

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Valuta Asing

2.1.1 Definisi Pasar Valuta Asing

Pasar (bursa) valuta asing (Inggris: *foreign exchange market, forex*) atau disingkat pasar valas merupakan pasar yang memperdagangkan mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lainnya (pasangan mata uang/pair) yang melibatkan pasar-pasar uang utama di dunia selama 24 jam secara berkesinambungan. Di bursa valas ini orang dapat membeli ataupun menjual mata uang yang diperdagangkan untuk mendapatkan profit atau keuntungan dari posisi transaksi yang dilakukan. Dalam perkembangan sejarahnya, bank sentral milik negara-negara dengan cadangan mata uang asing yang terbesar sekalipun dapat dikalahkan oleh kekuatan pasar valuta asing yang bebas. Menurut Madura (2006), dengan memudahkan pertukaran mata uang, pasar valas memfasilitasi perdagangan dan transaksi keuangan internasional. Perusahaan multinasional (MNC) mengandalkan pasar valas untuk menukarkan mata uang asal dengan mata uang asing (atau sebaliknya) yang dibutuhkan untuk membeli produk impor atau melakukan investasi asing langsung.

2.1.2 Keunikan Pasar Valuta Asing

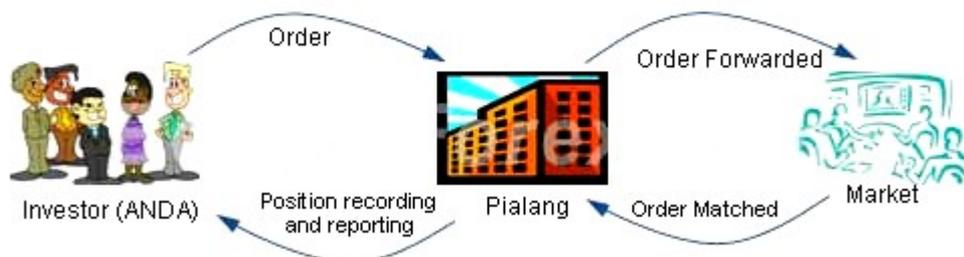
Pasar valuta asing memiliki beberapa keunikan yang tidak dimiliki pasar-pasar lain, diantaranya adalah :

1. Volume perdagangannya yang besar
2. Likuiditasnya yang sangat besar
3. Jumlah serta variasi dari pedagang di pasar valuta asing yang kebanyakan adalah bank-bank peringkat atas dunia.
4. Geografis penyebaran pasar ini yang ada di seluruh dunia termasuk Indonesia.

5. Jangka waktu perdagangannya yang 24 jam sehari (kecuali akhir pekan).
6. Aneka ragam faktor yang mempengaruhi nilai tukar mata uang yaitu kondisi ekonomi, politik dan psikologi pasar.
7. Marjin laba yang kecil dibandingkan dengan pasar lain, akan tetapi profit bisa cukup besar karena volume perdagangannya besar.

2.1.3 Mekanisme Perdagangan Valas

Seperti halnya dalam sebuah perdagangan jual-beli biasanya, dalam perdagangan valas pun pada dasarnya membutuhkan kedua sisi yaitu pembeli dan penjual. Namun disini bedanya pembeli dan penjual tidak pernah melakukan pertemuan fisik secara langsung dan tidak pernah terjadi serah terima secara fisik juga. Semuanya dilakukan dalam bentuk perjanjian dan diperantarai oleh lembaga arbitrase yang biasa disebut sebagai Pialang/ Broker. Berikut adalah bagan mekanisme perdagangan valas (<http://fxopenguide.com/>):



Gambar 2.1 Mekanisme perdagangan valas
(Sumber : <http://fxopenguide.com/>)

Transaksi di valuta asing dapat dilakukan dengan cara dua arah dalam mengambil keuntungannya. Seseorang dapat membeli dahulu (*open buy*), lalu ditutup dengan menjual (*sell*) ataupun sebaliknya, melakukan penjualan dahulu, lalu ditutup dengan membeli. Level akses terhadap pasar valuta asing adalah sangat ditentukan oleh ukuran transaksi valuta yang dilakukan. Apabila seorang pedagang dapat menjamin terlaksananya transaksi valuta asing dalam jumlah besar maka mereka dapat meminta agar selisih nilai jual dan beli diperkecil yang disebut *better spread* (selisih tipis antara harga jual dan beli).

Di Indonesia, pasar valas masuk ke dalam bursa berjangka (BBJ). Dalam beroperasi, BBJ mengacu kepada Undang-Undang Nomor 32 Tahun 1997 tentang Perdagangan Berjangka Komoditi. Meski aturannya hanya berbicara tentang komoditas, dalam praktiknya BBJ juga memfasilitasi produk kontrak berjangka lain di luar komoditas, misalnya kontrak berjangka keuangan yang terdiri dari kontrak valuta asing dan indeks saham. Khusus untuk kontrak-kontrak berjangka keuangan ini BBJ mengakomodasi lewat Sistem Perdagangan Alternatif (<http://www.kontan.co.id/>).

