

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Pasar Modal

Menurut Undang-Undang nomor 8 tahun 1995, pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Dalam pasar modal terdapat berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang diperdagangkan seperti obligasi, saham, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal dapat dijadikan sumber pendanaan dari pihak perusahaan yang nantinya dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, dan lain-lain. Sedangkan investor dapat menggunakan pasar modal sebagai sarana untuk menginvestasikan dananya pada berbagai instrumen keuangan yang tersedia.

Strong (2007) menyatakan bahwa pasar modal memiliki 3 peran utama yaitu:

a. Economic function

Pasar modal membantu dalam memfasilitasi aliran modal dari pihak yang memiliki tabungan ke pihak peminjam. Para perusahaan ketika membutuhkan pendanaan biasanya menjual saham atau obligasi ke publik. Investor yang memiliki kelebihan dana dapat membeli sekuritas ini dan bila mereka membutuhkan dana mereka kemudian dapat menjual saham mereka kembali ke orang lain. Dengan kata lain, fungsi ekonomis dari pasar modal ialah untuk memfasilitasi aliran modal dari pihak yang memiliki modal dan ingin menginvestasikannya ke pihak yang memerlukan dana dan ingin meminjamnya.

b. Continuous pricing function

Pasar modal memungkinkan pihak-pihak yang terlibat untuk memperoleh informasi harga yang akurat dan terkini. Hal ini dikarenakan harga tersedia

setiap waktu di pasar modal. Investor dapat memperoleh harga dari berbagai aset keuangan seketika selama hari kerja.

c. *Fair pricing function*

Pasar modal dapat memberikan harga yang wajar dari suatu sekuritas. Hal ini dikarenakan banyak pemain yang terlibat di pasar. Jika kita memiliki saham untuk dijual, dan ada pembeli di pasar yang menawarkan saham tersebut sehingga pasar memastikan kita dapat menjual dengan tawaran tertinggi saat itu. Sebaliknya, penjual dapat melihat beberapa pembeli yang memasukkan tawaran beli sehingga penjual dapat melakukan order jual mereka dengan tawaran harga beli yang tertinggi.

Selain fungsi di atas, Fabozzi dan Modigliani (2003) mengungkapkan bahwa pasar modal membantu untuk mengurangi biaya pencarian dan biaya informasi investor dalam melakukan transaksi. Biaya pencarian ini termasuk biaya eksplisit seperti biaya untuk mempromosikan atau mengkomunikasikan keinginan investor yang bersangkutan untuk membeli atau menjual suatu aset keuangan, dan biaya implisit seperti nilai waktu yang digunakan untuk mencari pihak lawan yang ingin melakukan transaksi. Biaya informasi adalah biaya yang terjadi dalam melakukan penilaian dari suatu aset keuangan. Investor harus mengestimasi kemungkinan jumlah dari arus kas yang dihasilkan oleh aset keuangan tersebut di masa depan.

2.2. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham merupakan salah satu indikator yang dapat digunakan dalam pergerakan harga saham. Menurut Hendrawan (2004), indeks harga saham berfungsi sebagai:

- a. Indikator *trend* pasar.
- b. Indikator tingkat keuntungan.
- c. Tolak ukur dari kinerja portofolio
- d. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif.
- e. Memfasilitasi perkembangan produk derivatif.

Saat ini, Bursa Efek Indonesia memiliki 8 macam indeks yang dapat digunakan oleh investor sebagai pedoman dalam berinvestasi di pasar modal. Seluruh indeks yang ada di Bursa Efek Indonesia menggunakan metode penghitungan yang sama yaitu dengan menggunakan rata-rata tertimbang dari jumlah saham yang tercatat. Kedelapan jenis indeks harga saham yang ada di BEI yaitu (*Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*, 2003):

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks ini merupakan salah satu indeks yang paling awal diperkenalkan ke pasar. IHSG mulai ada sejak tanggal 1 April 1983. Sampai dengan bulan Desember 2008, jumlah emiten yang tercatat untuk dimasukkan dalam perhitungan telah berjumlah 396 emiten.

b. Indeks sektoral

Indeks sektoral mulai diperkenalkan sejak 2 Januari 1996. Saham-saham yang ada di BEI diklasifikasikan ke dalam sembilan sektor berdasarkan klasifikasi industrinya, yaitu sektor primer (pertanian, pertambangan), sektor sekunder (industri dasar dan kimia), sektor tersier (properti dan *real estate*, transportasi dan infrastruktur, keuangan, perdagangan, jasa dan investasi).

c. Indeks LQ45

Indeks LQ45 diperkenalkan sejak bulan Februari 1997. Indeks ini memilih saham-saham dengan likuiditas yang tinggi. Setiap enam bulan sekali akan dilakukan *review* saham-saham yang tetap, keluar, atau masuk dalam penghitungan indeks LQ45 sesuai dengan kriteria yang ditetapkan. Agar suatu saham dapat masuk dalam indeks LQ45 maka harus memenuhi kriteria:

