



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH INVESTOR INSTITUSI DAN INDIVIDU
TERHADAP *DAY-OF-THE-WEEK EFFECT* DI
BURSA EFEK INDONESIA**

TESIS

DIAN KURNIASARIE
0806479906

FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
DESEMBER 2010



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH INVESTOR INSTITUSI DAN INDIVIDU
TERHADAP *DAY-OF-THE-WEEK EFFECT* DI
BURSA EFEK INDONESIA**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen
pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi,
Universitas Indonesia

DIAN KURNIASARIE
0806479906

FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMAN KEUANGAN
JAKARTA
DESEMBER 2010

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar**

Nama : Dian Kurniasarie
NPM : 0806479906
Tanda Tangan :

Tanggal :

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Dian Kurniasarie
NPM : 0806479906
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Pengaruh Investor Institusi dan Individu Terhadap
Day-Of-The-Week Effect di Bursa Efek Indonesia

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Rofikoh Rokhim S.E., SIP., DEA., PhD (_____)

Penguji : Dr. Dewi Hanggraeni MBA (_____)

Penguji : Dr. Muhammad Muslich MBA (_____)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : _____

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur dipanjatkan kepada Allah SWT, atas berkah dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Tesis dengan judul Pengaruh Investor Institusi dan Individu Terhadap *Day-of-The-Week Effect* di Bursa Efek Indonesia ditulis untuk memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada berbagai pihak yang secara langsung maupun tidak langsung telah memberikan bimbingan, bantuan, serta dorongan semangat sehingga tesis ini dapat terselesaikan. Untuk itu penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD selaku ketua Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
2. Ibu Rofikoh Rokhim S.E., SIP., DEA., PhD selaku dosen pembimbing yang telah banyak membantu dalam proses perkuliahan dan menyediakan waktu, tenaga serta pikiran untuk memberikan arahan dalam penyusunan tesis ini.
3. Ibu Dr. Dewi Hanggraeni MBA dan Bapak Dr. Muhammad Muslich MBA selaku dosen penguji tesis ini.
4. Bapak Prof. I Gusti Ngurah Agung Ph. D selaku *Board of Advisors* pada *the Ary Suta center* yang memberikan arahan dalam penyusunan tesis ini.
5. Seluruh jajaran dosen Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah banyak membantu dalam proses perkuliahan dan penulisan tesis ini.
6. Seluruh jajaran Direksi dan Manajemen PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) yang telah memberikan kesempatan, bantuan dan dorongan dalam bentuk beasiswa kepada penulis dalam mengikuti program pendidikan S2.
7. Suami – Mohamad Dess Syabar dan *my lovely princess at home* Aliya Fahmara dan Fathiyya Inara yang telah dengan sabar memberikan kesempatan

untuk penulis sekolah lagi, dukungan dan doa, yang senantiasa menjadi pemicu semangat bagi penulis untuk menyelesaikan perkuliahan maupun penyusunan tesis ini.

8. Seluruh kakak dan adik keluarga besar H. Abdoel Rivai (alm.) dan H. M. Agus Kahpi (alm.) yang telah memberikan dukungan dan doa untuk menyelesaikan perkuliahan maupun penyusunan tesis ini.
9. Bagian *Research* Bursa Efek Indonesia atas informasi datanya guna mendukung penyusunan tesis ini.
10. Rekan-rekan di KSEI dan rekan-rekan mahasiswa F082 Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia, yang telah memberikan masukan yang membangun serta dukungan kepada penulis selama masa perkuliahan dan penyusunan tesis ini.
11. Pihak-pihak lain yang turut membantu penulis dalam masa perkuliahan dan dalam proses penyusunan tesis ini dan tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Dengan segala kerendahan hati, penulis menyadari akan keterbatasan ilmu pengetahuan dan pengalaman yang dimiliki sehingga tesis ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang membangun dari berbagai pihak untuk menyempurnakan tesis ini.

Penulis berharap tesis ini dapat memberikan manfaat kepada pihak yang membutuhkan, dan dapat menjadi dasar penelitian selanjutnya yang lebih lengkap dan sempurna.

