

Analisis Fenomena Sell in May Effect di Bursa Efek Indonesia dan Hubungannya dengan Net Foreign Investor Flow

Phenomenon Analysis of Sell in May Effect on Indonesia Stock Exchange and its Relationship with Net Foreign Investor Flow

Raditya Arief Pradana dan Heru Agustanto

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret
radityaariefp@gmail.com

ABSTRACT

This study discusses the existence of the phenomenon of sell in may effect in Indonesia stock exchange and the influence of net foreign investor flow on the phenomenon. Population in this research is monthly return of Composite Stock Price Index (IHSG) and net value of foreign investor transaction in year 2004 - 2017. Model used in this research is linear regression model with return of IHSG either monthly or six monthly as dependent variable. While the dummy variable sell in may effect and net foreign investor flow in monthly or six monthly as dependent variable. The results showed there is a phenomenon of sell in may effect which is shown by the return of six monthly IHSG in the period November - April which is higher than the period of May - October. In addition, there is also the influence of net foreign investor flow on the phenomenon of sell in may effect which is marked by the net value of monthly foreign investor transactions in the period of May - October which has a higher influence than the period November - April.

Keyword: *return, anomaly, sell in may effect, net foreign investor flow*

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peranan penting dalam perkembangan perekonomian suatu negara. Pasar modal menyediakan berbagai alternatif investasi bagi para investor dengan bertindak sebagai penghubung antara investor dengan perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen keuangan seperti saham dan obligasi. Negara-negara berkembang pada umumnya memiliki *risk premium* yang lebih tinggi dari pada negara-negara maju, sehingga juga memiliki potensi ekspektasi tingkat imbal hasil yang lebih tinggi. Keyakinan tersebut membuat investor asing membentuk portofolio dari pasar negara-negara berkembang, tidak terkecuali pada pasar modal di Indonesia. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan gambaran umum kinerja saham-saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

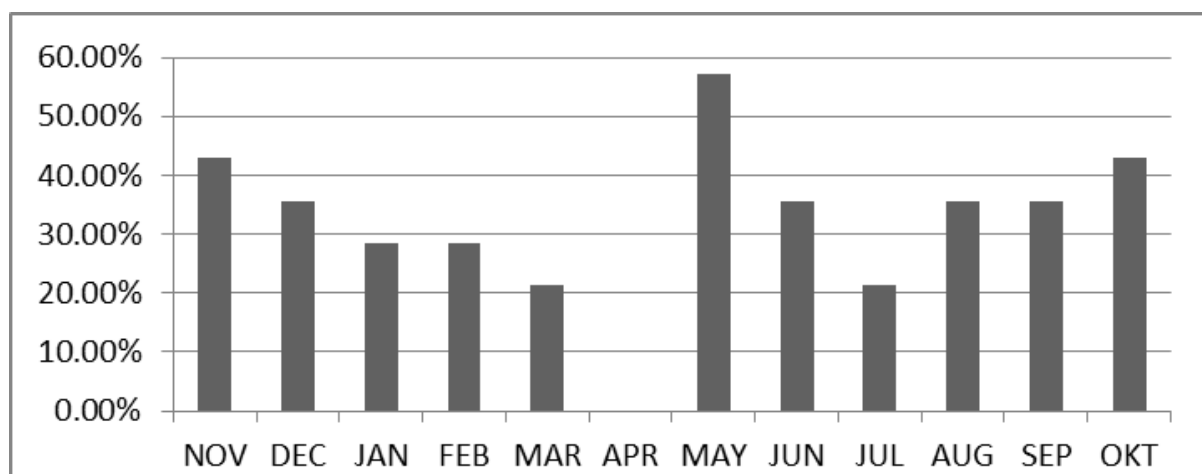
Dalam perkembangannya, IHSG mengalami pertumbuhan nilai yang tinggi sejak tahun 2004. Hingga akhir bulan Desember tahun 2017, IHSG mengalami kenaikan sebesar 535,41 persen. Tabel 1 menunjukkan nilai bersih dari transaksi yang dilakukan investor asing di pasar modal Indonesia dalam kurun waktu 14 tahun terakhir. Nilai bersih dari transaksi yang dilakukan investor asing sejalan dengan kinerja IHSG secara tahunan.

Tabel 1 Perkembangan IHSG dan *Net Purchase* Investor Asing pada Tahun 2004 - 2017

Tahun	<i>Net Purchase</i> (Triliun Rupiah)	IHSG	Tahun	<i>Net Purchase</i> (Triliun Rupiah)	IHSG
2004	23,946	1.000,23	2011	24,290	3.821,99
2005	28,006	1.162,63	2012	15,881	4.316,69
2006	25,460	1.805,52	2013	-20,647	4.274,18
2007	32,607	2.745,83	2014	42,597	5.226,95
2008	18,653	2.447,30	2015	-22,589	4.593,01
2009	13,290	2.534,36	2016	16,169	5.296,71
2010	20,981	3.703,51	2017	-39,899	6.355,65

Sumber: IDX Statistics, diolah oleh peneliti

Ketika nilai bersih dari transaksi investor asing menunjukkan angka positif atau investor asing lebih banyak melakukan pembelian, nilai IHSG mengalami kenaikan. Sebaliknya, pada saat investor asing lebih banyak melakukan penjualan, nilai IHSG ditutup menurun. Hanya pada tahun 2017 ketika investor asing lebih banyak melakukan penjualan namun IHSG ditutup meningkat dari tahun sebelumnya.