- Telah tercatat di BEI minimal 3 bulan.
- Masuk dalam 60 saham berdasarkan nilai transaksi di pasar reguler.
- Dari 60 saham ini, 30 saham dengan nilai transaksi terbesar secara otomatis masuk dalam indeks LQ45.
- Untuk memilih 15 saham lagi dilakukan dengan menggunakan kriteria hari transaksi di pasar reguler, frekuensi transaksi di pasar

reguler, dan kapitalisasi pasar. Adapun prosedur pemilihan 15 saham tersebut adalah sebagai berikut:

- Dari sisa 30 saham pada poin no. 3, maka akan dipilih 25 saham teraktif berdasarkan hari transaksi di pasar reguler.
- Dari 25 saham ini akan dipilih 20 saham teraktif berdasarkan frekuensi transaksinya di pasar reguler.
- Dari 20 saham ini akan dipilih 15 saham terbesar berdasarkan kapitalisasi pasar.
- Selain kriteria di atas, BEI juga melihat mengenai keadaan keuangan serta prospek dari perusahaan tersebut di masa depan.

d. *Jakarta Islamic Index (JII)*

JII mulai diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. Indeks ini merupakan hasil kerja sama antara BEI dengan PT Danareksa Investment Management. Saham-saham yang termasuk dalam indeks ini adalah saham-saham yang berbasis syariah Islam dengan jumlah 30 saham.

e. Indeks Kompas 100

Indeks ini diperkenalkan ke pasar sejak tanggal 13 Juli 2007. Pemilihan saham-saham yang masuk dalam indeks ini dengan melihat faktor likuiditas, kapitalisasi pasar dan kinerja fundamental dari saham-saham yang bersangkutan.

f. Indeks papan utama dan indeks papan pengembangan

Indeks ini mulai diluncurkan pada tanggal 8 April 2002. Indeks ini berisi saham-saham yang termasuk dalam kriteria papan utama dan kriteria papan pengembangan. Secara umum, saham-saham yang masuk dalam papan utama adalah perusahaan yang besar dengan *track record* yang baik. Sedangkan papan pengembangan berisi saham perusahaan yang belum bisa masuk ke papan utama, sedang restrukturisasi atau pemulihan performa.

g. Indeks individual

Indeks harga saham individual diluncurkan sejak 15 April 1983. Indeks ini menunjukkan perubahan harga dari suatu saham dibandingkan dengan harga saat perdananya.

2.3. Return

2.3.1. Actual Return

Actual return merupakan *return* dari suatu sekuritas yang benar-benar terjadi di pasar modal pada periode tertentu. *Return* aktual dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_{it} = \text{Ln} \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \quad (2.1)$$

Dengan:

R_{it} = *return* saham *i* pada waktu *t*
 P_{it} = harga saham *i* pada waktu *t*
 P_{it-1} = harga saham *i* pada waktu *t-1*

2.3.2. Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih dari *return* aktual dari suatu saham dengan suatu tolak ukurnya (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). *Abnormal return* dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2.2)$$

Dengan:

AR_{it} = *abnormal return* saham *i* pada waktu *t*
 R_{it} = *actual return* saham *i* pada waktu *t*
 $E(R_{it})$ = *expected return* saham *i* pada waktu *t*

2.3.3. Expected Return

Expected return merupakan *return* yang diharapkan oleh investor dari investasinya. *Expected return* ini diperoleh dengan menggunakan estimasi.

Terdapat berbagai metode untuk menghitung *expected return* antara lain (Sinta, 2004):

a. *Mean adjusted model*

$$E(R) = k \quad (2.3)$$

Mean adjusted model mengestimasi *expected return* dari suatu saham merupakan suatu bilangan tertentu. Angka ini berbeda-beda untuk masing-masing saham.

b. *Market adjusted model*

$$E(R) = E(R_m) \quad (2.4)$$

Market adjusted model menghitung *expected return* untuk seluruh saham adalah sama dengan *expected return* dari pasar secara keseluruhan.

c. *Capital Aset Pricing Model*

$$E(R) = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.5)$$

Pada model CAPM ini, *expected return* dari suatu saham adalah tingkat suku bunga bebas risiko ditambah dengan *risk premium*. *Risk premium* dihitung dari *beta* suatu saham dikalikan selisih antara *return pasar* dengan tingkat *return risk free*.

d. *Portofolio adjusted model*

Model ini mengestimasi *expected return* dari suatu saham sama dengan *expected return* dari suatu portofolio yang terdiri dari saham-saham yang memiliki kesamaan karakteristik dengan saham yang bersangkutan.

e. *Market Model*

- *Single Index Market Model*

$$E(R) = \alpha + \beta R_m \quad (2.6)$$

Single index market model berusaha mengestimasi *expected return* suatu saham yang dibandingkan dengan *return pasar*.

