

Analisis *Return* dan Kalender Anomali: Studi Komparatif Antara Saham Syariah dan Konvensional Di Indonesia

M. Shabri Abd. Majid

Program Studi Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi, Universitas Syiah Kuala,
hannanan@gmail.com

Cut Windaswari

Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
Cutwindaswari@gmail.com

Abstract

This research aims at empirically examining the differences between conventional and Islamic stock returns. It also attempted to test the differences between the average return of 30-day before Eid and 30-day after Eid, and the effects of weekend, January and Ramadan on the rate of closing daily stock returns of the Jakarta Islamic Index and Index of LQ-45 in the Indonesian Stock market during the period December 1, 2009 to January 30, 2014. The method of analysis used to test the differences between the conventional and Islamic stock returns is the Independent sample t-test, while the dependent sample t-test is used to test the differences between the average return of 30-day before Eid and 30-day after Eid. Finally, to empirically examine the influence of the effects of the weekend, the January effect, and the Ramadan effect on the stock returns, the study used the Ordinary Least Square regression. The study documented that there was no difference between the returns of Islamic and conventional stocks in Indonesia. The study also found that there was no difference between the average return of 30-day before Eid Fitri and 30-day after Eid. Finally, the study also found that there was an absence of the phenomenon of the weekend effect, January effect and the effect of Ramadan during the study period both in the Islamic and conventional stocks in Indonesia.

Keywords: anomaly, weekend effect, january effect, ramadan effect, islamic capital markets, conventional capital markets, stock returns.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan empiris examining perbedaan antara return saham konvensional dan syariah. Hal ini juga berusaha untuk menguji perbedaan antara pengembalian rata-rata 30-hari sebelum Idul Fitri dan 30 hari setelah Idul Fitri, dan efek dari akhir pekan, Januari dan Ramadhan pada tingkat penutupan pengembalian saham harian dari Jakarta Islamic Index dan Indeks LQ -45 di pasar saham Indonesia selama periode 1 Desember 2009 sampai 30 Januari 2014. Metode analisis yang digunakan untuk menguji perbedaan antara return saham konvensional dan syariah adalah sampel Independent t-tes, sedangkan sampel t-dependent tes digunakan untuk menguji perbedaan antara pengembalian rata-rata 30-hari sebelum Idul Fitri dan 30 hari setelah Idul Fitri. Akhirnya, untuk secara empiris menguji pengaruh efek akhir pekan, efek Januari, dan efek Ramadan pada

return saham, penelitian ini menggunakan regresi Ordinary Least Square. Studi ini didokumentasikan bahwa tidak ada perbedaan antara return saham syariah dan konvensional di Indonesia. Studi ini juga menemukan bahwa tidak ada perbedaan antara laba rata-rata 30-hari sebelum Idul Fitri Fitri dan 30 hari setelah Idul Fitri. Akhirnya, studi ini juga menemukan bahwa ada tidak adanya fenomena efek akhir pekan, efek Januari dan efek Ramadan selama masa studi baik di saham syariah dan konvensional di Indonesia

Kata kunci: anomali, weekend effect, january effect, ramadan effect, capital markets islam, konvensional capital markets, pengembalian saham.

Pendahuluan

Investasi merupakan salah satu kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan dalam Islam karena dengan berinvestasi, harta akan menjadi produktif dan mendatangkan kemaslahatan bagi investor itu sendiri serta bagi orang lain. Salah satu bentuk investasi tersebut yaitu dengan menanamkan harta tersebut di pasar modal. Pasar modal merupakan suatu wadah bagi pihak yang memiliki kelebihan harta (investor) untuk menyertakan modalnya kepada perusahaan yang membutuhkan dana (emiten) sehingga perusahaan tersebut dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar yang pada akhirnya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas. Institusi pasar modal syariah merupakan salah satu wadah untuk berinvestasi selain dari pasar modal yang berbasis konvensional.

Kegiatan investasi terutama di pasar modal merupakan aktivitas yang sangat mempengaruhi kondisi perekonomian suatu negara. Adapun di Indonesia, pasar modal syariah ditandai dengan terbentuknya Jakarta Islamic Index (JII). JII merupakan respon akan kebutuhan informasi mengenai investasi secara Islami. Tujuannya adalah sebagai tolak ukur standar dan kinerja bagi investasi saham secara syariah di pasar modal dan sebagai sarana untuk meningkatkan investasi di pasar modal secara syariah. Pasar modal syariah menjadi alternatif investasi bagi pelaku pasar yang bukan sekedar ingin mendapatkan *return* terbaik, namun juga dapat memberikan ketenangan dari aktivitas investasinya atau bisa disebut harta atau *return* yang diperoleh berbentuk halal karena dioperasikan oleh perusahaan yang berlandaskan konsep-konsep Islami.

Maraknya lembaga-lembaga keuangan yang berpredikat syariah yang berkembang tidak terkecuali pasar modal syariah memunculkan suatu ketertarikan

sendiri untuk mengetahui apakah pasar modal syariah yang ada berbeda dengan pasar modal konvensional yang telah lama ada terutama dari segi kinerja keuangan dan *return* yang akan diperoleh. Dalam perkembangannya sendiri, pasar modal syariah di Indonesia belum terlalu dikenal dan diminati oleh masyarakat. Hal ini terbukti dengan modal yang masuk dalam JII masih sangat kecil dibandingkan dengan modal yang masuk dalam pasar modal konvensional.

Setiap investasi yang dilakukan akan senantiasa mengandung risiko dan menghasilkan *return*. Begitu pula dalam berinvestasi baik secara syariah melalui pasar modal syariah ataupun investasi di pasar modal konvensional. Adapun kaidah investasi yaitu menekankan pada dua hal utama yaitu manajemen risiko dan tata kelola investasi yang baik yang pada akhirnya akan menghasilkan investasi yang mampu memberikan *return* yang optimal dan risiko yang terukur.

