

**Analisis Perbedaan *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* Sebelum dan Sesudah
Peristiwa *January Effect* di Bursa Efek Indonesia (*Event Study* pada Sektor Industri
Barang Konsumsi Periode 2013-2017)**

Nadhila Ajrina Meirinanda
Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia
Email: nadhila.meirinanda@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh peristiwa *January effect* terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* pada perusahaan *big cap*, *middle cap*, dan *small cap* sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2017. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *purposive sampling* dan dari metode tersebut diperoleh data sebanyak 27 perusahaan yang tergabung dalam sektor industri barang konsumsi. Metode yang digunakan dalam penelitian adalah *event study*, dimana *event window* dalam penelitian ini terdiri dari 7 hari sebelum peristiwa *January effect* dan 7 hari setelah peristiwa *January effect*. Pengujian hipotesis yang dilakukan menggunakan uji *paired samples test* dan uji *wilcoxon signed rank test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* pada kelompok *small cap* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* dan *trading volume activity* pada kelompok *big cap* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Namun, tidak terdapat perbedaan signifikan pada *abnormal return* kelompok *big cap* dan *mid cap* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* dan *trading volume activity* pada kelompok *mid cap* dan *small cap* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*.

Kata Kunci : *January effect*, *abnormal return*, *trading volume activity*, perusahaan sektor industri barang konsumsi.

Abstract

This study aims to determine the effect of the January effect on the abnormal return and trading volume activity in big cap, middle cap, and small cap companies in the consumer goods industry sector listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2013-2017. The sampling technique used in this study was using the purposive sampling method and data obtained from the method were 27 companies incorporated in the consumer goods industry sector. The method used in the study is event study, where the event window in this study consisted of 7 days before the January effect and 7 days after the January effect. Hypothesis testing is done using paired samples test and Wilcoxon signed rank test. The results showed that there were significant differences in abnormal returns in the small cap group before and after the January effect and trading volume activity in the big cap group before and after the January effect event. However, there was no significant difference in the abnormal return of the big cap and mid cap groups before and after the January effect and trading volume activity in the mid cap and small cap groups before and after the January effect event.

Keywords: *January effect*, *abnormal return*, *trading volume activity*, consumer goods industry sector companies

1. PENDAHULUAN

Investasi adalah suatu kegiatan berupa penundaan konsumsi di masa sekarang untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang yang bisa berbentuk dalam emas, tanah, tabungan, deposito, saham, obligasi, dan lain-lain. Masyarakat akan menggunakan dananya untuk investasi ketika mempunyai dana berlebih sebagai hasil dari peningkatan pendapatannya. Investasi melalui pasar modal dapat menjadi aspek penting dalam meningkatkan perekonomian suatu negara. Pasar modal adalah sarana memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi (Tandelilin, 2010). Produk yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia meliputi saham, obligasi, reksa dana, *Exchange Traded Fund* (ETF), dan derivatif.

Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai sarana investasi bagi masyarakat, turut menumbuhkan minat masyarakat untuk berinvestasi pada saham ditandai dengan meningkatnya jumlah investor. Tercatatnya jumlah investor per Januari 2018 di data C-BEST KSEI sebesar 800.568 sub rekening meningkat sebanyak 17,6% dari periode yang sama tahun 2017 yaitu 680.520. Meningkatnya jumlah investor menandakan bahwa banyak masyarakat sadar akan pentingnya berinvestasi. Para investor ingin meraih keuntungan sesuai harapan melalui investasi di pasar modal.

Para investor ingin meraih keuntungan sesuai harapan melalui investasi di pasar modal. Investor yang bijak ialah investor yang mampu menganalisis keuangan dan menyerap informasi yang dapat dipertanggung jawabkan secara tepat. Pengambilan keputusan investor untuk berinvestasi harus dibekali dengan informasi yang akurat, analisis kinerja keuangan, sampai pemahaman teknikal sekalipun sehingga risiko investasi dapat dikurangi seminimal mungkin. Agar investasi dapat dikelola dengan optimal, investor perlu mencari informasi atas emiten yang akan dipilih. Selain itu, penentuan waktu yang tepat juga dapat meminimalisir kerugian investor dan memaksimalkan keuntungan investor.

Pasar dikatakan efisien dan semua informasi bisa diakses secara mudah dan dengan biaya yang murah oleh semua pihak di pasar, maka harga yang terbentuk adalah harga keseimbangan, sehingga tidak seorang investor pun bisa memperoleh keuntungan tak normal dengan memanfaatkan informasi yang dimilikinya (Tandelilin, 2010). Konsep pasar efisien lebih ditekankan pada aspek informasi. Artinya adalah kondisi dimana seluruh harga yang diperdagangkan dalam pasar merupakan cerminan dari semua informasi yang tersedia. Menurut Fama (1970) dalam Tandelilin (2010) informasi yang dimaksud adalah semua informasi yang tersedia di dalam pasar meliputi informasi di masa lalu yang disebut efisien dalam bentuk lemah, informasi saat ini yang disebut efisien dalam bentuk setengah kuat, serta informasi masa lalu (historis), informasi yang dipublikasi saat ini, dan informasi yang tidak terpublikasi yang disebut sebagai efisien dalam bentuk kuat.

