

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Konsep mengenai *Efficient Market Hypothesis* (EMH) telah menjadi salah satu topik yang sering dibicarakan dalam dunia keuangan. Apabila pasar modal telah efisien maka harga saham seharusnya akan mengikuti pola *random walk*. Rahman (2009) menjelaskan bahwa dalam hipotesis *random walk*, harga di masa depan tidak dapat diprediksi berdasarkan harga masa lalu sehingga dapat disimpulkan bahwa perubahan dari harga saham tidak dapat diprediksi oleh investor.

Terdapat tiga jenis bentuk efisiensi pasar; lemah, setengah kuat, dan kuat. Pada pasar yang efisien, seluruh sekuritas telah mencerminkan informasi yang relevan. Namun, beberapa penelitian di luar negeri maupun di Indonesia, mendokumentasikan bahwa ternyata terdapat beberapa anomali yang muncul di pasar modal. Ziemba dan Hensel (1994) membagi anomali pasar modal menjadi dua jenis yaitu *fundamental anomalies* dan *seasonal anomalies*. Jenis-jenis *seasonal anomalies* antara lain *January effect*, *monthly effect*, *turn of the month effect*, *time of the month effect*, *holiday effect*, *Monday effect*, dan *day of the week effect*. Sedangkan yang termasuk dalam *fundamental anomalies* antara lain *price to earnings effect*, *price to book effect*, *market capitalization effect*, *dividend yield effect*, *earnings trends and surprises* dan *mean reversion effect*.

Rahman (2009) menyatakan bahwa keberadaan dari *calendar anomalies* merupakan sangkalan terhadap bentuk efisiensi pasar yang lemah, yang menyatakan bahwa tidak ada pola musiman jangka pendek dalam *return* saham. Keberadaan dari pola musiman pada *return* saham menunjukkan bahwa pasar tidak efisien sehingga investor dapat memperoleh *abnormal return* dengan memperhatikan pola yang terjadi dan menyesuaikan pola strategi *trading* yang dilakukan. Bahadur dan Joshi (2005) menyebutkan bahwa ternyata *calendar anomalies* ini tidak terjadi hanya pada pasar modal saja, tapi juga pasar keuangan lainnya seperti pasar uang, derivatif, dan komoditi.

Meskipun telah terjadi anomali ini, namun ternyata para investor saham tidak dapat dengan mudah mengeksploitasi dan mengambil keuntungan dari anomali tersebut. Salah satu penyebabnya adalah mengenai biaya transaksi. Seorang manajer investasi tidak akan berpikir untuk menjual seluruh portofolio sahamnya pada hari Jumat, hanya dikarenakan untuk mengeksploitasi adanya *weekend effect*. Namun demikian, strategi perdagangan dapat direncanakan untuk memaksimalkan keuntungan dari pola-pola *return* saham yang timbul pada waktu tertentu. *Calendar anomalies* ini khususnya penting bagi para *trader* (Jacobs & Levy, 1988).

Anomali *turn of the month effect* menunjukkan bahwa rata-rata *return* harian saham selama periode pergantian bulan berbeda dengan rata-rata *return* dari hari lain pada bulan tersebut. Lakonishok dan Smidt (1988) dalam penelitiannya dengan menggunakan data Dow Jones Industrial Average selama 90 tahun, menemukan bahwa telah terjadi anomali *return* ketika pergantian minggu, pergantian bulan, pergantian tahun dan dan selama liburan. Anomali pergantian bulan khususnya terjadi pada periode t_{-1} sampai t_{+3} . Rata-rata kenaikan harga selama periode 4 hari sekitar pergantian bulan ini melebihi rata-rata kenaikan harga bulanan.

Zafar, Shah, dan Urooj (2009) meneliti anomali ini pada bursa efek di Karachi dengan menggunakan KSE Index 100 dari bulan November 1991 hingga Desember 2007. Indeks ini mewakili 86% dari seluruh total kapitalisasi pasar di bursa Karachi. Penelitian ini menemukan bahwa ternyata rata-rata *return* harian pada periode pergantian bulan lebih tinggi dibandingkan dengan hari-hari lain. Kunkel, Compton dan Beyer (2003) melakukan penelitian dengan menggunakan indeks pasar modal di 19 negara untuk mengetahui keberadaan *turn of the month effect*. Penelitian ini membuktikan bahwa 4 hari pergantian bulan secara rata-rata mencakup 87% dari *return* dalam suatu bulan pada 15 negara, terdapat keberadaan dari anomali ini.

Di Indonesia sendiri, anomali *turn of the month effect* masih jarang diteliti. Penelitian-penelitian sebelumnya mengenai *calendar anomalies* banyak dilakukan terhadap anomali *January effect*, *day of the week effect*, dan *holiday effect*. Panggaribuan (2003) dan Binarto (2006) meneliti mengenai *day of the week effect*

di Bursa Efek Indonesia. Panggaribuan (2003) menemukan bahwa terdapat anomali ini pada periode sebelum krisis ekonomi dan menghilang setelah krisis ekonomi berlangsung. Anomali *day of the week effect* menghilang ketika tingkat risiko dimasukkan dalam estimasi *return*. Binarto (2006) menemukan bahwa setelah dilakukan pengujian ANOVA ditemukan bahwa perbedaan *return* antara hari perdagangan di Bursa Efek Indonesia tidak signifikan.

