

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Kajian Teori

2.1.1 *Signalling Theory*

Menurut Brigham & Houston (2011), *signaling theory* adalah tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk memberikan indikasi kepada investor tentang prospek perusahaan. Sedangkan menurut Scott (2012), sinyal adalah sebuah tindakan yang dilakukan oleh manajer senior (*high type manager*) yang mana tidak masuk akal jika dilakukan oleh manajer tingkat bawah (*low type manager*). Berdasarkan pemahaman tersebut, teori penyinyalan adalah teori yang digunakan untuk memahami tindakan manajerial yang menyampaikan informasi kepada investor sehingga mungkin mengubah keputusan investor tentang keadaan perusahaan (Suganda, 2018).

Signalling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang diberikan oleh perusahaan mengenai keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan faktor penting bagi investor dan pelaku bisnis karena pada dasarnya merupakan informasi, komentar dan penjelasan tentang masa lalu, sekarang, kondisi bisnis saat ini, masa depan dan tren pasar saham. Investor di pasar modal membutuhkan informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sebagai alat

analisis untuk mengambil keputusan investasi. Laporan keuangan merupakan salah satu jenis informasi yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan yang dapat menjadi sinyal bagi pihak di luar perusahaan khususnya kepada investor. Jika suatu perusahaan ingin sahamnya dibeli oleh investor maka perusahaan harus mengungkapkan laporan keuangannya secara terbuka dan transparan (Ulum, 2017).

Signalling theory menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan cenderung menunjukkan keunggulan mereka di pasar. Di satu sisi, sinyal tersebut akan mendorong investor dan pemangku kepentingan lainnya untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemudian mengambil keputusan yang lebih menguntungkan perusahaan (Whiting dan Miller, 2008). Di sisi lain, perusahaan dengan kinerja yang buruk cenderung mengungkapkan informasi yang sifatnya wajib (Ulum, 2017).

2.1.2 Investasi Saham

Investasi adalah menempatkan dana dengan harapan mendapatkan lebih banyak uang atau keuntungan. Investasi pada dasarnya adalah menempatkan sejumlah dana sekarang dengan harapan pengembalian di masa depan. Saham merupakan tanda bukti kepemilikan terhadap suatu usaha yang pemiliknya disebut juga sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder*). Dari pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi saham adalah penyaluran dana yang ada dengan harapan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang dengan menempatkan uang atau dana untuk membeli surat berharga berupa saham dengan harapan memperoleh tambahan atau bunga tertentu atas dana yang ditanamkan dalam perdagangan saham tersebut di bursa efek (Adnyana, 2020).

2.1.3 Bursa Efek

Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mencocokkan penawaran dan permintaan efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Bursa efek terdiri dari sejumlah anggota yang menggunakan fasilitas bursa untuk memperdagangkan jenis saham tertentu. Saham yang diperdagangkan di bursa disebut saham terdaftar. Sekilas tentang bursa efek adalah gedung di mana perusahaan efek melakukan transaksi perdagangan efek (Adnyana, 2020).

2.1.4 Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi pasar adalah nilai pasar dari saham yang diterbitkan suatu emiten. Nilai *market cap* diperoleh dari perkalian jumlah saham yang beredar (*outstanding share*) dengan nilai pasar per saham (Rahardjo, 2006). *Market cap* dibagi menjadi tiga *cluster* yaitu kapitalisasi kecil (*small cap*), kapitalisasi menengah (*mid cap*), dan kapitalisasi besar (*big cap*). Adapun kriteria ketiga kapitalisasi pasar tersebut adalah sebagai berikut.

Tabel II. 1 Kriteria Kapitalisasi Pasar (*Market Cap*)

NO.	KATEGORI	KAPITALISASI PASAR
1	<i>Small Cap</i>	< Rp1.000.000.000.000
2	<i>Mid Cap</i>	Rp1.000.000.000.000 - Rp10.000.000.000.000
3	<i>Big Cap</i>	> Rp10.000.000.000.000

2.1.5 Window Dressing

Segala sesuatu yang cantik dan indah pasti akan membuat orang tertarik untuk melihat bahkan menyentuhnya. Tidak hanya kecantikan paras manusia saja

yang mempunyai daya tarik tetapi juga keindahan dari portofolio di pasar modal. Hal itu biasa disebut *window dressing* yang seringkali dilakukan oleh perusahaan terbuka (emiten) dan manajer investasi dengan tujuan memoles dan membuat daya tarik pada tampilan performa laporan keuangan atau portofolio. Menurut Investopedia.com, *window dressing* menjadi strategi yang biasanya dilakukan pada akhir tahun atau kuartal keempat untuk meningkatkan penampilan kinerja laporan keuangan sebelum disajikan ke pemegang saham atau klien.