Tabel 2 Probabilitas *Net Foreign Investor Sell* Tahun 2004 - 2017

Sumber: IDX Statistics, diolah oleh peneliti

Pada tabel 2, investor asing sering mencatatkan penjualan saham yang lebih besar dari pada pembelian pada bulan Mei, Oktober, November. Probabilitas investor asing melakukan aksi *taking profit* pada bulan Mei sebanyak 57,14 persen, artinya dalam 14 tahun terakhir pada bulan Mei terjadi *Net Foreign Investor Sell* sebanyak 8 kali. Kemudian pada bulan Oktober dan November probabilitas terjadi *Net Foreign Investor Sell* sebanyak 42,86 persen. Tingginya probabilitas investor menjual saham hingga nilai bersih transaksi menjadi negatif pada bulan Mei dapat memberikan sentimen negatif untuk IHSG di bulan Mei sehingga investor domestik akan ikut menjual saham atau bahkan menahan diri untuk kembali berinvestasi saham.

Menjelang bulan Mei para investor sering mendapatkan anjuran untuk menjual saham yang dimiliki atau yang lebih dikenal dengan *sell in may and go away*. Anjuran tersebut berpedoman pada salah satu fenomena yang diyakini sebagai anomali dalam pasar modal, dikenal dengan *sell in may effect* dimana *return* bulan November-April diyakini lebih tinggi dari pada bulan Mei-Oktober.

Tabel 3 *Return* Enam Bulanan IHSG Tahun 2004 - 2017

Tahun	NA	MO	Tahun	NA	MO
2004	23.82%	10.13%	2011	5.70%	0.23%
2005	19.07%	4.56%	2012	9.97%	4.66%
2006	32.92%	8.74%	2013	15.01%	-10.18%
2007	24.41%	29.68%	2014	7.44%	5.13%
2008	-11.96%	-52.56%	2015	0.34%	-12.47%
2009	34.44%	33.75%	2016	8.38%	11.64%
2010	23.53%	21.50%	2017	5.00%	5.52%
Keterangan : NA = Periode bulan November - April ;					
MO = Periode bulan Mei - Oktober					

Sumber: IDX Statistics, diolah oleh peneliti

Tabel 3 menunjukkan *return* enam bulanan IHSG dengan periode bulan November-April memiliki *return* yang lebih tinggi dari pada bulan Mei-Oktober dari tahun 2004 hingga 2017. Hanya pada tahun 2007, 2016 dan 2017 periode bulan Mei-Oktober mampu memberikan *return* yang lebih tinggi dari periode bulan November-April. Berbagai penelitian mencoba menjelaskan anomali *Sell in May Effect*. Penelitian Bouman dan Jacobsen (2002) menjelaskan bahwa secara statistik terdapat adanya fenomena *Sell in May Effect* pada 36 negara dari 37 negara pada periode 1970 hingga 1998. Bouman dan Jacobsen (2002) berpendapat bahwa *Sell in May Effect* terjadi karena sebagian investor memilih menarik dananya dari pasar modal saat musim panas dan kemudian berinvestasi kembali pada akhir Oktober atau awal November. Doeswijk (2008) menjelaskan bahwa *Sell in May Effect* terjadi karena investor terlalu optimis pada akhir tahun, kemudian seiring berjalannya waktu para investor tersebut mulai menyadari bahwa realita yang terjadi tidak sesuai dengan harapan mereka.

Santika (2015) juga berpendapat terdapat *Sell in May Effect* di Indonesia pada tahun 1994 hingga 2014 dan terdapat 13 emiten yang tergabung dalam indeks LQ-45 signifikan secara statistik dan terdapat hubungan linear yang negatif dan signifikan antara tingkat suku bunga Bank Indonesia dengan tingkat *return* IHSG. Penelitian terdahulu menunjukkan adanya pengaruh nilai bersih perdagangan investor asing (*net foreign investor flow*) dengan *return* pasar. Adaoglu dan Katircioglu (2013) menggunakan variabel *net monthly transaction* yang dilakukan investor asing pada *Istanbul Stock Exchange* (ISE) dan *return* saham kategori "*blue chip*" dari bulan Januari tahun 1997 hingga bulan Juni tahun 2010. Dengan menggunakan teknik analisis *Vector Autoregression* (VAR), Adaoglu dan Katircioglu menyimpulkan terdapat hubungan *net monthly transaction* terhadap *return* bulanan saham "*blue chip*" pada ISE.

Sungkono, Elsa Fransiska Hapsari (2013) melakukan penelitian pengaruh

perdagangan investor asing terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia dan menyimpulkan bahwa investor asing memberikan pengaruh positif terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia, termasuk pada saham berkapitalisasi pasar yang besar dan saham yang tergabung dalam indeks LQ-45. Berdasarkan penjelasan di atas peneliti mencoba melakukan penelitian keberadaan *Sell in May Effect* di Indonesia dan pengaruh *net foreign flow* terhadap *Sell in May Effect*.

LANDASAN TEORI

Sell in May Effect

Sell in May Effect merupakan anomali pasar modal yang didasarkan pada pepatah perdagangan saham lama yang berbunyi “*Sell in may and Go Away, don't come back till St. Leger Day*” atau jual di bulan Mei dan pergi, jangan kembali hingga Hari St. Leger. Pepatah ini membuat aturan perdagangan untuk menjual saham pada akhir bulan April atau tanggal 1 Mei namun membeli kembali ke pasar di bulan November.

Melalui penerapan strategi perdagangan ini, investor akan mendapat *return* yang tinggi pada periode bulan November-April dan terhindar dari periode bulan Mei- Oktober yang memiliki *return* mendekati nol atau bahkan negatif. Bouman dan Jacobsen (2002) mengidentifikasi terdapat *return* periode bulan November- April yang lebih tinggi dari bulan Mei-Oktober pada 36 dari 37 negara pada periode bulan Januari 1990-Agustus 1998.

Investasi Portofolio Asing

Investasi Portofolio Asing adalah masuknya dana ke negara dimana investor asing mendepositokan uangnya di bank suatu negara atau melakukan pembelian di pasar saham dan obligasi negara (O'Sullivan dan Sheffrin, 2003). Investor asing dapat berperan positif bagi kinerja pasar modal negara berkembang. Aliran modal investor asing dalam bentuk portofolio akan membentuk investasi berbasis non-utang yang berguna bagi negara-negara berkembang dimana terdapat kelangkaan modal.