Berinvestasi tentunya bisa dilakukan dimana saja baik di perusahaan syariah melalui perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) maupun di perusahaan konvensional, hal tersebut tergantung kepada investornya masing-masing. Setiap investor tentunya mengharapkan *return* yang maksimal atas investasi yang dilakukan pada sebuah perusahaan baik itu dalam perusahaan yang berbasis syariah maupun konvensional, lalu bagaimana dengan kenyataan *return* yang diperoleh investor jika dalam sebuah bursa efek terjadinya anomali pasar, dikarenakan oleh anomali pasar bisa terjadi pada semua bentuk pasar modal baik dalam pasar modal bentuk kuat, semi kuat dan lemah sekalipun. Pada penelitian ini, peneliti akan mengaitkan bagaimana *return* saham konvensional dan *return* saham syariah atau bisa disebut reaksi pasar modal ketika datangnya anomali pasar atau gangguan. Penelitian tentang reaksi pasar modal atas akibat dari datangnya suatu informasi telah banyak dilakukan. Hal tersebut dilakukan dengan tujuan untuk menemukan keadaan yang sebenarnya dari suatu pasar, apakah pasar tersebut termasuk ke dalam pasar yang efisien ataupun tidak. Tetapi penelitian-penelitian tersebut justru kemudian menemukan hal-hal yang berlawanan dengan konsep pasar modal efisien di beberapa pasar modal. Menurut Rio (2009) saat di pasar modal suatu saham bereaksi atas hal yang tidak termasuk dalam konsep yang ada dalam pasar efisien, hal itulah yang disebut sebagai anomali atau gangguan.

Tidak jarang kita menemui beberapa penyimpangan-penyimpangan atau gangguan atau sering disebut dengan anomali yang terjadi pada sebuah bursa efek.

Sebuah *event* atau kejadian dianggap sebagai anomali ketika *event* tersebut sulit untuk dijelaskan secara rasional dengan teori yang ada atau asumsi yang logis. Konsep pasar yang efisien yang disajikan oleh Fama (1970) menunjukkan bahwa semua informasi pasar tercermin dalam harga saham, sebagai akibat investor tidak dapat memprediksi harga di masa depan dengan dasar harga masa lalu. Tidak ada pasar saham dapat dinyatakan efisien dengan adanya efek musiman karena efek musiman melanggar dasar pasar yang efisien.

Anomali pasar berdampak buruk pada pasar modal yang bersangkutan karena menyebabkan pasar modal tidak lagi menampilkan keadaan ekonomi yang sebenarnya. Keadaannya terganggu dikarenakan tidak ada jaminan atas kebenaran data yang disajikan dan data-data yang disajikan tersebut terbentuk atas keadaan yang bukan berasal dari informasi yang ada.

Anomali pasar menunjukkan suatu fenomena yang terjadi berulang kali dan secara konsisten menyimpang dari kondisi pasar yang efisien secara informasi. Di antara anomali yang banyak mendapatkan perhatian adalah anomali efek kalender. Anomali ini terjadi karena waktu tertentu menghasilkan *return* yang lebih tinggi secara sistematis dan konsisten dibandingkan dengan waktu yang lain, diantaranya efek waktu dalam hari (*time of the day effect*), efek hari dalam minggu (*day of the week effect*) dan efek bulan dalam tahun (*month of the year effect*). Salah satu fenomena yang termasuk dalam bagian dari efek hari dalam minggu (*day of the week effect*) adalah *Monday effect* dan *weekend effect*.

Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan adanya *return* negatif untuk hari Senin yang disebut sebagai *Monday Effect* dan *return* positif terjadi selama pertengahan Minggu dan *return* tertinggi terjadi pada hari Jumat yang disebut sebagai *weekend effect*. Adanya pola-pola pergerakan *return* saham yang dapat diprediksi dengan menggunakan analisis teknikal mengakibatkan *return* yang terjadi tidak lagi bersifat acak/random. Hal ini merupakan pemikiran yang tidak sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Hipotesis tersebut merupakan teori yang kontroversial terutama setelah dapat di deteksinya banyak anomali di pasar modal seperti *January Effect*, *Monday Effect*, *Weekend Effect*, *Day of the Week Effect*, *Rogalski Effect*, *Turn of the Month Effect*, *Turn of the Year Effect*, *Ramadhan effect*, *end of December effect*, *Week Day of the Month effect* (Hansen dan Lunde, 2003).

Kalender anomali merupakan salah satu fitur dari pasar keuangan yang bertentangan dengan hipotesis pasar efisien. Studi tentang efek ini di sebuah Pasar saham memberikan motivasi untuk memilah keteraturan saham kembali secara rinci. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengeksplorasi efisiensi dalam pola musiman yang berbeda seperti Efek Januari, Efek akhir pekan serta Efek menjelang hari libur seperti Efek Ramadhan dan Efek Idul Fitri.

Efek akhir pekan mengacu pada perbedaan pengembalian yang signifikan (lebih tinggi atau lebih rendah) antara hari-hari dalam seminggu. Efek Januari berkaitan dengan pengembalian yang tinggi selama bulan Januari. Efek Januari adalah suatu kondisi yang terjadi di pasar modal dimana pada bulan Januari cenderung rata-rata pengembalian bulanannya lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya, (As'adah, 2009).

Di setiap Negara dan masyarakat yang ada di Negara tersebut mengikuti kalender mereka sendiri berdasarkan agama dan budaya mereka. kalender Ibrani diikuti oleh masyarakat Yahudi, kristen mengikuti kalender Gregorian dan Muslim mengikuti kalender Islam yang didasarkan pada kalender lunar dan dikenal sebagai kalender Hijriah. Ada 12 bulan di kalender hijriah, dan ada sekitar 29,53 hari dalam satu bulan lunar. Ramadhan adalah salah satu bulan di dalam kalender hijriah. Muslim berpuasa selama sebulan penuh di bulan ini. Dalam bulan Ramadhan, pola kerja Muslim berubah, hotel ditutup lebih awal dan Muslim lebih banyak beribadah di bulan ini dikarenakan oleh pahala yang berlipat ganda. Muslim menghindari dosa dan perbuatan yang salah seperti berspekulasi dan perjudian yang merupakan bagian dari bursa saham. Jadi, sangat menarik untuk mempelajari aktivitas perdagangan di bawah situasi ini.