Jakarta, 29 Desember 2010

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Dian Kurniasarie
NPM : 0806479906
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

Pengaruh Investor Institusi dan Individu Terhadap *Day-of-The-Week Effect* Di Bursa Efek Indonesia

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Jakarta
Pada tanggal: 29 Desember 2010
Yang Menyatakan

(Dian Kurniasarie)

ABSTRAK

Nama : Dian Kurniasarie
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Pengaruh Investor Institusi dan Individu Terhadap *Day-of-The-Week Effect* Di Bursa Efek Indonesia

Telah banyak penelitian dilakukan untuk melihat apakah *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* terjadi di bursa-bursa dunia. Penelitian dalam tesis ini melihat apakah *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta hubungan antara kepemilikan Efek investor institusi dan investor individu terhadap *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*. Dengan menggunakan data IHSG dan harga saham dari BEI serta data kepemilikan Efek investor institusi dan investor individu di PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) untuk periode bulan Januari 2004 hingga bulan September 2010, didapatkan bahwa terdapat *weekend effect* selama periode penelitian. Akan tetapi apabila data tersebut dipecah menjadi tahunan maka didapatkan *weekend effect* pada tahun penelitian 2004, 2005, 2006 dan 2008. Tahun 2007 *day-of-the-week effect* terjadi di hari Rabu dan tahun 2009 serta 2010 *day-of-the-week effect* terjadi di hari Selasa. Perubahan *mean* persentasi tingkat kepemilikan saham investor institusi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan *mean day-of-the-week return*. Akan tetapi perubahan *mean* persentasi tingkat kepemilikan saham investor individu berpengaruh secara terhadap perubahan *mean day-of-the-week return*.

Kata kunci:

Weekend effect, *day-of-the-week effect*, investor institusi, investor individu

ABSTRACT

Name : Dian Kurniasarie
Study Program : Magister Manajemen
Title : The Impact of Institution Investor and Individual Investor to The Day-of-The-Week Effect In Indonesian Stock Exchange

A lot of studies have been performed to find out the presence of weekend effect or day-of-the-week effect in the stock exchange worldwide. The purpose of the this thesis are to observe whether there is evidance of weekend effect or day-of-the-week effect in Indonesian Stock Exchanges (IDX) and to examine the correlation between the Securities ownership of institutional and individual investor and the weekend effect or day-of-the-week effect. This study employs the daily data of IHSG and closing price from IDX as well as the Securities ownership of institutional and individual investor in PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), covering the period January 2004 up until September 2010. The result of this study demonstrate that the weekend effect occuring during the study period. However if the data test are split into annual data, it shows that weekend effect occurred in 2004, 2005, 2006 and 2008. In 2007, the day-of-the-week effect is occurred on Wednesday and on Tuesday of 2009 and 2010. The study also indicates that the change of mean institutional investor share ownership percentage gave insignificant effect toward the change of mean of the day-of-the-week effect. On contrary, the change of mean of individual investors share ownership percentage gave significant effect toward change of mean of day-of-the-week return.

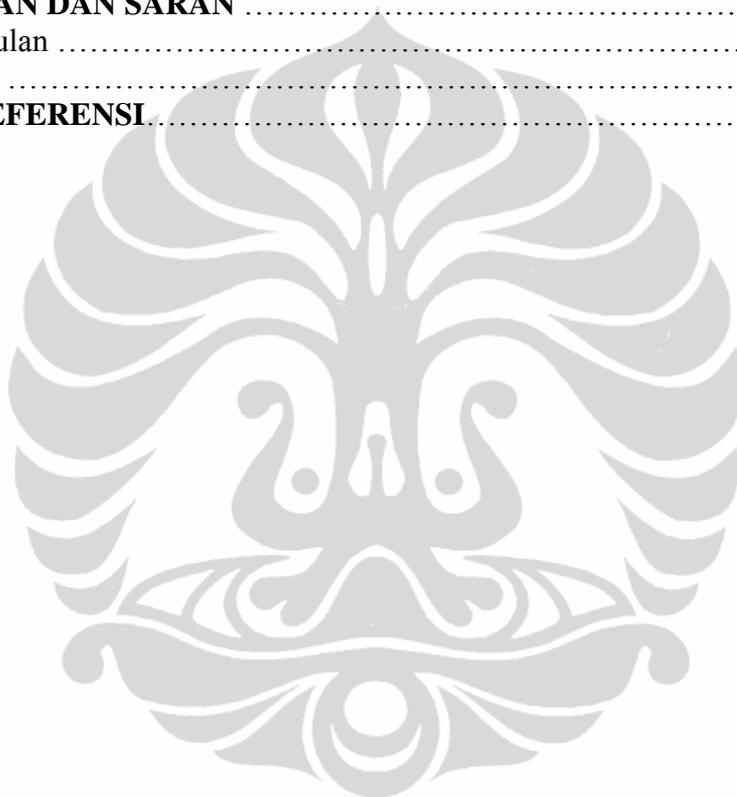
Key words:

Weekend effect, day-of-the-week effect, institutional investor, individual investor