Kehadiran investor asing dalam pasar membuat semakin informasi semakin terbuka dan berkurangnya informasi asimetris (*asymmetric information*) yang akan membuat pasar lebih transparan. Selain itu aliran modal investor asing akan membuat likuiditas dan ketersediaan mata uang asing di negara berkembang semakin meningkat.

Indeks Harga Saham

Indeks harga saham memiliki peran yang vital dalam perdagangan saham. Indeks Harga Saham menjadi pertimbangan atau tolok ukur investor dalam mengelola portofolio mereka untuk mendapatkan *return* yang maksimal. Indeks Harga Saham adalah indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada saat sedang aktif maupun sedang lesu.

Fungsi dari sebuah indeks dalam pasar modal diantaranya adalah: sebagai indikator tren pasar, sebagai indikator tingkat keuntungan, sebagai tolok ukur kinerja suatu portofolio, memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif dan memfasilitasi berkembangnya produk derivatif. Untuk menghitung indeks pada Bursa Efek Indonesia menggunakan rumus dasar perhitungan indeks rata-rata tertimbang berdasarkan jumlah saham tercatat (nilai pasar) atau *Market Value Weighted Average Index*. Rumus dasar perhitungan indeks adalah:

$$\text{Indeks} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

Di Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat beberapa indeks harga saham, sebagai berikut: indeks Individual, indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), indeks Harga Saham Sektoral, indeks LQ-45, indeks Syariah atau Jakarta Islamic Index (JII), indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, indeks KOMPAS 100, indeks Bisnis-27, indeks PEFINDO-25 dan indeks SRI-KEHATI.

Return

Menurut Brigham dan Houston (2013) *return* atau tingkat pengembalian adalah selisih antara jumlah yang diterima dan jumlah yang diinvestasikan, dibagi dengan jumlah yang diinvestasikan. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari sebuah investasi (Bodie *et al*, 2014).

Terdapat dua bentuk *return*, yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi (*realized return*) juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa yang akan datang.

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Menurut Fama (Dalam Bodie *et al*, 2014), terdapat tiga bentuk *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yaitu lemah (*weak*), semikuat (*semi-strong*), dan kuat (*strong*). Bentuk pertama dari *Efficient Market Hypothesis* (EMH) adalah hipotesis bentuk lemah (*weak form*) menjelaskan bahwa harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang dapat diturunkan dengan menguji data perdagangan pasar berupa harga secara historis, *volume* perdagangan, dan bunga pinjaman. Hipotesis ini berimplikasi bahwa analisis tren adalah sia-sia. Data harga saham masa lalu tersedia kepada publik dan bisa didapatkan tanpa biaya.

Bentuk yang kedua adalah hipotesis bentuk semi kuat (*semi-strong form*) menyebutkan bahwa seluruh informasi yang tersedia untuk publik tentang proyek suatu perusahaan seharusnya tercermin pada harga pasar saham. Informasi tersebut meliputi, selain harga masa lalu, data fundamental tentang lini produk perusahaan, kualitas manajemen, komposisi neraca, paten yang dipegang, prediksi laba, serta praktik akuntansi. Sedangkan bentuk yang terakhir adalah hipotesis bentuk kuat (*strong form*) menjelaskan bahwa harga pasar mencerminkan seluruh informasi yang relevan bagi perusahaan, termasuk informasi yang hanya tersedia bagi orang dalam perusahaan.

Anomali Pasar Modal

Teori anomali dalam pasar modal mengklasifikasikan anomali menjadi empat jenis anomali. Keempat anomali tersebut antara lain, anomali perusahaan, anomali akuntansi, anomali musiman dan anomali peristiwa. Anomali perusahaan adalah anomali yang terjadi karena adanya karakteristik spesifik perusahaan.

Anomali akuntansi adalah anomali yang terjadi setelah informasi akuntansi dipublikasikan. Anomali kalender adalah anomali yang terjadi berdasarkan waktu. Anomali peristiwa adalah anomali yang terjadi karena adanya peristiwa tertentu.

Penelitian Terdahulu

Penelitian ini berpedoman pada beberapa penelitian yang telah dilakukan beberapa peneliti sebelumnya. Meskipun terdapat perbedaan pada obyek dan periode waktu penelitian namun dapat digunakan sebagai literatur referensi untuk saling melengkapi.

Bouman dan Jacobsen (2002) mengambil kesimpulan bahwa terdapat *Sell in May Effect* pada *return* pasar saham 36 negara dari 37 negara pada indeks *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* pada periode 1970 hingga 1998. Sebanyak 20 dari 36 *return* pasar saham signifikan secara statistik. Doeswijk (2008) menjelaskan bahwa *Sell in May Effect* terjadi karena investor terlalu optimis pada akhir tahun, kemudian seiring berjalannya waktu para investor tersebut mulai menyadari bahwa realita yang terjadi tidak sesuai dengan harapan mereka.

Adaoglu dan Katircioglu (2013) menggunakan variabel *net monthly transaction* yang dilakukan investor asing pada *Istanbul Stock Exchange (ISE)* dan *return* saham kategori "*blue chip*" dari bulan Januari tahun 1997 hingga bulan Juni tahun 2010. Dengan menggunakan teknik analisis *Vector Autoregression (VAR)*, Adaoglu dan Katircioglu menyimpulkan terdapat hubungan *net monthly transaction* terhadap *return* bulanan saham "*blue chip*" pada ISE. Sungkono, Elsa Fransiska Hapsari (2013) melakukan penelitian pengaruh perdagangan investor asing terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia dan menyimpulkan bahwa investor asing memberikan pengaruh positif terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia, termasuk pada saham berkapitalisasi pasar yang besar dan saham yang tergabung dalam indeks LQ-45.