Namun dalam praktiknya, hipotesis pasar efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang menyatakan bahwa tidak ada investor yang mampu memperoleh keuntungan tak normal dalam pasar memiliki banyak sanggahan. Banyak investor memanfaatkan momen tertentu untuk memperoleh keuntungan tak normal. Pasar yang tidak efisien akan menghasilkan *return* yang lebih besar dibanding *return* normalnya. Peristiwa atau kejadian yang tidak diantisipasi dan memberikan peluang kepada investor untuk

mendapatkan *abnormal return* disebut sebagai anomali. Menurut Levy (1996) dalam Imandani (2008) anomali pasar terbagi menjadi empat yaitu anomali perusahaan, anomali musiman, anomali peristiwa, dan anomali akuntansi. Anomali musiman atau *seasonal anomaly* merupakan peristiwa musiman yang terjadi dimana investor memiliki peluang untuk memperoleh *abnormal return*, contohnya adalah *January effect*, *week-end effect*, *time of day effect*, *end of month effect*, *seasonal effect*, dan *holidays effect*. *January effect* merupakan salah satu anomali musiman dimana anomali ini terjadi ditandai dengan harga sekuritas yang cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari-hari atau pekan pertama.

Pada anomali *January effect*, tingkat *return* yang diperoleh pada bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan lainnya. Rozeff dan Kinney (1976) menyatakan bahwa keuntungan rata-rata saham pada bulan Januari lebih tinggi daripada bulan-bulan lainnya. Dalam rentang waktu 1904 sampai 1974 di *New York Stock Exchange*, tingkat keuntungan rata-rata bulan Januari dalam indeks pasar saham mencapai 3,48% sedangkan bulan lainnya hanya mencapai 0,68%. Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Haug dan Hirschey (2006) juga menunjukkan hasil bahwa fenomena *January effect* yang terjadi pada return saham *small cap* sangat konsisten keberadaannya dari waktu ke waktu dan tidak dipengaruhi oleh *Tax Reform Act* (UU Reformasi Pajak) tahun 1986. Saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang kecil (*small cap*) akan lebih mudah berfluktuasi dibandingkan dengan saham kapitalisasi menengah (*middle cap*) dan besar (*big cap*). Menurut Wachtel dalam Surjoko (2014), hal tersebut dapat terjadi karena untuk menggerakkan harga saham yang berkapitalisasi kecil (*small cap*) diperlukan volume dan nilai transaksi yang relatif tidak sebesar saham kapitalisasi pasar menengah dan besar.

Tidak hanya di pasar modal Amerika, *January effect* sebagai anomali yang berpola musiman ini seringkali juga dijumpai di pasar modal berbagai negara contohnya adalah Turki (Eyuboglu, 2016), Pakistan (Ullah, 2016), dan Jepang (Li dan Gong, 2015). Fenomena *January effect* ini juga ditemukan di Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Pradnyaparamita dan Rahyuda (2017) menunjukkan hasil bahwa rata-rata *abnormal return* saham tertinggi terjadi pada bulan Januari yaitu sebesar -0,02055 sementara terendah pada bulan lainnya yaitu sebesar -7,23661. Pengujian *January effect* tersebut dilakukan pada perusahaan indeks LQ 45 periode 2009 hingga 2014.

Sektor industri barang konsumsi dipilih sebagai objek penelitian karena erat kaitannya dengan kebutuhan pokok manusia. Saham sektor industri barang konsumsi selalu menarik di mata investor domestik maupun asing. Hal itu disebabkan karena Indonesia dikenal sebagai salah satu negara dengan jumlah populasi penduduk terbesar di dunia. Tingginya populasi penduduk mempengaruhi daya beli sektor industri barang konsumsi karena masyarakat memerlukannya untuk memenuhi kebutuhan pokok sehari-hari. Daya beli tersebut terus meningkat seiring meningkatnya jumlah populasi penduduk di Indonesia. Sektor industri barang konsumsi juga dapat mempresentasikan seberapa besar tingkat konsumtif masyarakat. Selain itu, masyarakat juga lebih familiar dengan emiten-emiten di industri barang konsumsi.

Pada Bursa Efek Indonesia, sektor industri barang konsumsi terbagi menjadi beberapa sub sektor diantaranya adalah sub sektor makanan dan minuman, sub sektor rokok, sub sektor farmasi, sub sektor kosmetik dan barang keperluan rumah tangga, dan sub sektor peralatan rumah tangga. Emiten yang paling mendongkrak kinerja sektor

industri barang konsumsi diantaranya adalah PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR), PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP), dan Hanjaya Mandala Sampoerna (HMSP) yang merupakan emiten yang paling terapresiasi. Hal ini terbukti dengan kinerja sektoralnya yang berperan besar dalam mendorong penguatan IHSG.

Setelah mengetahui pola *seasonal* yang mencakup *January effect* yang terjadi di bursa-bursa dunia, investor dapat menerapkan strategi *market timing* untuk masuk dan keluar dari bursa saham sehingga mampu memperoleh *return* yang optimal. Berdasarkan uraian di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang berjudul, “Analisis Perbedaan *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* Sebelum dan Sesudah Peristiwa *January Effect* di Bursa Efek Indonesia (*Event Study* pada Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2013-2017)”.

2. KAJIAN PUSTAKA

Investasi Saham di Pasar Modal

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa-masa yang akan datang (Sunariyah, 2006). Jenis investasi terdiri dari dua bagian utama, yakni investasi pada aset riil dan investasi pada aset finansial. Investasi pada aset riil adalah investasi pada suatu barang yang berwujud contohnya adalah tanah, rumah, emas, dan logam mulia lainnya. Investasi pada aset finansial adalah investasi pada aset yang umumnya tidak berwujud seperti instrumen pasar uang, obligasi, saham, dan reksa dana.