Setelah akhir Ramadhan, muslim merayakan Idul Fitri. Kegiatan pembelian dalam masyarakat Muslim mengalami peningkatan sebelum Idul Fitri. Orang-orang membeli pakaian baru, hadiah dan komoditas pangan. Hal ini tentunya harga makanan, pakaian dan komoditas lainnya meningkat selama bulan ini. Perilaku orang-orang selama bulan ini akhirnya berdampak pada aktivitas perdagangan pasar keuangan. Ini mengurangi volatilitas pasar saham dalam volume dan pendapatan saham. Dikarenakan oleh selama bulan Ramadhan sebagian umat muslim enggan untuk membeli saham pada perusahaan yang mereka anggap tidak berbasis syariah, tentunya *return* saham konvensional akan mengalami penurunan.

Berdasarkan permasalahan di atas, peneliti akan mencoba untuk menyelidiki, "apakah adanya perbedaan antara *return* saham konvensional dan *return* saham syariah, dan apakah adanya perbedaan antara rata-rata *return* 30 hari sebelum Idul Fitri dan *return* 30 hari setelah Idul Fitri, serta peneliti ingin menguji apakah efek Januari, efek akhir pekan, dan Ramadhan berpengaruh pada *return* saham itu sendiri baik syariah maupun konvensional. Variabel yang digunakan untuk mengukur penelitian ini adalah *return* saham harian dan bulanan. Menurut Jogiyanto (2008:195) *return* saham adalah timbal balik atau upah yang didapatkan oleh investor atas keputusannya menanamkan modal pada perusahaan tertentu. *Return* merupakan salah satu cerminan keadaan saham yang paling valid, ketika *return* yang diterima investor tinggi, maka saham ada dalam keadaan baik, begitu pula sebaliknya.

Beberapa penelitian berusaha menjelaskan fenomena *Monday effect* dan *weekend effect*. Banyak analis percaya bahwa psikologi investor dapat memainkan peranan penting dalam menyebabkan munculnya anomali day of the week effect. Kondisi psikologis investor yang cenderung untuk tidak menyukai hari Senin, yaitu awal hari kerja sehingga mengakibatkan hari Senin merupakan hari yang membosankan dan menganggap hari Jumat merupakan hari terbaik karena merupakan hari kerja terakhir dan mereka merasa pesimis pada hari Senin dan optimis pada hari Jumat, hal ini akan mempengaruhi aktivitas perdagangan. Akibatnya kegiatan di bursa juga akan terpengaruh pada kondisi tersebut, yaitu harga cenderung jatuh pada Senin berkaitan dengan peningkatan *supply* dan harga meningkat pada hari Jumat berkaitan dengan peningkatan *demand*.

Penelitian terkait tentang terjadinya *January effect* itu sendiri beberapa kali sempat dilakukan sebelumnya, diantaranya Subekti (2006) yang meneliti *January effect* di pasar modal Indonesia mendapatkan hasil yang positif, yaitu pelaku pasar modal Indonesia memang memiliki kecenderungan untuk bereaksi berlebihan di Minggu awal bulan Januari. Hasil yang sama juga di dapatkan oleh Nagastara dan Siti Rahmi (2012) yang menyebutkan bahwa *January effect* terjadi pada sektor Perbankan di pasar modal Indonesia.

Hal tersebut kemudian berbanding terbalik dengan hasil penelitian yang didapatkan oleh Fauzi (2007) yang menyebutkan bahwa efek Januari tidak terjadi di tiga pasar saham yang menjadi fokus penelitiannya, yaitu Shanghai, Bombai dan Jakarta Stock Exchange. Hasil ini kemudian didukung oleh penelitian yang

dilakukan Andreas dan Ria (2011) yang menyebutkan bahwa *January effect* tidak terjadi di pasar modal Indonesia. Beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya tersebut menimbulkan hasil yang berbeda mengenai keadaan pasar modal Indonesia. Di beberapa penelitian dikatakan bahwa pasar modal Indonesia bebas dari anomali *January effect*, sedangkan penelitian lainnya dikatakan bahwa pasar modal Indonesia juga mengalami fenomena tersebut. Ketidakkonsistenan hasil ini menjadi salah satu alasan tentang perlunya penelitian ini dilakukan lagi.

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan sebelumnya, maka yang menjadi tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah terdapat perbedaan *return* saham pada bulan Januari dan bulan selain Januari, *return* saham pada hari senin dan hari lainnya, *return* saham pada bulan Ramadhan dan bulan lainnya dan *return* saham menjelang Idul Fitri dan bulan lainnya yang dilihat dari sisi perusahaan syariah yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) maupun perusahaan konvensional yang terdaftar di *Index LQ-45*. Peneliti ini juga ingin menguji secara empiris apakah terdapat perbedaan yang signifikan diantara keduanya baik pada *return* saham syariah pada *Jakarta Islamic Index* (JII) dan pada *return* saham konvensional pada *Index LQ-45* di pasar modal Indonesia. Terakhir, penelitian ini juga akan menguji secara empiris efek akhir pekan, efek Januari dan efek Ramadhan terhadap tingkat keuntungan (*return*) pada *Jakarta Islamic Index* dan *Index LQ-45* di Bursa Efek Indonesia selama periode 1 Desember 2009 sampai dengan 30 Januari 2014.

Metode Analisis

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *time series* yaitu data yang terdiri dari serial waktu tertentu berupa data harian. Data yang digunakan menunjukkan hari perdagangan dalam kurun waktu satu minggu (Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat). Adapun sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan historis yang dipublikasikan.

Penelitian ini menggunakan data harga saham penutupan dari *Jakarta Islamic Index* (JII) untuk perusahaan syariah dan *index LQ-45* untuk perusahaan konvensional dengan periode observasi mulai dari 1 Desember 2009 sampai dengan 30 Januari 2014. Data harga penutupan tersebut kemudian akan digunakan

dalam perhitungan sehingga diperoleh *return* saham harian yang akan digunakan dalam pengujian.

Perusahaan yang digunakan dalam sampel adalah perusahaan yang memenuhi kriteria yaitu perusahaan yang konsisten terdaftar pada JII dan Index LQ-45 selama 5 tahun berturut-turut. Perusahaan yang masuk kriteria 15 perusahaan untuk saham syariah dan 23 perusahaan untuk saham konvensional.

Variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu variabel tidak bebas (dependent variabel) dan variabel bebas (independent Variabel). Variabel tidak bebas yang digunakan pada penelitian ini adalah *Return* saham. Dalam menghitung data *return* saham baik harian maupun bulanan akan digunakan perhitungan sebagai berikut (Aly *et al*, 2004):

$$R_{ts} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

$$R_{tk} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

dimana :

R_{ts} = *return* saham syariah pada hari t

R_{tk} = *return* saham konvensional pada hari t

P_t = harga saham penutupan pada hari t

P_{t-1} = harga saham penutupan hari sebelumnya.

Variabel bebas yang digunakan pada penelitian ini adalah :

1. Efek Januari (Januari, Februari, Maret, April, Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober dan Desember).
2. Efek Akhir Pekan (Senin, Selasa, Kamis dan Jumat).
3. Efek Ramadhan (Juli, Agustus dan September).

Peralatan analisis untuk pengujian hipotesis penelitian pertama dan kedua akan menggunakan prosedur *Two Sample T-test*. Berdasarkan hubungan antar populasinya, pengujian ini dibagi ke dalam dua jenis uji, yaitu *dependent sample t-test*, dan *independent sample t-test* (Carver dan Nash, 2006).

- a. *Dependent sample t-test* atau sering diistilahkan dengan *Paired Sampel t-Test*, adalah jenis uji statistika yang bertujuan untuk membandingkan rata-rata atau menguji beda dua grup yang saling berpasangan. Sampel berpasangan dapat diartikan sebagai sebuah sampel dengan objek yang sama namun mengalami perlakuan atau pengukuran yang berbeda.

- b. *Independent sample t-test* adalah jenis uji statistika yang bertujuan untuk membandingkan rata-rata atau menguji beda dua grup yang tidak saling berpasangan atau tidak saling berkaitan. Tidak saling berpasangan dapat diartikan bahwa penelitian dilakukan untuk dua objek sampel yang berbeda.

Penelitian untuk hipotesis yang pertama menggunakan *two sample t-test* dengan pengujian yang kedua, yaitu *independent sample t-test*. Dikarenakan oleh sampel (objek) yang digunakan tidak ada kaitannya antara satu sama lain. Jika *return* saham pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic index* berubah (baik naik maupun turun), belum tentu *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di index LQ-45 ikut berubah, walaupun berubah tidak disebabkan oleh faktor objek pembandingnya.

Sedangkan untuk pengujian hipotesis yang kedua menggunakan *two sample t-test* dengan pengujian yang pertama, yaitu *dependent sample t-test* dikarenakan oleh pengujian ingin membandingkan rata-rata atau menguji beda dua grup yang saling berpasangan. Sampel berpasangan dapat diartikan sebagai sebuah sampel dengan objek yang sama.

Selanjutnya, untuk pengujian hipotesis ketiga penelitian ini menggunakan regresi *Ordinary Least Square (OLS)*. Metode ini digunakan untuk menganalisis pengaruh suatu variabel terhadap variabel lainnya (Nachrowi, 2006). Tujuan penggunaan metode *OLS Regression* ini adalah untuk mencapai penyimpangan atau *error* minimum. Model *OLS* disini menggunakan *dummy variable* untuk melihat pergerakan *return* saham setiap harinya selama periode observasi. Pada dasarnya, terdapat dua cara yang dapat dilakukan dalam membuat permodelan menggunakan *dummy variable*, yaitu:

1. Memasukkan semua *dummy variable* ke dalam persamaan dan menghilangkan *intercept*.
2. Memasukkan *intercept* ke dalam persamaan dan memasukkan $(m-1)$ *dummy*, dimana (m) merupakan jumlah *dummy variable* yang akan diteliti.

Penelitian ini akan menggunakan metode yang kedua, yaitu tetap memasukkan *intercept* ke dalam persamaan. Penggunaan *dummy variable* pada metode kedua ini mengharuskan untuk mengabaikan atau meniadakan salah satu

variabel pada permodelan. Karena itulah variabel bebas pada efek Januari hanya 11 dan 4 untuk efek akhir pekan.

Berikut adalah pemodelan dengan menggunakan regresi *OLS* (Aly *et al*, 2004).

1. Pemodelan regresi *OLS* untuk efek januari

$$R_{ts} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \dots + \beta_{11} D_{11} + \mu_t$$

$$R_{tk} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \dots + \beta_{11} D_{11} + \mu_t$$

Dimana :

R_{ts} = Return saham syariah pada bulant

R_{tk} = Return saham konvensional pada bulan t

β_0 = nilai *intercept*

β_1 sampai β_{11} = Return rata-rata setiap bulan

D_1 sampai D_{11} = *Dummy* variabel untuk setiap bulan yaitu antara 1 atau 0

μ_t = *error term*

2. Pemodelan regresi *OLS* untuk efek akhir pekan

$$R_{ts} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 D_4 + \mu_t$$

$$R_{tk} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 D_4 + \mu_t$$

Dimana :

R_{ts} = Returnsaham syariah pada hari t

R_{tk} = Return saham konvensional pada hari t

β_0 = nilai *intercept*

β_1 sampai β_{11} = Return rata-rata setiap bulan

D_1 sampai D_4 = *Dummy* variabel untuk setiap hari perdagangan yaitu antara 1 atau 0

μ_t = *error term*

3. Pemodelan regresi *OLS* untuk efek Ramadhan

$$R_{ts} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \mu_t$$

$$R_{tk} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \mu_t$$

Dimana :

R_{ts} = Return saham syariah pada bulant

R_{tk} = Return saham konvensional pada bulan t

β_0 = nilai *intercept*

β_1 sampai $\beta_3 =$ *Return* rata-rata setiap bulan

D_1 sampai $D_3 =$ *Dummy* variabel untuk setiap bulan yaitu antara 1 atau 0

$\mu_t =$ *error term*

Untuk menguji hipotesis yang ketiga, wajib digunakan Uji Asumsi Klasik untuk melihat bagaimana keadaan data yang akan digunakan dalam pengujian. Serta setelah Uji asumsi klasik dilakukan, perlu dilakukan uji statistik t untuk melihat tingkat signifikansi hasil pengamatan. Uji asumsi klasik yang digunakan adalah: (a) uji normalitas yang diperlukan untuk mengetahui apakah nilai residual berdistribusi normal, mendekati normal atau tidak. Model regresi yang baik hendaknya berdistribusi normal atau mendekati normal. (b) Uji multikolinearitas dapat dilihat dari (1) nilai *tolerance* dan lawannya (2) *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 atau nilai VIF lebih kecil dari 10, maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas pada data yang akan di olah. (c) Uji autoko-lerasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini terjadi karena adanya residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lain (Ghozali, 2006). Dan (d) Uji heteroskedastisitas yang bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

