

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (*sekuritas*) jangka panjang yang dapat diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi atau bond) maupun dalam bentuk modal sendiri yang terdiri atas saham preferen (preferred stock), saham biasa (*common stock*) maupun reksa dana (*mutual fund*) yang diterbitkan oleh pemerintah maupun swasta.

Pasar modal mempunyai peranan yang penting dalam menunjang perekonomian suatu negara. Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang kelebihan dana dengan pihak yang kekurangan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2001). Peranan tersebut dirasa semakin penting sekarang ini, sehingga banyak pihak yang ikut berpartisipasi di pasar modal yang nantinya akan mendukung perkembangan pasar modal itu sendiri. Pasar yang semakin berkembang mendorong banyak pihak, khususnya kalangan akademisi untuk mempelajari berbagai fenomena yang muncul di pasar modal agar dapat dijadikan panduan oleh investor dalam menentukan perilaku investasinya. Salah satu fenomena yang dipelajari dan sampai sekarang masih menjadi topik perdebatan yang menarik adalah mengenai konsep pasar modal yang efisien.

Pasar modal yang efisien secara formal didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi

yang tersedia (Jones, 2000). Dalam pasar modal yang efisien, pola pergerakan harga saham mengikuti pola langkah acak (*random work theory*). Kunci utama pengukuran pasar modal yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi yang tersedia. Informasi ini sendiri dibedakan menjadi tiga macam, yaitu sebagai berikut :

1. Informasi masa lalu.
2. Informasi yang tersedia untuk publik.
3. Informasi yang tersedia baik untuk publik maupun tidak.

Dalam pola langkah acak, perubahan harga di waktu yang lalu tidak bisa digunakan untuk memperkirakan perubahan harga dimasa yang akan datang. Taksiran terbaik hari esok adalah hari ini. Apabila dalam penelitian sebelumnya ditemukan rata-rata *return* pada hari Senin adalah yang terendah dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya, maka ini akan menunjukkan bahwa harga saham mengikuti suatu pola tertentu.

Hipotesis pasar modal yang efisien dapat diuji dengan berbagai cara, antara lain dengan mempelajari pola *return* seasonal, menggunakan data *return* masa lalu baik untuk prediktibilitas jangka pendek maupun jangka panjang dan mempelajari hubungan *return* dengan karakteristik yang dimiliki perusahaan (Tandelilin, 2001). Semua pengujian tersebut menghasilkan temuan bahwa pasar modal tidak selalu efisien. Bukti paling kuat yang menentang hipotesis pasar modal yang efisien adalah anomali pasar (*market anomalies*). Adanya anomali-anomali pasar menyebabkan investor berperilaku mengikuti *puzzling pattern* dan cenderung irasional.

Dalam keadaan anomali pasar, hasil yang ditimbulkan akan berlawanan dengan hasil yang diharapkan pada posisi pasar modal yang efisien. Salah satu anomali pasar tersebut adalah *day of the week effect*.

Day of the week effect menunjukkan adanya suatu kejadian pada hari perdagangan tertentu ditemukan *return* yang cenderung turun bahkan negatif dan terdapat pula *return* yang lebih tinggi dibandingkan hari perdagangan lainnya. Beberapa penelitian yang menggunakan *return* saham harian umumnya mengasumsikan bahwa distribusi *return* saham adalah sama untuk semua hari perdagangan selama satu minggu, namun pada penelitian berikutnya menunjukkan adanya *return* saham yang tidak konstan dalam setiap hari perdagangan. Sebagian besar membuktikan adanya rata-rata *return* pada perdagangan hari Senin yang lebih rendah bahkan cenderung negatif.