Sistem Perdagangan Alternatif (SPA) merupakan perdagangan di luar bursa (*over the counter*) yang mentransaksikan kontrak indeks saham asing seperti Indeks Hong Kong, Indeks Jepang, serta kontrak valuta asing seperti poundsterling terhadap dolar AS, yen terhadap dolar AS. Transaksi selama ini terjadi bilateral antara pedagang dan nasabah melalui pialang berjangka anggota BBJ. Transaksi di bursa berjangka tidak bisa dilakukan secara langsung. Transaksi itu hanya bisa dilakukan oleh pialang atau broker, layaknya transaksi di pasar saham atau obligasi. Selanjutnya pialang tinggal melapor ke BBJ mengenai transaksi nasabahnya. Sistem transaksi yang digunakan saat ini untuk SPA memakai sistem yang disediakan perusahaan pialang masing-masing. Akibatnya, banyak nasabah yang mengadu ke BBJ dan Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi (Bappebti) karena sistem transaksi di pialang itu dinilai terkadang merugikan nasabah (Berliana Elisabeth, 2008).

2.1.4 Jenis-jenis Pasar Valas

Menurut Madura (2006), pasar valas dibedakan menjadi 4 jenis, yaitu:

1. Pasar *Spot* (Pasar Tunai)

Kurs spot adalah nilai tukar berjalan suatu valuta. Kemudian yang dimaksud pasar spot adalah pasar yang memfasilitasi transaksi-transaksi nilai tukar berjalan suatu valuta.

2. Pasar *Forward*

Kurs *forward* adalah nilai tukar suatu valuta dengan valuta lain pada suatu waktu di masa depan yang dikuotasikan oleh bank-bank. Kemudian yang

dimaksud pasar *forward* adalah pasar yang memfasilitasi perdagangan kontrak *forward* mata uang.

3. Pasar *Currency Futures*

Pasar *Currency Futures* merupakan pasar yang memfasilitasi perdagangan kontrak *Currency Futures*. Suatu kontrak *Currency Futures* menetapkan suatu volume standar dari suatu valuta tertentu yang akan dipertukarkan pada tanggal penyelesaian (*settlement date*) tertentu di masa depan. Sebuah MNC yang ingin melindungi nilai hutangnya (*hedging*) akan membeli kontrak *Currency Futures* untuk mengunci harga suatu valuta di masa depan.

4. Pasar *Currency Options*

Pasar *Currency Options* merupakan pasar yang memfasilitasi perdagangan kontrak *currency options*. Kontrak *currency options* dapat diklasifikasikan sebagai *call* atau *put*. Suatu *currency call options* menyediakan hak untuk membeli suatu valuta tertentu dengan harga tertentu (yang dinamakan dengan *strike price* atau *exercise price*) dalam suatu periode waktu tertentu. *Currency call options* digunakan untuk melindungi nilai hutang-hutang valas yang harus dibayarkan di masa depan. *Currency put options* memberikan hak untuk menjual suatu valuta asing dengan harga tertentu dalam suatu periode waktu tertentu. *Currency put options* digunakan untuk melindungi piutang-piutang valas yang akan diterima di masa depan.

2.1.5 Pelaku Pasar Valuta Asing

Ada dua tingkatan dalam pasar valas. Pertama, pasar konsumen/eceran (*consumer/retail market*), dimana individu atau institusi membeli dan menjual valas kepada bank. Kedua, apabila bank tersebut tidak memiliki jumlah suatu mata uang yang diinginkan, maka bank tadi akan mendatangi bank lain untuk memperoleh mata uang lain sebagai ganti mata uang tersebut. Penjualan dan pembelian semacam ini disebut pasar antar bank (*interbank market*). Pelaku dalam pasar valas ini dapat dikategorikan menjadi 5 kelompok (Eun and Resnick, 2009), yaitu :