Saham merupakan salah satu bentuk investasi atau instrumen pasar keuangan yang paling populer. Pasar modal memiliki peran penting sebagai tempat transaksi jual-beli sekuritas termasuk saham dan obligasi. Menurut Tandelilin (2010), pasar modal diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi. Di Indonesia, Bursa Efek Indonesia berperan sebagai tempat di mana terjadinya jual-beli sekuritas.

Pasar Efisien dan Pasar Tidak Efisien

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fama (1970), efisiensi pasar adalah suatu pasar yang harga sahamnya senantiasa sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Harga saham akan berubah ketika terdapat informasi baru yang semestinya tidak dapat diperkirakan sebelumnya. Jika informasi tersebut sudah dapat diperkirakan, maka tentu informasi telah diserap dan selanjutnya dicerminkan dalam harga saham saat ini (Rodoni, 2002). Semakin cepat pasar modal melakukan reaksi terhadap informasi baru, maka pasar modal tersebut dikatakan semakin efisien. Fama juga menyatakan bahwa tidak ada seorangpun yang bisa memperoleh keuntungan diharapkan yang lebih tinggi daripada rata-rata pasaran walaupun dia memiliki suatu informasi tertentu.

Menurut Fama (1970) dalam Tandelilin (2010), ia membagi bentuk pasar yang efisien menjadi tiga kategori *Efficient market hypothesis* (EMH) yaitu pertama efisien dalam bentuk lemah (*weak form*), yaitu keadaan di mana semua informasi di masa lalu ialah refleksi pada harga yang terbentuk sekarang. Kedua, efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*), yaitu keadaan di mana harga yang terbentuk sekarang mencerminkan informasi historis dan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang). Ketiga, efisien dalam bentuk kuat (*strong form*), yaitu

keadaan di mana harga sekuritas saat ini mencerminkan semua informasi historis, informasi yang dipublikasikan saat ini, serta informasi yang tidak terpublikasi.

Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi Pasar merupakan harga keseluruhan dari suatu perusahaan atau harga yang harus dibayar jika ingin membeli 100% kepemilikan perusahaan tersebut. Kapitalisasi pasar dapat dihitung dengan mengalikan jumlah lembar saham dengan harga *closing price* perusahaan pada saat ini. Kapitalisasi pasar terbagi menjadi tiga, dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 1
Kriteria Kapitalisasi Pasar

NO	KATEGORI	KAPITALISASI PASAR
1	Big Cap	> Rp 10.000.000.000.000
2	Middle Cap	Rp 500.000.000.000 – Rp 10.000.000.000.000
3	Small Cap	< Rp 500.000.000.000

Return

Tujuan investor pada dasarnya adalah memaksimalkan keuntungan dan meminimalkan risiko tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapi. Return saham merupakan suatu hasil yang diperoleh dari suatu investasi saham. Return saham dapat bernilai positif atau untung maupun negatif atau rugi. Jika return bernilai positif maka disebut sebagai *capital gain*, dan jika return bernilai negatif maka disebut sebagai *capital loss*. Sumber return investasi terdiri dari dua komponen utama yaitu yield dan capital gain/loss (Tandelilin, 2010). *Yield* adalah aliran kas atau pendapatan yang secara periodik diperoleh dari suatu investasi. Apabila berinvestasi dalam saham, maka *yield*-nya adalah besarnya dividen yang diperoleh. Sedangkan *capital gain/ loss* adalah peningkatan atau penurunan harga pada suatu surat berharga yang bisa memberikan keuntungan maupun kerugian bagi investor.

Abnormal Return

Abnormal return adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. Pada pengujian efisiensi pasar, *abnormal return* sering digunakan sebagai indikator efisiensi suatu pasar. Hal tersebut disebabkan karena menurut teori pasar efisien, pasar dikatakan efisien ketika tidak ada seorangpun pelaku pasar yang bisa memperoleh *abnormal return*. Untuk memperoleh *abnormal return*, investor harus mampu mendapatkan informasi secara lebih cepat dibanding investor lain, dan menerjemahkan informasi tersebut ke dalam tindakan membeli atau menjual saham sehingga investor dapat memperoleh keuntungan (Tandelilin, 2010).

Trading Volume Activity

Selain *abnormal return*, *trading volume activity* seringkali digunakan sebagai variabel pada penelitian yang menggunakan metode *event study*. *Trading volume activity* adalah indikator yang digunakan untuk mengukur seberapa likuid suatu saham. Jumlah *trading volume activity* yang besar mengindikasikan bahwa suatu saham tersebut likuid

dan aktif diperdagangkan. *Trading volume activity* ialah jumlah saham diperdagangkan suatu emiten pada waktu tertentu dibagi dengan jumlah saham yang beredar suatu emiten pada waktu yang sama.

January Effect

Teori pasar efisien menimbulkan banyak konflik dan perdebatan karena dengan adanya ujian-ujian yang dilakukan, terdapat bukti-bukti yang mengakibatkan keraguan terhadap hipotesis pasar efisien yaitu dengan adanya anomali. Menurut Jones (1996) dalam Jogiyanto (2010), anomali pasar didefinisikan sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien. Anomali pasar terjadi ketika investor memiliki peluang untuk memperoleh *abnormal return* dari suatu peristiwa.

