

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Teoritis

1. Pasar Modal (*Capital Market*)

a. Pengertian Pasar Modal

Secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri. Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 memberikan pengertian pasar modal yang lebih spesifik, yaitu:

“Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek¹”

Definisi pasar modal menurut Kamus Pasar Uang dan Modal adalah pasar konkret atau abstrak² yang mempertemukan pihak-pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang. Pasar modal pada hakikatnya adalah jaringan tatanan yang memungkinkan pertukaran klaim (hak) jangka panjang, penambahan finansial assets (dan hutang) pada saat yang sama, memungkinkan investor untuk mengubah dan menyesuaikan portfolio investasinya melalui pasar sekunder.

¹ Menurut UU Pasar Modal No.8 efek adalah surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif, Kontrak Berjangka atas Efek, dan setiap derivatif Efek

² Abstrak dalam pengertian pasar modal adalah transaksi yang dilakukan melalui mekanisme *over the counter* (OTC)

(Pandji Anoraga,2001). Menurut Marzuki Usman (1989), pasar modal adalah pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Jasa yang diberikan pasar modal adalah menjembatani hubungan antara pemilik modal(*investor*) dengan peminjam dana (*emiten*).

Adapun daya tarik yang diberikan pasar modal adalah, *pertama*, diharapkan pasar modal dapat menjadi alternatif penghimpunan dana selain perbankan. *Kedua*, pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi sesuai dengan prefensi risikonya. Pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu:

1. Fungsi ekonomi

Menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari para investor yang menanamkan dananya pada pasar modal (*lenders*) kepada emiten atau perusahaan yang menerbitkan efek di pasar modal (*borrowers*). *Lenders* akan mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut, sedangkan dari sisi *borrowers*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari perusahaan. Fungsi ekonomi sebenarnya dilakukan oleh perantara keuangan lainnya (seperti perbankan), tetapi dalam pasar modal yang diperdagangkan adalah dana jangka panjang.³

³ Husnan Suad, 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta..

2. Fungsi keuangan

Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers*, dan *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.⁴

Pasar modal di Indonesia dikenal dengan Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan bentuk merger dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BEI). Sekuritas yang diperdagangkan di BEI adalah saham preferen (*preferred stock*), saham biasa (*common stock*), dan obligasi. Saham biasa merupakan sekuritas yang mendominasi transaksi di BEI.

Pasar modal di Indonesia mengalami perjalanan panjang sejak dibentuk pada jaman Belanda, masa yang paling gemilang dalam pasar modal Indonesia adalah pada tahun 1988 dimana pasar modal menjadi diminati karena adanya kebijakan yang dikenal Pakto'88. Salah satu hasil dari Pakto'88 ini adalah mengurangi *reserve requirement* dari bank-bank deposito sehingga ada pelepasan dana oleh BI ke sektor keuangan, secara tidak langsung menambah uang beredar yang dapat digunakan di pasar modal.

b. Instrumen Pasar Modal

Instrumen pasar modal adalah instrumen utang dan ekuitas dengan waktu jatuh tempo lebih dari satu tahun. Yang termasuk dalam instrumen pasar modal antara lain :

⁴ Husnan Suad, 2003, *op cit.*

- 1) Saham adalah klaim ekuitas atas laba bersih dan asset suatu perusahaan (Mishkin,2008). Saham didefinisikan sebagai surat berharga yang dijadikan sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan modal individu ataupun sebuah institusi dalam suatu perusahaan (Pandji Anoraga,2001:58).
- 2) Hipotek adalah pinjaman kepada sektor rumah tangga atau perusahaan untuk membeli rumah, tanah atau struktur riil lainnya, dimana struktur atau tanah itu sendiri berfungsi sebagai jaminan untuk peminjam.
- 3) Obligasi Korporat merupakan obligasi jangka panjang yang diterbitkan perusahaan-perusahaan dengan peringkat kredit yang sangat kuat. obligasi ini umumnya memberukan pembayaran bunga kepada para pemegangnya dua kali dalam setahun dan membayarkan nominalnya ketika jatuh tempo.
- 4) Obligasi Pemerintah merupakan instrumen jangka panjang yang di terbitkan pemerintah untuk membiayai pengeluaran-pengeluarannya.
- 5) Surat Utang Negara, Instrumen ini merupakan instrumen jangka panjang yang diterbitkan pemerintah juga untuk membiayai defisit anggarannya.