1. Bank internasional
2. Bank konsumen/ komersil
3. Dealer non-bank
4. Broker/pialang valuta asing
5. Bank Sentral

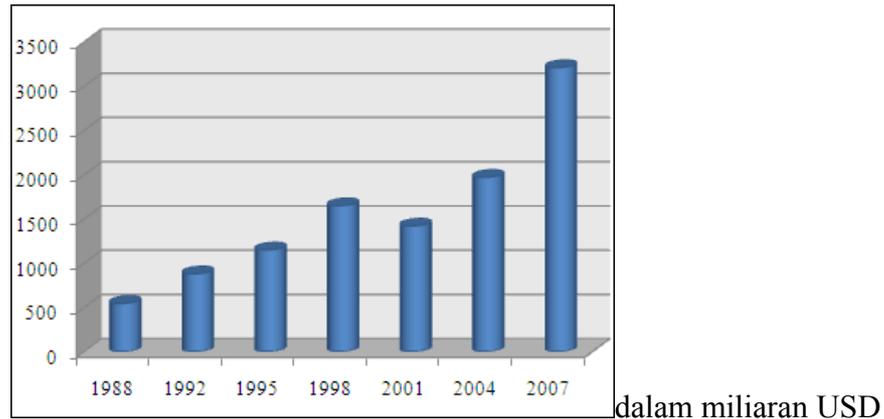
Hingga saat ini, pialang valuta asing merupakan pelaku perputaran valuta asing dalam jumlah yang besar. Deutsche Bank menguasai hampir 27 persen pangsa pasar valuta asing di Asia. Atas dasar itu bank asal Belanda ini dinobatkan sebagai bank valuta asing (valas) terdepan di Asia versi majalah Euromoney (rhs, 2009).

2.1.6 Kondisi Pasar Valuta Asing Dunia

Pasar valuta asing dunia mencerminkan keunikan seperti yang telah dijelaskan di atas. Volume perdagangan pasar valuta asing di dunia mencapai lebih dari USD\$1,4 triliun per harinya, sedangkan likuiditasnya memiliki rata-rata perputaran per hari yang diestimasikan bernilai USD\$3,21 triliun, yang terbagi atas (Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, 2007) :

- \$1,005 triliun di transaksi *spot*
- \$362 miliar di pasar *forward*
- \$1,714 triliun di pasar *swap*
- \$129 miliar diestimasikan sebagai selisih pelaporan

Selain perputaran tradisional di atas, sebesar USD\$2,1 triliun diperdagangkan di pasar derivatif. Sedangkan menurut data International Financial Services London (IFSL), secara keseluruhan perputaran harian pasar tradisional valuta asing rata-rata mencapai total nilai 2,7 miliar US dollar pada April 2006 (International Financial Services, London, 2006). Ilustrasi perputaran pasar valuta asing dunia dapat dilihat pada gambar di bawah ini :



Gambar 2.2 Perputaran pasar valas dunia

(Sumber : Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, 2007)

Penyebaran pasar valuta asing ini telah mencakup seluruh dunia dan jangka waktu perdagangannya 24 jam sehari (kecuali akhir pekan). Pergerakan pasar valuta asing berputar mulai dari pasar Selandia Baru dan Australia yang berlangsung pukul 05.00–14.00 WIB, terus ke pasar Asia yaitu Jepang, Singapura, dan Hongkong yang berlangsung pukul 07.00–16.00 WIB, ke pasar Eropa yaitu Jerman dan Inggris yang berlangsung pukul 13.00–22.00 WIB, sampai ke pasar Amerika Serikat yang berlangsung pukul 20.30–10.30 WIB.

Faktor yang mempengaruhi nilai tukar mata uang biasanya sama di seluruh dunia antara lain adalah kondisi ekonomi, politik dan psikologi pasar. Fluktuasi kurs nilai tukar mata uang biasanya disebabkan oleh gejolak aktual moneter sebagaimana juga halnya dengan ekspektasi pasar terhadap gejolak moneter yang disebabkan oleh perubahan dalam pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB/GDP), inflasi, suku bunga, rancangan anggaran dan defisit perdagangan atau surplus perdagangan, penggabungan (merjer) dan akuisisi serta kondisi makro ekonomi lainnya.

Karena adanya sistem perdagangan over the counter, mata uang asing yang berbeda diperdagangkan dalam berbagai pasar valuta asing di dunia yang saling berhubungan sehingga tidak ada nilai yang sama untuk suatu mata uang karena tergantung dari bank atau pelaku pasar yang bertransaksi. Akan tetapi,

dalam kenyataannya perbedaan tersebut sering kali sangat tipis. Di bawah ini merupakan 12 peringkat teratas mata uang yang sering diperdagangkan di dunia :

Tabel 2.1 Mata uang yang paling sering diperdagangkan di dunia

Mata uang yang paling sering diperdagangkan Distribusi mata uang dari perputaran pasar valas			
Peringkat	Mata uang	Simbol	% perputaran harian (April 2007)
1	 United States dollar	USD (\$)	43.2%
2	 Euro	EUR (€)	18.5%
3	 Japanese yen	JPY (¥)	8.3%
4	 Pound sterling	GBP (£)	7.5%
5	 Swiss franc	CHF (Fr)	3.4%
6	 Australian dollar	AUD (\$)	3.3%
7	 Canadian dollar	CAD (\$)	2.1%
8-9	 Swedish krona	SEK (kr)	1.4%
8-9	 Hong Kong dollar	HKD (\$)	1.4%
10	 Norwegian krone	NOK (kr)	1.1%
11	 New Zealand dollar	NZD (\$)	0.9%
12	 Mexican Peso	MEX (\$)	0.6%
Lain-lain			8.3%
Total			100%