- *Multifactor Market Model*

Pada model ini, *expected return* suatu saham selain dipengaruhi oleh *return pasar* juga dipengaruhi oleh faktor-faktor lainnya.

2.4. Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar modal berhubungan dengan efisiensi informasi yang mengukur seberapa cepat dan akurat pasar dapat menyerap informasi yang baru. Pasar dapat dikatakan efisien ketika harga dari semua sekuritas telah merefleksikan seluruh informasi yang relevan dengan cepat. Karena harga saham telah mencerminkan semua informasi, maka harga tidak akan membentuk suatu pola tertentu atau sering disebut dengan *random walk*. Pola *random walk* adalah pola perubahan harga yang bersifat independen, harga di masa lalu tidak dapat digunakan untuk memperkirakan harga di masa depan (Suha, 2004).

Pada pasar yang efisien, adanya suatu informasi yang ada di pasar langsung diantisipasi oleh para pelaku pasar untuk mengambil keputusan untuk membeli atau menjual sehingga langsung mengakibatkan perubahan terhadap harga lalu kemudian harga kembali stabil. Hal ini mengakibatkan investor tidak dapat memperoleh *excess return* karena sudah tercermin dalam harga yang terbentuk. Di pasar yang efisien, harga dari suatu sekuritas telah sama dengan nilai intrinsiknya, yang telah merefleksikan seluruh informasi mengenai prospek sekuritas tersebut. Terdapat tiga bentuk efisiensi pasar:

a. *Weak form*

Pada jenis pasar ini, harga sekuritas telah merefleksikan seluruh informasi perdagangan sekuritas seperti harga historis, volume, dan tingkat *return*. Karena jenis efisiensi pasar ini mengasumsikan bahwa harga pasar telah merefleksikan seluruh pola *return* masa lalu dan informasi pasar sekuritas lainnya, maka analisa teknikal yang menekankan pada pola harga historis hanya memiliki sedikit atau bahkan tidak bernilai dalam memprediksi perubahan harga di masa depan. Sinyal beli atau jual yang dihasilkan dari analisa teknikal telah diketahui secara umum sehingga langsung menghasilkan perubahan harga seketika.

b. *Semi strong form*

Pada bentuk pasar ini, harga tidak hanya mencerminkan data pasar (harga dan volume) yang tersedia tapi juga termasuk seluruh informasi publik yang tersedia di pasar seperti *earnings*, dividen, produk baru, dan

perubahan akuntansi. Jika pasar modal telah termasuk dalam jenis pasar ini, maka analisa fundamental maupun analisa teknikal menjadi tidak bernilai lagi.

c. *Strong form*

Pada bentuk pasar ini, harga telah merefleksikan seluruh informasi baik informasi yang bersifat publik maupun privat. Dalam bentuk pasar ini, tidak ada investor yang mampu untuk memperoleh *abnormal return* dalam jangka waktu yang wajar.

2.5. Anomali Pasar

Ziembra 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 month effect*, *holiday effect*, *Monday effect*, dan *day of the week effect*. Sedangkan yang termasuk dengan *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*.

Ziembra dan Hensel (1994) juga berpendapat bahwa terdapat beberapa penyebab timbulnya anomali yang menyebabkan terjadinya kenaikan *return* ekuitas jangka pendek, antara lain:

- a. Adanya kenaikan dari arus kas pada sebelum maupun selama periode anomali tersebut terjadi.
- b. Adanya kebijakan dari investor institusional seperti dana pensiun yang menginvestasikan dananya pada hari terakhir dari perdagangan dalam suatu bulan karena performa mereka biasanya diukur dari harga penutupan terakhir dari suatu bulan.
- c. Adanya perilaku dari investor seperti sentimen investor yang mengakibatkan pembelian atau penjualan yang berlebihan.
- d. Adanya waktu-waktu tertentu yang terdapat arus informasi yang *favorable* atau *unfavorable* bagi investor.
- e. Keterlambatan dari pasar untuk beraksi terhadap informasi yang baru seperti perubahan *earnings*, perubahan peringkat, dan lain-lain.

2.5.1. Anomali Kalender

Menurut Zafar, Shah, dan Urroj (2009), anomali kalender adalah adanya pola-pola yang konsisten yang terjadi pada suatu interval waktu secara teratur atau pada waktu spesifik pada tanggal-tanggal tertentu. Anomali kalender menunjukkan bahwa harga dari suatu saham dapat naik atau turun berdasarkan efek musiman. Keberadaan dari anomali kalender ini merupakan negasi dari konsep efisiensi pasar yang menyatakan bahwa tidak ada investor yang dapat memperoleh *excess return* di pasar.