Instrumen pasar modal ini dikenal juga dengan sebutan surat berharga atau efek, berupa secarik kertas yang menunjukkan hak pemodal untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan efek tersebut.

Dalam Undang-undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, efek dirinci kedalam 8 jenis. Dari keseluruhan jenis efek tersebut, dapat dikategorikan sebagai berikut:

a. Efek Penyertaan

Yang dimaksud dengan efek penyertaan adalah efek yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk ikut kedalam *equity* perusahaan, yaitu menjadi pemegang saham dari perusahaan tersebut. Yang termasuk dalam kategori ini adalah:

- 1) Saham-saham dengan berbagai jenisnya
- 2) Derivatif: bukti *warrant, right, opsi (put atau call)*
- 3) Unit penyertaan kontrak investasi kolektif
- 4) Kontrak berjangka atas efek

b. Efek Utang

Efek utang adalah dimana penerbitnya (*issuer*) mengeluarkan atau menjual surat utang dengan kewajiban menebus kembali suatu saat sesuai kesepakatan kedua belah pihak. Utang yang di bayarkan akan disertai bunga, bunga yang bisa digunakan pasar modal adalah bunga yang dihitung secara diskon (*discount rate*). Yang tergolong kedalam efek jenis ini adalah: obligasi, surat berharga komersial (*commercial paper*), surat pengakuan utang, tanda bukti utang.

c. Efek Konversi

Yang dimaksud dengan efek konversi adalah efek yang sebenarnya efek utang akan tetapi pada ssat yang telah ditentukan dapat ditukarkan dengan efek penyertaan. Pertukaran tersebut dapat diwajibkan atau merupakan pilihan dari pemegang efek tersebut.

d. Efek Derivatif

Ada beberapa jenis efek yang ditawarkan kepada publik yang sebenarnya hanya kelanjutan saja dari efek yang telah lebih dahulu dipasarkan. Yang termasuk dalam efek jenis ini adalah *right*, *warrant*, *opsi* dan lain-lain.

2. Efisiensi Pasar (*market efficiency*)

a. Pengertian Efisiensi Pasar

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Dalam konteks ini yang dimaksud dengan pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada.

Pasar modal yang efisien merupakan harapan bagi setiap pelaku yang terlibat didalamnya. Secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas – sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru direspon suatu pasar modal, maka semakin efisien pasar tersebut. Informasi yang relevan sebagaimana disebutkan oleh Fama (1970)⁵ diklasifikasikan menjadi tiga yaitu (1) perubahan harga diwaktu yang lalu, (2) informasi yang tersedia kepada publik, dan (3) informasi yang tersedia baik kepada publik atau tidak.

⁵ Husnan Suad, 2003, *op cit.*

Apabila pasar modal efisien bisa tercapai maka banyak manfaat yang bisa diraih antara lain adalah:

1. Dalam pasar modal efisien, harga yang terjadi tidak dapat dipengaruhi oleh seorang investor maupun sekelompok pemodal tertentu, sehingga tidak mungkin terjadi manipulasi harga. Berarti pula harga yang terjadi adalah harga yang wajar karena semua investor sudah mengetahui informasi-informasi baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan,
2. Dapat meningkatkan kepuasan bagi investor untuk menginvestasikan dananya di pasar modal. Hal ini selanjutnya akan dapat menolong perkembangan pasar modal dengan lebih baik,
3. Pasar modal efisien dapat digunakan oleh para penentu kebijakan dan pihak-pihak yang berkepentingan sebagai dasar pengambilan keputusan,
4. Di pasar modal yang efisien harga yang terjadi adalah wajar, informasi bisa diakses dengan cepat dan benar, maka para investor akan lebih mudah mengambil keputusan atas investasinya sehingga kondisi ini akan mendorong pertumbuhan ekonomi akibat dari penentuan produksi dan investasi yang matang.
5. Karena dalam pasar modal efisien, tingkat *return* aktual sama dengan tingkat *return* yang diharapkan investor, maka dengan kondisi ini investor dapat diuntungkan karena tingkat *return* dan risiko yang mereka harapkan bisa tercapai.