Setelah uji asumsi klasik dilakukan kemudian dilakukan uji statistik, yaitu uji *t-statistic*. Uji *t-statistic* ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh variabel-variabel bebas secara individual terhadap variabel tak bebas. Pengujian pengaruh hari perdagangan terhadap *returns* saham dilakukan uji t dengan menguji koefisien dari masing-masing *dummy variable* yang berasumsi bahwa variabel lain konstan. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 dan 0,1 maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial atau secara individual variabel hari perdagangan mempengaruhi *return* saham. Sebaliknya jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,1, maka variabel hari perdagangan tidak mempengaruhi *returns* saham.

Statistik Deskriptif

Pengamatan terhadap 15 saham perusahaan syariah serta 23 saham perusahaan konvensional yang dijadikan sampel pada penelitian ini, diperoleh hasil rata-rata *return* saham harian dan bulanan, sebagaimana disajikan pada Tabel 1 dan 2

Tabel 1. Statistik Deskriptif Rata-Rata *Return* Saham Harian

<i>Index</i>	Hari	Minimum	Maksimum	Mean	Std.deviation
JII	Senin	-0,077	0,037	-0,00265	0,01890
	Selasa	-0,040	0,031	0,00128	0,01583
	Rabu	-0,047	0,046	0,00124	0,01683
	Kamis	-0,027	0,061	0,00039	0,01579
	Jumat	-0,034	0,038	-0,00029	0,01501
	Rata-Rata	-0,0450	0,0426	-0,000006	0,01647
LQ-45	Senin	-0,070	0,032	-0,00305	0,01743
	Selasa	-0,037	0,023	0,00067	0,01445
	Rabu	-0,036	0,043	0,00197	0,01303
	Kamis	-0,030	0,048	0,00081	0,01454
	Jumat	-0,033	0,038	-0,00048	0,01295
	Rata-Rata	-0,0412	0,0368	-0,00001	0,01448

Tabel statistik rata-rata *return* saham harian pada keseluruhan periode observasi menunjukkan nilai yang beragam pada hari-hari dalam satu Minggu. Untuk *returnsaham JII*, rata-rata *return* tertinggi terjadi pada hari Selasa yaitu sebesar 0,13% diikuti oleh Rabu (0,12%), Kamis (0,03%), Jumat (-0,02%) dan Senin (-0,2%). Sedangkan yang terjadi di *LQ-45*, *return* tertinggi terjadi pada hari Rabu sebesar 0,19%, baru kemudian diikuti oleh hari Kamis (0,08%), Selasa (0,06%), Jumat (-0,04%) dan Senin (-0,3%).

Seperti yang pernah diteliti oleh Algifari (1999) yang mendukung penelitian ini. Ia meneliti pada 40 saham teraktif yang diperdagangkan di BEJ periode Januari-Desember tahun 1996, di mana dalam penelitiannya hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat memiliki *return* yang tinggi dan positif tetapi hal ini tidak ditemukan pada hari perdagangan Senin dan Kamis.

Penelitian lainnya dilakukan Cahyaningdyah (2004) terhadap 73 saham teraktif tahun 2001-2003. Pada penelitian yang ia lakukan ditemukan *return* terendah juga dijumpai pada hari Senin (Monday effect), namun *return* tertinggi ditemukan pada hari Jumat (weekend effect).

Tabel 2. Statistik Deskriptif Rata-Rata *Return* Saham Bulanan

<i>Index</i>	Bulan	Minimum	Maksimum	Mean	Std.deviation
JII	Januari	-0,125	0,055	0,0028	0,0857
	Februari	-0,014	0,061	0,0189	0,0332
	Maret	0,012	0,125	0,0638	0,0474
	April	-0,006	0,084	0,0403	0,0372
	Mei	-0,101	0,001	-0,0461	0,0508
	Juni	-0,043	0,065	-0,0014	0,0472
	Juli	-0,113	0,085	0,0237	0,0922
	Agustus	-0,052	0,002	-0,0310	0,0232
	September	-0,081	0,121	0,0295	0,0985
	Oktober	-0,039	0,090	0,0480	0,0604
	November	-0,071	0,0001	-0,0340	0,0287
	Desember	-0,006	0,056	0,0251	0,0257
	Rata-Rata	-0.05325	0.062092	0.0116	0.0525
LQ-45	Januari	-0,122	0,043	-0,0019	0,0804
	Februari	-0,009	0,062	0,0187	0,0308
	Maret	-0,002	0,096	0,0507	0,0429
	April	-0,008	0,077	0,0346	0,0349
	Mei	-0,101	-0,002	-0,0463	0,0424
	Juni	-0,048	0,043	-0,0033	0,0375
	Juli	-0,094	0,059	0,0163	0,0738
	Agustus	-0,069	0,002	-0,0320	0,0305
	Septembr	-0,094	0,120	0,0249	0,0942
	Oktober	-0,036	0,097	0,0451	0,0576
	November	-0,064	-0,014	-0,0360	0,0204
	Desember	0,014	0,042	0,0319	0,0126
	Rata-Rata	-0.05275	0.052083	0.0085	0.0465

Tabel statistik deskriptif rata-rata *returnsaham* bulanan diatas juga menunjukkan nilai yang beragam pada bulan-bulan dalam satu tahun. Untuk *returnsaham JII* Maret menunjukkan rata-rata *return* tertinggi yaitu sebesar 6,3% diikuti oleh, Oktober (4,8%), April (4%), September (2,9%), Desember (2,5%), Juli (2,3%), Februari (1,8%), Januari (0,2%), Juni (-0,1%), Agustus (-3,1%), November (-3,4%), dan terakhir Mei (-4%). Namun demikian, yang terjadi di *LQ-45*, *return* tertinggi juga terjadi pada Bulan Maret sebesar 5% baru kemudian diikuti oleh bulan Oktober (4,5%), April (3,4%), Desember (3,1%), September (2,4%), Februari (1,8%), Juli (1,6%), Januari (-0,19%), Agustus (-0,32%), Juni (-0,33%), November (-3,6%) dan mei (-4,6%).