Terdapat beberapa cara kerja *window dressing* saham yang dilakukan oleh perusahaan terbuka (emiten) atau manajer investasi. Menurut Subhan dkk (2016) jika portofolio kinerja investasi tidak sesuai dengan apa yang diharapkan oleh manajer investasi, maka manajer investasi akan melakukan *window dressing* dengan cara menjual saham yang mengalami kerugian dan membeli saham yang mempunyai performa baik dan dapat mencetak imbal hasil yang lebih besar dalam jangka pendek. Selain itu, *window dressing* juga dapat dilakukan dengan memasukkan berbagai saham yang sebenarnya tidak cocok dengan tujuan perusahaan, hanya bertujuan untuk memoles portofolio saja.

2.1.6 Harga Saham

Saham merupakan suatu bentuk efek yang diperdagangkan dalam bursa pasar modal sebagai tanda kepemilikan atas sebuah perusahaan. Menurut Sunariyah (2004), saham dapat diartikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seorang atau badan pada sebuah perusahaan terbuka. Seseorang dapat memiliki kepemilikan di sebuah perusahaan dengan membeli saham di pasar modal pada harga saham tertentu. Harga saham sendiri merupakan uang yang akan dikeluarkan untuk

memperoleh bukti penyertaan atau kepemilikan. Terjadinya harga saham karena terdapat *demand* dan *supply* pada saham tersebut. Terdapat banyak faktor penyebab adanya *demand* dan *supply* seperti terjadinya *window dressing* yang dilakukan oleh banyak perusahaan.

Menurut Arifin (2001) yang dikutip dari Sri Artatik (2007) fluktuasi harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh *demand* dan *supply* tetapi juga terdapat faktor lain. Fundamental perusahaan menjadi salah satu faktor penyebab fluktuasi harga saham karena tercermin pada laporan keuangan dan kinerja perusahaan. Semakin baik kinerja perusahaan maka kenaikan harga saham yang dipengaruhi semakin besar, begitu sebaliknya. Selain itu, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) juga turut menjadi faktor penyebab terjadinya pergerakan harga saham. Peningkatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) akan menunjukkan bahwa perekonomian suatu negara dan kondisi investasi sedang membaik, begitu sebaliknya. Dengan demikian, hal itu akan memengaruhi naik turunnya harga saham perusahaan. Faktor lain yang menyebabkan naik turunnya harga saham yaitu *news* dan *rumors*. Dengan adanya berita yang tersebar terkait masalah ekonomi, politik di suatu negara akan menyebabkan investor akan memperkirakan apa yang terjadi di masa depan terkait kondisi negara tersebut.

2.1.7 Return

Salah satu tujuan dari berinvestasi yaitu untuk mendapatkan *return* atau imbal hasil. Menurut Jogiyanto (2008), terdapat dua macam *return*, yaitu:

a. Actual Return

Actual return merupakan imbal hasil yang telah diperoleh oleh investor di masa lalu dan diperoleh dari perhitungan data historis. *Actual return* sangat penting karena digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *expected return* serta risiko di masa depan.

b. *Expected Return*

Expected return atau *return* ekspektasi yaitu imbal hasil yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang. *Return* ekspektasi digunakan sebagai alat untuk mengambil keputusan investasi. *Return* ini dapat dihitung menggunakan beberapa cara, yaitu berdasarkan nilai ekspektasi di masa depan, nilai-nilai *return* historis, dan model *return* ekspektasi yang ada.

2.1.8 Abnormal Return

Menurut Jogiyanto (2010), *abnormal return* merupakan kelebihan dari *actual return* atau *return* yang sesungguhnya. Normal *return* merupakan imbal hasil yang diharapkan oleh investor (*expected return*). Dengan demikian, *abnormal return* merupakan selisih antara *expected return* dengan *actual return*.