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
KATA PENGANTAR	v
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	vii
ABSTRAK	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR PERSAMAAN	xiv
1. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	8
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Manfaat Penelitian	8
1.5. Lingkup Penelitian	9
1.6. Metodologi Penelitian	10
1.7. Sistematika Penelitian	11
2. TINJAUAN PUSTAKA	13
2.1. Pasar Modal	13
2.2. Struktur Pasar Modal Indonesia	13
2.2.1. Bapepam dan LK	13
2.2.2. Bursa Efek	15
2.2.3. Lembaga Kliring dan Penjaminan	17
2.2.4. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian	18
2.2.5. Perusahaan Efek	18
2.2.6. Bank Kustodian	20
2.3. Mekanisme Perdagangan di BEI	20
2.4. Indeks Harga Saham	22
2.5. Sub Rekening Efek	25
2.6. Konsep Penitipan Kolektif	27
2.7. Perilaku Investor	29
2.8. <i>Weekend Effect</i> atau <i>Day-of-The-Week Effect</i>	31
2.9. Pola Perdagangan Investor Terhadap <i>Weekend Effect</i> atau <i>Day-of-The-Week Effect</i>	36
3. METODE PENELITIAN	41
3.1. Data Penelitian	41
3.2. Pengolahan Data	43
3.2.1. Keberadaan <i>weekend effect</i> atau <i>day-of-the-week effect</i> di BEI	43
3.2.2. Hubungan antara kepemilikan investor institusi dan investor individu dengan <i>weekend effect</i> atau <i>day-of-the-week effect</i>	45
3.3. Teknis Pengolahan Data	48

4. PENGOLAHAN DATA DAN ANALISIS	49
4.1. Pendahuluan	49
4.2. Keberadaan <i>Weekend Effect</i> atau <i>Day-of-The-Week Effect</i> di BEI ...	49
4.2.1. Analisis statistik deskriptif	51
4.2.2. Uji 1-way Anova	51
4.3. Hubungan Antara Kepemilikan Saham Investor Institusi dan Investor Individu Dengan <i>Weekend Effect</i> atau <i>Day-of-The-Week Effect</i>	55
4.3.1. Pola kepemilikan saham investor individu dan institusi	56
4.3.2. Pola <i>day-of-the-week return</i>	58
4.3.3. Analisis berdasarkan portofolio nasabah	60
5. SIMPULAN DAN SARAN	65
5.1. Simpulan	65
5.2. Saran	66
DAFTAR REFERENSI	67



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1 – 1	IHSG Periode 2004 – 2010	3
Gambar 2 – 1	Struktur Rekening Pasar Modal, dimana IDX, KPEI dan KSEI bertindak sebagai <i>Self Regulatory Organization</i>	14
Gambar 2 – 2	Transaksi Bursa	21
Gambar 2 – 3	Penyimpanan Saham Dalam Penitipan Kolektif	28
Gambar 4 – 1	Histogram <i>return</i> harian pada periode bulan Januari 2004 – September 2010	52
Gambar 4 – 2	<i>Mean Return of Day-of-The-Week</i> dengan Persentasi Kepemilikan Efek	60



DAFTAR TABEL

Tabel 1 – 1	Rata-Rata Kepemilikan Saham Lokal dan Asing Berdasarkan Nilai Pada Periode 2003 – 2007	4
Tabel 2 – 1	Waktu Penyelesaian Transaksi Bursa	21
Tabel 2 – 2	Komposisi Kepemilikan Saham Per Tanggal 30 September 2010	27
Tabel 3 – 1	Data Saham Tercatat di BEI dan Data Kepemilikan Saham di KSEI per Tanggal 2 Januari 2004 dan 30 September 2010.....	42
Tabel 4 – 1	<i>Mean, Standard Deviasi dan T-statistic</i> Tahunan Periode Januari 2004 – September 2010	50
Tabel 4 – 2	Hasil Uji Normalitas <i>Mean Return</i> Tahunan periode Tahun 2004 – 2010	53
Tabel 4 – 3	Hasil Uji 1-Way Anova <i>Mean Return</i> Tahunan Periode Tahun 2004 – 2010	54
Tabel 4 – 4	Kepemilikan Harian Saham Investor Individu dan Institusi Tahunan Untuk Periode Januari 2004 – Juni 2010	56
Tabel 4 – 5	Nilai Transaksi Saham dan Persentase Total Perdagangan	58
Tabel 4 – 6	Nilai Kepemilikan Saham per Tahun Periode 2004 – 2010	58
Tabel 4 – 7	<i>Mean Day-of-the-Week Return dan Mean Average Other Day-of-The-Week Return</i> tahun 2004 – 2010	59
Tabel 4 – 8	Rata-rata Persentasi Kepemilikan Saham Tahunan Terbagi Dalam 20 Portofolio Periode Januari 2004 – September 2010	60
Tabel 4 – 9	Pengaruh Kepemilikan Efek Investor Institusi Terhadap <i>Mean Day-of-The-Week Return</i> Dari Setiap Portofolio, 2004 – 2010	62
Tabel 4 – 10	Pengaruh Kepemilikan Efek Investor Individu Terhadap <i>Mean Day-of-The-Week Return</i> Dari Setiap Portofolio, 2004 – 2010	63