Seperti yang terlihat pada tabel statistik deskriptif rata-rata *return* saham bulanan di atas, nilai tertinggi maupun terendah selalu terjadi secara bergantian di dalam ke dua belas bulan tersebut. Hal ini tergantung dari mood para investor untuk bereaksi lebih di bulan yang lebih disukainya tergantung pada *event-event*

yang terjadi pada sebuah perusahaan, seorang investor tentu akan bereaksi lebih ketika mendengar informasi baik maupun buruk terhadap sebuah perusahaan. Dan hal yang sama yang tampak pada statistik deskriptif rata-rata *returnsaham* harian, statistik deskriptif rata-rata *returnsaham* bulanan pun memiliki nilai rata-rata mean untuk keseluruhan bulan pada JII lebih tinggi dibandingkan LQ-45 yaitu sebesar 1,16% untuk JII dan 0,85% untuk Index LQ-45. Hal ini berarti bahwa keuntungan rata-rata dalam satu tahun JII lebih besar dibandingkan LQ-45.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan antar *return* saham syariah dan *return* saham konvensional di Bursa Efek Indonesia. Untuk menguji hipotesis pertama ini, data yang digunakan adalah kedua data rata-rata harian *return* saham pada perusahaan yang terdaftar pada kedua *index* pasar modal, yaitu Jakarta Islamic Index dan Index LQ-45 periode 1 Desember 2009 sampai dengan 30 Januari 2014 atau sebanyak 1052 hari perdagangan. Sebelum dilakukan uji t test, sebelumnya dilakukan uji kesamaan varian antara dua kelompok data tersebut dengan menggunakan Levene’s Test, artinya jika varian sama maka uji t menggunakan Equal Variance Assumed (diasumsikan varian sama) dan jika varian berbeda menggunakan Equal Variance Not Assumed (diasumsikan varian berbeda). Hasilnya seperti yang tertera pada Tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3. Independent Sample t-test

		Return	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variances	F	8,509	
	Sig.	0,004	
	T	0,275	0,275
	Df	2102	2064,146
t-test for Equality of Means	Sig. (2-tailed)	0,784	0,784
	Mean Difference	0,000	0,000
	Std. Error Difference	0,000	0,000
95% Confidence Interval of	Lower	-0,0001	-0,0001

theDifference	Upper	0,001	0,001
---------------	-------	-------	-------

Oleh karena nilai probabilitas (signifikansi) *Levene's test for equal variance assumed* adalah 0,004 lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak dan tidak menolak H_a , jadi dapat disimpulkan bahwa kedua varian berbeda. Dengan demikian, penggunaan uji t menggunakan *equal variance not assumed* (diasumsikan kedua varian berbeda). Tahapan selanjutnya adalah pengujian independen sample t test dengan besaran confidence interval 95% atau $\alpha = 5\%$.

Kriteria pengambilan keputusan berdasarkan probabilitas dimana H_0 tidak ditolak jika $p\text{ value} > 0,05$, maka terlihat bahwa signifikansi dengan menggunakan data rata-rata *return* saham sebesar 0,784. Nilai signifikansi di atas lebih besar daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa pengujian ini tidak menolak H_0 dan menolak H_a . Artinya tidak terdapat perbedaan antara *returnsaham Jakarta Islamic Index* dengan *return* saham pada *Index LQ-45* di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini mendukung hipotesis alternatif H_1 yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *return* saham syariah dan *return* saham konvensional di Pasar Modal Indonesia.

Kesamaan *return* saham yang terjadi pada kedua *Index* pasar modal Indonesia ini dikarenakan oleh kedua *Index* pasar modal Indonesia ini telah terintegrasi dengan baik. Artinya, hubungan yang terjadi antara dua index pasar modal ini benar-benar menampilkan keadaan yang sebenarnya. Selain itu dikarenakan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada kedua *Index* tersebut benar-benar perusahaan yang besar dan *credible*, sehingga *return* saham perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index sama saja dengan perusahaan yang terdaftar pada *Index LQ-45*. Perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index merupakan perusahaan besar dan *credible* yang telah lolos seleksi oleh tim peneliti Bursa Efek yang berbasis Syariah dan begitu pula dengan *Index LQ-45* yang merupakan kumpulan 45 perusahaan yang besar dan *credible* yang berbasis konvensional. Sehingga tidak ada perbedaan antara *return* saham pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* dan pada *Index LQ-45*.

Dengan demikian, dikarenakan oleh dari sisi keuntungan atau *return* yang diperoleh investor sama saja dan tidak ada perbedaan di antara keduanya, maka hal ini tergantung dan kembali pada keputusan investor itu sendiri, ingin memilih perusahaan yang berbasis syariah atukah konvensional.

Hasil penelitian ini sangat mendukung penelitian yang pernah dilakukan oleh Mamduh M. Hanafi & Syafiq M. Hanafi pada tahun 2012 yang berjudul Perbandingan Kinerja Investasi Syariah Dan Konvensional: Studi Pada Jakarta Islamic Index (JII) Dan Indeks LQ45. Hasil analisis pada penelitian yang pernah beliau teliti menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara indeks JII dan indeks LQ-45. Hal ini tentunya berpengaruh pada harga saham yang dikeluarkan oleh perusahaan dan berdampak pada return yang diperoleh investor.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan antara rata-rata 30 hari sebelum Idul Fitri dan 30 hari setelah Idul Fitri di Bursa Efek Indonesia. Untuk menguji hipotesis kedua ini, data yang digunakan adalah kedua data rata-rata harian *return* saham pada perusahaan yang terdaftar pada kedua Index pasar modal, yaitu Jakarta Islamic Index dan Index LQ-45 selama 30 hari perdagangan sebelum Idul Fitri dan 30 hari perdagangan setelah Idul Fitri pada tahun 2013. Idul Fitri untuk tahun 2013 ini jatuh pada tanggal 8 Agustus.