2.1.9 Event Study

1. Pengertian Event Study

Event study atau studi peristiwa adalah studi tentang reaksi pasar modal terhadap sebuah peristiwa yang informasinya dijadikan sebagai pengumuman. Menurut Bowman (1983) yang dikutip dari (Jogiyanto, 2010) mendefinisikan *event study* sebagai studi yang berkaitan dengan analisis harga sekuritas sekitar pengumuman informasi dan waktu suatu peristiwa.

2. Asumsi-asumsi *Event Study*

Menurut McWilliams dan Siegel (1997) yang dikutip dari Jogiyanto (2010), metode *event study* didasarkan pada tiga asumsi dasar, yaitu:

a. Asumsi Efisiensi Pasar

Harga dari sebuah sekuritas dipengaruhi oleh banyak investor yang melakukan *supply* dan *demand*. Sehingga, seorang investor merupakan penerima harga (*price taker*) yang tidak dapat memengaruhi harga seorang diri. Selain itu, informasi dapat diperoleh dengan murah dan tersedia secara luas. Hal itu menyebabkan seluruh pelaku pasar mudah mendapatkan informasi tersebut. Namun, informasi terjadi secara acak dan tidak dapat diprediksi oleh investor bahwa sebuah emiten akan mengumumkan informasi tersebut. Setelah mendapatkan informasi, investor akan secara cepat menggunakan informasi tersebut. Sehingga harga dari sekuritas akan berubah dan berfluktuasi mengikuti pasar.

b. Asumsi Peristiwa Tidak Diantisipasi

Peristiwa yang terjadi di pasar merupakan hasil dari reaksi pasar yang sebenarnya terjadi. Hal itu karena peristiwa tersebut tidak diantisipasi sebelumnya. Jika sebuah peristiwa diantisipasi sebelumnya, maka reaksi pasar sudah terjadi sebelumnya bukan setelah pengumuman.

c. Asumsi Tidak Terdapat Efek Pengganggu

Reaksi pasar yang terjadi diakibatkan karena adanya sebuah peristiwa yang diteliti bukan karena peristiwa lain. Jika terdapat peristiwa lain maka reaksi pasar akan dicurigai bahwa reaksi tersebut timbul akibat peristiwa lain.

3. Reaksi Pasar

Penelitian *event study* meneliti sebuah reaksi pasar terhadap munculnya informasi. Munculnya informasi tersebut tidak diharapkan dan dapat dijadikan sebagai kejutan. Reaksi pasar dari suatu peristiwa akan menyebabkan *return* atau imbal hasil yang tidak normal (*abnormal return*). Jika *abnormal return* bernilai nol, maka peristiwa yang terjadi tidak memengaruhi reaksi pasar. *Abnormal return* dapat bernilai positif dan negatif. Tanda dari *abnormal return* tersebut menggambarkan arah dari reaksi pasar. Apabila terdapat peristiwa atau kabar baik, maka *abnormal return* akan bertanda positif, begitu sebaliknya.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penulis melakukan *scoping review* pada penelitian sebelumnya dengan konsep uji beda dalam pengujian hipotesis. *Scoping review* adalah cara untuk mengidentifikasi literatur yang rinci dan komprehensif terkait dengan topik penelitian, yang diperoleh dari berbagai sumber dengan menggunakan metode penelitian yang berbeda (Arksey & O'Malley, 2005). Adapun penelitian terdahulu penulis adalah penelitian uji beda yang menggunakan fenomena *window dressing*. Kata kunci (*keywords*) digunakan dalam *scoping review* untuk pencarian *literature* sesuai topik yang diambil penulis. Adapun kata kunci yang digunakan penulis dalam penelitian ini adalah "*event study*" and "*window dressing*" and year 2018-2021, "*window dressing*", dan *santa claus rally*. Penelitian ini melakukan pencarian dengan kata kunci pada *database scopus* dan *google scholar*.

Tabel II. 2 Hasil Pencarian Kata Kunci

Kata Kunci	Google Scholar	Scopus	Total	Hasil Seleksi
"event study" and "window dressing" and year 2018-2021	275	0	275	12
"window dressing"	200	134	334	11
santa claus rally	11	2	13	2

Sumber: Diolah oleh penulis

Berdasarkan tabel II.2 menunjukkan bahwa hasil pencarian kata kunci diseleksi menjadi *literature* yang akan digunakan dalam penelitian ini. Penulis mengambil 25 *literature* untuk dijadikan referensi yang relevan dalam mendukung terbentuknya penelitian ini. Berdasarkan *scoping review* yang dilakukan masih cukup sedikit membahas terkait *window dressing*. Adapun beberapa penelitian terdahulu dari 25 *literature* yang diambil adalah sebagai berikut.

Penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati & Pandansari (2020), Yunita & Rahyuda (2019) ialah penelitian yang sama-sama membahas tentang pengujian anomali pasar (*January effect*). Penelitian (Rahmawati & Pandansari, 2020; Yunita & Rahyuda, 2019) juga menggunakan metode analisis data *paired sample t-test* dan menggunakan *abnormal return* sebagai variabel dependen. Perbedaan antara penelitian (Rahmawati & Pandansari, 2020) dan penelitian (Yunita & Rahyuda, 2019) adalah penelitian (Rahmawati & Pandansari, 2020) dilakukan pada tahun 2020 dengan periode penelitiannya bulan desember 2013 – januari 2016 sedangkan penelitian (Yunita & Rahyuda, 2019) dilakukan tahun 2019, selama periode Februari 2013 hingga Januari 2018 sebagai periode penelitiannya. Tujuan dan objek yang digunakan kedua penelitian tersebut juga berbeda yaitu penelitian Rahmawati

& Pandansari (2020) bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* saham pada bulan Januari dan bulan selain Januari pada kelompok saham indeks IDX30 di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan penelitian Yunita & Rahyuda (2019) untuk menguji adanya perbedaan *return* saham pada bulan Januari dan selain bulan Januari dan *abnormal return* saham pada bulan Januari dan selain bulan Januari pada indeks JII (*Jakarta Islamic Index*) yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Event window* yang digunakan kedua penelitian tersebut berbeda yang mana penelitian (Rahmawati & Pandansari, 2020) ialah sebelum dan sesudah Januari, penelitian (Yunita & Rahyuda, 2019) *event window* nya H-10 (sebelum *event*), H0 (saat *event*) dan H+10 (sesudah *event*).

Perbedaan kedua penelitian ini dengan penelitian penulis adalah pembahasan, periode penelitian yang digunakan, *event window*, metode analisis data pengujian hipotesis, tujuan dan objek penelitiannya. Penelitian yang digunakan penulis ialah penelitian yang membahas perbedaan *abnormal return* dan pengaruh *window dressing* sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, dan sesudah pengumuman, dengan periode penelitian *listing* per 1 Januari 2021. *Event window* yang digunakan penulis adalah H-5 (sebelum *event*), H0 (saat *event*) dan H+5 (sesudah *event*). Metode pengujian hipotesis penulis menggunakan 3 uji beda yaitu *One sample*, *paired sample*, dan uji ANOVA. Yang terakhir penelitian penulis bertujuan untuk mengetahui perbedaan *abnormal return* dan bagaimana pengaruh *window dressing* sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, dan sesudah pengumuman terhadap kinerja saham pada perusahaan *cluster small*, *cluster medium*, dan *cluster big* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai objeknya.

Penelitian selanjutnya adalah penelitian yang dilakukan oleh Ani & Diana (2018) menggunakan *residual absolute* untuk melihat adanya praktik *window dressing*. Penelitian ini menggunakan periode pengamatan selama 20 hari yaitu 10 hari sebelum *event period* dan 10 hari sesudah *event period* (Ani & Diana, 2018). Penelitian ini menggunakan *event window* yang sama dengan penelitian (Yunita & Rahyuda, 2019). Data dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini berupa *return* dari 36 reksadana saham pada tahun 2014-2016 (Ani & Diana, 2018).

Pada analisis data dilakukan uji statistik deskriptif dengan hasil uji bernilai positif (0,01%). Hal ini menunjukkan bahwa nilai kinerja yang dilakukan optimal yang bertujuan memperbaiki nilai portofolio reksadana pada akhir bulan Desember (Ani & Diana, 2018). Tahap selanjutnya adalah uji normalitas di mana hasil ujinya menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal sehingga pengujian menggunakan metode *wilcoxon signed rank* (Ani & Diana, 2018). Hasil uji *wilcoxon* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *residual absolute* kinerja reksadana 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah *event period* sehingga H_1 diterima. Hal tersebut disebabkan nilai *asympt.sig* sebesar 0,00 lebih kecil daripada *alpha* (Ani & Diana, 2018).