Guo, Luo dan Zhang (2014) melakukan penelitian *Sell in May Effect* di China. Menggunakan data pasar saham di China tahun 1997 hingga 2013. Penelitian ini menyimpulkan bahwa *Sell in May Effect* melemah pada industri kebudayaan, *real estate* dan keuangan, namun kuat pada industri hidroelektrik, transportasi dan manufaktur. Santika, Putu Agus (2015) memberikan kesimpulan bahwa terdapat *Sell in May Effect* di Indonesia. Menggunakan *return* IHSG dan *return* saham perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ-45 pada tahun 1994 hingga 2014 kemudian menemukan terdapat 13 emiten yang mempunyai koefisien *Sell in May Effect* yang signifikan secara statistik.

H_1 : Terdapat fenomena *sell in may effect* yang ditunjukkan dengan *return* pada Indeks Harga Saham Gabungan bulan November-April lebih besar daripada bulan Mei-Oktober.

H_2 : Terdapat hubungan positif antara *Net Foreign Investor Flow* dengan fenomena *sell in may effect* pada Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Menurut Sekaran (2013), Populasi adalah seluruh kelompok orang, peristiwa, atau hal-hal menarik yang ingin diselidiki oleh peneliti. Populasi dalam penelitian ini adalah data bulanan *Net Foreign Investor Flow (NFIF)* dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. Periode bulan November 2003 hingga Oktober 2017.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersifat kuantitatif untuk kemudian diolah dan dianalisis secara sistematis. Menurut Sekaran (2013), Data Sekunder adalah data yang telah tersedia dan peneliti tidak perlu mengumpulkan lagi. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data *time series*, yang berupa data berdasarkan waktu. Data sekunder yang dimaksud adalah data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *Net Foreign Investor Flow*. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data yang bersumber dari publikasi statistik bulanan Bursa Efek Indonesia (BEI) yang tersedia pada website www.idx.com, publikasi statistik mingguan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang tersedia pada website www.ojk.go.id.

Pengukuran Variabel

Terdapat 2 variabel yang diteliti dalam penelitian ini yaitu variabel independen, variabel dependen. Menurut Sekaran (2013), variabel dependen adalah variabel yang menjadi minat utama peneliti. *Return Sell in May Effect* pada IHSG menjadi variabel dependen dalam penelitian ini. Sedangkan variabel independen merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi variabel dependen secara positif maupun negatif. Variabel independen dalam penelitian ini adalah Aliran Investor Asing Bersih (*Net Foreign Investor Flow*). Sejumlah proksi digunakan untuk mengukur masing-masing variabel dalam penelitian ini, berikut adalah proksi dari masing-masing variabel.

Return IHSG. Menurut Brigham dan Houston (2013) *return* saham didapatkan dari harga pada periode t yang dikurangi harga pada periode sebelumnya kemudian dibagi dengan harga pada periode sebelumnya. Sehingga *return* IHSG dapat diketahui dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$RIHSG_t = \frac{PIHSG_t - PIHSG_0}{PIHSG_0}$$

Dimana:

$RIHSG_t$ = *Return* IHSG pada periode t

$PIHSG_t$ = *Closing price* IHSG pada periode t

$PIHSG_0$ = *Closing price* IHSG pada periode sebelumnya

Nilai Bersih Transaksi Investor Asing (*Net Foreign Investor Flow*). Aliran investor asing yang akan digunakan dalam penelitian ini merupakan nilai transaksi pembelian investor asing dikurangi dengan penjualan investor asing selama satu bulan (Adaoglu dan Katircioglu, 2013). Sehingga *Net Foreign Investor Flow* dapat diketahui dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Net\ Foreign\ Investor\ Flow = Foreign\ Buy - Foreign\ Sell$$

Pengujian Data

Dalam tahap pengujian data, peneliti menerapkan beberapa tahap, yaitu statistik deskriptif dan uji asumsi klasik. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan skewness (kemencengan distribusi). Menurut Gujarati (2013) Uji Normalitas memiliki ujian untuk menguji nilai residual dalam model penelitian memiliki distribusi normal atau tidak normal. Uji Normalitas pada penelitian ini menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov, dengan membandingkan p-value dengan tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebesar 5%. Apabila $p\text{-value} \leq \alpha = 0,05$ maka nilai residual berdistribusi tidak normal. Apabila $p\text{-value} \geq \alpha = 0,05$ maka nilai residual berdistribusi normal.

Uji Autokorelasi dilakukan untuk mengetahui hubungan korelasi antar anggota dari serangkaian pengamatan yang diurutkan berdasarkan waktu dan ruang (Gujarati, 2013). Pengujian bebas Autokorelasi pada penelitian ini menggunakan Uji Durbin-Watson

dengan kriteria yang harus dipenuhi adalah $dL < d < 4 - dU$. Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain (Gujarati, 2013). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, dilakukan pengujian dengan menggunakan Uji Glejser. Apabila $p\text{-value} \leq \alpha = 0,05$ maka data mengalami heteroskedastisitas. Apabila $p\text{-value} \geq \alpha = 0,05$ maka mengalami homoskedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan regresi linear untuk mencapai tujuan penelitian dengan 4 model dasar. Model pertama untuk menguji keberadaan *sell in may effect* di pasar modal Indonesia dan model kedua, ketiga dan keempat untuk menguji pengaruh net foreign investor flow.

Model 1:

$$Rm_t = \alpha + \beta \text{SIM} + e_t$$

Keterangan:

Rm_t = Return Indeks pada periode t

α = Konstanta

β = Koefisien regresi variabel independen

SIM = Dummy bulan *Sell in May Effect*

e_t = Error

Nilai *Dummy* untuk proksi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) adalah 1 untuk *Return* IHSG pada periode bulan November - April. Nilai *Dummy* 0 untuk *Return* IHSG pada periode bulan Mei - Oktober.

