

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pembangunan suatu negara memerlukan pembiayaan yang cukup besar, baik yang berasal dari dalam maupun luar negeri. Pinjaman dari luar negeri tidak selamanya bisa diandalkan, sehingga investasi dari dalam negeri seperti tabungan masyarakat, tabungan pemerintah, dan penerimaan devisa harus benar-benar diusahakan meningkat setiap tahunnya. Selain dengan memaksimalkan investasi dalam negeri, cara lain untuk mendapatkan pembiayaan adalah melalui pasar modal.

Pasar modal dipandang sebagai sumber pembiayaan efektif karena dapat membuka peluang adanya pertukaran klaim jangka panjang, dan memungkinkan investor menyesuaikan portfolio mereka di pasar sekunder (Pandji Anoraga, 2001). Selain itu pasar modal juga berperan mempengaruhi pembangunan negara, karena dapat memungkinkan untuk melakukan pengalihan dana jangka panjang dari masyarakat untuk disalurkan ke sektor-sektor produktif. Secara ekonomi makro, sumber daya ekonomi yang sudah ada melalui pasar modal dapat dialokasikan sedemikian rupa sehingga kedudukannya berubah dari *pareto inefficiency* menjadi *pareto efficiency*. Bila perputaran dana sudah dapat berjalan

dengan baik, maka investasi dalam negeri dapat diperkirakan akan meningkat dan pembiayaan dari luar perusahaan dan negara dapat dikurangi.

Menurut Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995, pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik, yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi penunjang yang berkaitan dengan efek. Kehadiran pasar modal akan menjembatani hubungan antara pemilik modal (investor) dengan peminjam dana (emiten). Bentuk hubungan keduanya adalah, pemilik modal akan meminta instrumen pasar modal yang dijual oleh emiten sehingga portfolionya akan memaksimalkan hasil dan emiten akan memiliki tambahan modal operasional dari penjualan surat berharganya.

Secara umum, pemilik modal melakukan investasi adalah demi memperoleh keuntungan (imbal hasil investasi) yang berupa dividen dan *capital gain*. Keuntungan utama dari bursa saham bagi investor adalah *capital gain*, oleh karenanya pergerakan saham sangat mempengaruhi para investor di bursa saham terutama mengenai faktor penyebab pergerakan harga di bursa. Hal ini diperlukan untuk mengantisipasi kenaikan dan penurunan harga saham yang akhirnya akan mempengaruhi *capital gain* mereka.

Perubahan harga saham di bursa dihasilkan dari keseimbangan sistem lelang sebagai suatu proses penjualan saham. Setiap transaksi dilakukan dengan terbuka dan didasari pada *ask price* (penawaran terendah untuk jual) dan *bid price* (permintaan tertinggi untuk beli). Selain faktor permintaan dan penawaran aset

yang terjadi di bursa, informasi merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham, baik itu informasi yang terdapat di publik atau berupa informasi privat, karena informasi merupakan faktor yang cukup dinanti untuk direspon oleh pelaku bursa untuk memutuskan menjual atau membeli aset.

Jika semua informasi yang diserap oleh bursa selalu diresponi dengan perubahan harga saham, maka perubahan harga saham akan tetap dari waktu ke waktu kecuali ada informasi baru yang tidak diprediksi. Jika pasar dalam kondisi mampu menyerap semua informasi yang direfleksikan dengan perubahan harga saham, maka pasar modal yang demikian termasuk dalam pasar modal yang efisien, dimana tidak ada seorang investor pun yang dapat memperoleh capital gain.