2.5.2. Efek Pergantian Bulan (*Turn of the Month Effect*)

Efek pergantian bulan merupakan salah satu contoh anomali kalender (anomali musiman). Anomali ini menunjukkan bahwa rata-rata *return* harian saham pada periode pergantian bulan berbeda dengan rata-rata *return* harian pada hari lainnya. Menurut Barone (1989) seperti dikutip dalam Bahadur dan Joshi (2005), salah satu hipotesis yang dapat menjelaskan adanya anomali ini adalah *liquidity trading* yaitu permintaan terhadap sekuritas di pasar oleh investor individual mengalami kenaikan pada akhir bulan karena mereka memperoleh pembayaran gaji yang kemudian diinvestasikan dengan membeli sekuritas di pasar.

Hipotesis lainnya yang dapat menjelaskan ialah dari sisi investor institusional yang melakukan *portfolio rebalancing*. Investor institusional ini biasanya banyak melakukan pembelian pada akhir bulan karena performa mereka biasanya dipublikasikan berdasarkan penghitungan harga di akhir bulan.

Dari penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lakonishok dan Smidt (1988), Kunkel, Compton, dan Beyer (2003), Feund, Jain, dan Puri (2007), serta Zafar, Shah, dan Urooj (2009), penelitian ini mendefinisikan periode pergantian bulan adalah hari terakhir perdagangan (t_{-1}) sampai dengan tiga hari perdagangan pertama pada awal bulan (t_{+3}).

2.6. Likuiditas Saham

Pasar modal dapat dikatakan likuid apabila investor dapat melakukan transaksi penjualan dan pembelian dari sekuritas yang ada di pasar dengan cepat dan dengan biaya transaksi yang rendah. Kecepatan dari transaksi yang dilakukan dapat terlihat dari kecepatan perubahan atau fluktuasi harga sekuritas yang ada, misalnya saham yang diperdagangkan (Suha, 2004). Untuk pasar secara keseluruhan, likuiditas dapat didefinisikan sebagai volume dan profil dari penawaran dan permintaan yang efektif. Penawaran dan permintaan yang efektif menunjukkan potensi kebutuhan perdagangan dari setiap anggota pasar pada suatu waktu. Hal ini tidak selalu terlihat dari *order book* atau *order flows* tapi juga dari *trading costs* seperti pajak, biaya transaksi, *implicit costs* akibat dari adanya *information asymmetry* antara anggota pasar (Muranaga, 2005).

Berdasarkan pengertian ini, konsep likuiditas memiliki sekurang-kurangnya empat dimensi yaitu (Ekaputra, 2004):

- a. *Immediacy*, merupakan biaya melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu dengan segera.
Pada dimensi *immediacy*, *trader* yang ingin segera melakukan aksi beli atau jual dapat menggunakan *market order*. Hal ini dapat dilihat dari *bid ask spread*. Semakin besar *spread* yang terjadi, maka semakin tinggi biaya likuiditas yang harus ditanggung oleh investor.
- b. *Width*, menunjukkan *market spread* atau selisih minat beli terbaik dan minat jual terbaik dalam jumlah tertentu di pasar. Dimensi *width* menunjukkan seberapa tinggi *spread* yang terjadi di pasar.
- c. *Depth*, mengungkapkan jumlah atau nilai transaksi yang dapat dilakukan pada tingkat harga tertentu.
- d. *Resiliency*, menyatakan seberapa cepat harga dapat kembali pada tingkat yang semestinya apabila pada suatu saat terdapat arus order (*order flow*) yang tidak seimbang. Biasanya hal ini terjadi karena adanya pengajuan order beli atau jual oleh investor yang belum memperoleh informasi yang tepat (*uninformed investor*).

Secara umum, indikator-indikator untuk mengukur likuiditas dapat digolongkan menjadi dua jenis yaitu *trade based measures* dan *order based measures* (Marshall, 2006).

a. *Trade based measures*

Variabel-variabel yang termasuk dalam *trade based measures* adalah nilai perdagangan, volume perdagangan, frekuensi dan *turnover ratio*. Penelitian ini cukup banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya, mudah untuk dihitung (karena datanya langsung tersedia), dan paling umum dikenal oleh masyarakat. Namun yang menjadi masalah adalah *trade based measures* lebih mencerminkan akan transaksi *ex-post* (sudah terjadi) dibandingkan ukuran *ex-ante*. Hal ini menunjukkan apa yang sudah ditransaksikan oleh investor di masa lalu, sehingga indikator ini kurang baik untuk menunjukkan apa yang akan diperdagangkan di masa depan (Marshall, 2006).

b. *Order based measures*

Variabel-variabel yang termasuk dalam *order based measures* antara lain *bid-ask spread* (*nominal spread*, *relative spread*) dan *bid-ask depth*. *Nominal spread* adalah selisih antara minat harga jual terbaik dengan minat harga beli terbaik, sedangkan *relative spread* adalah *nominal spread* dibagi dengan nilai tengah antara minat harga jual beli terbaik dan minat harga beli terbaik. *Bid-ask depth* melihat volume pada minat jual terbaik dan minat beli terbaik. Secara umum, *order based measures* merupakan ukuran yang efektif terhadap likuiditas untuk investor kecil karena order yang mereka masukan dapat terpenuhi di pasar pada harga *bid* maupun order yang tersedia. Namun ukuran ini tetap memiliki kelemahan, yaitu untuk investor besar, mereka kemungkinan besar tidak dapat melakukan keseluruhan order mereka pada harga *bid* maupun harga *ask* terbaik yang ada di pasar melihat besarnya ukuran transaksi yang mereka lakukan (Marshall, 2006).