Secara umum, Beaver (1989)⁶, mendefinisikan efisiensi pasar sebagai hubungan antara harga –harga sekuritas dengan informasi. Menurutnya efisiensi pasar tersebut terbagi atas definisi berikut:

1) Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Nilai Intrinsik Sekuritas

Konsep awal dari definisi ini berasal dari praktek analisis sekuritas yang mencoba menemukan sekuritas dengan harga yang kurang benar, yaitu sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinstiknya. Menurut konsep ini, suatu pasar yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang nilai- nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai-nilai intrinstiknya. Efisiensi diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinstiknya (Beaver, 1989).

2) Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Akurasi Dan Ekspektasi Harga

Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai berikut:

“A security market is efficient if security price “fully reflect” the information available”

Dua aspek yang ditekankan oleh Fama adalah *“fully reflect”* dan *“information available”*. *“fully reflect”* menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Menurut Fama, pasar dikatakan efisien jika menggunakan informasi yang tersedia, maka investor secara akurat dapat mengekspektasi harga sekuritas tersebut. Permasalahan yang timbul adalah ekspektasi siapa yang akan dipakai, apakah satu investor atau semua, sebab tidak semua investor memiliki ekspektasi yang sama. Untuk mengatasi kekurangan ini maka Fama mendefinisikan suatu fungsi dari harga-harga di masa mendatang

⁶ Jogiyanto, 2007, *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*, hal. 381.

akibat informasi yang tersedia menjadi *benchmark* yang kemudian dibandingkan dengan fungsi harga-harga dimasa datang yang terjadi karena informasi yang benar-benar digunakan oleh pasar. Hasil uji empiris ini menjadi uji gabungan antara model ekuilibrium yang digunakan (misal CAPM) dengan efisiensi pasar, dengan demikian hipotesa pasar efisien dapat dibuktikan.

3) Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Distribusi Informasi

Beaver (1989) memberikan definisi pasar efisien yang didasarkan pada distribusi informasi, yaitu:

Pasar dikatakan efisien terhadap suatu informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati informasi tersebut. (*the market is efficient with respect to some specified information system, if and only if security prices act as if anyone observes the information system*)

Definisi Beaver ini memiliki arti bahwa pasar dikatakan efisien terhadap satu set informasi yang spesifik jika harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut. Akan tetapi definisi dari Beaver ini juga masih memiliki masalah dalam pengujiannya. Untuk menguji pasar yang efisien, maka dibutuhkan suatu pembandingan. Pembandingan yang digunakan adalah *return* normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. Kemudian *return* normal yang seharusnya dibandingkan dengan *return* yang terjadi akibat informasi tersebut. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar dikatakan efisien. Model CAPM atau model pasar berdasarkan indeks tunggal dapat digunakan untuk menghitung *return* normal tersebut.

4) Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Pada Proses Dinamik

Informasi yang tidak simetris atau asimetrik informasi adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapati informasi saja (*informed investor*). Definisi pasar efisien yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut. Jones (1995) memberikan definisi pasar efisien yang memasukkan unsur kecepatan penyesuaian atas informasi sebagai berikut:

“suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut (*an efficient market is one in which the price of all securities quickly and fully reflect all available information about the asset*).

b. Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar

Penelitian mengenai pasar modal yang efisien selalu dan terus dilakukan.

Berdasarkan jenis informasi yang digunakan, Fama⁷ membagi tiga macam bentuk pasar efisien, yaitu:

1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*)

Pasar dengan keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga diwaktu masa yang lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga diwaktu lalu.

Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan *random walk theory* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang.

⁷ Jogiyanto, 2007, Teori Portofolio dan Analisis Investasi, hal, 371.

Untuk menguji efisiensi bentuk lemah ini bisa digunakan autokorelasi seri, *run test*, dan *filter rule*. Penelitian tentang *random walk* menunjukkan bahwa sebagian pasar modal tidak efisien dalam bentuk ini.

2) Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semistrong form*)

Pasar dengan keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga dimasa lampau saja, tetapi juga semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh keuntungan abnormal dengan memanfaatkan *public information*. Untuk mengetahui apakah pasar modal berada pada bentuk setengah kuat, maka perlu mencari abnormal return terlebih dulu dengan menggunakan model CAPM ataupun model indeks tunggal.

3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar dengan keadaan dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian, dalam keadaan ini pasar modal seperti rumah lelang yang ideal dimana harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperkirakan harga mendatang.