Pasar modal yang efisien telah diformulasikan menjadi sebuah hipotesis yang terkenal dengan nama hipotesis pasar efisien oleh Fama (1970). Akan tetapi hipotesis tersebut pada kenyataannya sulit dibuktikan secara empiris, karena ternyata setelah dilakukan beberapa penelitian ditemukan ada beberapa peristiwa yang menyebabkan ketidakefisienan di pasar modal dalam berbagai bentuknya. Peristiwa atau anomali yang paling populer di pasar modal yang menyebabkan ketidakefisienan itu adalah anomali kalender (anomali musiman) berupa: efek Januari, efek pergantian bulan, efek hari libur, dan efek akhir pekan (*day of the week*). Pada anomali tersebut *return* positif atau negatif yang terjadi pada waktu-waktu tertentu dan secara signifikan berbeda dari nol.

Anomali adalah kejadian atau peristiwa yang tidak diantisipasi dan yang menawarkan kepada investor untuk memperoleh *abnormal return*.¹ Anomali ini muncul dalam semua bentuk efisiensi pasar, baik bentuk lemah, semi kuat dan bentuk kuat. Anomali juga sering terjadi pada saham perusahaan kecil. Pada penelitian ini, yang menjadi fokus anomalnya adalah efek akhir pekan (*Day of Week Effect*), dimana imbal hasil dari sebuah saham, portofolio saham atau indeks harga saham mempunyai nilai positif atau negatif secara signifikan pada hari tertentu. Efek akhir pekan dapat terjadi akibat kejadian dimana harga saham terpengaruh oleh adanya hari libur perusahaan pada akhir minggu dan informasi yang dapat mengubah sikap investor terhadap portfolionya termasuk saham di pasar modal. Efek akhir pekan merupakan suatu anomali musiman. Anomali ini menyatakan bahwa harga saham cenderung mengalami kenaikan secara rata-rata pada akhir pekan dan turun pada awal pekan.

Berbagai hasil penelitian tentang ketidakefisienan pasar modal ini, secara khusus anomali efek akhir pekan, telah banyak dipublikasikan. Menurut Berument dan Kiyas (2001) pada penelitiannya selama periode Januari 1973 sampai Oktober 1997 terhadap saham S&P 500, *return* terendah terjadi pada Rabu dan tertinggi pada Senin. Menurut Singhal dan Bahure (2009) yang mengadakan penelitian pada Indian Market dengan periode April 2003 hingga April 2008 menyimpulkan bahwa *return* hari senin adalah lebih rendah dari hari perdagangan lainnya dan hari *return* Jumat memiliki *return* yang lebih tinggi dari hari lainnya. Secara umum, *return* hari senin lebih rendah adalah dikarenakan tingginya transaksi yang

¹ Imbal hasil dari suatu saham/portofolio saham yang memiliki imbal hasil yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko yang dihadapi.

dilakukan oleh investor individual dibandingkan dengan hari lainnya. Aktivitas yang tinggi ini lebih disebabkan keinginan untuk menjual saham dibanding keinginan membeli sehingga harga saham cenderung turun.

Pasar modal Indonesia mengalami kemajuan yang cukup pesat sejak tahun 1988 dengan dikeluarkannya beberapa kebijakan yang mendukung kemajuan pasar modal. Gejolak naik turunnya pasar modal telah terjadi selama BEI masih terpecah dalam dua bursa yaitu BEJ dan BES. Salah satu guncangan pasar modal yang terjadi akhir-akhir ini adalah sebagai dampak krisis finansial Amerika pada 2008.

Dapat kita rasakan pada pertengahan hingga akhir 2008 telah terjadi krisis finansial yang mendunia akibat adanya investasi di surat hutang *subprime mortgage* oleh para investor kelas atas seperti bank, reksadana, dana pensiun, dan asuransi. Akan tetapi seiring dengan kebijakan The Fed dalam menaikkan suku bunga secara bertahap hingga 5,25 persen pada Agustus 2007, mengakibatkan banyak kredit macet dan ini menyebabkan kerugian besar bagi investor karena surat hutangnya anjlok yang mengakibatkan harga saham dan nilai aktivasinya juga jatuh.