Penelitian berikutnya adalah penelitian yang dilakukan oleh Indrayani (2019), Kusumawati (2017), Kadir & Kewal (2014), dan Fitriyani & Sari (2013). Ke-empat penelitian tersebut sama-sama membahas mengenai fenomena *January effect* sama dengan penelitian (Rahmawati & Pandansari, 2020; Yunita & Rahyuda, 2019) di atas. Penelitian (Fitriyani & Sari, 2013; Kadir & Kewal, 2014) sama-sama menggunakan objek indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia dan penelitian

(Indrayani, 2019; Kusumawati, 2017) menggunakan objek dengan beda sektor yang mana penelitian (Indrayani, 2019) pada sektor pertambangan sedangkan penelitian (Kusumawati, 2017) pada perusahaan manufaktur subsektor *food and beverage*. Persamaan berikutnya adalah *event window* yang digunakan pada penelitian (Fitriyani & Sari, 2013; Kadir & Kewal, 2014; Kusumawati, 2017) yaitu sebelum dan sesudah Januari sedangkan *event window* yang digunakan (Indrayani, 2019) adalah *5-days average abnormal return in the end of December and 5 days in early January*. *Dependent variable* yang digunakan dalam penelitian (Indrayani, 2019; Kusumawati, 2017) adalah *anomaly market return*, sedangkan penelitian (Fitriyani & Sari, 2013) menggunakan *return* saham, *abnormal return*, dan *trading volume activity*, kemudian penelitian (Kadir & Kewal, 2014) *dependent variable* nya menggunakan rata-rata *return* saham bulanan.

Perbedaan dari penelitian Indrayani (2019), Kusumawati (2017), Kadir & Kewal (2014), dan Fitriyani & Sari (2013) adalah periode pengamatan dan sampel yang digunakan. Periode dan sampel penelitian yang digunakan (Fitriyani & Sari, 2013) adalah tahun 2009-2011 dengan jumlah sampel 14 perusahaan dalam indeks LQ-45. Sedangkan penelitian (Kadir & Kewal, 2014) periodenya pada tahun 2010-2013 dengan sampel yang digunakan sebanyak 24 perusahaan LQ45 yang tidak pernah delisting selama periode penelitian. Penelitian selanjutnya adalah penelitian (Indrayani, 2019) menggunakan periode dan sampel berturut-turut pada tahun 2011-2015 dan 35 perusahaan pada sektor pertambangan. Penelitian terakhir dari ke-empat penelitian tersebut adalah penelitian (Kusumawati, 2017) dengan periode penelitian pada bulan November 2014 hingga bulan Februari tahun 2015 dan

sampel yang digunakan sebanyak 18 perusahaan manufaktur. Perbedaan ke-empat penelitian tersebut dengan penelitian penulis adalah objek, periode, *event window*, dan sampel yang digunakan. Penulis menggunakan objek dan periode seluruh perusahaan yang telah *listing* per 1 Januari 2021 dengan mengambil sampel 120 perusahaan dari tiga *cluster*. *Event window* yang digunakan dalam penelitian penulis yaitu H-5 sebelum *window dressing*, 30 Desember 2021 (H-0), dan H-5 sesudah *window dressing*.

Penelitian selanjutnya adalah penelitian yang dilakukan oleh Nurbayasari & Sulviani (2020) yaitu penelitian yang membahas analisis perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah libur idul fitri serta libur tahun baru. Objek, sampel dan periode penelitian yang digunakan dalam penelitian (Nurbayasari & Sulviani, 2020) ialah perusahaan indeks LQ45 dengan sampel 31 emiten yang memenuhi kriteria pemilihan, total data sampel *time series* selama empat tahun pengamatan sebanyak 124 sampel di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2018. Penelitian (Nurbayasari & Sulviani, 2020) menggunakan analisis grafik dan uji *One-Sample Kolmogorof-Smirnov* dalam menganalisis data, *event window* nya ialah 11 hari disekitar tanggal pengumuman, yakni 5 hari sebelum tanggal pengumuman (-t5) dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman (+t5). 1 hari tanggal peristiwa libur (t0). *Event window* yang digunakan penelitian (Nurbayasari & Sulviani, 2020) sama dengan *event window* penulis namun berbeda peristiwa yang mana penelitian penulis menggunakan peristiwa *window dressing*. *Dependent variable* nya juga sama dengan penulis yaitu menggunakan *abnormal return* sebagai variabel dependennya.