Model 2:

$$Rm_t = \alpha + \beta_1 \text{NFIF} + e_t$$

Keterangan:

Rm_t = Return enam bulanan IHSG

α = Konstanta

β_1 = Koefisien regresi variabel independen

NFIF = Total *Net Foreign Investor Flow* selama enam bulan

e_t = Error

Model 3:

$$Rm_t = \alpha + \beta_1 \text{NFIF} + e_t$$

Keterangan:

Rm_t = Return bulanan IHSG pada periode bulan November - April

α = Konstanta

β_1 = Koefisien regresi variabel independen

NFIF = *Net Foreign Investor Flow* pada periode bulan November - April

e_t = *Error*

Model 4:

$$Rm_t = \alpha + \beta_1 \text{NFIF} + e_t$$

Keterangan:

Rm_t = Return bulanan IHSG pada periode bulan Mei- Oktober

α = Konstanta

β_1 = Koefisien regresi variabel independen

NFIF = *Net Foreign Investor Flow* pada periode bulan Mei- Oktober

e_t = *Error*

Uji Koefisien Determinasi, Uji Koefisien Regresi Simultan (Uji F), dan Uji Koefisien Regresi Parsial (Uji t)

Uji koefisien determinasi (R^2) adalah pengujian yang digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Nilai koefisien determinasi yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai koefisien determinasi yang mendekati satu berarti variabel independen memberikan hampir seluruh informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Koefisien determinasi yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan nilai *adjusted R²*.

Uji F adalah pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Kriteria hasil pengujian koefisien regresi secara simultan adalah sebagai berikut. Jika signifikansi $f < 0.05$, variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara simultan. Jika signifikansi $f > 0.05$, variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen secara simultan.

Uji t adalah pengujian yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen. Kriteria hasil pengujian koefisien regresi secara parsial adalah

sebagai berikut. Jika $p\text{-value} < 0.05$, variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara parsial. Jika $p\text{-value} > 0.05$, variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen secara parsial.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian data dimulai dengan analisis deskriptif sampel. Tabel 4 menunjukkan statistik deskriptif dari sampel yang diteliti

Tabel 4 Statistik Deskriptif *Return* Bulanan Indeks IHSG dan NFIF (dalam jutaan rupiah)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NFIF	168	-20131804	17514931	893821.87	5.40848E6
RETURN	168	-.3142	.2013	.015378	.0585457
Valid N (listwise)	168				

Keterangan : NFIF = *Net Foreign Investor Flow*.

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Tabel di atas merupakan statistik deskriptif *return* IHSG dan *net foreign investor flow* dari tahun 2004 hingga 2017. Variabel NFIF memiliki nilai minimum -20.131.804 yang terjadi pada bulan Juni tahun 2013 dan memiliki nilai maksimum 17.514.931 pada bulan April tahun 2011. Nilai rata-rata 893821.87 dan standar deviasi sebesar 5.40848E6. Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukkan variabel RETURN memiliki nilai minimum -0,3142 atau sebesar 31,42 persen yang terjadi pada bulan Oktober tahun 2008 dan memiliki nilai maksimum 0,2013 atau sebesar 20,13 persen yang terjadi pada bulan April tahun 2009. Nilai rata-rata *return* IHSG sebesar 0,015378 atau 1,54 persen dan standar deviasi sebesar 0,0585457.

Tabel 5 Statistik Deskriptif *Return* Enam Bulanan IHSG dan NFIF (dalam jutaan rupiah)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	28	-0.5256	0.3444	0.0923	0.17778
NFIF	28	-38314252	27772479	5363000	15438400
Valid N (listwise)	28				

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Tabel 5 menunjukkan statistik deskriptif variabel *return* enam bulanan IHSG yang terbagi menjadi dua periode yaitu periode bulan November-April dan periode bulan Mei-Oktober. *Return* enam bulanan IHSG memiliki nilai minimum -0,5256 atau sebesar 52,56 persen yang terjadi pada *return* enam bulanan periode bulan Mei-Oktober tahun 2008. *Return* enam bulanan IHSG memiliki nilai maksimum 0,3444 atau sebesar 34,44 persen yang terjadi pada *return* enam bulanan periode bulan November-April tahun 2009. Nilai rata-rata *return* enam bulanan IHSG sebesar 0,08078 atau 8,078 persen dan standar deviasi sebesar 0,185196.

Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukkan total nilai bersih transaksi yang dilakukan investor asing setiap enam bulan memiliki nilai minimum -38.314.252 juta rupiah atau sebesar -38,314 triliun rupiah yang terjadi pada periode bulan Mei-Oktober tahun 2017 dan memiliki nilai maksimum 27.772.479 juta rupiah atau sebesar 27,772 triliun rupiah yang terjadi pada periode bulan Mei-Oktober tahun 2016. Nilai rata-rata *return* enam bulanan NFIF sebesar 5.363.000 juta rupiah atau sebesar 5,363 triliun rupiah dan standar deviasi sebesar 15438400.

Uji Asumsi Klasik

Menurut Gujarati (2013) Uji Normalitas memiliki tujuan untuk menguji nilai residual dalam model penelitian memiliki distribusi normal atau tidak normal. Uji Normalitas pada penelitian ini menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov, dengan membandingkan *p-value* dengan tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebesar 5%. Apabila $p\text{-value} \leq \alpha = 0,05$ maka nilai residual berdistribusi tidak normal. Apabila $p\text{-value} \geq \alpha = 0,05$ maka nilai residual berdistribusi normal.

Tabel 6 Uji Normalitas

Model	Asymp. Sig. (2-tailed)	Keterangan
1	0.836	Data Berdistribusi Normal
2	0.211	Data Berdistribusi Normal
3	0.849	Data Berdistribusi Normal
4	0.771	Data Berdistribusi Normal

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Nilai *p-value* pada *Asymp. Sig. (2-tailed)* berdasarkan tabel 6; model 1 sebesar 0.836 ($\alpha > 0.05$); model 2 sebesar 0.211 ($\alpha > 0.05$); model 3 sebesar 0.849 ($\alpha > 0.05$); model 4 sebesar 0.771 ($\alpha > 0.05$). Nilai *p-value* pada model 1,2,3,4 yang melebihi $\alpha = 0.05$ menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal. Uji Autokorelasi dilakukan untuk mengetahui hubungan korelasi antar anggota dari serangkaian pengamatan yang diurutkan berdasarkan waktu dan ruang (Gujarati, 2013). Pengujian bebas Autokorelasi pada penelitian ini menggunakan Uji Durbin-Watson dengan kriteria yang harus dipenuhi adalah $dL < d < 4 - dU$.