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. setiap investor atau grup investor dalam pasar bentuk ini tidak akan mendapatkan keuntungan abnormal karena memiliki informasi privat.

Sementara itu West (Husnan, 2003:255) membedakan pasar modal menjadi dua tipe, yaitu *internal efficiency* dan *eksternal efficiency*.

- *Internal efficiency*, adalah pasar modal yang diorganisir dengan baik dimana harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan tingkat harga yang benar tetapi juga menyediakan berbagai jasa yang diperlukan oleh pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin.
- *Eksternal efficiency*, adalah pasar modal yang berada dalam keadaan keseimbangan, sehingga keputusan perdagangan saham yang berdasarkan informasi yang tersedia tidak dapat memberikan tingkat *expected return* di atas tingkat *expected equilibrium return*.

3. Anomali Pasar

Anomali pasar adalah suatu peristiwa yang tidak diantisipasi dan yang menawarkan investor peluang untuk memperoleh *abnormal return*. Anomali pasar merupakan perilaku ketidakteraturan yang dideteksi di pasar modal dan kehadirannya terus-menerus sehingga member dampak yang cukup besar. Dalam keadaan anomali pasar, hasil yang timbul akan berlawanan dengan hasil yang diharapkan pada posisi pasar efisien.

Penelitian yang paling dikenal adalah penelitian oleh French (1980) dan penelitian oleh Gibbons & Hess (1981) yang menunjukkan bukti bahwa terdapat perbedaan yang jelas dari segi persentase perubahan harga saham berdasarkan preferensi *day of the week*. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa persentase perubahan harga secara rata-rata indeks S&P 500 untuk setiap lima hari perdagangan menunjukkan bahwa hari senin negatif dan hari lainnya adalah positif. Anomali pasar dapat dikenali dalam semua bentuk efisiensi pasar, baik bentuk lemah,

bentuk setengah kuat atau bentuk kuat. beberapa anomali pasar yang telah diketahui dan diteliti adalah *the holiday effect, the weekend effect, turn of the month effect, intraday effect, January effect, the size effect* dan lain sebagainya.

Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*)⁸.

Tabel 2. Ringkasan Anomali Pasar

No	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
1	Anomali Peristiwa	1. <i>Analysts Recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga untuk turun
		2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh insiders, semakin tinggi kemungkinan harga akan naik
		3. <i>Listings</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan di bursa.
		4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah Value Line menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi.
2	Anomali Musiman	1. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya dihari-hari pertama
		2. <i>Week-end</i>	Harga cenderung naik hari Jum'at dan turun hari senin.
		3. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan
		4. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik dihari-hari akhir tiap bulan.
		5. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai.
		6. <i>Holidays</i>	Ditemukan return positif pada hari terakhir sebelum liburan.

⁸ Tatang Ary Gumanti, Elok Sri Utami. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 4, No. 1, Mei 2002: 54-68.

Tabel 2. (Lanjutan)

3	Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	Return pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.
		2. <i>Close-end Mutual Funds</i>	Return pada Close-end funds yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi.
		3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti banyak analis cenderung menghasilkan return lebih tinggi
		4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki return lebih tinggi.
4	Anomali Akuntansi	1. <i>P/E</i>	Saham dengan P/E ratio rendah cenderung memiliki return yang lebih tinggi
		2. <i>Earning Surprise</i>	Saham dengan capaian earnings lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.
		3. <i>Price/Sales</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		4. <i>Price/Book</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		5. <i>Dividend Yield</i>	Jika Yieldnya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.
		6. <i>Earnings Momentum</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan earning-nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.

Sumber: Gumanti, Tatang Ary dan Elok Sri Utami. 2002. *Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 4 No.1, Mey 2002;54-68.

4. Permintaan dan Penawaran Aset

Proses perdagangan di pasar modal adalah dengan menggunakan sistem lelang, dimana ada penawaran tertinggi dan permintaan terendah sehingga akhirnya diperoleh harga keseimbangan dari indeks saham. Kondisi keseimbangan harga indeks dipengaruhi oleh banyak hal, baik dari sisi permintaan dan penawaran.