(Sumber : Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, 2007)

Dalam dunia valuta asing (valas), dolar Amerika adalah penggerak pasar yang utama mengingat Amerika merupakan negara dengan perekonomian terbesar di dunia. Karenanya, data perekonomian Amerika penting untuk disimak sebab itu dapat mempengaruhi tren pasar mata uang. Begitu pula dengan pasar valuta asing Indonesia yang sangat dipengaruhi oleh dolar Amerika. Beberapa indikator pasar utama selama tahun 2007 yang berdampak terhadap pergerakan pasar valuta asing Amerika adalah (Alfred Pakasi, 2007):

1. *Non-Farm Payrolls*
2. Suku bunga dari FOMC (*Federal Open Market Committee*)
3. Penjualan ritel
4. ISM (*Institute of Supply Manager*) *Manufacturing*
5. Tingkat Inflasi (berdasarkan CPI)
6. *Producer Price Index* (PPI)
7. Neraca Perdagangan
8. Penjualan Rumah Bekas (*Existing Home Sales*)
9. Pembelian US Treasuries oleh luar negeri

2.1.7 Kondisi Pasar Valuta Asing Indonesia

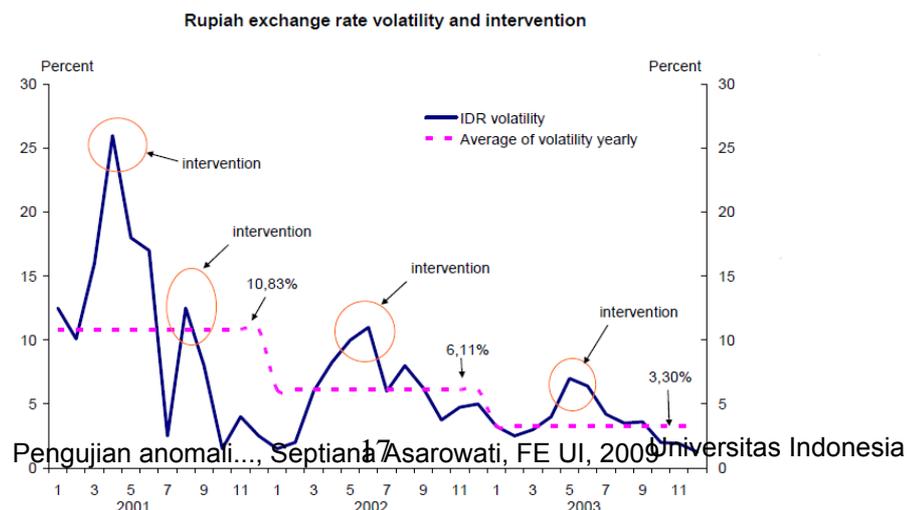
Seperti telah disebutkan di atas bahwa pasar valuta asing Indonesia sangat dipengaruhi oleh pergerakan dolar Amerika. Pada tahun 1997–1998 Indonesia dihantam krisis ekonomi. Nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, khususnya US dolar melemah dari sekitar Rp 2.300 per US dolar di pertengahan tahun 1997 menjadi bergerak di sekitar Rp 5.600 per US dolar di akhir tahun 1997. Keadaan semakin memburuk di triwulan pertama tahun 1998 dan mencapai titik terendah di Rp 16.000 per US dolar pada tanggal 22 Januari 1998. Depresiasi rupiah secara tajam dengan cepat memberi dampak buruk bagi perekonomian Indonesia secara keseluruhan. Lonjakan inflasi dan rendahnya tingkat kepercayaan masyarakat terhadap perekonomian Indonesia mengakibatkan sektor usaha mengalami kemandegan.

Seperti halnya Bank Sentral di negara lain, Bank Indonesia (BI) juga sangat berperan penting dalam pasar valuta asing. BI memiliki otoritas untuk

melakukan intervensi baik pada level kebijakan ataupun operasional. Kebijakan itu terutama dimaksudkan untuk menjaga kestabilan nilai tukar rupiah dan kebijakan itu pun hanya akan dilakukan jika persuasi moral tidak efektif dalam mempengaruhi pergerakan rupiah. Metode intervensi yang bisa dilakukan BI dapat terdiri dari 2 jenis yaitu metode terbuka atau tertutup. Metode terbuka adalah intervensi secara langsung dengan pasar tanpa menggunakan perantara, sedangkan metode tertutup adalah intervensi menggunakan perantara (sebuah agen bank). Pemilihan antara kedua metode tersebut tergantung dari beberapa pertimbangan, antara lain :

- Apakah BI memilih untuk memberitahu secara jelas kepada pelaku pasar mengenai intervensi tersebut atau tidak.
- Perkembangan sentimen pasar yang mungkin mempengaruhi keefektifan intervensi.
- Hasil analisa teknikal pelaku pasar. Intervensi dapat lebih efektif dalam mempengaruhi ekspektasi pasar saat perkuatan tren atau momentum harga pasar konsisten dengan analisa teknikal partisipan pasar.
- Permintaan dan penawaran dolar Amerika. Intervensi ini tidak akan efektif jika ada keterbatasan penawaran dolar Amerika saat permintaannya tinggi.