2.7. Penelitian tentang Anomali Kalender

2.7.1. Penelitian Anomali Kalender di Luar Negeri

Salah satu penelitian awal mengenai anomali kalender dilakukan oleh Lakonishok dan Smidt (1988). Penelitian ini menggunakan data 90 tahun dari indeks Dow Jones Industrial Average. Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat anomali *return* pada *turn of the week*, *turn of the month*, *turn of the year* dan saat hari libur. Pada anomali bulanan, ditemukan bahwa paruh pertama bulan (hari ke-1 sampai hari ke-15) memiliki *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan paruh kedua (sisa hari perdagangan). Penelitian ini juga menemukan bahwa telah terjadi *weekend effect*, yaitu hari Senin memiliki *return* yang negatif, sedangkan hari Jumat memiliki tingkat *return* yang lebih tinggi. Untuk anomali hari libur, ditemukan bahwa pada hari sebelum libur ternyata *return* lebih tinggi sebesar 23 kali dibandingkan dengan rata-rata *return* harian biasa. Anomali lainnya yang ditemukan adalah *end of December return*, yakni terjadi kenaikan *return* pada akhir tahun.

Agrawal dan Tandon (1994) melakukan penelitian pada bursa efek di 18 negara mengenai keberadaan beberapa anomali kalender yaitu *weekend effect*, *turn of the month effect*, *end of December effect*, *monthly effect* dan *Friday the thirteen effect*. Negara yang diteliti meliputi 10 negara Eropa (Belgia, Denmark, Prancis, Jerman, Italia, Luxemburg, Belanda, Swedia, Swiss, UK), 3 negara Asia (Hongkong, Jepang, Singapura), 2 negara Amerika Latin (Brazil, Mexico), Kanada, Australia, Selandia Baru. Penelitian ini menggunakan periode penelitian dari tahun 1971 sampai dengan 1987. Dari hasil pengujian yang dilakukan, ditemukan keberadaan *day of the week effect*, *turn of the month effect*, *holiday effect*, dan *month of the year effect*. Sementara anomali *Friday the thirteen effect* tidak ditemukan secara internasional. Hasil penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2-1.

Tabel 2-1
Hasil Penelitian Agrawal dan Tandon (1994) tentang Anomali Kalender

Seasonality	Our Findings
1. Day of the week effect	<ul style="list-style-type: none"> a. Lowest and negative returns occur on Mondays in nine countries and on Tuesdays in eight of the remaining countries. b. Friday's returns are large and significantly positive in all the countries except Luxembourg. c. In sub-period tests, the pattern (a) above is present in the 1970s, but disappears in the 1980s. Pattern (b) holds in both decades. d. Variance of stock returns is highest on Mondays and lowest on Fridays. e. Monday returns are lower when the market dropped over the previous week than when it did not.
2. Turn of the month effect	<ul style="list-style-type: none"> a. Returns are unusually large around the turn of the month and the last trading day in nine countries. b. Effect is present only in the 1970s but not in 1980s.
3. December-end/Holiday effect	<ul style="list-style-type: none"> a. Pre-holiday returns are large in eleven countries. b. Inter-holiday returns are unusually large in most countries.
4. Month of the year effect	Returns are large in January and low in December in most countries.
5. Friday the thirteenth superstition effect	Not found internationally.

Sumber: Agrawal dan Tandon (1994)

Lauterbach dan Ungar (1995) melakukan penelitian di Israel mengenai efek musiman. Penelitian ini berusaha melihat keberadaan *day of the week effect*, *holiday effect*, *turn of the month effect*, *half month effect*, dan *turn of the year effect*. Penelitian ini menggunakan *General Price Index* dan *Industrial Stock Price Index* yang dikeluarkan *Tel-Aviv Stock Exchange* pada periode 1977 sampai 1992. Untuk *day of the week effect*, ditemukan bahwa hari pertama (Minggu) dan hari terakhir perdagangan (Kamis) memiliki rata-rata *return* tertinggi, sedangkan hari Senin memiliki rata-rata *return* terendah. Untuk *holiday effect*, ditemukan bahwa rata-rata *return* pada hari sebelum liburan lebih tinggi dibandingkan rata-rata *return* selain hari liburan. Untuk *turn of the month effect*, penelitian ini mendokumentasikan bahwa *return* pada hari pertama dan hari terakhir pada suatu bulan lebih tinggi dibandingkan pada rata-rata *return* hari lain pada bulan tersebut. Mengenai *half month effect*, penelitian ini menemukan bahwa rata-rata *return*