Dari sisi permintaan, aset⁹ dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain:

⁹ Aset adalah suatu bentuk kepemilikan yang berfungsi sebagai alat penyimpan nilai, misalnya : obligasi, saham, tanah, rumah, karya seni, mesin, dll. (Mishkin,2008)

- a) Kekayaan, jika jumlah kekayaan meningkat maka kemampuan untuk membeli aset akan semakin tinggi. Sehingga jika diasumsikan faktor lainnya adalah tetap maka peningkatan kekayaan menaikkan jumlah permintaan suatu aset.
- b) Perkiraan Imbal Hasil, imbal hasil dari suatu aset merupakan ukuran dari keuntungan yang diperoleh dari suatu kepemilikan aset. Keputusan untuk membeli dan menjual aset akan dipengaruhi perkiraan imbal hasil suatu aset dan aset yang lain. Sehingga jika meningkatnya perkiraan imbal hasil suatu aset relatif terhadap aset alternatif, dengan asumsi faktor lainnya tetap maka akan meningkatkan permintaan terhadap aset relatif tersebut.
- c) Risiko, risiko memiliki pengaruh yang kuat dalam permintaan aset, karena walaupun suatu aset tersebut memiliki imbal hasil yang tinggi permintaannya belum tentu meningkat jika aset tersebut memiliki risiko yang tinggi pula. Dalam faktor ini akan ada juga perbandingan dengan aset lain, artinya jika risiko suatu aset meningkat relatif terhadap aset alternatif, maka jumlah permintaan akan aset tersebut akan turun, diasumsikan faktor lain tetap.
- d) Likuiditas, waktu yang dibutuhkan untuk mengkonversi aset ke dalam bentuk uang adalah faktor lain yang mempengaruhi permintaan, hal ini diantisipasi jika dalam keadaan mendesak aset harus mampu mendukung likuiditas kita. Sehingga jika suatu aset relatif lebih likuid daripada aset lainnya, dengan asumsi faktor lain tetap, maka aset tersebut akan semakin menarik untuk dimiliki sehingga permintaan akan aset tersebut akan meningkat.

Berangkat dari faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan aset maka diketahui pula faktor yang mempengaruhinya dari sisi penawaran, antara lain:

- a) Perkiraan keuntungan dan peluang investasi. Jika suatu investasi dalam bentuk tanah, bangunan atau peralatan dipandang menguntungkan oleh perusahaan, maka perusahaan akan semakin terdorong untuk melakukan peminjaman untuk membiayai investasinya itu sehingga penerbitan aset (saham, obligasi, dll) oleh perusahaan akan meningkat. Jadi, ketika peluang investasi yang diperkirakan menguntungkan semakin besar maka penawaran aset akan meningkat.
- b) Perkiraan inflasi. Biaya pinjaman riil diukur dengan suku bunga riil. Inflasi yang tinggi akan menurunkan suku bunga riil sehingga peminjaman akan meningkat karena biaya peminjamannya turun. Dengan demikian, aset yang ditawarkan dipasar sebagai alat peminjaman akan meningkat seiring meningkatnya inflasi.
- c) Anggaran pemerintah. Pemerintah juga memiliki pengaruh dalam penawaran aset, hal ini dikarenakan pemerintah juga menerbitkan obligasi dan surat hutang lain untuk membantu defisit anggarannya. Sehingga jika defisit anggaran pemerintah membengkak maka jalan untuk meminimalkan dampaknya adalah dengan melakukan penerbitan aset berupa obligasi, dll.

5. *Return dan Abnormal Return*

a. *Return Saham*

Return merupakan imbal hasil yang diperoleh atau keuntungan yang didapatkan dari sebuah investasi yang dilakukan oleh seorang investor. Salah satu motivasi investor untuk berinvestasi adalah karena *return* yang akan diterimanya pada akhir investasinya. Jadi *return* merupakan daya tarik suatu investasi, semakin

besar *return* yang ditawarkan maka semakin besar pula daya tarik investasi tersebut.

Return dapat berupa *return* realisasi yang telah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi dimasa akan datang.

1. Return Realisasi (*Return Realized*)

Return realisasi merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis yang telah ada. *Return* ini digunakan sebagai pengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko dimasa mendatang.