Tabel 7 Hasil Uji Autokorelasi

Model	DW	dU	4 - dU	Keterangan
1	1.656	1.47589	2.52411	Bebas dari Autokorelasi
2	1.735	1.47589	2.52411	Bebas dari Autokorelasi
3	1.824	1.66385	2.33615	Bebas dari Autokorelasi
4	1.866	1.66385	2.33615	Bebas dari Autokorelasi

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Tabel di atas menunjukkan nilai Durbin Watson (DW) dalam keempat model dalam

penelitian ini. Pada model pertama, nilai DW sebesar 1.656 atau berada di antara dU (1.47589) dan 4-dU (2.52411). Jadi, data pada model pertama terbebas dari autokorelasi. Nilai Durbin Watson pada model kedua adalah 1.735 atau berada di antara dU (1.47589) dan 4-dU (2.52411). Sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada model kedua terbebas dari autokorelasi. Pada model ketiga periode bulan November hingga April, nilai DW sebesar 1.836 atau berada di antara dU (1.66385) dan 4-dU (2.33615). Jadi, tidak terdapat autokorelasi data pada model ketiga periode bulan November hingga April. Kemudian pada model keempat periode bulan Mei-Oktober, nilai DW sebesar 1.887 atau berada di antara dU (1.66385) dan 4-dU (2.33615). Jadi, tidak terdapat autokorelasi data pada model keempat periode bulan Mei-Oktober. Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain (Gujarati, 2013). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, dilakukan pengujian dengan menggunakan Uji Glejser. Apabila $p\text{-value} \leq \alpha = 0,05$ maka data mengalami heteroskedastisitas. Apabila $p\text{-value} \geq \alpha = 0,05$ maka mengalami homoskedastisitas.

Tabel 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Sig.	Keterangan
1	0.580	Bebas Heteroskedastisitas
2	0.850	Bebas Heteroskedastisitas
3	0.683	Bebas Heteroskedastisitas
4	0.987	Bebas Heteroskedastisitas

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Berdasarkan Tabel 8, nilai $p\text{-value}$ atau signifikansi dari seluruh variabel dalam penelitian lebih besar dari $\alpha = 0,05$. Oleh karena itu, data yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari heteroskedastisitas.

Uji Koefisien Determinan (R^2)

Uji koefisien determinan (R^2) dilakukan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Uji koefisien determinan (R^2) dalam penelitian ini menggunakan *adjusted R²*.

Tabel 9 Hasil Uji Koefisien Determinan (R^2)

Model	R-Square	Adjusted R-Square	Std. Error of Estimate
1	0.079	0.041	0.17383
2	0.082	0.046	0.17363
3	0.120	0.109	0.04329
4	0.138	0.127	0.05222

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Berdasarkan Tabel 9, nilai *adjusted R²* untuk model 1 adalah 0,041 sehingga dapat

disimpulkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 4,1 %. Sedangkan sisanya 95,9% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Nilai *adjusted R²* untuk model 2 adalah 0,046 sehingga dapat disimpulkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 4,6 %. Sedangkan sisanya 95,4 % dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Sedangkan nilai *adjusted R²* untuk model 3 adalah 0,109 sehingga dapat disimpulkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 10.9 %. Sedangkan sisanya 89,1 % dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Nilai *adjusted R²* untuk model 4 adalah 0,127 sehingga dapat disimpulkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 12,7 %. Sedangkan sisanya 87,3 % dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi

Uji Koefisien Regresi Simultan (Uji F)

Uji F adalah pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. dapat dikatakan mempengaruhi variabel dependen secara simultan apabila memiliki tingkat signifikansi (*1-tailed*) α lebih kecil dari 5%.

Tabel 10 Hasil Uji F

Model	Sig.	F	Keterangan
1	0.146	2.243	Signifikan (<i>1-tailed</i>)
2	0.141	2.309	Signifikan (<i>1-tailed</i>)
3	0.002	10.821	Signifikan
4	0.001	12.686	Signifikan

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Tabel 10 menunjukkan hasil Uji F model pertama dengan nilai F 2,243 dan signifikansi (2-tailed) α sebesar 0,146 atau signifikansi (1-tailed) α sebesar 0,073. Nilai tersebut signifikan di bawah tingkat signifikansi α 0,10 sehingga dapat disimpulkan variabel independen dalam model pertama dapat menjelaskan variabel independen. Sedangkan model kedua dengan nilai F 2,309 dan signifikansi (2-tailed) α sebesar 0,141 atau signifikansi (1-tailed) α sebesar 0,071. Nilai tersebut signifikan di bawah tingkat signifikansi α 0,10 sehingga disimpulkan bahwa variabel independen dalam model pertama dapat menjelaskan variabel independen. Model ketiga dan keempat memiliki nilai F sebesar 10.821 dan 12.686, serta Nilai signifikansi (*2-tailed*) α sebesar 0,002 dan 0,001. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi α (0,05) sehingga dapat dikatakan variabel independen secara simultan dapat menjelaskan variabel dependen.

Uji Koefisien Regresi Parsial (Uji t)

Uji t adalah pengujian yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen.