Asumsi tradisional tentang *return* pada aset keuangan yang selama ini dipercaya oleh para ahli empiris menyebutkan bahwa *return* yang diharapkan (*expected return*) suatu sekuritas didistribusikan secara homogen dan konstan selama waktu kalender, sehingga *return* sekuritas yang diharapkan adalah sama untuk semua hari perdagangan yaitu Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jumat. Adanya cukup bukti yang signifikan tentang *day of the week effect*, membuktikan bahwa *return* sekuritas tidak didistribusikan secara homogen pada hari perdagangan atau dapat dikatakan bahwa *return* sekuritas mungkin dapat berubah-ubah pada setiap harinya. Sedangkan asumsi tentang *return* harian yang dianggap konstan setiap harinya hanyalah

merupakan *convenience assumption* dan bukan kondisi yang penting (*necessary condition*) terhadap keseimbangan pasar. Keseimbangan pasar dapat berubah-ubah sesuai dengan hari, bulan, kuartal yang berbeda dan hal tersebut sesuai dengan evaluasi terhadap informasi pasar yang muncul pada setiap kurun waktu tersebut.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui adanya pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham (*day of the week effect*). Penelitian-penelitian tersebut merupakan bukti bahwa *return* saham tidak terdistribusi sama di semua hari perdagangan. Penelitian mengenai efek hari perdagangan dimulai oleh Cross (1973) seperti dikutip Manurung (2001), yang melakukan penyelidikan mengenai *return* saham pada hari Senin dan Jumat. Penelitian tersebut menggunakan Indeks Gabungan Standard & Poor's dan memberikan hasil bahwa rata-rata *return* saham tertinggi terjadi di hari Jumat dan di hari Senin bernilai negatif. French dalam Manurung (2001) melakukan penelitian dengan menggunakan data harian *Standard & Poor's Composite Index* pada tahun 1953-1977 dan memberikan hasil yang sama yaitu *return* saham yang negatif terjadi di hari Senin.

Bukti empiris lainnya menyatakan bahwa hari Senin mempunyai *return* terendah atau negatif juga ditemukan oleh Osborne (1962) dan Dimsons dan Mars (1986) seperti dikutip Indarto (2000), mereka mengemukakan bahwa hari perdagangan Senin banyak diwarnai oleh aksi jual dibandingkan aksi beli, akibatnya harga saham relatif rendah dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Meskipun datanya berbeda,

kesimpulan penelitiannya tetap mendukung penelitian sebelumnya yaitu menemukan adanya *return* yang negatif pada hari perdagangan Senin (*Monday Effect*) dan juga menemukan bahwa *return* yang positif terjadi pada hari perdagangan lainnya.

Lakonishok dan Maberly dalam Tandelilin (1999) melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *return* saham harian di New York Stock Exchange (NYSE). Mereka menduga bahwa *return* saham harian di New York Stock Exchange dipengaruhi oleh pola aktivitas pola perdagangan harian yang dilakukan oleh investor individual dan investor institusional. Hasil studi tersebut dapat disimpulkan bahwa hasrat individu dalam melakukan transaksi perdagangan pada hari Senin cenderung lebih tinggi daripada hari perdagangan lainnya, dan hal tersebut merupakan bagian dari adanya pengaruh akhir pekan dengan menggunakan data *Standard & Poor's Daily Price Record* untuk *New York Stock Exchange* selama periode 1962-1986. Disamping itu juga digunakan data penjualan dan pembelian di NYSE untuk periode November 1976 sampai Mei 1986. Hasil penelitian memberikan kesimpulan bahwa hari Senin adalah hari dengan volume perdagangan terendah dibandingkan dengan hari-hari lainnya serta kecenderungan dari investor individual untuk menjual pada hari Senin lebih tinggi dari kecenderungan untuk membeli dibandingkan dengan investor institusional. Penelitian ini memberikan kesimpulan yang juga mendukung penelitian sebelumnya tetapi penelitian

ini mencoba menerangkan mengapa terjadi *return* yang negatif melalui pola perdagangan dari investor tersebut.