Fenomena *January effect* di Indonesia pernah diteliti oleh Sinta (2004), dengan menggunakan indeks LQ45. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi *January effect* di Indonesia. Penelitian tersebut menemukan adanya *abnormal return* yang positif dan signifikan pada bulan Januari kecuali pada tahun 2002 dan 2003. Dari uji statistik dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* dari sebelum dan sesudah hari pertama perdagangan pada seluruh periode kecuali pada tahun 2001. Penelitian anomali kalender lain di Indonesia yaitu mengenai *holiday effect* yang dilakukan oleh Hendrawan (2004). Penelitian ini menemukan bahwa ternyata tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* saham antara sebelum ataupun sesudah *return* hari libur nasional. Dari sini, dapat disimpulkan bahwa ternyata tidak terdapat *holiday effect* di Indonesia.

Salah satu hal yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah likuiditas. Likuiditas mulai dipertimbangkan sebagai salah satu faktor sebagai penentu *return* saham sejak periode 1980an dan hasilnya cukup bervariasi. Beberapa penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif maupun hubungan positif antara likuiditas dan *return* saham, penelitian lain tidak menemukan hubungan, dan ada yang menemukan bahwa hubungannya hanya khusus terjadi di bulan Januari (Marshall & Young, 2003).

Penelitian mengenai hubungan likuiditas terhadap *calendar anomalies* juga masih jarang dilakukan. Salah satu penelitian yang telah mendokumentasikan hubungan ini dilakukan oleh Booth, Kallunki, dan Martikainen (2001) yang meneliti keberadaan anomali pergantian bulan pada bursa di Finlandia. Penelitian ini menemukan bahwa ternyata terjadi kenaikan *return* yang signifikan pada periode pergantian bulan dibandingkan dengan hari lainnya. Selain itu, penelitian ini juga meneliti dampak dari likuiditas terhadap *return* pada periode pergantian

bulan. Likuiditas diukur dengan menggunakan volume saham perdagangan, total nilai perdagangan dan jumlah transaksi. Penelitian ini menunjukkan bahwa ternyata kenaikan *return* pada pergantian bulan berhubungan dengan kenaikan likuiditas. Selain itu, juga dilihat mengenai ukuran *trade* perdagangan yang dibagi menjadi kecil, sedang, dan besar. Hasilnya ditemukan bahwa ternyata ukuran *trade* yang besar yang menjadi penggerak harga di pasar.

Namun penelitian dari Booth, Kallunki, dan Martikainen (2001) hanya memasukkan variabel *trade based measures* sebagai *proxy* dari likuiditas yaitu volume, *value*, dan jumlah transaksi. Dalam penelitian ini, selain dengan menggunakan *trade based measures* juga digunakan *order based measures* sebagai *proxy* dari likuiditas seperti variabel *relative spread* dan *depth to relative spread ratio*. Hal ini bertujuan untuk semakin memperdalam analisis mengenai hubungan dari likuiditas terhadap *abnormal return* pada periode pergantian bulan.

Secara umum penelitian-penelitian mengenai pengaruh likuiditas terhadap *return* banyak dilakukan di negara-negara maju seperti Amerika Serikat maupun Eropa yang jenis pasarnya adalah *quote driven market*. Masih sedikit penelitian yang dilakukan pada jenis pasar yang *pure order driven market*. Salah satu penelitian yang dilakukan pada pasar modal jenis *pure order driven market* dilakukan oleh Marshall dan Young (2003). Penelitian ini dilakukan pada pasar modal Australia pada periode 1994-1998 mengenai hubungan antara likuiditas dan *return* saham. Indikator likuiditas yang digunakan adalah *bid-ask spread*, *turnover rate*, dan *amortized spread*. Penelitian ini menemukan bahwa adanya hubungan negatif antara *return* dan *spread*. Selain itu, hubungan antara *return* dan *turnover* adalah negatif dalam seluruh tahun.

1.2 Permasalahan Penelitian

Penelitian-penelitian sebelumnya telah banyak mendokumentasikan mengenai keberadaan *calendar anomalies* di Indonesia maupun di negara lain di dunia. Namun, anomali pergantian bulan masih jarang diteliti di Indonesia dan juga masih belum banyak penelitian yang melihat hubungan likuiditas dengan anomali kalender. Sehingga hal ini dapat membantu investor maupun analis sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi, khususnya

mengenai hari-hari tertentu untuk melakukan transaksi di sekitar periode pergantian bulan. Berdasarkan hal tersebut, dalam penelitian ini dirumuskan beberapa permasalahan seperti:

- Apakah rata-rata *return* pada periode pergantian bulan berbeda dengan rata-rata *return* pada hari perdagangan lainnya?
- Apakah *abnormal return* pada periode pergantian bulan berbeda dengan rata-rata *abnormal return* pada hari perdagangan lainnya?
- Apakah aktivitas perdagangan, yang dilihat dari likuiditas, berpengaruh terhadap *abnormal return* pada periode pergantian bulan?