Sesuai dengan tujuan BI dalam intervensi mata uang asing ini, maka keefektivitasannya dinilai dari volatilitas nilai tukar rupiah, dan dapat dikatakan bahwa intervensi ini berhasil karena semenjak diterapkannya sistem free floating exchange rate pada tahun 1997 di Indonesia ini, volatilitas dari tahun 2001-2003 menurun.



Gambar 2.3 Volatilitas Rupiah dan Intervensi
(Sumber : BIS Papers No 24, part 15, 2005)

2.2 Efisiensi Pasar

2.2.1 Definisi Efisiensi Pasar

Secara umum, suatu pasar dapat dikatakan efisien jika harga yang berada di pasar tersebut merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Karena adanya biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh informasi dan bertransaksi, maka definisi yang lebih realistis untuk pasar yang efisien ini adalah harga mencerminkan informasi sampai biaya marjinal dari memperoleh informasi dan bertransaksi tidak lagi melebihi keuntungan marjinalnya. Hipotesis pasar efisien ini terdiri dari 3 subkategori yang dibedakan oleh jenis informasinya yaitu bentuk lemah (*weak form*), bentuk semi kuat (*semistrong form*) dan bentuk kuat (*strong form*).

2.2.2 Terminologi Efisiensi Pasar

2.2.2.1 Fair Game

Fair game adalah istilah deskriptif yang menyatakan bahwa tidak mungkin untuk menggunakan informasi yang tersedia pada waktu (t) untuk mendapatkan return di atas normal. Deviasi return yang diestimasi investor dari return ekuilibrium seharusnya tidak berisi informasi mengenai return di masa depan. Artinya, apakah return yang diestimasi investor di atas atau di bawah ekuilibrium

seharusnya tidak berhubungan dengan apakah return aktual di atas atau di bawah ekuilibrium. Jadi, tidak mungkin investor dapat menggunakan informasi pada waktu (t) untuk membuat profit di luar yang konsisten dengan risiko yang terkandung di dalamnya.

2.2.2.2 Random Walk

Model *random walk* mengasumsikan bahwa return yang berturut-turut itu independen dan terdistribusi secara identik sepanjang waktu. Model ini merupakan versi yang dibatasi dari *fair game*. *Fair game* tidak memerlukan distribusi return yang identik juga tidak menyatakan bahwa return independen sepanjang waktu. Kita dapat mengobesevasi korelasi dalam rangkaian return dan juga return masa lalu dapat digunakan untuk memprediksi return masa depan. Akan tetapi, karena risiko yang semakin meningkat begitu pula dengan *expected return* maka informasi ini tidak dapat digunakan untuk memperoleh *excess return*. Jadi, jika hipotesis *random walk* ini terbukti maka hipotesis pasar efisien juga terbukti berkenaan dengan return masa lalu, walaupun tidak sebaliknya.

2.2.3 Jenis Efisiensi Pasar

2.2.3.1 Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Pasar yang berbentuk lemah adalah pasar yang seluruh informasi yang terdapat dalam harga historisnya telah secara penuh tercermin dalam harganya sekarang. Salah satu tes yang dapat digunakan dalam menguji bentuk ini adalah tes prediktabilitas return. Jika return tidak dapat diprediksi dari return masa lalu, maka informasi baru yang terdapat dalam harga sekarang cukup cepat, sehingga investor dapat mengatakan dari pergerakan harga tersebut telah terjadi perubahan fundamental dan telah secara penuh tercermin dalam harga.

2.2.3.2 Bentuk Semikuat (*Semistrong Form*)

Pasar yang berbentuk semikuat adalah pasar yang seluruh informasi yang tersedia secara publik telah secara penuh tercermin dalam harganya sekarang. Jika hipotesis pasar efisien berbentuk semikuat ini terbukti maka dari banyaknya

jumlah situasi yang serupa investor akan membayar pada harga rata-rata dari harga yang sebenarnya. Artinya, investor tidak akan mampu mendapatkan *excess profit* berdasarkan informasi publik. Salah satu tes yang dapat digunakan dalam menguji bentuk ini adalah *event studies*. Banyak peneliti yang menerima bahwa informasi secara cepat tergabung dalam harga dan menggunakan *event studies* untuk menentukan informasi seperti apa yang tercermin dalam harga dan jika memang dampaknya kurang jelas maka *event studies* digunakan untuk menentukan apakah informasi tersebut merupakan berita bagus atau buruk.