Selama Januari-Agustus 2008, sebagian bursa saham dunia anjlok sangat signifikan. Indeks Dow Jones turun 10,04%, indeks Nikkei Jepang turun 13,98%, indeks Hang Seng Hongkong turun 20,59%, indeks Straits Times Singapura turun 18,48%. Penurunan paling besar dialami indeks Shanghai China 50,58% sedangkan IHSG BEI berada pada posisi 6 dengan tingkat keanjlokannya mencapai

19,61%. Berikut adalah tingkat kejatuhan beberapa indeks besar dunia selama 13 Oktober 2007-14 Oktober 2008.

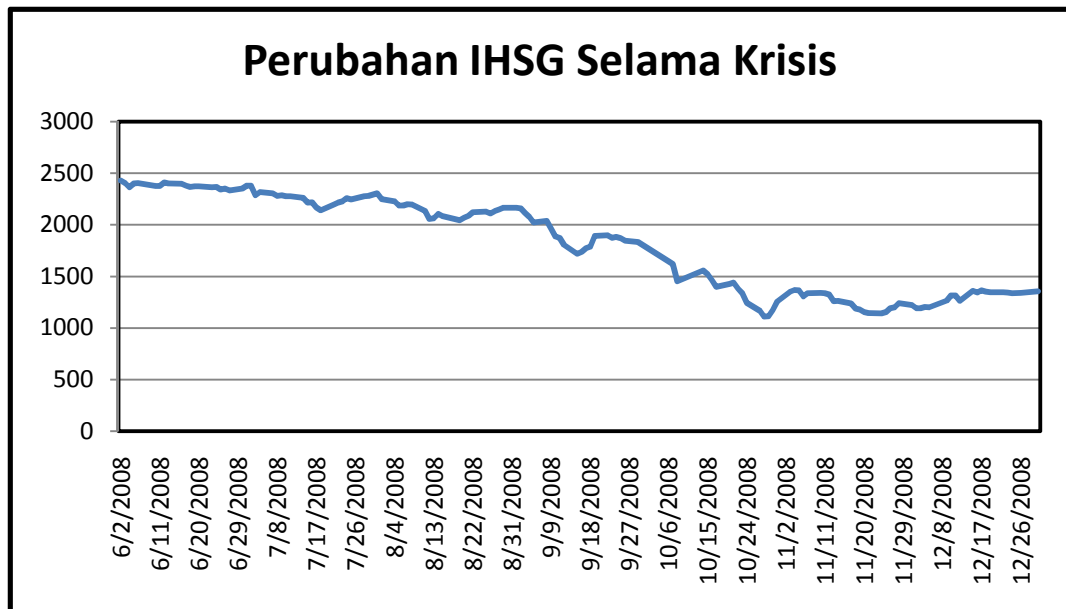
Tabel 1. Tingkat Kejatuhan Indeks Dunia pada 13 Oktober 2007 hingga 14 Oktober 2008.

Bursa Saham	Tingkat Kejatuhan Indeks (%)
Dow Jones (AS)	-32,87
Nasdaq (AS)	-33,66
TSX Composite (Kanada)	-36,30
FTSE 250 (Inggris)	-36,28
DAX (Jerman)	-33,11
Nikkei (Jepang)	-45,57
FTSE Xinhua 200 (China)	-67,78
Hang Seng (Hongkong)	-43,02
IHSG (Indonesia)	-41,02
STI (Singapura)	-44,45

Sumber: Financial Times (14/10/2008), www.jurnal-ekonomi.org

Dalam periode 13/10/2007 - 14/10/2008 bursa utama dunia *crash* rata-rata di atas 30%. Kerugian paling parah dialami bursa saham China dengan tingkat *loss* sebesar 67,78%. Bursa Efek Indonesia (BEI) termasuk yang mengalami kejatuhan terparah, terlihat dari tabel dalam satu tahun IHSG kehilangan nilai 41,02%. Akibat keadaan tersebut, likuiditas adalah hal yang dicari untuk dapat menolong perusahaan dari kebangkrutan, sehingga sebagian besar perusahaan yang terancam bangkrut berlomba-lomba untuk mencairkan investasinya yang ada di luar termasuk melalui pasar modal untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang sedang tidak memiliki *capital inflow* sementara kewajiban atas saham yang dimilikinya masih ada.