Tingginya aksi jual pada hari Senin menurut hasil penelitian Dyl dan Maberly (1988) seperti dikutip Algifari (1999) disebabkan oleh adanya kecenderungan informasi yang tidak menyenangkan (*unfavorable information*) yang datang ke pasar setelah perdagangan ditutup pada hari Jumat (akhir pekan). Damodaran (1989) seperti dikutip Manurung (2001) menyatakan bahwa terjadinya *return* yang negatif pada hari Senin dikarenakan perusahaan emiten mengumumkan berita buruk (*bad news*) menjelang penutupan hari Jumat, sehingga penundaan berita buruk ini mengakibatkan *return* negatif pada hari Senin.

Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Miller (1998) juga menyatakan bahwa jumlah waktu yang dicurahkan untuk membuat keputusan investasi antara investor individual dan investor institusional adalah berbeda, investor individual melakukan investasi pada akhir minggu karena akhir minggu memberikan *convenience cost* dan *low cost opportunity* untuk membuat keputusan investasi. Selama akhir minggu tersebut, investor individual mempunyai lebih banyak waktu untuk mencerna informasi-informasi di pasar sehingga kecenderungan untuk melakukan transaksi di hari Senin lebih tinggi dibandingkan dengan investor institusional. Pada saat pembukaan hari perdagangan di hari Senin, investor individual menjadi *active sellers*. Sedangkan bagi investor institusional, biasanya melakukan keputusan investasi antara hari Senin sampai hari Jumat. Hari Senin

merupakan hari untuk melakukan perencanaan strategis sehingga mereka tidak aktif untuk melakukan perdagangan (Lakonishok dan Maberly, 1998). Dan hasil penelitian Miller memperkuat argumentasi mengenai kecenderungan *return* saham terendah terjadi pada hari perdagangan Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

Penelitian mengenai *day of the week effect* tidak hanya dilakukan di Amerika Serikat saja, tetapi banyak pula peneliti yang melakukan penelitian terhadap efek hari perdagangan di luar Amerika Serikat, seperti yang dilakukan oleh Anggrawal dan Rivoli (1989) yang melakukan penelitian terhadap *return* harian saham pada 4 bursa efek Asia, yaitu Hongkong, Singapura, Malaysia dan Filipina. Hasilnya menunjukkan efek hari perdagangan terhadap *return* saham di 4 bursa efek tersebut dengan *return* saham pada hari perdagangan Senin lebih rendah daripada *return* saham pada hari perdagangan lainnya. Selain itu, Athanassakos dan Robinson (1994) meneliti *day of the week anomaly* di *Toronto Stock Exchange*. Mereka menyimpulkan bahwa *return* yang negatif tidak terjadi pada hari Senin tetapi pada hari Selasa.

Di Indonesia penelitian mengenai efek hari perdagangan telah banyak dilakukan dan menunjukkan hasil yang bervariasi. Dalam tesisnya, Algifari (1998) yang menguji hari perdagangan terhadap *return* saham-saham LQ 45 yang dilakukan pada tahun 1996, hasilnya antara lain menyatakan bahwa hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat berpengaruh terhadap *return* saham sedangkan hari perdagangan Senin dan Kamis tidak

berpengaruh terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta pada periode penelitian.

Tandelilin dan Algifari (1999) meneliti 40 saham teraktif di BEJ selama periode Januari-Desember 1994 yang terdiri dari 240 hari perdagangan. Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa *return* pada hari Selasa, Rabu dan Jumat signifikan secara statistik. Hasil empiris ini menunjukkan bukti adanya pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta.

Suwarni (2000) melakukan pengujian *day of the week effect* di BEJ dengan melakukan perbandingan antara periode sebelum krisis dan sesudah krisis finansial. Penelitian ini menemukan adanya fenomena *day of the week effect* pada *return* saham, tetapi pada *return* pasar (IHSG) fenomena tersebut tidak ditemukan.

