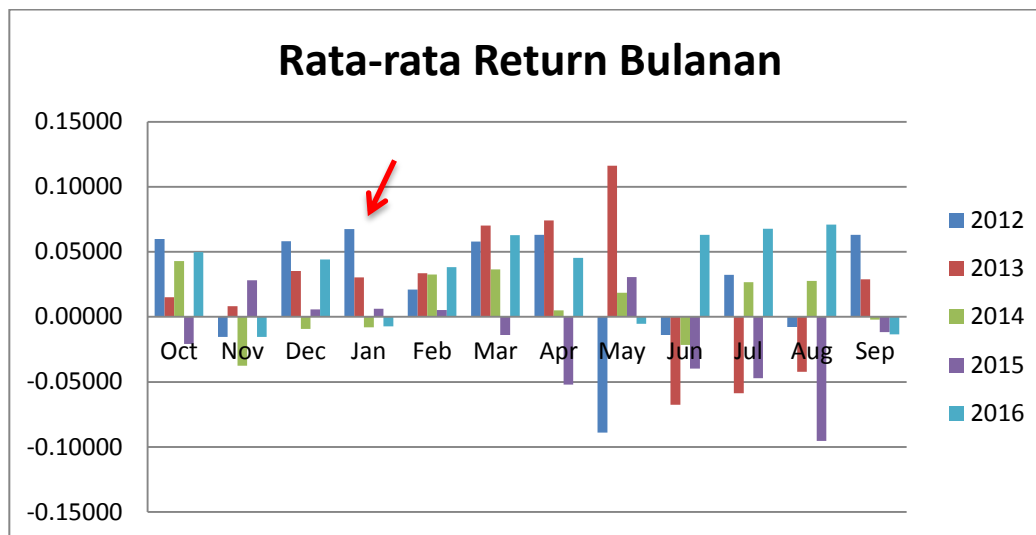
Tabel 4.4 Test Statistik *return* saham bulanan

	RETURN 2012	RETURN 2013	RETURN 2014	RETURN 2015	RETURN 2016
Chi-Square	185.347	82.977	71.438	104.712	83.206
Df	11	11	11	11	11
Asymp. Sig.	.000	.000	.000	.000	.000

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: MONTH

Dari Tabel 4.4 Test Statistik pada Uji Kruskal-Wallis, hasil menunjukkan df (kelompok 1) 11 dengan nilai Chi-Square setiap tahun berbeda-beda. Nilai Chi-Square menunjukkan bahwa jika semakin besar nilai maka semakin besar tingkat perbedaan antara variabel independennya. Nilai Asymp.Sig setiap tahunnya konstan, yaitu 0.000 ( $p < 0.05$ ). Karena nilai Asymp. Sig  $< 0.05$ , maka dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, dengan kata lain terdapat perbedaan rata-rata *return* yang signifikan pada bulan Januari dan selain bulan Januari di *Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*.



Gambar 4.1 Rata-rata *return* Perbulan Saham ISSI Okt 2011 - Sep 2015

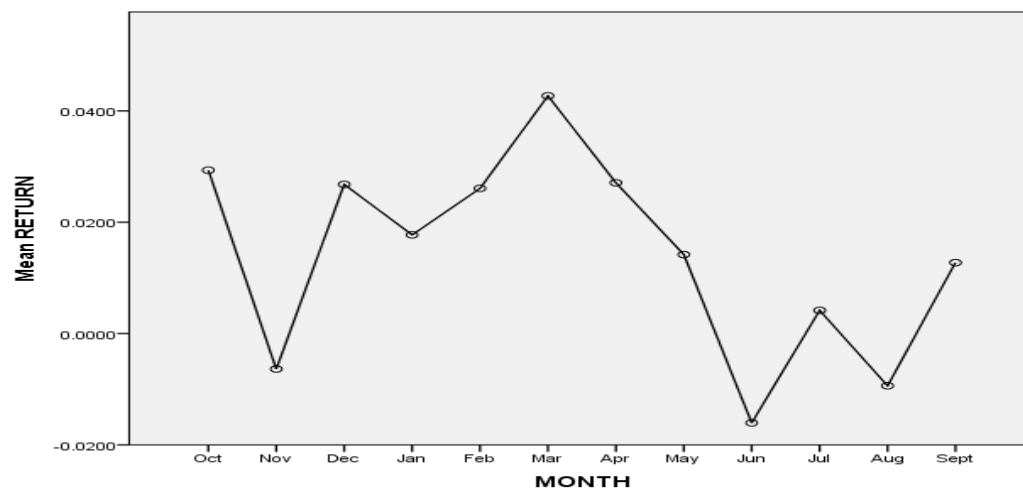
Sumber : Data diolah (www.finance.yahoo.com)