pada setengah bulan pertama lebih tinggi dibandingkan setengah bulan kedua. Anomali terakhir yang diteliti adalah mengenai *turn of the year effect*. Penelitian ini mendokumentasikan bahwa ternyata pada hari terakhir dan hari pertama pada suatu tahun perdagangan memiliki rata-rata *return* yang sangat tinggi.

Booth, Kallunki, dan Martikainen (2001) meneliti tentang efek pergantian bulan serta hubungannya dengan likuiditas di *Helsinki Stock Exchange*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 148 perusahaan pada periode 1991 sampai 1997. Dari hasil pengujian yang dilakukan ditemukan bahwa ternyata efek pergantian bulan yang terjadi pada bursa ini berhubungan dengan kenaikan likuiditas yang diukur dengan menggunakan variabel volume, nilai perdagangan, dan jumlah transaksi. Selain itu, penelitian ini juga mencoba melihat jenis investor yang mengakibatkan kenaikan volume perdagangan pada periode pergantian bulan dengan membagi ukuran *trade* menjadi ukuran kecil, sedang, dan besar. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa ternyata investor yang melakukan perdagangan dengan ukuran *trade* besar yang mengakibatkan kenaikan likuiditas. Namun, investor kecil juga dapat berada di belakang *trade* yang besar bila mereka melakukan investasi melalui reksadana.

Kunkel, Compton, dan Beyer (2003) melakukan penelitian terhadap 19 pasar modal di dunia untuk menginvestigasi keberadaan efek pergantian bulan. Nilai kapitalisasi dari 19 negara ini mencakup 86% dari total nilai ekuitas di dunia (per Desember 1998). Penelitian ini secara empiris menemukan bahwa ternyata periode 4 hari pergantian bulan ($t-1$ sampai $t+3$) secara rata-rata mencakup 87% total *return* bulanan. Pada periode ini semua negara yang diteliti memiliki sedikitnya 1 *return* yang positif dan signifikan dan hampir semua negara memiliki antara 2 sampai dengan 4 *return* yang positif dan signifikan. Penelitian ini menemukan bahwa 16 dari 19 negara yang diteliti terjadi efek pergantian bulan, yaitu 8 negara di benua Eropa (Austria, Belgia, Denmark, Prancis, Jerman, Belanda, Swiss, dan UK), Australia, Jepang, Selandia Baru, Singapura, Kanada, Amerika Serikat, Meksiko, dan Afrika Selatan.

Bahadur dan Joshi (2005) meneliti anomali kalender di pasar modal Nepal. Penelitian ini menggunakan data *Nepal Stock Exchange Index* dari tahun 1995 sampai 2004. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada pasar modal Nepal,

terjadi anomali *day of the week effect* secara konsisten dari tahun ke tahun dan adanya anomali *holiday effect*, *turn of the month effect* dan *time of month effect* yang semakin melemah dari tahun ke tahun. Untuk efek pergantian bulan, ditemukan bahwa secara empiris perbedaan rata-rata *return* pada periode pergantian bulan dan hari lainnya tidak signifikan secara statistik pada hampir semua periode. Hasil dari penelitian ini tidak ditemukan bukti keberadaan anomali *month of the year effect* dan *half month effect*.

Feund, Jain, dan Puri (2007) berusaha menginvestigasi keberadaan *turn of the month effect* pada bursa efek India. Penelitian ini menggunakan rata-rata harian dari *S&P Nifty index* (indeks saham yang berisi 50 saham yang dikeluarkan oleh *India Services & Products Limited*) pada periode 1992 sampai dengan 2004. Indeks saham ini merupakan *leading index* dari perusahaan besar di *National Stock Exchange of India* dan merepresentasikan 25 sektor dari ekonomi. Penelitian ini mendokumentasikan bahwa rata-rata *return* secara signifikan lebih tinggi untuk hari perdagangan yang terjadi pada periode pergantian bulan (t_{-1} sampai t_{+3}). Walaupun setelah mengontrol potensial keberadaan *January effect* dan *weekend effect*, tetap ditemukan keberadaan efek pergantian bulan di bursa efek India.