January effect yang termasuk dalam anomali musiman (*seasonal anomaly*). *January effect* merupakan anomali di mana harga sekuritas cenderung mengalami kenaikan di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama. Dalam anomali ini, saham yang cenderung berkinerja buruk pada kuartal keempat di tahun sebelumnya cenderung akan mengungguli pasar di bulan Januari. Kenaikan harga saham pada bulan Januari, disebabkan karena adanya peningkatan pembelian oleh para investor yang telah melakukan penjualan saham pada bulan Desember dalam rangka mengurangi pajak atau merealisasikan *capital gain*.

Di Indonesia, return paling tinggi diperoleh pada bulan Desember. Hal tersebut dapat diartikan bahwa investor di Indonesia telah mengantisipasi *January effect* yang telah menjadi fenomena di bursa-bursa dunia. Investor mengantisipasi dengan mengakumulasi saham-saham menjelang akhir tahun, sehingga terjadi peningkatan harga di bulan Desember. Menurut Sharpe (1995) dalam Deannes dan Isyuardhana (2015), *January effect* diyakini terjadi karena adanya hipotesis mengenai *taxloss selling*, *window dressing*, dan *small stock's beta*.

2.1 Pengembangan Hipotesis

Pengaruh January Effect terhadap Abnormal Return

Abnormal return merupakan tingkat keuntungan atau kerugian yang bersifat tidak normal atau tidak seharusnya terjadi dengan melihat pasar modal menggunakan kaca mata normal (Jogiyanto, 2003). *Abnormal return* merupakan dampak yang akan muncul ketika terjadi suatu peristiwa yang mengakibatkan investor memperoleh informasi dan mampu mempengaruhi keputusan investasi investor tersebut. Dalam hal ini, informasi mengenai kapitalisasi pasar bagi investor juga menjadi pertimbangan dalam keputusan investasinya. Dengan begitu, pengaruh karakteristik saham berdasarkan kapitalisasinya juga mempengaruhi fenomena *January effect* (Audina dan Laturette, 2017). Penelitian yang dilakukan oleh Dianto dan Anastasia (2013) menunjukkan bahwa abnormal return saham *large cap* dan *mid cap* secara signifikan terdapat perbedaan sebelum dan sesudah penerbitan laporan keuangan triwulanan. Penerbitan laporan keuangan triwulanan dan *January effect* memiliki kesamaan yaitu keduanya termasuk penelitian *event study*. Sehingga, hal tersebut juga dapat menjadi pengaruh dalam terjadinya *January effect*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Pradnyaparamita dan Rahyuda (2017) menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham tertinggi terjadi pada bulan Januari yakni sebesar -0,02055 dan terendah pada bulan lainnya yaitu sebesar -7,23661. Hasil

yang sama juga diperoleh Maliasari (2012), dimana dalam penelitiannya ditemukan bahwa ditemukan perbedaan *abnormal return* saham bulan Januari yang cenderung tinggi dibandingkan *abnormal return* saham selain bulan Januari. Begitu pula penelitian oleh Fitriyani dan Sari (2013) yang menunjukkan *abnormal return* bulan Januari signifikan berbeda dan lebih tinggi dibandingkan bulan selain Januari.

Hasil penelitian yang memaparkan adanya *abnormal return* yang signifikan pada bulan Januari di Bursa Efek Indonesia juga didukung oleh Kartikasari (2016). Peneliti mengkomparasi fenomena *January effect* di Indonesia dengan Shanghai dimana ditemukan hasil bahwa *abnormal return* di bulan Januari secara signifikan berbeda dengan bulan lainnya di Shanghai, sementara di Indonesia perbedaan tersebut tidak begitu signifikan karena hasil yang diperoleh tidak terlalu tinggi. Berdasarkan uraian diatas, diperoleh hipotesis:

H_1 = Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*

Pengaruh *January effect* terhadap *trading volume activity*

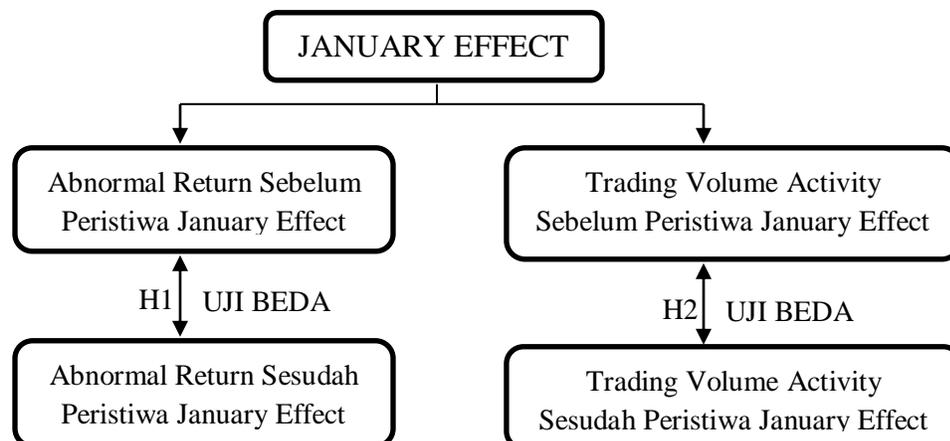
Trading volume activity adalah jumlah lembar saham yang diperdagangkan di pasar pada periode tertentu. *Trading volume activity* atau volume perdagangan saham merupakan salah satu alat ukur dari likuiditas saham. Selain *abnormal return*, *trading volume activity* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter volume saham yang diperdagangkan di pasar saham. Dalam hal ini, *January effect* sebagai suatu peristiwa musiman yang diantisipasi investor mungkin terjadi, dapat menyebabkan jumlah lembar saham yang diperdagangkan meningkat.