Dari Gambar 4.1 diatas terlihat bahwa rata-rata *return* saham bulan Januari bukan merupakan *return* tertinggi dibandingkan dengan *return* bulan-bulan lainnya. *Return* pada bulan Januari selama periode penelitian terdapat *return* yang negatif yaitu pada tahun 2014 dan 2016, dan tidak merupakan *return* yang tinggi dibanding bulan yang lain. Bulan Januari terdapat *return* tertinggi dibandingkan dengan bulan lainnya terjadi pada tahun 2012 sebesar 0.06757. *Return* setiap bulan yang tertinggi dan terendah dari masing-masing tahun mengalami perbedaan yang signifikan, dapat dilihat pada grafik batang diatas bahwa tahun 2012 *return* tertinggi pada bulan Januari sebesar 0.06757 dan terendah terjadi pada bulan Mei sebesar (0.08894).

Pada tahun 2013 *return* terendah terjadi pada bulan Juni sebesar (0.06756) dan tertinggi terjadi pada bulan Mei sebesar 0.11611. *Return* tertinggi pada tahun 2014 terjadi pada bulan Maret sebesar 0.03640 dan terendah terjadi pada bulan

Juni (0.02166) dan *return* tertinggi pada tahun 2015 terjadi pada bulan Mei sebesar 0.03062 dan *return* terendah terjadi pada bulan Agustus sebesar (0.09548). *Return* tertinggi tahun 2016 terjadi pada bulan Agustus 0.07094 dan terendah pada bulan September (0.01343). Rata-rata *return* keseluruhan bulan Maret merupakan *return* tertinggi yaitu sebesar 0.04269 dan *return* terendah terjadi bulan Juni sebesar (0.01604). Dari rata-rata *return* keseluruhan bulan Januari merupakan *return* tertinggi keenam setelah bulan Maret, Oktober, April, Desember, Februari dan Januari, masing-masing sebesar 0.04269, 0.02936, 0.02709, 0.02680, 0.02609 dan 0.01773.

Pada hasil diatas terlihat jelas bahwa rata-rata *return* bulan Januari bukan merupakan *return* tertinggi, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi anomali *January Effect* di *Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*. Agar dapat memberikan gambaran yang lebih jelas terkait *return* saham bulanan pada ISSI periode Oktober 2011 sampai September 2016, dibawah ini merupakan fluktuasi rata-rata keseluruhan *return* saham bulanan pada Gambar 4.1 berikut:



Gambar 4.2 Grafik *Return* Saham Periode Oktober 2011 – September 2016

## 2. Analisis rata-rata *return* saham berdasarkan ukuran perusahaan

Analisis hipotesis kedua yaitu tentang *Size Effect* (ukuran perusahaan) digunakan Uji Kruskal-Wallis selama periode penelitian yaitu dari Oktober 2011 sampai dengan September 2016. Pada pengujian ini untuk mengetahui perbedaan rata-rata *return* saham pada perusahaan kapitalisasi kecil, sedang dan besar di *Indeks Saham Syariah Indonesia* tahun 2011-2016. Adapun hipotesis yang kedua adalah:

Ho : Tidak terdapat perbedaan rata-rata *return* saham pada perusahaan kapitalisasi kecil, sedang dan besar di *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI).

Ha : Terdapat perbedaan rata-rata *return* saham pada perusahaan kapitalisasi kecil, sedang dan besar di *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI).

### a. Uji Kruskal-Wallis

Tabel 4.5 Ranking Data *return* saham berdasarkan ukuran perusahaan

Ranks			
	SIZE	N	Mean Rank
RETURN	BIG	1560	2727.77
	MID	1500	2747.46
	SML	2340	2652.22
	Total	5400	

Dapat dilihat pada Tabel 4.5 bahwa jumlah N masing-masing ukuran (size) berbeda, hal tersebut dikarenakan asumsi-asumsi yang harus diambil berdasar pada syarat-syarat tertentu dengan jumlah N total adalah 5400.