1.3 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah terdapat anomali *turn of the month effect* di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan data perdagangan harian dari perusahaan-perusahaan yang pernah masuk dalam indeks LQ45 pada tahun 2005-2007. Penelitian ini tidak memasukkan data perdagangan tahun 2008 dikarenakan telah terjadi krisis di Amerika Serikat yang berdampak ke Bursa Efek Indonesia. Pemilihan perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 dikarenakan dapat merepresentasikan pergerakan dari Bursa Efek Indonesia secara umum. Selain itu, untuk melihat adanya pengaruh likuiditas terhadap *abnormal return* saham pada periode pergantian bulan digunakan *trade based measures* seperti volume, nilai perdagangan, jumlah transaksi dan *turnover ratio* serta *order based measures* seperti *relative bid-ask spread* dan *depth to relative spread ratio*.

1.4 Manfaat Penelitian

Bagi para investor, agar dapat mengetahui dan memperhatikan keberadaan *calendar anomalies* pada Bursa Efek Indonesia, khususnya mengenai anomali pergantian bulan agar dapat menjadi pertimbangan dalam melakukan transaksi perdagangan di pasar modal.

Bagi para analis, agar dapat mempertimbangkan mengenai adanya anomali pergantian bulan dalam melakukan analisa terhadap pergerakan harga di pasar sehingga dapat mengambil keputusan dengan tepat.

Bagi para akademisi, sebagai kontribusi terhadap penelitian mengenai pasar modal serta sebagai inspirasi terhadap penelitian berikutnya, khususnya yang berkaitan dengan anomali kalender.

1.5 Metodologi Penelitian

Penelitian ini berusaha untuk melihat apakah terdapat anomali pergantian bulan pada Bursa Efek Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga melihat apakah faktor likuiditas memiliki pengaruh terhadap terjadinya anomali pergantian bulan tersebut.

Pengujian pertama dilakukan untuk melihat apakah terdapat pengaruh dari hari perdagangan terhadap *return* saham secara umum serta melihat seberapa besar perbedaan *return* antara rata-rata *return* harian pada periode pergantian bulan dengan hari lainnya. Uji statistik yang dilakukan adalah dengan melakukan uji beda rata-rata (uji-t) antara *return* harian pada periode pergantian bulan dan hari lainnya kemudian dilakukan regresi dengan variabel *dummy*. Pengujian kedua dilakukan guna melihat apakah pada masing-masing hari di sekitar periode pergantian bulan terdapat *abnormal return* yang signifikan bagi investor (dari periode t_{-9} sampai t_{+9}). Uji statistik yang dilakukan adalah dengan melakukan uji beda rata-rata (uji-t) *abnormal return* untuk melihat apakah rata-rata *abnormal return* sama dengan 0 (nol). Pengujian ketiga yang bertujuan untuk melihat apakah terdapat pengaruh dari likuiditas terhadap *abnormal return* saham pada periode pergantian bulan dilakukan dengan melakukan regresi dari masing-masing variabel likuiditas terhadap *abnormal return* pada periode pergantian bulan.

1.6 Sistematika Penulisan

Penelitian ini dibagi dalam 5 (lima) bab yang masing-masing berisi sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini akan menguraikan latar belakang permasalahan, ruang lingkup penelitian, gambaran umum dari metode penelitian, manfaat dari penelitian serta sistematika penulisan. Bab 1 dapat memberikan gambaran umum mengenai isi penelitian ini secara keseluruhan.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini akan menguraikan mengenai landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini. Teori-teori yang dipakai antara lain mengenai teori pasar efisien, likuiditas, dan lain-lain. Hal ini akan dipakai dalam merumuskan hipotesis penelitian.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Bab ini akan menjelaskan mengenai data, sampel, tahap-tahap penelitian serta operasionalisasi variabel-variabel yang digunakan dalam pengujian statistik yang akan dilakukan. Dalam bab ini juga berisi penjelasan mengenai metode statistik yang akan digunakan dalam pengujian hipotesa yang ingin diteliti.

Bab 4 Analisis Hasil Penelitian.

Bab ini akan berisi analisis terhadap hasil dari proses pengolahan data sesuai dengan penjelasan pada bab 3 serta pembahasannya. Bab ini merupakan interpretasi dari hasil pengolahan data yang telah dilakukan. Interpretasi ini akan berusaha untuk menjawab atas permasalahan yang dikemukakan pada awal penelitian ini.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan penutup dari penelitian ini. Seluruh hasil perhitungan dan analisa data pada bab sebelumnya akan dirangkum dalam bab 5. Selain itu, juga akan diberikan saran-saran untuk pengembangan dari penelitian ini di masa mendatang.