Zafar, Shah, dan Urooj (2009) melakukan penelitian tentang anomali kalender di bursa efek Karachi di Pakistan. Penelitian ini menggunakan *Karachi Stock Exchange Index 100* yang merepresentasikan 86% dari total kapitalisasi pasar di bursa efek Nepal. Periode penelitian yang digunakan berlangsung dari tahun 1991 sampai dengan 2007. Penelitian ini berusaha untuk menginvestigasi keberadaan dari *turn of the month effect* dan *time of month effect* dengan menggunakan *return* pasar harian. Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa ternyata terdapat keberadaan dari anomali *turn of the month effect* dan *time of month effect*. Rata-rata *return* pada periode pergantian bulan (t_{-1} sampai dengan t_{+3}) lebih tinggi dibandingkan dengan hari lainnya dalam suatu bulan dan rata-rata *return* pada seperti bagian pertama suatu bulan juga secara signifikan lebih tinggi dibandingkan dua pertiga bagian lainnya dalam bulan tersebut.

2.7.2. Penelitian Anomali Kalender di Indonesia

Pangaribuan (2003) meneliti mengenai *day of the week effect* pada pasar modal Indonesia. Penelitian ini menggunakan dua periode pengamatan yaitu sebelum krisis ekonomi dimulai (1 Januari 1996 – 31 Juli 1997) dan periode setelah krisis ekonomi dimulai (1 September 1997 – 31 Desember 2001). Dari hasil pengujian yang dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terdapat anomali *day of the week effect* pada tingkat imbal hasil harian IHSG periode sebelum maupun setelah krisis serta tidak terdapat *day of the week effect* pada tingkat imbal hasil harian IHSG pada periode sebelum dan setelah krisis.

Hikmah (2003) melakukan penelitian untuk melihat adanya anomali *weekend effect* di pasar modal Indonesia dengan menggunakan indeks LQ45 pada periode 2001-2002. Penelitian ini menggunakan tiga model untuk menghitung *return* harian yaitu $Close_t/Close_{t-1}$, $Close_t/Open_t$, dan $Open_t/Close_{t-1}$. Dengan menggunakan model pertama dan kedua ditemukan adanya efek akhir pekan sedangkan pada model ketiga disimpulkan tidak adanya *weekend effect* yang timbul di pasar modal Indonesia. Hal ini berbeda dengan hasil di negara lain dikarenakan setiap pasar modal memiliki karakteristik mikrostruktur yang berbeda seperti mekanisme perdagangan yang diterapkan, perilaku perdagangan dari para pelaku serta interaksi antara mereka yang membentuk formasi harga dan pergerakannya.

Hendrawan (2004) meneliti mengenai keberadaan *holiday effect* di Indonesia pada periode 1998-2003. Penelitian ini menggunakan hari libur nasional untuk melihat efek hari libur dan ditemukan bahwa *return* tidak dipengaruhi oleh preferensi hari sebelum libur nasional atau hari setelah libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan biasa. Secara statistik terbukti bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan baik pada *return* saham maupun varians antara rata-rata *return* sebelum hari libur nasional dan setelah hari libur nasional terhadap hari perdagangan biasa.

Sinta (2004) berusaha menginvestigasi keberadaan *January effect* di Indonesia dengan menggunakan indeks LQ45 pada tahun 1998-2003. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi *January effect* di Indonesia. Secara umum dari penelitian ini terlihat bahwa terdapat *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.

Binarto (2006) juga melakukan penelitian terhadap keberadaan *day of the week effect* di Indonesia. Dalam penelitian ini digunakan data Indeks Harga Saham Gabungan dan Indeks LQ45 pada periode 1983 sampai 2004. Dengan menggunakan regresi variabel *dummy* ditemukan bahwa pada keseluruhan periode penelitian tidak terjadi anomali namun hanya terjadi pada periode tertentu saja. Penelitian ini juga menemukan bahwa tidak terjadi *Monday effect* tetapi justru pada hari Selasa yang menghasilkan rata-rata *return* terendah dibandingkan dengan hari lainnya. Hal ini berbeda dengan penelitian lain yang menemukan adanya *Monday effect* yang menyatakan justru hari Senin yang memiliki rata-rata *return* terendah. Dengan pengujian analisa varians (ANOVA) ditemukan bahwa pada keseluruhan periode tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* pada masing-masing hari perdagangan.

2.8. Penelitian Hubungan Likuiditas dengan Return

2.8.1. Penelitian Hubungan Likuiditas dengan Return di Luar Negeri

Amihud dan Mandelson (1989) berusaha meneliti efek dari *beta*, *bid-ask spread* dan *size* terhadap *return* saham. Penelitian ini menggunakan data dari *University of Chicago CRSP monthly series* dan *Fitch's Stock Quotation* pada NYSE pada periode 1960-1979. Periode tersebut dibagi menjadi tiga subperiode yaitu 1961-1980, 1961-1970, 1971-1980. Penelitian ini menemukan bahwa variabel *beta* dan *bid-ask spread* memiliki pengaruh positif yang konsisten dan signifikan pada seluruh periode yang diteliti. Sedangkan *size* memiliki pengaruh yang tidak konsisten pada subperiode yang diteliti.