2. Return Ekspektasi (Expected Return)

Return ekspektasi merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan dalam berinvestasi. *Return* ini penting digunakan karena hasil penghitungannya merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh dari suatu investasi. Penghitungan *return* ekspektasi dilakukan dengan beberapa cara, yaitu:

(1) Berdasarkan Nilai Ekspektasi Masa Depan

Return ini dihitung dengan metode nilai ekspektasi yaitu dengan mengalikan masing-masing hasil masa depan dengan probabilitas kejadian dan menjumlah semua produk perkalian tersebut.

(2) Berdasarkan Nilai-nilai Return Historis

Cara ini digunakan untuk meminimalkan anomali (perilaku ketidakteraturan) yang terjadi akibat adanya subyektifitas.

(3) Berdasarkan Model Return Ekspektasi

Model untuk menghitung ekspektasi tidak *banyak* tersedia, model yang paling populer adalah menggunakan *single index model* dan model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

b. Return Tidak Normal (*Abnormal Return*)

Return tidak normal merupakan kelebihan return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal (Jogiyanto, 2003:433). Return tidak normal sering digunakan sebagai dasar pengujian kandungan informasi dari suatu pengumuman peristiwa dan akhirnya akan digunakan untuk menguji efisiensi pasar. Suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan return yang tidak normal pada pasar dan sebaliknya.

Penghitungan abnormal return dapat dilakukan dengan mengurangi return sesungguhnya dengan return ekspektasi. Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang dikurang harga sebelumnya. Sedangkan untuk return ekspektasi di estimasi dengan model *Mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model* (Brown dan Warner, 1985).

6. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham merupakan indikator utama untuk menggambarkan pergerakan saham. Indeks dalam pasar modal memiliki setidaknya 5 fungsi yaitu:

1. Sebagai indikator trend
2. Sebagai indikator tingkat keuntungan

3. Sebagai tolok ukur dalam kinerja suatu portfolio
4. Memfasilitasi pembentukan portfolio dan stratesi pasifnya
5. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

Dengan adanya indeks, kita dapat mengetahui apakah saham sedang naik atau turun. Pergerakannya juga menjadi penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli saham. Di Bursa Efek Indonesia dikenal 6 jenis indeks, yaitu;

1. Indeks Harga Saham Individual (IHSI)

Indeks ini merupakan indeks harga-harga saham masing-masing perusahaan terhadap tahun dasarnya. Prinsip penghitungan indeks ini sama dengan penghitungan IHSG.

2. Indeks Harga Saham Sektoral

Indeks ini menggunakan semua saham yang tergabung dalam masing-masing sektor yang dibentuk. Indeks sektoral terdiri dari 9 sektor, yaitu:

- 1) Pertanian
- 2) Pertambangan
- 3) Industri Dasar dan Kimia
- 4) Aneka Industri
- 5) Industri Barang Konsumsi
- 6) Properti dan Real Estate
- 7) Transportasi dan Infrastruktur
- 8) Keuangan
- 9) Perdagangan, Jasa dan Investasi

3. Indeks LQ45

Indeks ini merupakan gabungan saham 45 emiten terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan.

4. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks ini meliputi pergerakan saham biasa dan saham preferen. Nilai dasar ISG ditetapkan =100 sejak tanggal 10 Agustus 1982 dan selalu disesuaikan untuk kejadian seperti *right issues*, *company listing*, *delisting* (mengundurkan diri dari pencatatan di bursa), dan sebagainya.

5. Indeks Syariah atau JII (*Jakarta Islamic Index*)

Indeks ini merupakan indeks yang dikembangkan oleh bursa efek Indonesia bekerjasama dengan Danareksa Investment Management. Indeks ini mengakomodasi investasi dalam Islam. Sehingga, saham yang masuk dalam indeks ini adalah emiten yang tidak bertentangan dengan syariah Islam.

6. Indeks KOMPAS-100

Indeks ini merupakan indeks terbaru yang dihasilkan dari kerjasama BEI dengan harian Kompas. Indeks ini meliputi 100 saham dengan proses penentuan sebagai berikut:

- a. Telah tercatat di BEI minimal 3 bulan
- b. Saham tersebut masuk dalam perhitungan IHSG
- c. Berdasarkan pertimbangan faktor fundamental perusahaan dan pola perdagangan di bursa, BEI dapat menetapkan untuk mengeluarkan saham tersebut dalam proses perhitungan indeks harga 100 saham.