Penelitian Kapugu & Wardhani (2008) dan Virginia et al. (2020) sama-sama membahas *window dressing*, sama halnya dengan penelitian penulis. Penelitian (Kapugu & Wardhani, 2008) membahas tentang praktek *window dressing* pada reksa dana saham di Indonesia selama periode 2001-2007, sedangkan penelitian (Virginia et al., 2020) mendefinisikan *window dressing* pada BUMN dan Swasta. Penelitian (Kapugu & Wardhani, 2008) bertujuan untuk mengetahui ketidakwajaran yang terjadi di sekitar tanggal pelaporan dibandingkan dengan periode lainnya yaitu dengan *event period* 20 hari namun akan dibandingkan dengan *event period* 10 dan 30 hari, sedangkan penelitian (Virginia et al., 2020) bertujuan untuk meningkatkan harga saham dan untuk mengamati seluruh aktivitas *window dressing* di beberapa perusahaan yang terdaftar di bursa dengan *event period* 20 hari, *before and after*.

Sampel yang digunakan penelitian (Kapugu & Wardhani, 2008) ialah 46 reksadana saham di Indonesia dengan statistik deskriptif, uji beda t, dan regresi sebagai analisis datanya, sedangkan sampel penelitian (Virginia et al., 2020) sampelnya adalah tiga saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, yaitu Telekomunikasi Indonesia Tbk, Adhi Karya Tbk, dan Astra Agro Lestari Tbk. *Dependent variable* penelitian (Kapugu & Wardhani, 2008) menggunakan rerata nilai absolut residual reksa dana saham, berbeda dengan penelitian penulis dan penelitian (Virginia et al., 2020) yang mana menggunakan *anomaly market return*. Hasil penelitian (Kapugu & Wardhani, 2008) menyimpulkan bahwa terdapat *window dressing* pada pengamatan 20 hari yang dilakukan sebelumnya, dan hasil penelitian (Virginia et al., 2020) berdasarkan analisis *Window Dressing* pada

penelitian di akhir tahun (bulan Desember), ditemukan *window dressing* untuk Telekomunikasi Indonesia Tbk terjadi pada bulan Desember 2014, 2015, dan 2016, dan rata-rata harga Desember berada di atas rata-rata tahun ini.

Penelitian selanjutnya adalah penelitian Fajriah et al (2021) dan Lisicki (2018) yaitu penelitian yang sama-sama membahas tentang *january effect*. Perbedaan kedua penelitian terdapat pada negaranya yang mana penelitian (Lisicki, 2018) di negara Warsaw, Polandia sedangkan penelitian (Fajriah et al., 2021) dan penelitian penulis berada di Indonesia. Teori yang digunakan pada kedua penelitian ini adalah *efficiency market theory* yang mana penelitian (Fajriah et al., 2021) terdapat dua teori yaitu ditambah dengan *signal theory* sama dengan yang digunakan penulis. Sampel yang digunakan penelitian (Fajriah et al., 2021) yaitu 45 perusahaan dengan waktu pengamatan pada Agustus 2017 sedangkan penelitian (Lisicki, 2018) tidak disebutkan. *Event window* yang digunakan penelitian (Fajriah et al., 2021) adalah tujuh hari sebelum dan tujuh hari setelah event *January Effect* sedangkan penelitian (Lisicki, 2018) tingkat pengembalian yang dihitung dari yang pertama bulan dari setiap tahun yang dianalisis merupakan *event window* nya. Kemudian *dependent variable* nya juga sama yaitu *anomaly market return* dengan indikator dari variabel dependen yang sedikit berbeda, penelitian (Fajriah et al., 2021) menggunakan *cumulative abnormal returns* sedangkan penelitian (Lisicki, 2018) menggunakan *expected return E (Rit)*, *additional (abnormal) rate of return ARit*. Penelitian (Fajriah et al., 2021) dapat menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah *January effect*, hal ini dibuktikan dengan uji t sampel berpasangan. Sedangkan kesimpulan dari penelitian (Lisicki,

2018) menunjukkan terjadinya pengaruh Januari yang signifikan secara statistik dalam kasus dua indeks: WIG-konstruksi dan WIG-IT.