Pasar modal merupakan salah satu bagian terbesar dari perekonomian yang terkena dampak krisis finansial tersebut, termasuk pasar modal Indonesia, BEI. Para investor banyak yang menarik investasinya dari saham Indonesia sehingga nilai indeks Indonesia juga turun sangat jauh. Hal ini juga dimungkinkan karena pengalaman krisis yang telah lalu di tahun 1998. Sebisa mungkin setiap investor meminimalkan risikonya. Gambaran dari gangguan krisis finansial tersebut dapat kita lihat dari menurunnya IHSG yang menjadi gambaran umum perkembangan saham di Indonesia.



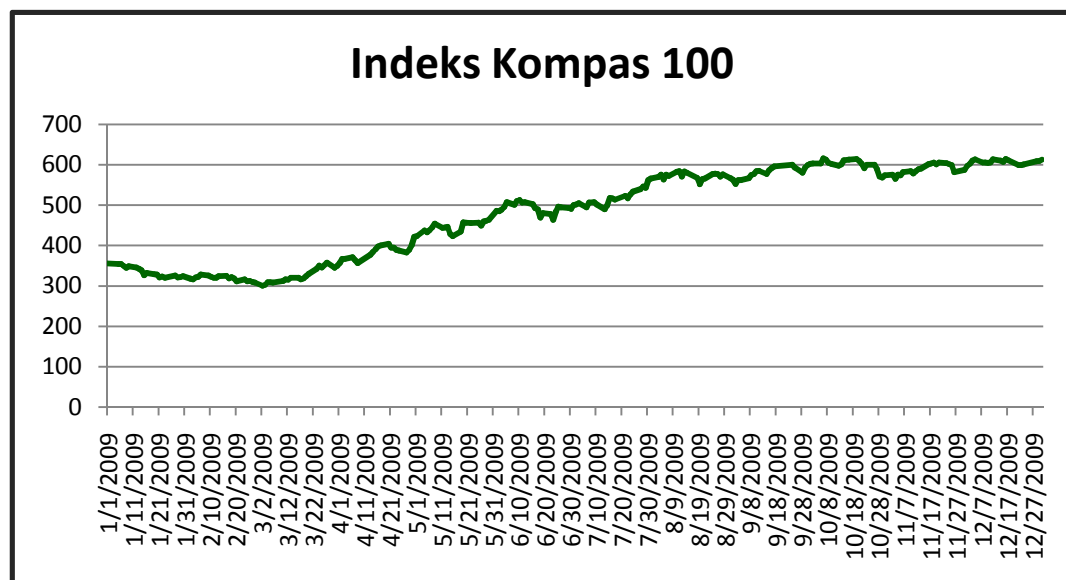
Sumber: Bursa efek Indonesia (diolah), www.idx.co.id

Gambar 1. Perubahan IHSG Sepanjang 2008

Selain itu, indeks lain yang biasa digunakan para investor dalam analisis portofolionya juga menunjukkan penurunan selama periode krisis tersebut, indeks itu antara lain LQ-45 dan Kompas-100. Kompas-100 merupakan indeks baru yang dikeluarkan oleh BEI pada 2007. Indeks ini merupakan hasil kerjasama antara BEI dengan harian Kompas yang ditujukan untuk melengkapi acuan para

investor dalam melengkapi portofolionya. Saham yang termasuk dalam indeks Kompas-100 ini diperkirakan mewakili 70-80% total kapitalisasi pasar seluruh saham yang tercatat di BEI. Kehadiran indeks ini bukan sebagai pengganti IHSG maupun indeks LQ-45 akan tetapi lebih dijadikan alternatif bagi para investor untuk melihat dan mempelajari pergerakan saham dengan kriteria khusus.