## b. Test Statistik

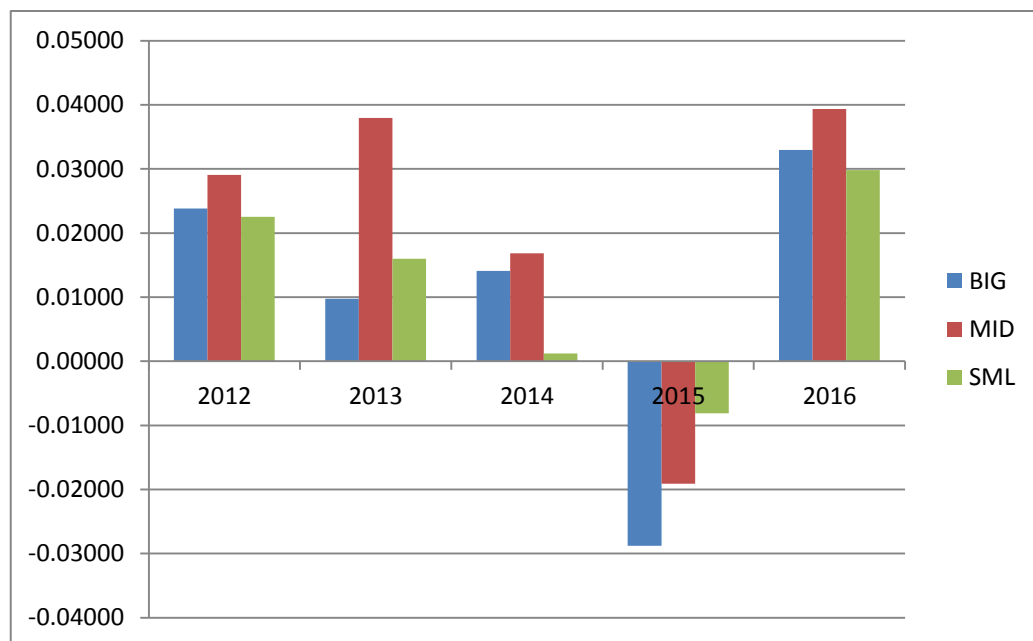
Tabel 4.6 Test Statistik *return* saham berdasarkan ukuran perusahaan

	RETURN
Chi-Square	4.088
df	2
Asymp. Sig.	.130

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: SIZE

Dari Tabel 4.6 Test Statistik pada Uji Kruskal-Wallis, hasil menunjukkan df (kelompok 1) adalah 2 dengan Chi-Square sebesar 4.088 dan Asymp. Sig 0.130 ( $p > 0.05$ ). Semakin besar nilai Chi-Square manandakan semakin besar perbedaan di variabel independen. Karena nilai Asymp. Sig 0.130 maka dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak dengan kata lain terdapat perbedaan yang tidak nyata antara rata-rata *return* pada saham berkapitalisasi besar, sedang dan kecil.