Penelitian yang dilakukan di Polandia oleh Henke (2004) mengatakan bahwa *January effect* terjadi pada pasar modal Polandia. Hal tersebut ditunjukkan melalui adanya kenaikan volume perdagangan saham sebesar 26,6 persen pada bulan Desember, sedangkan pada bulan Januari kenaikannya mencapai 58 persen. Begitu pula di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh Anisa (2016) menemukan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan antara bulan Desember dan bulan Januari. Rata-rata volume perdagangan memiliki nilai yang signifikan pada level 5% periode 2010-2011.

Namun, hasil yang diperoleh dari penelitian yang dilakukan Fitriyani dan Sari (2013) adalah tidak ada perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara bulan Januari dengan bulan selain Januari. Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh As'adah (2009) dalam penelitiannya juga menyebutkan bahwa hasil volume perdagangan tidak signifikan pada level 5% dengan *p-value* 0,709. Sesuai dengan uraian diatas, maka diperoleh hipotesis:

H_2 = Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*

2.2 Kerangka Penelitian



Gambar 1. Kerangka Penelitian

3. METODE PENELITIAN

3.1 Data dan Sumber Data

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013 hingga 2017. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan teknik *non random sampling* yaitu dengan *purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel dengan menggunakan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria penentuan sampel yang dimaksud yaitu sebagai berikut:

1. Perusahaan termasuk ke dalam sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2017.
2. Perusahaan melakukan IPO minimal tahun 2011.
3. Perusahaan memiliki kelengkapan data historis.
4. Perusahaan yang dijadikan sampel tidak melakukan *corporate action* pada periode pengamatan.

Pada penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder, dimana data sekunder tersebut meliputi harga penutupan saham harian selama periode penelitian, jumlah saham beredar, dan jumlah saham yang diperdagangkan selama periode penelitian. Data sekunder tersebut diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia yang di dokumentasikan dalam www.idx.co.id, Yahoo! Finance, dan Investing. Periode pengamatan dilakukan selama 14 hari yang terbagi menjadi 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah bulan Januari.

3.2 Variabel Penelitian

a. Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih antara return aktual dengan *expected return*. Perhitungan *expected return* dalam penelitian ini menggunakan metode *market adjusted model*, sehingga *expected return* sama dengan *return pasar*.

i. Return Aktual

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

Keterangan:

$R_{i,t}$ = return aktual emiten i pada hari t

$P_{i,t}$ = harga saham emiten i pada hari t

$P_{i,t-1}$ = harga saham emiten i pada saat t-1

ii. Return Pasar

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_m = return pasar pada saat t

IHSG_t = Indeks Harga Saham Gabungan pada saat t
 IHSG_{t-1} = Indeks Harga Saham Gabungan pada saat t-1
 iii. Abnormal Return

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_m$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham i pada hari t
 $R_{i,t}$ = return aktual saham i pada hari t
 R_m = *expected return* saham i pada hari t
 iv. Average Abnormal Return

$$AAR_{i,t} = \sum_{t=1}^n \frac{AR_{i,t}}{n}$$

Keterangan:

AAR_i = average abnormal return emiten i pada periode t
 $AR_{i,t}$ = abnormal return emiten i pada periode t
 N = jumlah periode amatan

b. Trading Volume Activity

i. Trading Volume Activity

$$TVA = \frac{\text{Jumlah saham diperdagangkan}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

ii. Rata-rata Trading Volume Activity

$$\bar{X} TVA = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_i}{n}$$

Keterangan:

$\bar{X} TVA$ = rata-rata *trading volume activity*
 N = jumlah sampel
 TVA_i = *trading volume activity* pada sekuritas i

3.3 Alat Analisis

3.3.1 Uji Paired Sample T-Test

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji beda yaitu paired sample t-test dengan taraf signifikansi 5%. Paired sample t-test bertujuan untuk mengetahui perbedaan rata-rata abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah peristiwa January effect. Uji ini digunakan apabila data terdistribusi secara normal. Dasar pengambilan keputusan dalam uji Paired Samples T-Test adalah:

- Jika nilai probabilitas atau sig. (2-tailed) < 0,05 maka terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa January effect (H0 ditolak, H1 diterima)
- Jika nilai probabilitas atau sig. (2-tailed) > 0,05 maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa January effect (H0 diterima, H1 ditolak)

3.3.2 Uji Wilcoxon Signed Rank Test

Wilcoxon signed rank test bertujuan untuk mengetahui perbedaan rata-rata abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah peristiwa January

effect. Uji ini digunakan apabila data tidak terdistribusi secara normal. Dasar pengambilan keputusan dalam uji Wilcoxon Signed Rank Test adalah:

- Nilai asymp. sig (2-tailed) < 0,05 maka H1 diterima, H0 ditolak
- Nilai asymp sig (2-tailed) > 0,05 maka H1 ditolak, H0 diterima

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Uji Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan variabel penelitian secara umum yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata dan standar deviasinya. Hasil statistik deskriptif dari penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 2