Penelitian Pastusiak et al. (2016) membahas tentang Profitabilitas perusahaan sebelum dan sesudah Initial Public Offering (IPO). Tujuan dari penelitian (Pastusiak et al., 2016) adalah untuk menyajikan perilaku rasio profitabilitas sebelum dan sesudah IPO, mengekstrak informasi dari periode tertentu dalam *lifetime* perusahaan untuk melakukan uji statistik, dan untuk menunjukkan keteraturan tertentu yang terjadi di perusahaan dalam konteks *event* ini. Sampel yang digunakan dalam penelitian (Pastusiak et al., 2016) ialah berisi 527 perusahaan yang memasuki WSE dengan t IPO antara tahun 1991 dan 2012. Penelitian (Pastusiak et al., 2016) berfokus pada negara Warsaw, Polandia dengan variabel dependennya *cumulative abnormal return* (CAR) dan variabel independennya adalah ROA, ROE, OPM, NPM. Penelitian (Pastusiak et al., 2016) dapat disimpulkan bahwa perusahaan meningkatkan data akuntansi mereka untuk menarik calon investor dan mengumpulkan uang. Harus diakui bahwa koreksi ini bukanlah koreksi biasa dan ini terkait dengan aspek fundamental perusahaan dan efek dari IPO.

Penelitian selanjutnya adalah penelitian yang dilakukan oleh Nippani dan Shetty (2021) dan Washer et al. (2016) yaitu penelitian yang sama-sama membahas tentang *santa clause rally*. Tujuan dari penelitian (Nippani & Shetty, 2021) adalah untuk menentukan apakah reli Santa Claus ada di pasar saham India dan memeriksa seberapa luas itu, sedangkan penelitian (Washer et al., 2016) bertujuan untuk menguji secara ketat keberadaan Reli Santa Claus dan untuk menentukan apakah