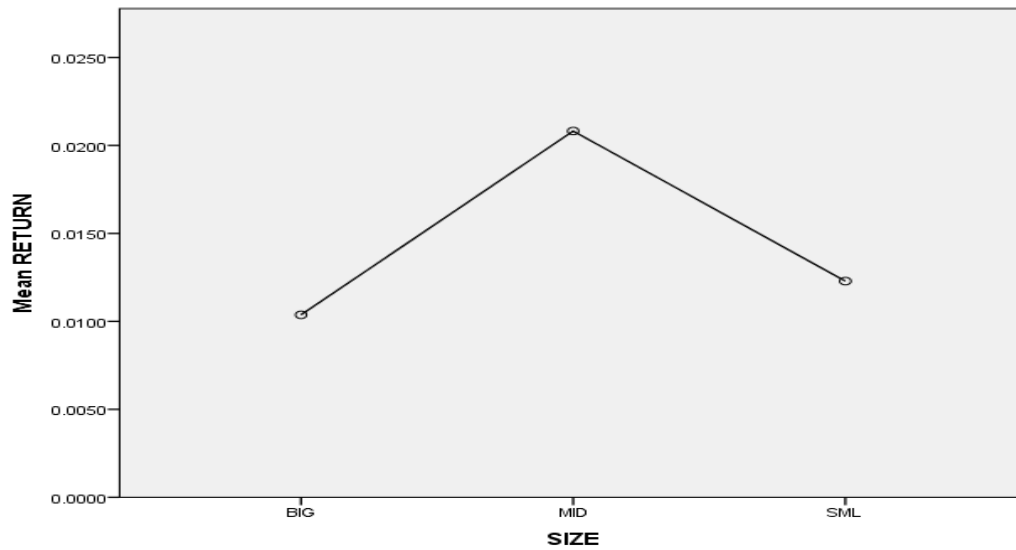


Gambar 4.3 Rata-rata *return* Berdasarkan Ukuran Perusahaan

Dari Gambar 4.3 diatas dapat diketahui bahwa *return* dari masing-masing ukuran berbeda setiap tahunnya, dimana *return* tertinggi pada tahun 2012 terjadi pada saham yang berkapitalisasi sedang (mid) sebesar 0.02904 dan *return* terendah terjadi pada saham kapitalisasi kecil (small) sebesar 0.02253. Tahun 2013 saham kapitalisasi sedang (mid) masih berada di nilai *return* tertinggi sebesar 0.03796 dan *return* terendah pada saham kapitalisasi besar (big) yaitu 0.00976. Pada tahun 2014 saham dengan *return* tertinggi adalah saham yang berkapitalisasi sedang sebesar 0.01683 dan terendah pada saham kapitalisasi kecil sebesar 0.00121. Pada tahun 2015 *return* saham cenderung negatif dengan nilai negatif tertinggi pada saham yang berkapitalisasi besar (big) (0.02877) dan *return* saham negatif terkecil adalah kapitalisasi kecil (small) sebesar (-0.00810). *Return* saham pada tahun 2016 saham kapitalisasi sedang (mid) merupakan saham dengan *return* tertinggi sebesar (0.03934) dan terendah terjadi pada saham kapitalisasi kecil (small) sebesar (0.02982).

Sedangkan rata-rata *return* keseluruhan pada saham yang berkapitalisasi kecil (small) bukan merupakan *return* tertinggi. *Return* tertinggi terjadi pada saham yang berkapitalisasi sedang (mid) yaitu sebesar 0.02082 dan *return* terendah terjadi pada saham yang berkapitalisasi besar (big) sebesar (0.01037). Sehingga dapat disimpulkan bahwa *return* tertinggi tidak terjadi pada saham yang berkapitalisasi kecil (small) di *Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*. Agar dapat memberikan gambaran yang lebih jelas terkait *return* saham berdasarkan ukuran perusahaan, maka dapat dilihat pada Gambar 4.4 berikut:





Gambar 4.4 Grafik *Return* Saham Berdasarkan Ukuran Perusahaan

## E. Pembahasan

### 1. *January Effect* di ISSI

Hasil dari analisis deskriptif untuk *retrun* bulanan dari Oktober 2011 hingga September 2016 menunjukkan bahwa dari jumlah (N) setiap tahun adalah 1.080 sampel mempunyai nilai terkecil (minimum) keseluruhan sebesar (0.7714) dan nilai terbesar (maximum) keseluruhan sebesar 5.6456 dengan rata-rata *return* keseluruhan sebesar 0.014103 dengan standar dev. sebesar 0.1645720. Hasil dari Uji H Kruskal-Wallis pada Test Statistik menyatakan bahwa terdapatnya perbedaan dari masing-masing bulan yaitu antara bulan Januari dengan bulan Februari sampai Desember. Perbedaannya signifikan pada level 5%. Diketahui bahwa nilai Chi-Square terbesar terjadi pada tahun 2012 185.347 dan nilai Chi-Square terkecil terjadi pada tahun 2014 sebesar 71.438 yang berarti semakin besar nilai Chi-Square nya maka semakin besar tingkat perbedaan dari masing-masing

variabel independen selain itu ditunjukkan dengan nilai p value  $< 0.05$  yang signifikan dari tahun 2012-2016.

Hasil penelitian sejalan dengan hipotesis yang diajukan oleh peneliti bahwa terdapat perbedaan rata-rata *return* saham pada bulan Januari dan selain Januari di *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI). Teori yang menyatakan *January effect* merupakan suatu kondisi yang terjadi dipasar modal dimana pada bulan Januari cenderung rata-rata pengembalian *return* bulanannya lebih tinggi dibandingkan dengan bulan desember dan bulan lainnya (As'adah:2009).