Faktor *firm size* yang menunjukkan ukuran perusahaan, merupakan faktor yang juga penting dalam pembentukan *return* saham. Hubungan antara *firm size* dengan *return* dalam portofolio menunjukkan arah hubungan yang berkebalikan. Saham-saham perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham perusahaan yang lebih besar. Oleh karena itu, jika investor mempertimbangkan *size factor* dalam *return* saham, maka mereka akan mengarahkan pada *small size effect*. Sedangkan anomali *size effect* juga telah banyak diteliti. Banz (1981) menemukan bukti empiris mengenai adanya *size effect*, yaitu adanya kecenderungan saham-saham perusahaan kecil yang mempunyai *return* yang

lebih tinggi dibandingkan saham-saham perusahaan besar. Banz telah menemukan adanya *abnormal return* yang bisa diperoleh investor jika memiliki saham dari perusahaan kecil selama periode 1936-1977.

Reinganum (1981) juga menemukan adanya *abnormal return* pada saham-saham perusahaan kecil, tetapi hasil penelitian tersebut banyak mendapat kritik terutama mengenai penggunaan CAPM dalam menentukan besarnya *return* yang diharapkan, karena model ini dianggap tidak tepat untuk menghitung *return*, karena model ini terlalu bergantung pada beta. Variabel beta sendiri dianggap banyak kelemahannya, karena dihitung dengan menggunakan data historis. Keim dan Stambaugh (1984) yang menyimpulkan terdapat hubungan antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan efek akhir pekan dimana efek akhir pekan akan lebih terlihat pada perusahaan-perusahaan kecil dan akan semakin menghilang pada perusahaan-perusahaan besar.

Harris (1984) yang menguji *day of the week effect* dengan mengklasifikasikan perusahaan menjadi desil, menemukan bahwa *day of the week effect* signifikan untuk desil 1-9 dan desil 10 tidak signifikan. Sementara Kohers T dan Kohers G menemukan bahwa *day of the week effect* cenderung terjadi untuk semua saham, tetapi intensitas dari anomali tersebut sensitif terhadap ukuran perusahaan yang berbeda, khususnya untuk *small firm* mempunyai tingkat yang lebih besar (tingkat negatif pada hari Senin dan tingkat positif pada hari Jumat).

Keanekaragaman argumentasi mengenai pola *return* saham setiap hari perdagangan yang dihasilkan dari beberapa penelitian sebelumnya, baik penelitian di pasar modal luar negeri maupun penelitian di Bursa Efek Jakarta menjadikan suatu fenomena tersendiri. Hal itulah yang mendorong peneliti untuk melakukan penelitian mengenai ada tidaknya pengaruh hari perdagangan (*day of the week effect*) terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya adalah *return* saham ini berdasarkan *firm size* dengan jangka waktu lima tahun, maka penelitian ini berjudul “**PENGUJIAN DAY OF THE WEEK EFFECT TERHADAP RETURN SAHAM BERDASARKAN FIRM SIZE DI BEJ 2001-2005**”.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka perlu diteliti mengenai pola *return* yang berbeda antara hari perdagangan yang satu dengan hari perdagangan lainnya serta pola *return* saham berdasarkan *firm size*, maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut ini:

1. Apakah terdapat pengaruh dari *day of the week* terhadap *return* saham?
2. Apakah terdapat pengaruh dari *day of the week* terhadap *return* saham berdasarkan *firm size*?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang diuraikan di atas, tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh dari *day of the week* terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan (perusahaan besar dan perusahaan kecil) terhadap *return* saham pada hari-hari perdagangan (*day of the week*) di Bursa Efek Jakarta.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan berikut ini:

1. Bagi Investor

Memberikan gambaran tentang pola *return* saham pada hari perdagangan serta memberikan informasi secara empiris tentang pengaruh *day of the week* terhadap *return* saham berdasarkan *firm size* di Bursa Efek Jakarta.

2. Bagi Akademisi atau Penelitian

Memberikan bukti tambahan mengenai pengaruh *day of the week* terhadap *return* saham berdasarkan *firm size*.