Pergerakan indeks Kompas-100 ini tidak terlepas dari kegiatan permintaan dan penawaran pasar, selain itu juga dipengaruhi oleh informasi pasar, sehingga setiap perubahan pasar, termasuk krisis 2008 dapat mengguncang kestabilan Kompas-100 sebagai indeks baru yang digunakan para investor. Akan tetapi, terlepas dari krisis 2008, Kompas-100 mengalami perubahan harga yang relatif positif sejak diluncurkan. Ternyata indeks ini cukup diminati, bahkan untuk tahun 2009, indeks ini menunjukkan kenaikan yang signifikan, seolah-olah tidak terkena dampak krisis.



Sumber: Data Bursa efek Indonesia (diolah), www.duniainvestasi.com

Gambar 2. Perubahan Indeks Kompas-100

B. Permasalahan

Pasar modal di Indonesia dipusatkan pada suatu lembaga yang dikenal dengan Bursa Efek Indonesia. Lembaga ini mengalami kemajuan yang cukup berarti setiap tahunnya untuk kemajuan perekonomian Indonesia. Akan tetapi adanya informasi-informasi yang timbul di pasar mempengaruhi kondisi keseimbangan harga di Bursa Efek Indonesia. Salah satu informasi itu adalah krisis yang terjadi pada pertengahan 2008 hingga akhir tahun.

Efisiensi pasar modal sangatlah mendukung kemajuan suatu perekonomian yang didorong oleh pasar modal. Akan tetapi, beberapa penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa masih adanya peristiwa yang dapat mengganggu keefisienan pasar modal yang di lihat dari indeks-indeks yang berlaku. Salah satunya adalah *the day of week effect*. Sebagai indeks baru di BEI, Kompas-100 memiliki kriteria khusus dan sedikit berbeda dengan indeks lain di Indonesia, selain itu penelitian terhadap hipotesis pasar efisien yang diproksikan dengan penggunaan indeks ini masih sangat minim sehingga penulis merasa perlu meneliti apakah anomali efek akhir pekan juga terdapat pada indeks Kompas-100 atau tidak dengan periode penelitian pada September 2007 hingga Desember 2009.

C. Tujuan Penelitian

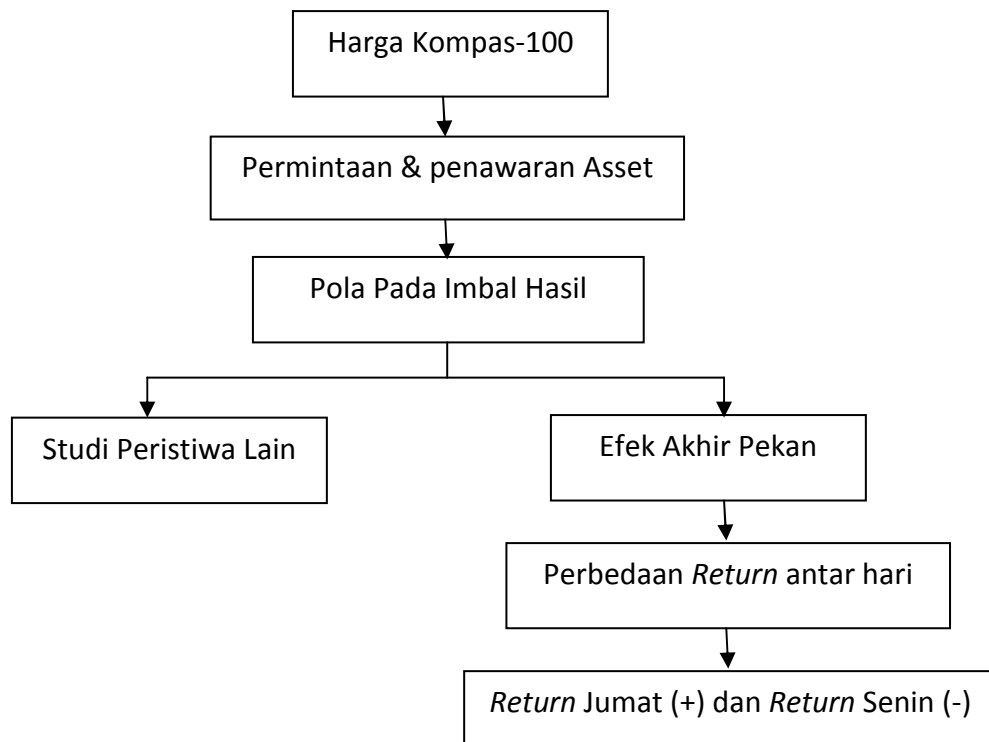
Tujuan penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi apakah terdapat efek akhir pekan terhadap *return* indeks Kompas-100 di Bursa Efek Indonesia atau tidak.