- d. Masuk dalam 150 saham dengan nilai transaksi dan frekwensi transaksi serta kapitalisasi pasar terbesar di Pasar Reguler, selama 12 bulan terakhir.
- e. Dari sebanyak 150 saham tersebut, kemudian diperkecil jumlahnya menjadi 60 saham dengan mempertimbangkan nilai transaksi terbesar.
- f. Dari sebanyak 90 saham yang tersisa, kemudian dipilih sebanyak 40 saham dengan mempertimbangkan kinerja: hari transaksi dan frekwensi transaksi serta nilai kapitalisasi pasar di pasar reguler, dengan proses sebagai berikut :
 - i. Dari 90 sisanya, akan dipilih 75 saham berdasarkan hari transaksi di pasar regular.
 - ii. Dari 75 saham tersebut akan dipilih 60 saham berdasarkan frekuensi transaksi di pasar regular.
 - iii. Dari 60 saham tersebut akan dipilih 40 saham berdasarkan Kapitalisasi Pasar.
- g. Daftar 100 saham diperoleh dengan menambahkan daftar saham dari hasil perhitungan butir (e) ditambah dengan daftar saham hasil perhitungan butir
- h. Daftar saham yang masuk dalam KOMPAS 100 akan diperbaharui sekali dalam 6 bulan, atau tepatnya pada bulan Februari dan pada bulan Agustus.

Tujuan utama BEJ dalam penerbitan indeks Kompas 100 ini antara lain guna penyebar luasan informasi pasar modal serta menggairahkan masyarakat untuk mengambil manfaat dari keberadaan BEJ, baik untuk investasi maupun mencari pendanaan bagi perusahaan dalam mengembangkan perekonomian nasional.

Manfaat dari keberadaan indeks ini yakni membuat suatu acuan (*benchmark*) baru

bagi investor untuk melihat ke arah mana pasar bergerak dan kinerja portofolio investasinya, disamping itu pula para pelaku industri pasar modal juga akan memiliki acuan baru dalam menciptakan produk-produk inovasi yang berbasis indeks, misal mengacu pada indeks Kompas-100.

B. Tinjauan Empiris (Penelitian Terdahulu)

Banyak penelitian yang telah dilakukan oleh para ekonom untuk membuktikan pasar efisien dalam pasar modal. Penelitian tentang The Day of Week Effect pertama kali dilakukan oleh Fields(1931), kemudian dilanjutkan oleh French (1980), Gibbons & Hess (1981), Lakonishok dan Maberly (1990), Kamara (1997), Abraham dan Ikenberry (1994), Wang, Li dan Erickson (1997), Mehdian dan Perry (2001) serta Sun dan Tong (2002), yang membuktikan bahwa return pada hari senin adalah berbeda dengan return pada hari lainnya.

Penelitian tentang *Day Of Week effect* ini telah diteliti di pasar modal berbagai negara didunia. Ada yang mendapatkan hasil sama dengan penelitian sebelumnya dan ada juga yang berbeda. Penelitian lain yang membuktikannya antara lain, seperti yang ditunjukkan dalam tabel 4 berikut:

Tabel 3. Beberapa Hasil Penelitian Tentang *Day Of The Week Effect*.

1	Nama Pengarang	Anwar, Yuanita and Mulyadi, Martin Surya, 2009
	Judul Penelitian	The day of the week effect in Indonesia, Singapore, and Malaysia stock market
	Model	$R_{it} = \sum_{i=1}^E d_i \delta_{it} + \sum_{i=1}^k \alpha_i R_{i,t-1} + \beta_i \sum_{i=1}^E R_{i,Global} + \varepsilon_{it}$
	Kesimpulan	<ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat <i>abnormal return</i> positif pada Jumat di Indonesia dan Malaysia, tetapi tidak terdapat <i>abnormal positif</i> pada hari Jumat di Singapore. 2. Tidak terdapat <i>abnormal return</i> yang negatif pada hari senin di ketiga negara.