Uji Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Abnormal Return Sebelum	135	-.0284951	.1087383	.000277730	.0137740685
Abnormal Return Sesudah	135	-.0295365	.0429225	-.000631597	.0088654590
Trading Volume Activity Sebelum	135	.0000	.0710375	.001492458	.0066715277
Trading Volume Activity Sesudah	135	.0000	.0403417	.001626610	.0055324056
Valid N (listwise)	135				

Sumber: Data sekunder diolah, 2018

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif diatas menunjukkan hasil periode pengamatan sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* periode 2013-2017. Nilai minimum pada *abnormal return* dari seluruh sampel pada masing-masing periode pengamatan baik sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* adalah -0,0284951 dan -0,0295365. Kemudian nilai maksimum tertinggi pada *abnormal return* terjadi ketika sebelum peristiwa *January effect*, yaitu sebesar 0,1097383 dan nilai maksimum pada saat sesudah peristiwa *January effect* adalah 0,0429225. Nilai rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa *January effect* sebesar 0,000277730 dengan standar deviasi 0,0137740685 kemudian menurun sesudah peristiwa *January effect* menjadi -0,000631597 dengan standar deviasi 0,0088654590.

Hasil analisis statistik deskriptif pada *trading volume activity* ditunjukkan dengan nilai minimum dari seluruh sampel pada saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* adalah sebesar 0,000. Kemudian nilai maksimum tertinggi pada *trading volume activity* terjadi ketika sebelum peristiwa *January effect*, yaitu sebesar 0,0710375 dan nilai maksimum setelah peristiwa *January effect* sebesar 0,0403417. Nilai rata-rata *trading volume activity* sebelum peristiwa *January effect* sebesar 0,001492458 dengan standar deviasi 0,0066715277 kemudian meningkat pada saat sesudah peristiwa *January effect* menjadi 0,001626610 dengan standar deviasi 0,0055324056.

4.2 Hasil Uji Hipotesis

4.3.1. Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Peristiwa January Effect pada Perusahaan Big Cap, Mid Cap, dan Small Cap

Tabel 4.4.1 Paired Sample T-Test Abnormal Return Big Cap dan Small Cap

		Sig. (2-tailed)
Pair 1	Abnormal Return Sebelum - Abnormal Return Sesudah (Big Cap)	.857
Pair 2	Abnormal Return Sebelum - Abnormal Return Sesudah (Small Cap)	.010

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2018

Berdasarkan uji normalitas *abnormal return* pada perusahaan berkapitalisasi besar, data terdistribusi normal hingga kemudian dilanjutkan dengan uji hipotesis menggunakan paired sample t-test. Hasil pengujian paired sample t-test pada *abnormal return big cap* menunjukkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,857 ($0,857 > 0,05$), artinya bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan pada *abnormal return* saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyatakan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Berdasarkan uji normalitas *abnormal return* pada perusahaan berkapitalisasi kecil, data terdistribusi normal hingga kemudian uji hipotesis dilanjutkan dengan menggunakan paired sample t-test. Hasil pengujian paired sample t-test pada *abnormal return small cap* menunjukkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,010 ($0,010 < 0,05$), artinya bahwa ada perbedaan secara signifikan pada *abnormal return* saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Tabel 4.4.3 Wilcoxon Signed Rank Test Abnormal Return Mid Cap

	Abnormal Return Sesudah - Abnormal Return Sebelum
Asymp. Sig. (2-tailed)	.101

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2018

Berdasarkan uji normalitas *abnormal return* pada perusahaan berkapitalisasi menengah, data tidak terdistribusi normal hingga kemudian uji hipotesis dilanjutkan dengan menggunakan uji non parametrik yakni wilcoxon signed rank test. Hasil pengujian wilcoxon signed rank test pada *return* saham *mid cap* menunjukkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,101 ($0,101 > 0,05$), artinya bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan pada *abnormal return* saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyatakan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Uji hipotesis terhadap *abnormal return* dilakukan dengan uji beda rata-rata sebelum dan sesudah bulan Januari. Hasil yang diperoleh diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* pada perusahaan big cap dan mid cap tidak terdapat perbedaan yang signifikan dengan nilai sig (2-tailed) 0,857 dan 0,101 secara berturut-turut dengan *level of significance* 0,05. Namun, rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* pada perusahaan *small cap* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dengan nilai sig (2-tailed) 0,010 dengan *level of significance* 0,05.

Adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* pada saham *small cap* merupakan hal yang tidak sesuai dengan hipotesis pasar efisien, dimana dalam hipotesisnya menyatakan bahwa tidak ada seorangpun yang bisa memperoleh *abnormal return*. Zacks (2012) menyebutkan bahwa *January effect* merupakan salah satu fenomena yang umumnya terjadi pada perusahaan *small cap*. Ia menyebutkan bahwa kinerja *small stock* yang tidak bagus pada akhir tahun akan melambung pada bulan Januari. Menurut Pratomo (2007), *small stock's* beta merupakan kecenderungan lebih besar terjadinya *January effect* di perusahaan dengan kapitalisasi yang kecil. Mustakini (2005) mengatakan jika pengumuman mengandung informasi, pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang bersangkutan dimana reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return*. Penelitian ini pun juga mendukung penelitian oleh Yoga (2010) juga menyatakan bahwa *abnormal return* positif terjadi di bulan Januari. Wulandari (2014) menemukan rata-rata *abnormal return* tertinggi terjadi pada bulan Januari.