2.2.3.3 Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar yang berbentuk kuat adalah pasar yang seluruh informasi yang tersedia baik secara publik maupun pribadi telah secara penuh tercermin dalam harganya sekarang. Bentuk yang paling ekstrim dari pasar efisien berbentuk kuat ini menyatakan bahwa investor tidak akan mampu mendapatkan *excess profit* berdasarkan informasi publik maupun informasi pribadi (nonpublik). Namun, pada kenyataannya pasar yang ekstrim ini tidak didukung oleh bukti-bukti yang ada karena pada umumnya pasar berbentuk tidak terlalu ekstrim.

2.2.4 Pola Waktu dalam Return

Beberapa studi telah menemukan adanya pola waktu dalam return dan hal ini merupakan anomali yang terjadi dalam suatu pasar yang juga sering dijumpai baik di pasar saham maupun obligasi, begitu pula dengan pasar valuta asing. Karena adanya pola waktu ini maka pasar dapat dikatakan tidak efisien. Studi-studi ini menemukan return secara sistematis lebih tinggi atau rendah tergantung pada waktu dalam hari (*intraday*), hari dalam minggu (*day of the week*) ataupun bulan dalam tahun (*month of the year*).

Salah satu penjelasan atas pola waktu ini adalah karena banyaknya peneliti menguji set data yang sama maka akan ditemukan pola dan sebenarnya pola ini hanyalah acak (*random*). Kemungkinan penjelasan kedua adalah pola ini didorong oleh struktur pasar dan aliran pesanan (*order flow*). Kemungkinan penjelasan ketiga yaitu pasar tidak efisien karena seseorang mengekspektasikan pola tersebut akan hilang pada saat investor mengeksploitasinya. Kemungkinan

penjelasan terakhir yakni karena adanya biaya transaksi maka perbedaan return tidak terlalu besar untuk mengembangkan strategi dalam rangka mengambil keuntungan, jadi jika seseorang bertransaksi maka ia akan memilih waktu untuk berusaha mengeksploitasinya.

2.2.4.1 Day of the Week Effect

Weekday effect termasuk salah satu pola waktu yang ditemukan sebagai anomali yang sering terjadi pada suatu pasar. *Weekday effect* ini terdiri dari *day of the week effect* dan *weekend effect*. *Day of the Week Effect* adalah situasi dimana ada perbedaan return antar hari dalam seminggu. Sedangkan, *Weekend Effect* adalah situasi dimana return hari Senin berbeda dengan hari lainnya dalam seminggu dengan kecenderungan return hari Senin memiliki nilai paling rendah dan bahkan negatif. Anomali-anomali seperti itu lebih sering diuji pada *developed market*, namun tidak demikian halnya pada *emerging market* yang masih memiliki bukti terbatas padahal pada *emerging market* ini pasar valuta asing adalah pasar finansial yang terpenting (H. Berument et al., 2007).

Beberapa teori yang berupaya menjelaskan *Day of the Week Effect* di pasar saham diantaranya adalah (Raj and Kumari, 2006) :

1. *Settlement period hypothesis*. Teori ini menjelaskan bahwa *Day of the Week Effect* berhubungan dengan tanggal penyelesaian (*settlement date*) dimana harga lebih tinggi pada *pay-in days* daripada pada *pay-out days*. Lakonishok and Levi (1982) mengemukakan bahwa efek ini terjadi antara *settlement time* dan *trading time*.
2. *Calendar time/trading hypothesis*. *Calendar time hypothesis* menjelaskan bahwa return hari Senin seharusnya 3 kali lebih besar dibandingkan hari lainnya karena return hari Senin merupakan spread sepanjang 3 hari. Namun, hasil penelitian bahwa return hari Senin adalah negatif meruntuhkan teori ini dan memunculkan teori lain yaitu return seharusnya proporsional dengan waktu perdagangan (*trading time hypothesis*) bukan waktu kalender. Rogalski (1984b) menunjukkan bahwa return negatif yang

ada terjadi selama *non trading period* dari penutupan Jumat sampai pembukaan Senin, padahal return hari Senin sendiri bernilai positif.

3. *Information flow hypothesis*. Teori ini menjelaskan bahwa terjadi perbedaan arus informasi selama akhir pekan dibandingkan hari-hari lain dalam satu minggu. Damodaran (1989) berpendapat bahwa berita buruk cenderung dilaporkan pada hari Jumat dan terjadi penundaan rilis informasi. Foster and Vishwanatan (1990) mengemukakan bahwa pada hari Senin banyak berita yang harus dievaluasi sehingga perdagangan cenderung kurang intensif.
4. *Retail investor trading hypothesis*. Menurut Brooks and Kim (1997), return Senin yang negatif disebabkan oleh kegiatan perdagangan investor individu. Mereka menemukan bahwa kegiatan perdagangan pada hari Senin lebih rendah untuk perdagangan ukuran besar dan perdagangan ukuran kecil memiliki persentase *sell order* yang lebih besar dibandingkan hari lainnya.