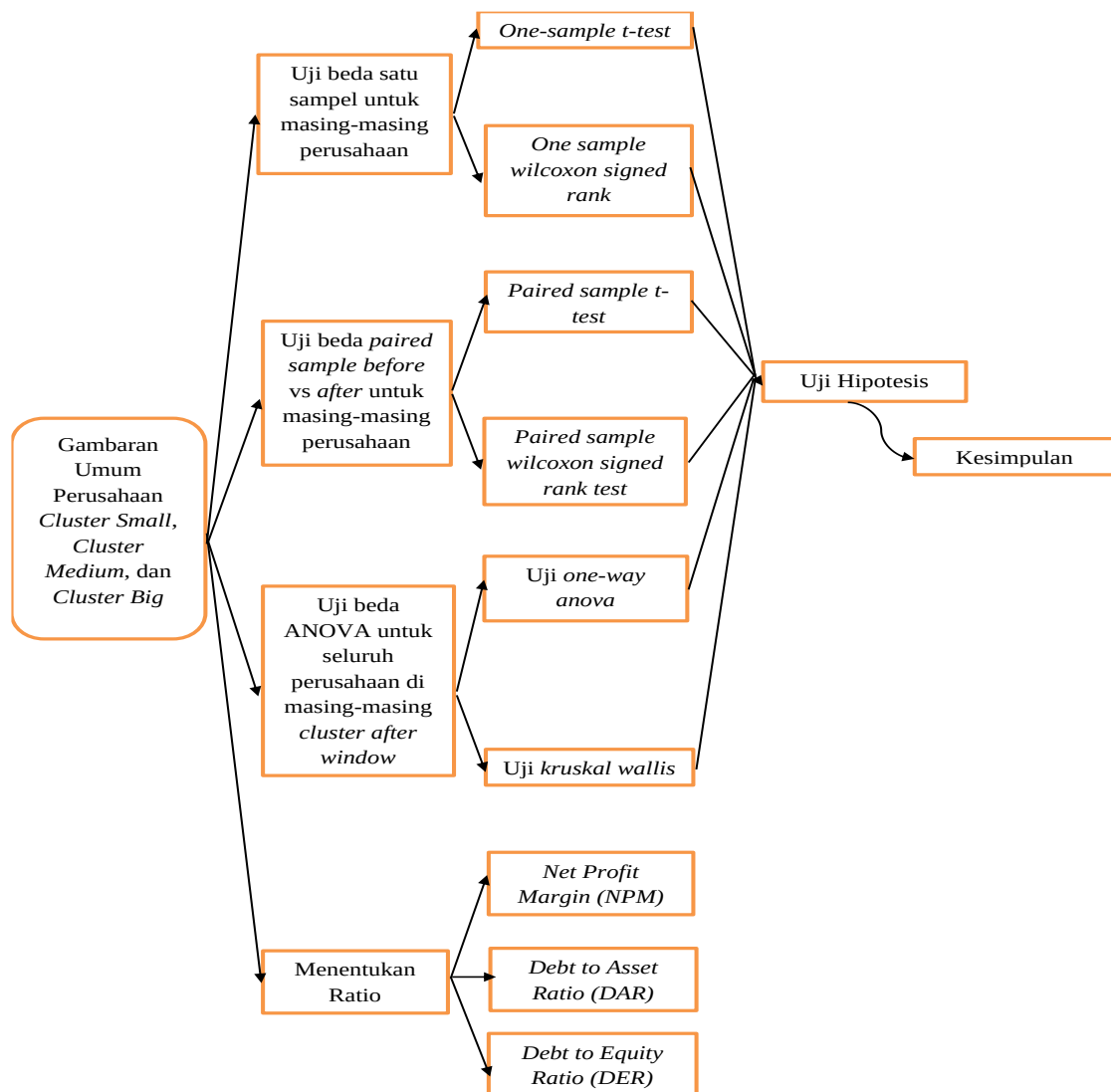
itu terkait dengan ukuran perusahaan. Teori dan sampel yang digunakan dalam penelitian (Nippani & Shetty, 2021) adalah *efficient capital market theory* dengan sampel 200 indeks, sedangkan penelitian (Washer et al., 2016) menggunakan *finance theory* dengan menggunakan sampel periode 1963-2008 yang mana menghitung premi ekuitas 7,2% untuk Halloween dan pergantian bulan. Negara dan variabel dependen yang digunakan pada kedua penelitian ini berbeda. Penelitian (Nippani & Shetty, 2021) negaranya adalah India dengan *anomaly market return* sebagai *dependent variable* nya, sedangkan penelitian (Washer et al., 2016) negaranya adalah Amerika Serikat dengan *difference in daily returns* sebagai variabel dependennya. Kesimpulan dari penelitian (Washer et al., 2016) ialah dengan menggunakan data dari tahun 1926-2014 dapat disimpulkan bahwa *Reli Santa Claus* telah ada untuk portofolio saham kecil dan besar. Untuk saham yang lebih besar, pengembalian *abnormal* kumulatif positif lebih konsisten daripada portofolio saham yang lebih kecil, sedangkan penelitian (Nippani & Shetty, 2021) menyimpulkan bahwa pasar penuh dengan kemungkinan pengembalian harian yang lebih tinggi bagi manajer portofolio yang ingin meningkatkan pengembalian mereka sebelum akhir tahun. Perbedaan dengan penelitian penulis ialah negaranya yaitu Indonesia dan peristiwa yang digunakan penulis yaitu *window dressing*.

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka berpikir adalah pernyataan dari kerangka konseptual untuk pemecahan masalah yang spesifik atau dirumuskan. Kerangka pemikiran dalam penelitian kuantitatif adalah studi yang didasarkan pada filosofi positivisme, menekankan fenomena objektif dan menyelidikinya secara kuantitatif. Secara

teoritis, kerangka yang baik menjelaskan hubungan antar variabel yang diteliti yaitu perlu menjelaskan hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat. Kerangka berpikir menjadi dasar bagi penulis untuk menyarankan kebenaran hipotesis yang diharapkan. Hipotesis memberikan kerangka untuk melaporkan kesimpulan suatu penelitian dan memudahkan penulis untuk meninjau setiap hipotesis dan memberikan kesimpulan yang terkait dengan hipotesis (I. Hermawan, 2019).

Gambar II. 1 Kerangka Pemikiran



Sumber: Diolah oleh penulis

2.4 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah ada, maka penelitian ini memiliki hipotesis. Adapun hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

- H1: Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari di sekitar pengumuman *window dressing*
- H2: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *window dressing*
- H3: Ada perbedaan rata-rata *abnormal return* antara perusahaan *cluster small*, *cluster medium*, *cluster big*
- H4: Ada pengaruh yang signifikan secara parsial dari variabel independen terhadap variabel dependen