*Return* tertinggi di bulan Januari hanya terjadi pada tahun 2012 yaitu sebesar 0.06757 hal tersebut kemungkinan didukung oleh pertumbuhan ekonomi sebesar 6.23% diantaranya konsumsi rumah tangga dan investasi yang masih tergolong kuat, selain itu pada triwulan I 2012 kinerja ekspor juga masih terjaga di dorong dengan sektor-sektor industri, transportasi, komunikasi dan jasa (kompas,2012) meskipun pertumbuhan ekonomi tersebut dibawah target 6.5% namun tergolong tinggi karena capaian tersebut merupakan salah satu yang tertinggi di dunia ketika perekonomian global melambat akibat krisis di Eropa (kompas, 2013). Selain itu terlihat dari *return* dua bulan sebelumnya yaitu pada bulan November dan Desember 2011 masing-masing sebesar (0.01541) dan 0.05816 yang menjadi sentiment positif terjadinya *January Effect*, hal lainnya yang melatarbelakangi terjadinya *january effect* ialah para fund manager melakukan *windows dressing* dan *tax loss-selling* pada akhir tahun. Sedangkan *return* terendah terjadi pada bulan Mei yaitu sebesar (0.08894).

Pada tahun 2013 tidak terjadi *January Effect* karena *return* tertinggi terjadi pada bulan Mei sebesar 0.11611, pertumbuhan ekonomi pada kuartal ini dipengaruhi oleh sektor pertanian, peternakan, kehutanan dan perikanan sebesar 23.06% sektor keuangan, real estate dan jasa sebesar 2.96% serta sektor pengangkutan dan komunikasi sebesar 1.57% (kompas,2013). Karena sentiment positif *return* di bulan November dan Desember 2012 tidak menimbulkan *return* yang lebih tinggi di bulan Januari yang hanya sebesar 0.03031 akan tetapi pergerakan *return* dari bulan Januari hingga Mei mengalami trend kenaikan positif dengan *return* terbesar di bulan Mei sedangkan *return* terendah terjadi pada bulan Juni sebesar (0.06756). Kemungkinan hal yang menimbulkan tidak terjadinya fenomena efek januari adalah pertumbuhan ekonomi yang melambat yaitu sebesar 5.7% dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2012 sebesar 6.23%. Hal tersebut dikarenakan pertumbuhan investasi yang melambat (kompas,2014).

Awal tahun 2014 *return* saham ISSI mengalami trend *return* negatif yaitu sebesar (0.00813) sehingga *january effect* tidak terjadi di tahun 2014, hal itu dapat dilihat dari *return* bulan sebelumnya yaitu bulan November dan Desember 2013 terjadinya sentiment negatif yang masing-masing sebesar (0.03748) dan (0.00923) sehingga tidak bisa mendongrak akan terjadinya *return* positif di bulan Januari. Hal lain yang memungkinkan tidak terjadinya *January Effect* adalah pertumbuhan ekonomi sebesar 5.14% dan merupakan pertumbuhan terkecil dibandingkan dengan dua tahun sebelumnya hal tersebut disebabkan oleh turunnya kinerja ekspor yang sejalan dengan masih lemahnya permintaan dunia dan merosotnya harga komoditas dipasar internasional sepanjang tahun. Sedangkan *return*

tertinggi terjadi pada bulan Maret sebesar 0.03640, dengan adanya pemilu 2014 pertumbuhan ekonomi masih tetap stabil pada level 5.8%. Selain itu kemungkinan pada bulan Maret sebagian para Emiten ISSI sudah mulai merilis laporan keuangan untuk kuartal IV 2015 dan ada diantara mereka yang mencatat kinerja yang lebih baik terutama sektor properti, tambang dan perkebunan.

Di tahun 2015 tercatat *return* positif di bulan Januari yaitu sebesar 0.00616 dengan didorong sentiment positif dari Desember 2014 sebesar 0.00575, namun hal tersebut tidak mengindikasikan terjadinya *January Effect* karena *return* tertinggi terjadi pada bulan Mei sebesar 0.03062. Penurunan harga BBM premium menjadi Rp. 7.150/liter dari yang semula Rp. 7.300/liter dan solar menjadi Rp. 5.950/liter dari Rp. 6.700/liter ternyata tidak memberikan dampak positif terhadap terjadinya *January Effect* di ISSI karena konstituen terbesar ISSI adalah sektor perdagangan bukan otomotif. Selain itu pada kuartal I 2015 pertumbuhan ekonomi melambat sebesar 4.71% dibandingkan dengan tahun sebelumnya 5.14%. Perlambatan pertumbuhan ekonomi disebabkan beberapa hal, diantaranya adalah produksi pangan menurun akibat mundurnya periode tanam, distribusi perdagangan melambat karena menurunnya pasokan barang impor baik untuk barang modal/baku serta barang konsumsi (kompas, 2015). Terjadinya *return* tinggi di bulan Mei kemungkinan disebabkan udara segar perombakan kabinet baru oleh presiden yang mulai bekerja efektif di bulan Mei 2015 dan pertumbuhan ekonomi diperkirakan dapat mencapai 5%. Selain itu momentum pertumbuhan ekonomi pada kuartal III dan IV didorong oleh peran