Sedangkan di pasar valuta asing sendiri, teori-teori yang berupaya menjelaskan fenomena ini juga hampir sama dengan di pasar saham. Yamori and Kurihara (2004) menduga apakah *settlement mechanism* dan *information release timing* merupakan satu-satunya penyebab anomali itu. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa *settlement mechanism* dan *information release timing* bukan satu-satunya penyebab anomali itu. Pasar valas telah berkembang karena adanya kapitalisasi pasar modal dan globalisasi ekonomi sejak tahun 90an sehingga anomali tersebut menghilang. M.-C. Ke et al. (2007) menjelaskan adanya *Day of the Week Effect* di pasar valas Taiwan mungkin disebabkan ketidakmatangan atau ketidakefisienan pasar valas Taiwan.

2.2.4.2 Month of the Year Effect

Month of the year effect berupaya untuk melihat pola return antar bulan yang berbeda dalam setahun (Gultekin and Gultekin, 1983). Kebanyakan studi menemukan bahwa return tinggi di bulan Januari dan rendah di bulan Desember (Keim, 1983; Chatterjee and Maniam, 1997). Fenomena di bulan Januari ini sering disebut *January effect*. Rogalski (1984a) dan Jaffe and Westerfield (1985b)

mengsegmentasi rata-rata return harian bulan Januari berdasarkan hari-hari dalam seminggu dibandingkan dengan bulan-bulan lain dalam setahun.

Beberapa teori yang berupaya menjelaskan *Month of the Year Effect* di pasar saham antara lain adalah (Raj and Kumari, 2006) :

1. *Tax-loss selling hypothesis* (Branch, 1977). Teori ini mengatakan bahwa *year-end tax-loss* bertanggung jawab atas return yang tidak proporsional di akhir tahun.
2. *Portfolio rebalancing* (Porter et al., 1996). Pada pasar saham, *portfolio rebalancing* oleh institusi dalam jumlah yang cukup besar dapat mempengaruhi harga pada akhir tahun.

2.2.4.3 Penelitian Sebelumnya dari Day of the Week Effect

Weekday effect baik *Day of the Week Effect* maupun *Weekend Effect* sering kali ditemui pada berbagai pasar seperti pasar saham, obligasi maupun pasar valuta asing. Pada pasar saham sendiri ditemukan bahwa return hari Senin adalah paling rendah dan biasanya negatif serta return pada hari Jumat lebih tinggi dibandingkan hari-hari lainnya (French, 1980; Gibbons and Hess, 1981; Cornell, 1985; Keim and Stambaugh, 1984), sedangkan variansnya paling besar pada hari Senin dan terendah pada hari Jumat. Brusa, Liu and Schulman (2000) serta Mehdian and Perry (2001) menunjukkan bahwa ada efek terbalik pada pasar saham Amerika Serikat dimana return hari Senin cenderung positif dan lebih besar daripada hari lainnya setelah 1988. Sedangkan, di India juga terdapat efek terbalik dimana return hari Senin lebih tinggi dibandingkan hari lainnya, tapi tidak ditemukan adanya *January Effect* (Raj and Kumari, 2006). Studi yang dilakukan oleh Wang et al. (1997) menemukan bahwa *Monday (Weekend) Effect* terjadi hanya pada 2 minggu terakhir dalam sebulan yaitu minggu keempat dan kelima (jika ada minggu kelima). Jadi, penelitian Wang et al tersebut membuktikan bahwa minggu ke-*i* mempengaruhi *Weekend Effect*.

Sedangkan pada pasar obligasi juga terdapat anomali-anomali seperti yang ditemukan oleh Nippani and Arize (2008) yang tidak menemukan adanya *Weekend Effect* pada return obligasi berdasarkan model yang dikembangkan oleh French (1980). Sedangkan berdasarkan model yang dikembangkan oleh Connolly (1989) ditemukan bahwa return hari Senin pada periode setelah 1987 di Amerika Serikat kurang dari rata-rata return hari lainnya. Pada studi tersebut juga ditemukan adanya *Turn of the Year Effect*. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Jordan and Jordan (1991) menunjukkan bahwa return obligasi perusahaan untuk periode 1963-1986 mengalami *January*, *Turn of the Year* dan *Week of the Month Effect* tapi tidak menunjukkan adanya *Day of the Week* dan *Turn of the Month Effect*.