Berikut disajikan hasil uji perbandingan tersebut seperti yang terlihat pada Tabel 4 di bawah ini.

Tabel 4. Paired Samples Test (Dependent Sample t-test)

		JII	LQ-45
		Sebelum Idul Fitri – setelah Idul Fitri	Sebelum Idul Fitri – setelah Idul Fitri
Paired differences	Mean	-0,0006	-0,0016
	Std. Deviation	0,0230	0,0147
	Std. Error Mean	0,0042	0,0028
95% Confidence Interval of the Difference	Lower	-0,0092	-0,0071
	Upper	0,0079	0,0039
	Df	29	29
	Sig. (2-tailed)	0,878	0,555

Kolom Mean pada *paired-samples t-test* Tabel 4 menunjukkan rata-rata perbedaan antara 30 hari sebelum Idul Fitri dengan 30 hari setelah Idul Fitri, kolom *Standart Deviation* menunjukkan dispersi rata-rata antara 30 hari sebelum Idul Fitri dengan 30 hari setelah Idul Fitri, kolom *95% Confidence Interval of the Difference* menyediakan suatu perkiraan menyangkut batasan-batasan antara perbedaan rata-rata dalam 95% dari semua sampel acak yang ada, sedangkan t-

statistik diperoleh dengan pembagian perbedaan rata-rata dengan standard *error*-nya, dan yang terakhir kolom Sig.(2-tailed) menampilkan probabilitas (signifikansi) di dalam statistik t yang memiliki nilai mutlak sama dengan atau lebih besar dari yang diperoleh t statistik. Ketika nilai signifikan untuk perubahan lebih dari 0.05, kita dapat menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata return antara 30 hari sebelum Idul Fitri dan 30 hari setelah Idul Fitri.

Namun ketika kita melihat dari mean pada Tabel 4.6 yang diperoleh antara 30 hari sebelum Idul Fitri dan 30 hari setelah Idul Fitri terdapat mean yang berbeda yang berarti bahwa adanya overreaksi yang ditimbulkan oleh investor ketika hari-hari setelah Idul Fitri berakhir. Investor kembali lagi melakukan spekulasi serta menjual dan membeli saham pada hari-hari setelah Idul Fitri berakhir. Pada Jakarta Islamic Index maupun pada Index LQ-45 terdapat mean yang lebih besar pada setelah Idul Fitri dibandingkan sebelum Idul Fitri. Hal ini berarti bahwa investor bereaksi lebih pada hari-hari setelah Idul Fitri berakhir. Walaupun demikian, jika kita lihat dari nilai sig. (2-tailed) dari kedua Index tersebut nilainya lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara 30 hari sebelum Idul Fitri dengan 30 hari setelah Idul Fitri.

Pengujian ini sangat mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fazal J.Sayyed et al (2005) yang mengatakan bahwa aktivitas pasar menurun pada saat bulan Ramadhan (sebelum Idul Fitri), serta adanya kemerosotan transaksi selama bulan suci Ramadhan (sebelum Idul Fitri). Dan diperkirakan kemerosotan transaksi ini akan berakhir setelah bulan suci Ramadhan berakhir.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis ketiga yaitu dengan menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS), perlu dilakukan terlebih dahulu pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik diperlukan untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan memiliki distribusi normal dan benar-benar bebas dari adanya gejala heteroskedastisitas, gejala multikolinearitas, dan gejala autokorelasi. Hal ini bertujuan untuk memastikan bahwa hasil estimasi regresi linear berganda yang diajukan memberikan hasil yang representatif.

Ternyata setelah dilakukan pengujian asumsi klasik, ternyata data benar-benar berada dalam keadaan normal, data tidak memiliki gejala heteroskedastisitas, gejala multikolinearitas dan gejala autokorelasi. Walaupun

ada beberapa *Index* pada pengujian yang terkena gejala-gejala seperti yang telah disebutkan di atas, data masih bisa di obati dengan beberapa metode, sehingga tidak terdapat masalah apa pun di dalam data yang akan di olah.

Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik, berikut hasil pengujian hipotesis ketiga dengan menggunakan metode OLS (*Ordinary Least Square*) seperti yang terlihat pada Tabel 5.

Berdasarkan hasil uji Parsial (uji statistik t) di atas, terlihat bahwa yang memiliki nilai probabilitas/signifikansi dibawah 5% dan 10% hanya terdapat pada pengujian efek Januari yaitu pada bulan Maret, April, dan Oktober pada *Jakarta Islamic Index* sementara pada *Index LQ-45* hanya bulan Maret, April, Oktober, dan Desember yang berpengaruh terhadap *return* saham. Maka dapat disimpulkan bahwa hanya bulan-bulan tersebut yang berpengaruh terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 5. Hasil Uji Regresi

Jenis efek	Model	Jakarta Islamic Index		Index LQ-45	
		t-statistic	Prob/sig	t-statistic	Prob/sig
Efek Akhir Pekan	Constant	0,540	0,589	0,814	0,417
	Senin	-1,269	0,206	-1,049	0,295
	Selasa	0,019	0,985	-0,332	0,740
	Kamis	-0,261	0,794	-0,687	0,493
	Jumat	-0,474	0,636	-0,728	0,467
Efek Januari	Constant	-1,155	0,256	-1,398	0,171
	Januari	0,610	0,546	0,935	0,356
	Februari	1,246	0,221	1,494	0,144
	Maret	2,349	0,025*	2,358	0,024*
	April	1,786	0,083**	1,926	0,062**
	Mei	-0,292	0,772	-0,260	0,796
	Juni	0,783	0,439	0,898	0,375
	Juli	1,388	0,174	1,431	0,161
	Agustus	0,072	0,943	0,124	0,902
	September	1,536	0,133	1,664	0,105
	Oktober	2,094	0,044*	2,208	0,034*
	Desember	1,508	0,141	1,852	0,072**
Efek Ramadhan	Constant	-0,162	0,872	0,120	0,905
	Juli	1,419	0,160	0,677	0,501
	Agustus	-0,215	0,830	-0,357	0,722
	September	-1,013	0,314	-1,558	0,123