pemerintah, baik dalam bentuk konsumsi pemerintah maupun investasi infrastruktur.

*Return* saham ISSI tahun 2016 pada bulan Januari anjlok dari bulan sebelumnya Desember 2015 sebesar 0.04405 menjadi (0.00725), namun pertumbuhan ekonomi yang sebesar 5.4% tidak memberikan sentimen positif terjadinya *return* yang tinggi dibulan Januari, hal tersebut kemungkinan para investor dan para fund manager hanya *wait and see* sehingga tidak ada yang mendorong terjadinya *January Effect*. Sedangkan *return* tertinggi tahun 2016 terjadi pada bulan Agustus yaitu sebesar 0.07094 didorong dengan pertumbuhan ekonomi yang kuat dari kuartal II yang berada di level 5.18% didukung dengan pertumbuhan konsumsi rumah tangga dan konsumsi pemerintah, selain itu investasi pemerintah terkait proyek infrastruktur masih tetap kuat.

Pada penelitian ini *return* pada bulan Januari bukan merupakan *return* tertinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya (selain Januari). Total rata-rata *return* keseluruhan bulan Januari merupakan *return* tertinggi keenam setelah bulan Maret, Oktober, April, Desember, Februari dan Januari, masing-masing sebesar 0.21347, 0.14678, 0.13547, 0.13400, 0.13043 dan 0.08867. Hal tersebut disebabkan oleh para Emiten ISSI sudah mulai merilis laporan keuangannya agar terlihat baik.

## **2. *Size Effect* di ISSI**

Hasil analisis deskriptif dari jumlah sampel 5400 yang terdiri dari 3 ukuran (*size*) yang diteliti yaitu pada kapitalisasi saham besar, sedang dan kecil dengan jumlah yang berbeda. Dapat diketahui bahwa nilai terkecil (*minimum*)

*return* saham ISSI sebesar (0.7714) dan nilai terbesar (maximum) adalah sebesar 5.6456 dengan rata-rata *return* keseluruhan sebesar 0.014103 dan standar dev. sebesar 0.1645720. Hasil Uji Kruskal-Wallis pada Test Statistik menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang tidak signifikan atau perbedaan yang terjadi tidak nyata dengan nilai Chi-Square sebesar 4.088 dan Asymp. Sig 0.130 ( $p > 0.05$ ).

Maka dapat disimpulkan bahwa terjadi *Size Effect* pada *Indeks Saham Syariah Indonesia* (ISSI) pada periode Oktober 2011 hingga September 2016. Namun, *return* terbesar tidak terjadi pada saham yang berkapitalisasi kecil (*small*) melainkan terjadi pada saham yang berkapitalisasi sedang (*mid*) akan tetapi untuk *return* yang terkecil terjadi pada saham yang berkapitalisasi besar (*big*). Hal ini membuat hasil penelitian terbaru yang diluar dari teori pada umumnya, bahwasanya saham yang berkapitalisasi kecil cenderung memiliki *return* yang tinggi dan benar sesuai dengan teori bahwa saham yang berkapitalisasi besar (*big*) memiliki *return* yang kecil . Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Agus,2009) yang menyatakan bahwa tidak terdapat *Size Effect* pada Bursa Efek Jakarta.

Saham yang berkapitalisasi pasar sedang (*mid*) kecenderungan memiliki *return* yang sedikit lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang berkapitalisasi kecil dan besar. Hal tersebut terjadi kemungkinan karena para investor lebih tertarik dengan saham yang harganya tidak terlalu mahal dan juga tidak terlalu murah selain itu resiko yang didapatkan kemungkinan sedikit lebih kecil dibandingkan dengan saham yang berkapitalisasi kecil (*small*).