Pada pasar valuta asing sebagaimana halnya yang terjadi pada pasar saham dan pasar obligasi juga terjadi anomali ini. McFarland et al. (1982) mendokumentasikan *day of the week effect* pada pasar valuta asing untuk pertama kalinya yang kemudian dikonfirmasi kembali oleh Jaffe and Westerfield (1985a), So (1987) dan Cornett et al. (1995) dengan hasil temuan bahwa rata-rata return hari Senin dan Rabu lebih tinggi daripada hari Kamis dan Jumat. Studi yang dilakukan pada pasar valuta asing Turki menemukan hasil return yang lebih tinggi pada Selasa dan Rabu, dan lebih rendah pada Jumat oleh Aydogan and Booth (2003), namun hasil yang sedikit berbeda ditemukan oleh H. Berument et al. (2007) dengan menggunakan metode regresi yaitu return Kamis lebih tinggi dan return Senin lebih rendah dibandingkan hari Rabu. Pada pasar valuta asing New York, Yamori and Kurihara (2004) menemukan *day of the week effect* pada beberapa mata uang di tahun 1980an, namun efek tersebut menghilang pada hampir semua mata uang di tahun 1990an. Sedangkan, M.-C. Ke et al. (2007) menggunakan metode *stochastic dominance* menemukan adanya return yang lebih tinggi pada 3 hari pertama dalam seminggu dan *Day of the Week Effect* masih terjadi dalam tahun-tahun belakangan dalam penelitiannya pada pasar valuta asing Taiwan. Jaffe and Westerfield (1985b) menemukan tidak ada hubungan antara *weekend effect* dan *January effect* di Jepang. Namun, Rogalski (1984a) menemukan bahwa *January effect* berhubungan dengan return *day of the week*.

2.3 Regresi

2.3.1 Definisi Regresi

Analisa regresi adalah studi mengenai ketergantungan sebuah variabel yaitu variabel dependen pada satu atau lebih variabel lain yang disebut variabel independen/ variabel penjelas (*explanatory variables*) dengan tujuan untuk mengestimasi dan atau memprediksi nilai rata-rata variabel yang ingin diketahui melalui nilai variabel yang telah diketahui.

2.3.2 Jenis Data dalam Regresi

Jenis data yang mungkin tersedia untuk analisa regresi ada 3 yaitu *time series*, *cross section* dan *pooled*. Penjelasan mengenai ketiga jenis data tersebut akan dijabarkan berikut ini.

2.3.2.1 Data Time Series

Time series adalah serangkaian observasi pada nilai sebuah variabel yang diambil pada beberapa waktu yang berbeda. Data tersebut dapat dikumpulkan dari sebuah interval waktu tertentu seperti data harian, mingguan, bulanan, triwulanan, tahunan, dll. Contoh data *time series* antara lain adalah harga saham, Produk Domestik Bruto (PDB), anggaran pemerintah, dll. Walaupun data *time series* sering digunakan dalam ekonometrik, namun penggunaannya seringkali menimbulkan beberapa masalah khusus. Kebanyakan studi empiris mengasumsikan data *time series* itu stasioner, yaitu rata-rata dan variansnya tidak bervariasi secara sistematis sepanjang waktu. Namun, sebenarnya seringkali terjadi tren yang mengindikasikan bahwa data *time series* itu tidak stasioner.

2.3.2.2 Data Cross Section

Data *cross section* adalah data satu atau lebih variabel yang dikumpulkan pada satu titik waktu tertentu. Contoh data *cross section* antara lain adalah sensus populasi penduduk. Data *cross section* juga mempunyai masalahnya sendiri yaitu masalah heterogenitas. Saat data heterogen tersebut dimasukkan ke dalam analisis, efek ukuran atau skala (*size/ scale effect*) itu harus diperhitungkan sehingga tidak seperti mencampur apel dengan jeruk.

2.3.2.3 Data Pooled

Data *pooled* merupakan kombinasi dari data *time series* dan *cross section*. Data *pooled* dapat berupa data panel, longitudinal ataupun data *micropanel*.

2.3.3 Model Regresi Variabel Dummy

Variabel dependen sering kali dipengaruhi bukan hanya oleh skala rasio seperti pendapatan, output, harga, biaya, dll tapi juga dipengaruhi oleh variabel yang bersifat kualitatif atau nominal seperti jenis kelamin, kewarganegaraan, letak geografis, dll. Karena variabel-variabel tersebut mengindikasikan adanya atau tidak adanya “kualitas” dari sebuah atribut seperti laki-laki atau perempuan, hitam atau putih, dll mereka secara esensial adalah variabel skala nominal. Salah satu cara untuk dapat “mengkuantifikasi” atribut seperti itu adalah dengan membuat variabel artifisial yang memiliki nilai 1 atau 0, dimana 1 mengindikasikan adanya atribut dan 0 mengindikasikan tidak adanya atribut. Variabel yang mengasumsikan nilai 1 dan 0 itu disebut variabel dummy. Jika variabel kualitatif memiliki m kategori maka hanya gunakan $(m-1)$ variabel dummy dalam model. Jika aturan ini dilanggar maka akan terkena *dummy variable trap* yaitu situasi kolinearitas atau multikolinieritas sempurna jika ada lebih dari 1 hubungan antar variabel.