Chordia, Subrahmanyam, dan Anshuman (2001) melakukan penelitian mengenai aktivitas perdagangan dan *expected return*. Penelitian ini menggunakan data *return* bulanan dari perusahaan yang terdaftar di NYSE dan AMEX pada periode 1966-1995. Penelitian ini juga menggunakan aktivitas perdagangan (*trading value* dan *turnover*) sebagai *proxy* dari likuiditas. Dari hasil pengujian

yang dilakukan ditemukan bahwa terdapat pengaruh negatif dari nilai perdagangan dan *turnover* saham terhadap *return* setelah mengontrol *size*, *book to market ratio*, *dividend yield*, dan *momentum*. Penelitian ini juga menunjukkan ternyata aktivitas perdagangan merupakan salah satu faktor yang dapat menjelaskan *return* saham.

Jun, Marathe, dan Shawky (2003) melakukan penelitian terhadap 27 negara berkembang pada tahun 1992 sampai dengan 1999 mengenai likuiditas pasar modal. Penelitian ini menemukan bahwa ternyata *return* saham pada negara berkembang ternyata berhubungan positif dengan likuiditas pasar yang diukur dengan *turnover ratio*, *trading value*, dan *turnover-volatility multiple*. Penemuan ini mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa ternyata pasar di negara berkembang memiliki tingkat integrasi yang rendah dengan ekonomi global. Hal ini berbeda dengan teori *market microstructure* yang diteliti di negara-negara maju.

Marshall dan Young (2003) meneliti hubungan antara likuiditas dengan *return* saham pada bursa saham Australia yang merupakan *pure order driven market*. Dalam penelitian ini digunakan data seluruh perusahaan yang terdaftar di *Australian Stock Exchange* pada periode 1994-1998. Likuiditas diukur dengan menggunakan variabel *relative bid-ask spread*, *turnover rate* dan *amortized spread* (*spread* dikalikan dengan *turnover rate*). Penelitian ini juga menggunakan variabel lain seperti *beta* dan *size*. Dari hasil pengujian yang dilakukan ditemukan bahwa ternyata terdapat hubungan yang negatif antara *return* dan *spread*, hubungan yang positif negatif antara *abnormal return* dengan *turnover*, dan tidak ada hubungan yang signifikan antara *amortized spread* dengan *abnormal return* saham. Sedangkan untuk *beta* dan *size* ditemukan bahwa variabel ini memiliki hubungan yang negatif secara signifikan dengan *return* di pasar modal Australia.

Dey (2005) melihat pengaruh dari *turnover* terhadap *return* pada 48 pasar modal di dunia pada periode 1995 sampai 2001. Penelitian ini menemukan bahwa *turnover* ditentukan oleh *size*, *age*, sistem order dari bursa yang bersangkutan, dan *growth*. Secara umum, negara-negara dengan *common law system* dari Inggris menyediakan perlindungan yang sama terhadap pemegang saham dan memiliki *turnover* yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara-negara *civil law*. Selain

itu, juga ditemukan bahwa investor mengharapkan *expected return* yang lebih tinggi pada pasar yang memiliki tingkat *turnover* tinggi. Namun, yang harus diperhatikan adalah hal ini hanya berlaku pada pasar yang sedang berkembang. Pada negara maju ditemukan bahwa variabel *turnover* lebih dipengaruhi oleh volatilitas.

2.8.2. Penelitian Hubungan Likuiditas dengan *Return* di Indonesia

Widyastuti (2002) berusaha meneliti pengaruh *beta* dan likuiditas (yang diukur dari *bid-ask spread per price*) terhadap rata-rata *return* saham di pasar modal Indonesia. Penelitian ini menggunakan dua periode pengamatan yaitu periode sebelum krisis (Januari 1995 sampai Desember 1996) dan periode selama krisis (Januari 1997 sampai Desember 1999) dengan menggunakan sampel 36 perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga berusaha melihat pengaruh variabel seperti *firm size*, *price to book value*, dan *cashflow yield* yang merupakan anomali terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada kedua periode pengamatan *beta* dan *spread* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan untuk regresi dengan variabel lain yang merupakan anomali ditemukan bahwa ternyata variabel *size* dan PBV memiliki pengaruh negatif terhadap *return* sedangkan *cashflow yield* memiliki pengaruh positif terhadap *return*.

Angeline (2007) meneliti pengaruh dari likuiditas saham (*relative bid-ask spread*), *leverage* (*debt to equity ratio*), dan risiko sistematis (*beta*) terhadap *return* saham. Penelitian ini menggunakan sampel 31 perusahaan *consumer goods* pada periode 2003-2005. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat korelasi yang positif dan pengaruh yang signifikan antara likuiditas saham, tingkat *leverage* dan *beta* terhadap *return* saham baik dalam regresi secara parsial maupun dengan regresi keseluruhan variabel sekaligus.