D. Kerangka Pemikiran

Keseimbangan harga yang terjadi didalam pasar modal terjadi karena sistem perdagangan yang digunakan dalam pasar modal itu sendiri adalah sistem lelang, dimana harga ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Permintaan dan penawaran asset ini dipengaruhi oleh banyak faktor, sebagaimana yang dijelaskan oleh Mishkin (2008)² yaitu, kekayaan, perkiraan imbal hasil, risiko, dan likuiditas terhadap asset lain. Sedangkan untuk penawaran asset yang dilakukan oleh emiten akan dipengaruhi oleh perkiraan keuntungan dari peluang investasi, perkiraan inflasi dan anggaran pemerintah. Dalam penelitian ini, efek akhir pekan merupakan pola musiman yang terjadi karena hasrat individu yang berubah-ubah untuk memperoleh likuiditas. Karena adanya perubahan itu, maka terbentuklah suatu pola musiman terhadap imbal hasil yang menunjukkan perbedaan imbal hasil antar hari (Gambar 3).

Secara umum, tidak ada investor yang mau menghadapi suatu risiko atas investasinya, karena investor selalu berharap investasinya akan memberikan *return* yang optimal. Sebagai salah satu acuan investor, Kompas-100 selalu diharapkan memiliki nilai yang selalu meningkat. Namun ada keinginan lain dari investor untuk mendapat keuntungan dari suatu momentum tertentu, yaitu untuk mendapatkan *abnormal return* atau keuntungan yang tidak normal. Salah satu momentum yang bisa mendatangkan *abnormal return* bagi investor adalah adanya anomali pasar, salah satunya adalah dampak akhir pekan. Dimana, setelah akhir