Keterangan: * dan ** signifikan pada level 5% dan 10%

Seperti penelitian yang pernah dilakukan oleh Ahmad Rodoni (2004) dan penelitian Luluk As'adah (2009) yang mendukung penelitian ini, ia menyatakan

bahwa pengaruh bulan Januari tidak terjadi di BEI yang diukur dari *return*nya. Serta penelitian yang dilakukan oleh Tatang Ary Gumanti dan Farid Ma'ruf (2010) yang menyatakan bahwa hasil penelitiannya tidak terdapat efek akhir pekan dilihat dari nilai signifikansinya walaupun nilai *return* pada hari senin menunjukkan nilai yang paling rendah serta jumat menunjukkan *return* tertinggi.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil uji statistik yang menggunakan Independent sample t-test terhadap rata-rata *return* saham selama periode observasi, ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *return* saham syariah dengan saham konvensional di Indonesia. Kesamaan yang terjadi antara *return* saham pada Jakarta Islamic Index dan Index LQ-45 pada Bursa Efek Indonesia dikarenakan oleh kedua Index ini, baik syariah maupun konvensional telah terintegrasi dengan baik sehingga akan menampilkan trend yang sama untuk setiap Index diantara keduanya, dengan kata lain pola kenaikan atau penurunan dari *return* sahamnya akan terjadi secara bersama-sama atau hampir bersamaan.

Tidak ditemukan adanya perbedaan antara rata-rata *return* 30 hari sebelum Idul Fitri dengan 30 hari setelah Idul Fitri di Bursa Efek Indonesia. Hal tersebut tentunya berdasarkan pengujian statistik yang telah dilakukan dengan menggunakan dependent sampel t-test atau yang sering disebut dengan paired sample t-test. Efek akhir pekan dan efek Ramadhan tidak berpengaruh terhadap *return* saham syariah dan *return* saham konvensional di Bursa Efek Indonesia. Dan efek Januari pun tidak berpengaruh terhadap *return* saham, namun pada bulan Maret, April, Oktober dan Desember berpengaruh terhadap *return* saham.

Disadari bahwa penelitian ini masih banyak terdapat kekurangan dan keterbatasan. Pada hasil pengujian Efek Idul Fitri terlihat bahwa *return* rata-rata untuk setelah Idul Fitri lebih tinggi dibandingkan *return* rata-rata sebelum Idul Fitri. Namun, jika dilihat secara keseluruhan dari nilai probabilitas/signifikansinya berada di atas 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara rata-rata *return* 30 hari sebelum Idul Fitri dengan 30 hari setelah Idul Fitri di Bursa Efek Indonesia. Maka dari itu, untuk penelitian selanjutnya perlu dilakukan uji beda atau *paired sample t-test* kembali untuk tahun-tahun berikutnya dan dengan periode yang lebih panjang lagi. Hal ini diharapkan berguna bagi para investor, sehingga dengan mempelajari hal tersebut, investor

dapat melakukan prediksi pola return saham ke depannya dalam rangka mengambil keuntungan di pasar saham.

Pada pengujian hipotesis di atas juga ditemukan tidak adanya perbedaan *return* saham antara *Jakarta Islamic Index* maupun pada *Index LQ-45*. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat dilakukan untuk jenis sektor *Index* yang berbeda sehingga dapat menjelaskan pada investor apakah benar atau tidak terdapat perbedaan antara *return* saham syariah maupun *return* saham konvensional sehingga para investor bebas untuk memilih antara berinvestasi pada perusahaan yang terdaftar pada *Index* manapun sesuai dengan tingkat kepercayaannya kepada perusahaan tersebut apakah dikelola dengan cara yang halal ataukah tidak.

Pada pengujian keberadaan efek akhir pekan, efek Januari, serta Efek Ramadhan yang peneliti selanjutnya akan lakukan, diharapkan menggunakan periode yang lebih panjang lagi sehingga dapat lebih mendapatkan gambaran yang sesungguhnya akan keberadaan anomali di pasar modal Indonesia.

Daftar Pustaka

- Abraham, David L. Ikenbery. 1994. The Individual and The Weekend Effect. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol.29. No.1. 263-277.
- Aly, Hasan, Sayed Mehdian, Mark J. Perry. 2004. An Analysis of Day of the Week Effects in the Egyptian Stock Market. *International Journal of Business*. Vol.9 No. 3. 301-309.
- As'adah, Luluk. 2009. *Pengaruh January Effect terhadap Abnormal Return dan Saham pada Jakarta Islamic Indeks*. Skripsi Jurusan Mu'amalah pada Fakultas Syari'ah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta.
- Cahyaningdyah, D. 2005. Analisis Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham: Pengujian Week-Four Effect dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.20 No. 2. 175-186.
- Carver, Robert H., Jane Graddwohl Nash. 2006. *Doing Data Analysis with SPSS Version 14*. Thomson Higher Education.
- Fama, Eugene F. 1991. Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*. Vol. 25. 387-417.
- Imam Subekti. 2006. Pengujian Anomali January Effect dan Overreaction Hypothesis di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol.7. No.1. 108-116.

- Karim, Adiwarmarman A. 2008. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Keim, D.B. 1989. Size-related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence. *Journal of Finance*. Vol.39 N0.3. 819-889.
- Kurniawan, Todi. Volatilitas Saham Syariah, analisis atas Jakarta Islamic Index. *Artikel Karim Review*, 2008 dari <http://www.Jakarta Islamic Index.com>, diunduh 24 Februari 2015.
- Lakonishok, Josef, Edwin Maberly. 1990. The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors. *Journal of Finance*. Vol. XLV. No.1. 231-243.
- Metwally, M. 1995. *Teori dan Ekonomi Islam*. Jakarta: Bangkit Daya Insani.
- Rio. 2009. Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XV. No. 2. 121-134.
- Rodoni, Ahmad. 2004. Anomali Kalender: Pengaruh Keuntungan Menjelang Hari Libur dan Keuntungan Untuk Bulan Januari. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 6. No. 3. 24-29.
- Siamat, Dahlan. 2004. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Edisi Keempat. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi II. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.