4.3.2. Perbedaan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Peristiwa January Effect pada Perusahaan Big Cap, Mid Cap, dan Small Cap

Tabel 4.4.2 Wilcoxon Signed Rank Test Trading Volume Activity Big Cap, Mid Cap, dan Small Cap

	Trading Volume Activity Sesudah - Trading Volume Activity Sebelum (Big Cap)	Trading Volume Activity Sesudah - Trading Volume Activity Sebelum (Mid Cap)	Trading Volume Activity Sesudah - Trading Volume Activity Sebelum (Small Cap)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.034	.400	.967

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2018

Berdasarkan uji normalitas *trading volume activity* pada perusahaan berkapitalisasi besar, data tidak terdistribusi normal hingga kemudian dilanjutkan dengan

uji hipotesis menggunakan uji non parametrik yakni wilcoxon signed rank test. Hasil pengujian wilcoxon signed rank test pada *trading volume activity big cap* menunjukkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,034 ($0,034 < 0,05$), artinya bahwa ada perbedaan secara signifikan pada *trading volume activity* saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Berdasarkan uji normalitas *trading volume activity* pada perusahaan berkapitalisasi menengah, data tidak terdistribusi normal hingga kemudian uji hipotesis dilanjutkan dengan menggunakan uji non parametrik yakni wilcoxon signed rank test. Hasil pengujian wilcoxon signed rank test pada *trading volume activity mid cap* menunjukkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,400 ($0,400 > 0,05$), artinya bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan pada *trading volume activity* saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyatakan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Berdasarkan uji normalitas *trading volume activity* pada perusahaan berkapitalisasi kecil, data tidak terdistribusi normal hingga kemudian uji hipotesis dilanjutkan dengan menggunakan uji non parametrik yakni wilcoxon signed rank test. Hasil pengujian wilcoxon signed rank test pada *trading volume activity small cap* menunjukkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,967 ($0,967 > 0,05$), artinya bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan pada *trading volume activity* saat sebelum dan sesudah peristiwa *January effect*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyatakan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Uji hipotesis terhadap *trading volume activity* dilakukan dengan uji beda rata-rata sebelum dan sesudah bulan Januari. Hasil yang diperoleh diketahui bahwa rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah bulan Januari pada perusahaan mid cap dan small cap tidak terdapat perbedaan yang signifikan dengan nilai sig (2-tailed) 0,400 dan 0,967 secara berturut-turut dengan level of significance 0,05. Namun, rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* pada perusahaan *big cap* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dengan nilai sig (2-tailed) 0,034 dengan *level of significance* 0,05.

Hasil uji ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan di Polandia oleh Henke (2004) dan penelitian di Indonesia oleh Anisa (2016) yang mengatakan bahwa adanya kenaikan volume perdagangan saham pada saat sebelum dan sesudah bulan Januari. Hasil ini juga mendukung penelitian Dianto dan Anastasia (2013) yang juga membuktikan bahwa adanya peningkatan volume perdagangan saham pada saat sebelum dan sesudah peristiwa. Untuk volume perdagangan saham small cap dan mid cap tidak ada perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa *January effect* karena jumlah volume perdagangan yang kecil. Dibandingkan dengan saham large cap yang lebih aktif diperjual-belikan, saham large cap lebih mudah untuk dijual atau dibeli oleh investor sehingga investor lebih memilih saham large cap untuk keputusan investasinya.

5. PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya tentang pengaruh January effect terhadap abnormal return dan trading volume activity pada perusahaan sektor industri barang konsumsi periode 2013-2017, maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa January effect berpengaruh terhadap abnormal return saham small cap sebelum dan sesudah peristiwa. Sedangkan untuk abnormal return big cap dan mid cap tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa anomali musiman khususnya January effect yang ditandai dengan adanya perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah peristiwa, memang terjadi pada saham small cap, namun tidak pada saham big cap dan mid cap. Kemudian, Peristiwa January effect berpengaruh secara signifikan terhadap trading volume activity saham big cap sebelum dan sesudah peristiwa. Sedangkan untuk trading volume activity saham mid cap dan small cap tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa January effect menyebabkan perdagangan di bursa meningkat yang diakibatkan oleh meningkatnya jumlah lembar saham yang diikuti dengan meningkatnya jumlah investor yang melakukan transaksi pada saham sektor industri barang konsumsi pada saat peristiwa January effect.

Saran

Berdasarkan analisis penelitian diatas, maka terdapat beberapa saran yang dapat diberikan yaitu bagi peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian dengan tema yang sama, disarankan mengambil variabel yang lebih banyak dengan rentang waktu pengamatan yang lebih panjang. Dengan begitu, akan adanya peningkatan pada kualitas dan keakuratan dari hasil penelitian. Bagi investor disarankan untuk mengamati emiten-emiten yang berpotensi bergejolak ketika peristiwa January effect, sehingga investor dapat mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya.