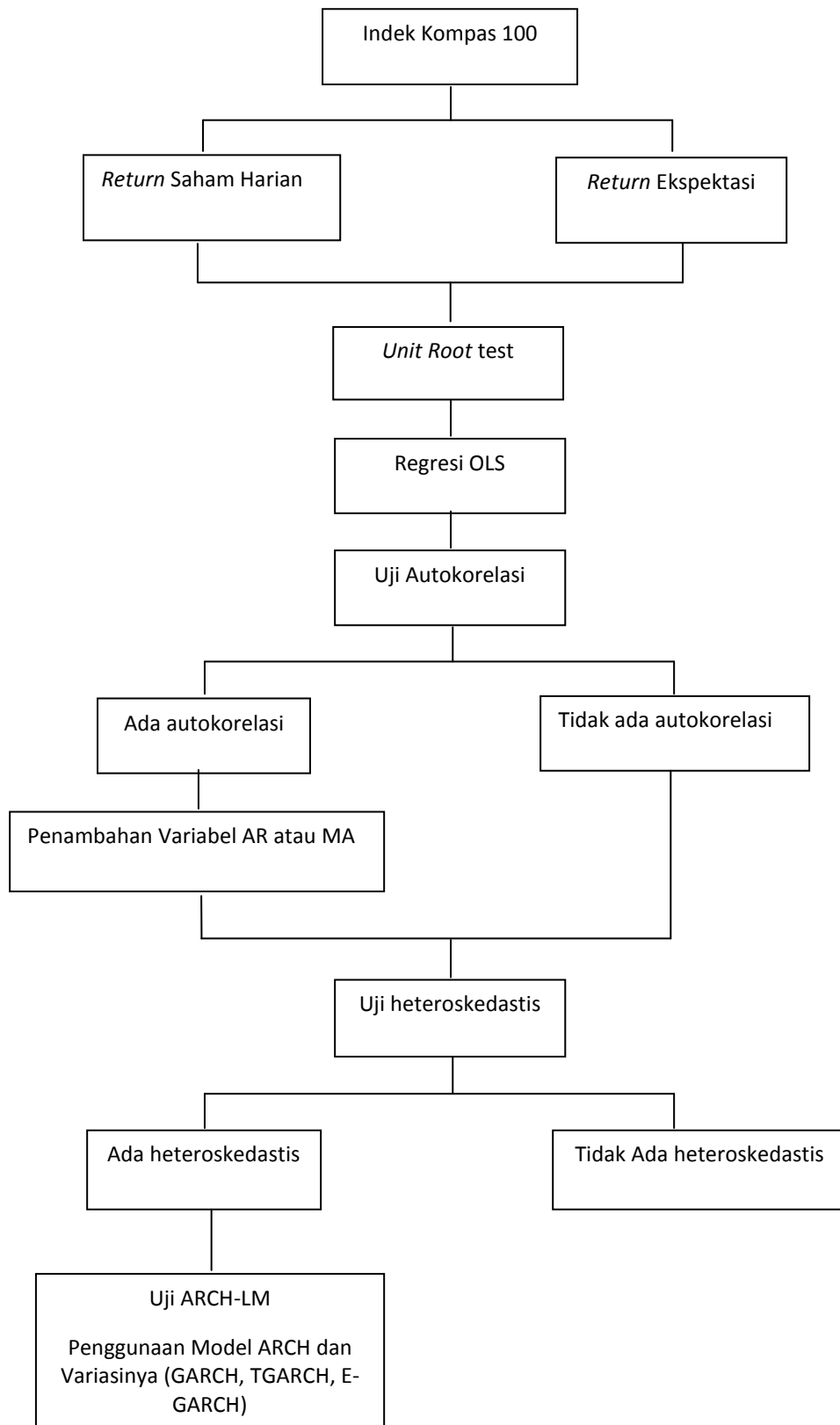
² Frederic S. Mishkin. 2008. *The Economic of Money, Banking, and Financial Markets*, 8th ed. Addison-Wesley Series in Economics, Addison-Wesley Publishing Company, Reading, Massachusetts.



Gambar 3. Kerangka Pemikiran

perdagangan hari Jumat, ada informasi dipasar modal yang dapat mengakibatkan investor menjual sahamnya pada awal pekan untuk meminimalkan risiko yang dihadapi, sehingga biasanya imbal hasil pada awal pekan cenderung negatif. Beberapa peneliti menemukan bahwa harga saham hari senin lebih rendah dari harga saham pada hari jumat, sehingga *return* hari jumat menjadi lebih tinggi dari *return* hari senin.

Hipotesis pasar efisien menyatakan tidak mungkin investor mendapatkan *abnormal return* pada suatu waktu dalam jangka panjang sehingga, perlu dilakukan pengujiannya dengan melihat apakah ada perbedaan *return* antar hari perdagangan dengan menggunakan regresi variabel *dummy* dan selanjutnya dengan pengujian-pengujian yang mendukung hasil penelitian agar hasil dapat disimpulkan dengan baik.



Gambar 4. Kerangka Kerja

E. Hipotesis

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang telah dijelaskan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H_0 : Terdapat anomali *day of the week effect* pada *return* Indeks Kompas-100 di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

H_1 : tidak terdapat *day of the week effect* pada *return* Indeks Kompas-100 di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.