Tabel 11 Hasil Uji t

Model	Sig.	t	Keterangan
1	0.146	1.498	Signifikan (<i>1-tailed</i>)
2	0.141	1.519	Signifikan (<i>1-tailed</i>)
3	0.002	3.29	Signifikan
4	0.001	3.562	Signifikan

Sumber : Hasil olah data SPSS 16

Berdasarkan Tabel 11, variabel *dummy* SIM sebagai proksi anomali *Sell in May Effect* memiliki nilai t sebesar 1,498 dan tingkat signifikansi (*2-tailed*) sebesar 0,146 atau 0,073 (*1-tailed*). Nilai tersebut di bawah tingkat signifikansi α 0,10 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *dummy* SIM memiliki pengaruh positif terhadap RETURN. Variabel *dummy* SIM juga memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,098 ($\beta > 0.00$) sehingga dapat disimpulkan bahwa **hipotesis satu diterima**. Sedangkan, variabel NFIF pada model kedua memiliki nilai t sebesar 1,498 dan tingkat signifikansi (*2-tailed*) sebesar 0,141 atau 0,071 (*1-tailed*). Nilai tersebut di bawah tingkat signifikansi α 0,10 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel NFIF atau total nilai transaksi bersih investor asing selama enam bulanan memiliki pengaruh positif terhadap RETURN atau *return* enam bulanan IHSG.

Kemudian, variabel NFIF pada model ketiga dan keempat memiliki nilai t sebesar 3,290 dan 3,562 serta tingkat signifikansi (*2-tailed*) sebesar 0,002 dan 0,001. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel NFIF memiliki pengaruh positif terhadap RETURN pada periode bulan November-April dan bulan Mei-Oktober. Hasil pada Tabel 11 menunjukkan bahwa *Net Foreign Investor Flow* memberikan pengaruh positif terhadap *return* IHSG baik secara bulanan maupun enam bulanan sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua diterima.

Diskusi dan Pembahasan

Keberadaan fenomena *sell in may effect* pada IHSG diukur dengan beta (β) atau koefisien regresi variabel *dummy* SIM pada model pertama. Nilai koefisien regresi variabel yang positif menunjukkan keberadaan fenomena *sell in may effect* pada IHSG. Berdasarkan hasil perhitungan regresi model pertama atau pada Tabel 11, variabel *dummy* SIM berpengaruh terhadap *return* enam bulanan IHSG dengan nilai signifikansi (*2-tailed*) sebesar 0,146 atau 0,073 (*1-tailed*). Nilai signifikansi (*1-tailed*) tersebut lebih kecil dari $\alpha = 0,10$. Sedangkan, nilai koefisien regresi variabel *dummy* SIM adalah 0,098 atau sebesar 9,8% mempunyai arti bahwa *return* enam bulanan IHSG bulan November-April memiliki *return* yang lebih tinggi sebesar 9,8% dari pada bulan Mei-Oktober.

Dengan hasil di atas menunjukkan bahwa periode bulan April-November merupakan periode yang bagus untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia. Meskipun periode tersebut secara historis tidak selalu memberikan *return* yang lebih tinggi dari pada periode bulan Mei-Oktober, namun pada Tabel 2, periode bulan November-April lebih banyak memberikan imbal hasil yang lebih tinggi pada periode 14 tahun terakhir. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Bouman dan Jacobsen (2002) yang

berpendapat bahwa periode investasi di pasar modal pada bulan November-April memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dari pada periode bulan Mei-Oktober. Hasil penelitian juga sejalan dengan penelitian Santika, Putu Agus (2015) yang sebelumnya telah membuktikan keberadaan *Sell in May Effect* di bursa efek Indonesia.

Pengaruh *net foreign investor flow* terhadap fenomena *sell in may effect* di Bursa Efek Indonesia dapat dilihat pada tabel 11, variabel NFIF sebagai proksi dari total nilai bersih transaksi investor asing selama enam bulan memiliki pengaruh yang positif terhadap *return* enam bulanan IHSG dan memiliki nilai signifikansi α lebih kecil dari taraf signifikansi 10%. Berdasarkan tabel 11, variabel NFIF pada model ketiga memiliki nilai t sebesar 3.290 dan signifikansi 0,002 ($\text{sig} < 0,05$). Sedangkan, variabel NFIF pada model keempat memiliki nilai t sebesar 3.562 dan signifikansi 0,001 ($\text{sig} < 0,05$). Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa variabel *net foreign investor flow* berpengaruh positif terhadap *return* bulanan IHSG pada periode bulan November-April dan bulan Mei-Oktober. Artinya semakin banyak nilai bersih transaksi perdagangan yang dilakukan investor asing selama satu bulan akan membuat *return* bulanan IHSG semakin positif.

Sedangkan pengaruh variabel *net foreign investor flow* atau nilai bersih transaksi perdagangan investor asing dengan *sell in may effect* juga dapat dilihat dari tabel 11. Nilai koefisien regresi variabel NFIF pada model ketiga adalah 3.672E-9 artinya setiap nilai bersih transaksi investor asing bertambah satu rupiah maka *return* bulanan IHSG akan bertambah sebesar 3.672E-9. Sedangkan koefisien regresi variabel NFIF pada model keempat adalah 4.342E-9 artinya setiap nilai bersih transaksi investor asing bertambah satu rupiah maka *return* bulanan IHSG akan bertambah sebesar 4.342E-9. Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian Adaoglu dan Katircioglu (2013) dan Sungkono, Elsa Fransiska Hapsari (2013) yang menyimpulkan bahwa investor asing memberikan pengaruh pada harga saham sehingga mempengaruhi *return* saham yang ditransaksikan oleh investor asing.

Berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan pengaruh variabel NFIF pada periode bulan Mei-Oktober memiliki pengaruh positif terhadap variabel *return*. Artinya, fenomena *sell in may effect* pada Bursa Efek Indonesia terjadi karena investor asing yang keluar dari pasar dengan membukukan nilai bersih transaksi investor asing yang negatif pada periode bulan Mei-Oktober. Fenomena tersebut dapat tidak terjadi pada Bursa Efek Indonesia apabila nilai bersih transaksi investor asing pada periode bulan Mei-Oktober tercatat positif. Pada tabel 2, nilai bersih dari transaksi yang dilakukan investor asing sering tercatat negatif pada bulan Mei, Oktober, November. Sedangkan investor asing tidak pernah mencatatkan nilai bersih negatif pada bulan April. Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No: 26/POJK.04/2016 tentang laporan tahunan emiten atau perusahaan publik yang menyatakan bahwa laporan keuangan tahunan emiten atau perusahaan publik harus disampaikan paling lambat pada akhir bulan keempat setelah tahun buku berakhir. Pada periode bulan Januari-April, para emiten akan menyampaikan laporan keuangan tahunan mereka kepada publik. Investor asing akan membeli saham emiten yang memiliki kinerja yang bagus berdasarkan analisa fundamental. Pada tabel 2 nilai bersih transaksi investor asing dari bulan Januari-April terus mengalami penurunan yang dapat disebabkan karena investor asing melakukan akumulasi saham emiten-emiten yang memiliki fundamental yang bagus berdasarkan laporan keuangan tahunan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menguji keberadaan dan pengaruh *net foreign investor flow* terhadap fenomena *sell in may effect* pada IHSG. Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan maka berikut ini merupakan kesimpulan dari hasil penelitian: (1) Terdapat fenomena *sell in may effect* pada IHSG yang ditunjukkan oleh variabel dummy yang signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 10% dan memiliki nilai koefisien regresi atau β lebih dari 0, yaitu 0,098 atau sebesar 9,8% mempunyai arti bahwa *return* enam bulanan IHSG bulan November-April memiliki *return* yang lebih tinggi sebesar 9,8% dari pada bulan Mei-Oktober. Namun fenomena *sell in may effect* pada IHSG juga dapat tidak terjadi jika *net foreign investor flow* pada periode bulan Mei-Oktober tercatat positif. (2) Jumlah *net foreign investor flow* selama enam bulanan memiliki pengaruh positif terhadap *return* enam bulanan IHSG dan signifikan pada tingkat signifikansi $\alpha < 0,10$. Meskipun memiliki pengaruh terhadap *return* enam bulanan IHSG, nilai NFIF hanya dapat menjelaskan *return* enam bulanan IHSG sebesar 4,6%. (3) Variabel NFIF atau nilai bersih transaksi investor asing berpengaruh positif terhadap *return* bulanan IHSG pada periode bulan November-April dan bulan Mei-Oktober. Dari hasil analisis regresi linear yang telah dilakukan, variabel NFIF pada periode bulan November-April memiliki koefisien regresi 3.672E-9. Sedangkan variabel NFIF pada periode bulan Mei-Oktober memiliki koefisien regresi 4.342E-9. Artinya untuk nilai bersih transaksi yang dilakukan oleh investor asing akan memberikan dampak yang besar pada periode bulan Mei-Oktober, baik menambah maupun mengurangi *return* bulanan IHSG.

Peneliti memberikan saran untuk penelitian selanjutnya, dan untuk komponen variabel yang terlibat didalamnya, antara lain : (1) Sebaiknya periode yang digunakan dalam penelitian fenomena *sell in may effect* selanjutnya lebih panjang dari penelitian ini atau menggunakan seluruh data *return* IHSG yang dapat dikumpulkan. (2) Sebaiknya pada penelitian *sell in may effect* selanjutnya menambahkan variabel yang diperkirakan dapat menjadi penyebab adanya fenomena *sell in may effect*. (3) Sebaiknya pada penelitian pengaruh investor asing terhadap *return* saham di BEI menggunakan variabel dependen yang lebih spesifik seperti *return* saham *blue chip*, saham *second liner*, saham yang termasuk dalam LQ-45, saham gorengan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adaoglu, Cahit., dan Katircioglu, Salih Turan. 2013. Foreign Investor Flows and "Blue Chip Stock Return", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 8 Issue: 2, pp.170-181,
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. 2008. Analisis Hubungan Kointegrasi dan Kausalitas Serta Hubungan Dinamis Antara Aliran Modal Asing, Perubahan Nilai Tukar dan Pergerakan IHSG di Pasar Modal Indonesia. *Departemen Keuangan Republik Indonesia*.
- Bouman, S., dan Jacobsen, B. 2002. The Sell in May Effect Indicator Sell in May and Go Away: Another puzzle. *American Economic Review*, 92, 1618-163.
- Doeswijk, R. Q. 2008. The optimism cycle: Sell in May. *De Economist*, 156, 175-200.
- Guo, B., Luo, X., dan Zhang, Z. 2014. Sell in May and go away: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 11, 362-368.
- Bodie, Zvie., Kane, Alex., dan Marcus, Alan J. 2014. *Investment* (Terjemahan). Edisi 9. Jakarta: Salemba Empat.

- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2013. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (Terjemahan). Edisi 11-Buku 1. Jakarta : Salemba Empat.
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. 2011. *Pasar Modal di Indonesia. Indonesia*, Edisi 3. Jakarta : Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2006. *Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Cetakan Empat. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar N., dan Porter, Dawn C. 2013. *Dasar - Dasar Ekonometrika* (Terjemahan), Edisi 5. Jakarta: Salemba Empat
- Hermuningsih, Sri. 2012. *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. Edisi 1. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Levy, Haim dan Post, Thierry. 2005. *Investment*. London: Pearson Education.
- O'Sullivan, Arthur dan Sheffrin, Steven M. 2003. *Economics: Principles in Action*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Santika, Putu Agus. 2015. Seasonal anomalies sell-in may effect di Bursa Efek Indonesia dan hubungannya dengan indikator makro ekonomi Indonesia. *Tesis*. Pasca Sarjana Universitas Indonesia.
- Sungkono, Elsa Fransiska Hapsari. 2013. Pengaruh Perdagangan Investor Asing terhadap Harga Saham di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor : 29/POJK.04/2016 Tentang Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik
- Bursa Efek Indonesia. www.idx.co.id. (diakses 31 Januari 2018).
- Otoritas Jasa Keuangan. www.ojk.go.id. (diakses 31 Januari 2018).