DAFTAR PUSTAKA

- Anggraeni, Lukytawati, Imelda, dan Hermanto Siregar. (2014). *Abnormal Returns and Trading Volume in the Indonesian Stock Market in Relation to the Presidential Elections in 2004, 2009, and 2014*. International Journal of Administrative Science & Organization. Volume 21, Number 2.
- Anderson, Lisa R; Gerlach, Jeffrey R; DiTraglia, Francis J. (2007). *Yes, Wall Street, There is a January Effect! Evidence from Laboratory Auctions*. The Journal of Behavioral Finance. Vol. 8, No.1. Pp 1-8.
- As'adah, Luluk. (2009). *Pengaruh January Effect terhadap Abnormal Return dan Volume Perdagangan Pada Saham di Jakarta Islamic Center (JII)*. Skripsi. Fakultas Syari'ah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta.
- Beladi, Hamid; Chao, Chi Chur; Hu, May. (2016). *Another January effect—Evidence from stock split announcements*. International Review of Financial Analysis 44. Pp 123-138.
- Deannes, Putri Cahaya Pertiwi dan Isyuardhana. (2015). *January Effect pada Perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2009 – 2013*. E-Proceeding of Management. Vol.2, No.1. Pp 524-538.
- Dianto, Adriel dan Njo Anastasia. (2013). *Analisis Perbedaan Volume Perdagangan dan Abnormal Return Saham Sekitar Publikasi Laporan Keuangan Emiten Tahun 2009-2012*. FINESTA. Vol. 2, No. 1, p.1-6.
- Eyuboglu, Kemal & Sinem Eyuboglu. (2016). *Examining the January Effect in Borsa Istanbul Sector and Sub-Sector Indices*. International Journal of Economic Perspectives. Volume 10, Issue 2, p.102-109.
- Fama, E.S. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance. Vol 25, p.383 -417.
- Fitriyani, Indah dan Sari, Maria M Ratna. (2013). *Analisis January Effect Pada Kelompok Saham Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 4.2. Pp 421-438.
- Hadi, Sutrisno. (2015). *Statistik*. Cetakan kedua. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Haug, Mark dan Hirschey, Mark. (2006). *The January Effect*. Financial Analyst Journal. Vol 62, No. 5. Pp 78-88.
- Henke, Herald. (2004). *Tax-loss Selling and Window Dressing: An Investigation of The January Effect in Poland*. Papers Faculty of Economics European University of Viadrina.
- Husnan, Suad. (2015). *Dasar – dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas*. Edisi ke-5. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Jogiyanto, Hartono. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi Ketujuh*. Yogyakarta: BPFE.
- Kartikasari, Latanza Hanum. (2016). *Pengujian January Effect: Studi Komparasi pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Saham Shanghai periode 2011-2013*. Journal of Business and Banking. Vol. 6, No. 1. Pp. 65– 80.
- Li, Jingya dan Gong, Jian. (2015). *Volatility Risk and January Effect: Evidence from Japan*. International Journal of Economics and Finance. Vol. 7, No. 6.

- Maheshwari, Supriya dan Dhankar, Raj. S. (2015). *Seasonality in Momentum Profits: Evidence from the Indian Stock Market*. Journal of Commerce & Accounting Research. Vol. 4, Issue 3&4. Pp 8-18.
- Maliasari, Karina. (2012). *Pengaruh January Effect dan Relogasky Effect terhadap Abnormal Return saham dan Trading Volume Activity (Studi pada Perusahaan LQ 45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. E-Journal Universitas Brawijaya, 5(4): 1-18.
- Murjasto, Rochmat Edy. (2015). *Pengaruh January Effect terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity di Bursa Efek Indonesia (Studi pada Sektor Consumer Goods di Bursa Efek Indonesia Selama Periode 2013-2014)*. E-Journal Universitas Sebelas Maret.
- Nagasastra, Aria dan Utami, Siti Rahma. (2012). *Analysis of January Effect in Indonesian Banking Sector During the Period of 2005-2010*. European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences. Issue 49. Pp 91-99.
- Nai-chiek, A. (2013). *Seasonality in Southeast Asian Stock Markets: The Ramadan Effect*. The IUP Journal of Applied Finance. Vol. 19, No. 3.
- Pradnyaparamita, Ni Made W dan Rahyuda, Henry. (2017). *Pengujian Anomali Pasar January Effect Pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia*. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol.6, No.7. Pp 3513-3539.
- Rhs. (2010). *Adakah January Effect di Bursa Efek Indonesia?* <http://economy.okezone.com/read/2010/01/06/279/291364/adakah-january-effect-di-bursa-indonesia>, 26 April 2017.
- Rodoni, Ahmad dan Yong, Othman. (2002). *Analisis Investasi & Teori Portfolio*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada.
- Rozeff, M, dan Kinney, W. (1976). *Capital market seasonality: the case of stock returns*. Journal of Financial Economics 3. P.379-402.
- Sari, Fitri Aprilia dan Sisdyani, Eka Ardhani. (2014). *Analisis January Effect di Pasar Modal Indonesia*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 6.2. Pp 237-248.
- Simbolon, Ika Pratiwi. (2015). *January Effect of Stock Returns in Indonesia: the Unconditional Method and the Conditional Method*. International Business Management 9 (6). Pp 1221-1225.
- Simpson, Stephen D. *Seven Market Anomalies Investors Should Know*. <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/trading-with-market-anomalies.asp>, 26 April 2017.
- Sunariyah. (2006). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal, Edisi Kelima*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.
- Tong, Wilson H.S. (1992). *An analysis of the January effect of United States, Taiwan, and South Korean stock returns*. Asia Pacific Journal of Management : APJM; Singapore Vol. 9, Iss. 2
- Raj, M., & Kumari, D. (2006). *Day-of-the-week and other market anomalies in the Indian stock market*. International Journal of Emerging Markets, 1(3), 235-246. <https://doi.org/10.1108/17468800610674462>