Tabel 3. (lanjutan)

2	Nama Peneliti	Ankur Singhal dan Vikram Bahure, 2009
	Judul Penelitian	Weekend Effect of Stock Returns in The Indian Market
	Model	$R_t = \beta_1 D_M + \beta_2 D_T + \beta_3 D_W + \beta_4 D_{Th} + \beta_5 D_F + \epsilon$
	Kesimpulan	Return Hari Senin lebih rendah dari hari perdagangan lainnya dan return hari Jumat lebih tinggi dari hari lainnya.
3	Nama Peneliti	Haken Berument and Halil Kiyamaz, 2001
	Judul Penelitian	The day of the Week Effect on Stock Market Volatility
	Model	$h_{\neq} = V_m D_{mt} + V_T D_{Tt} + V_w D_{wt} + V_H D_{Ht} + V_F D_{Ft} + \sum_{i=1}^q V_{Aj} h_{t-1} + \sum_{i=1}^r V_{Bj} \epsilon_{t-1}^2$
	Kesimpulan	1. <i>Return</i> tertinggi adalah pada hari Rabu dan terendah adalah hari Senin. 2. Volatilitas tertinggi adalah pada hari Jumat dan terendah adalah hari Rabu
4	Nama Peneliti	Antariksa Budileksmana, 2005
	Judul Penelitian	Fenomena The Monday Effect di Bursa Efek Jakarta
	Model	$R_t = a_1 SEN + a_2 SEL + a_3 RAB + a_4 KAM + a_5 JUM$
	Kesimpulan	<i>Return</i> hari senin secara signifikan negatif dan lebih rendah daripada <i>return</i> lainnya selama akhir minggu penelitian di Bursa Efek Jakarta.
5	Nama Peneliti	Rr. Iramani, Ansyori Mahdi, 2005
	Judul Penelitian	Studi tentang Hari Perdagangan Terhadap Return Saham BEJ
	Model	$R_t = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_{t-1}}$
	Kesimpulan	Terjadi fenomena <i>day of week effect</i> di BEJ, dimana <i>return</i> terendah ada pada hari Senin dan <i>return</i> tertinggi terjadi pada hari Selasa.
6	Nama Peneliti	Rosa María Cáceres Apolinario, Octavio Maroto Santana, Lourdes Jordán Sales, dan Alejandro Rodríguez Caro, 2006
	Judul Penelitian	Day of the Week Effect on European Stock Markets.

Tabel 3. (lanjutan)

	Model	$R_{it} = \beta_{1i}D_{1t} + \beta_{2i}D_{2t} + \beta_{3i}D_{3t} + \beta_{4i}D_{4t} + \beta_{5i}D_{5t} + \sum_{j=1}^4 \beta_{j+5}r_{t-j} + \varepsilon_t$
	Kesimpulan	Hasil penggunaan model simetris dan asimetris mengindikasikan bahwa perilaku abnormal tidak terjadi pada pasar saham Eropa.
7	Nama Peneliti	Francesco Guidi, Rakesh Gupta. Suneel Maheshwari, 2010
	Judul Penelitian	Weak-Form Market Efficiency and Calendar Anomaly for Eastern Europe Equity Markets.
	Model	Model OLS $R_t = \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 D_4 + \mu_t$ Model GARCH $R_t = \gamma_1 D_{1t} + \gamma_2 D_{2t} + \gamma_3 D_{3t} + \gamma_4 D_{4t} + \gamma \sqrt{h_t} + \varepsilon_t$ $\sigma_t = \omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \theta_1 \sigma_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \delta_i D_{it}$
	Kesimpulan	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pasar saham Central and Eastern Europe (CEE) tidak mengikuti proses random walk. 2. Day of the week effect tidak terlihat jelas pada sebagian besar pasar kecuali beberapa pasar. 3. Beberapa pasar ini bukan berbentuk pasar efisiensi lemah dan investor dapat mengambil keuntungan abnormal dengan mempelajari harga yang telah lalu.
8	Nama Peneliti	Katerina Lyroudi, PhD, Apostolos Dasoilas, PhD Student, dkk.
	Judul Penelitian	“Day of The Week Effect in The Central and Eastern European Transition Stock Market and Higher Moments of Security Returns”
	Model	$R_t = \alpha_1 Mon_t + \alpha_2 Tues_t + \alpha_3 Wed_t + \alpha_4 Thu_t + \alpha_5 Fri_t + \varepsilon_t$
	Kesimpulan	Pasar Ceko dan Romania secara signifikan memiliki imbal hasil negative pada hari senin, sehingga ada anomaly day of the week effect. Sedangkan pasar Slovenia secara signifikan memiliki imbal hasil positif pada hari rabu dan tidak signifikan negative pada hari jumat.