DAFTAR PERSAMAAN

3.1	Pembentukan <i>return</i> IHSG.....	43
3.2	Total <i>value</i>	45
3.3	<i>Individual holding ratio</i>	45
3.4	<i>Institutional holding ratio</i>	45
3.5	Persamaan regresi	47



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar keuangan negara-negara berkembang (*emerging market*) seperti Indonesia umumnya memiliki tingkat likuiditas yang lebih rendah dari negara-negara maju. Faktor likuiditas ini merupakan penyebab utama tingginya tingkat fluktuasi di negara berkembang dan penghalang utama dalam pengembangan pasar keuangan (Rhee & Wang, 2009).

Harga saham yang terjadi di bursa merupakan harga konsensus di antara para investor, dan harga suatu saham dapat terjadi beberapa kali dalam satu hari dengan rentang lebar antara harga pasar terendah dan harga pasar tertinggi (Samsul, 2006). Pergerakan harga saham secara acak memperlihatkan bahwa fluktuasi harga saham tergantung pada informasi baru yang akan diterima, tetapi informasi tersebut tidak diketahui kapan diterimanya sehingga informasi dan harga saham menjadi tidak dapat diramalkan.

Setelah mengalami krisis keuangan di tahun 1997 pasar modal Indonesia kembali pulih. Hal ini dapat terlihat dari pergerakan positif Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang dikeluarkan PT Bursa Efek Indonesia (BEI), dimana pada bulan September tahun 1998 mencapai titik terendah pada posisi 256,834 dan di bulan Mei tahun 2007 untuk pertama kalinya bisa menembus angka diatas 2.000. Pertumbuhan indeks dari tahun 2002 – 2007 rata-rata setiap tahun naik 40%.

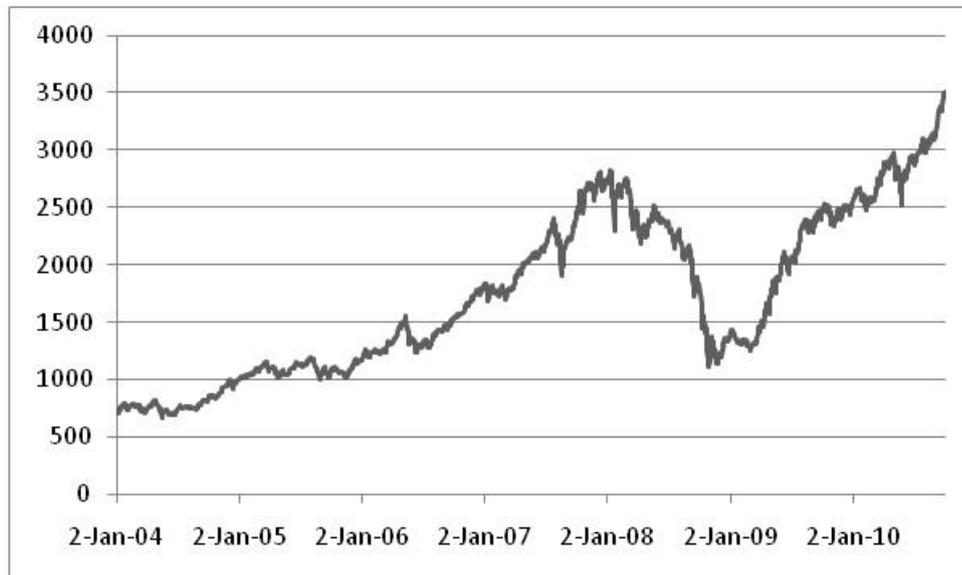
Sejak tahun 2007, dunia mengalami periode krisis keuangan terparah sejak periode waktu *the Great Depression* (Laeven & Valencia, 2010). Krisis 2007 diawali dengan jatuhnya *subprime mortgage* atau kredit kepemilikan rumah (KPR) *subprime* di Amerika Serikat dan menyebar ke seluruh dunia akibat adanya *exposure* aset perumahan di Amerika Serikat dalam bentuk *derivative* instrumen keuangan yang kompleks dan runtuhnya perdagangan dunia. Banyak negara yang

terpengaruh secara signifikan dengan adanya goncangan yang merugikan ini, dan berakibat pada krisis sistem perbankan di berbagai negara melalui campur tangan kebijakan. Krisis perbankan tidak hanya menimbulkan kerugian pada sistem keuangan tetapi pada sistem perekonomian secara keseluruhan. Krisis tidak hanya terjadi pada waktu dan negara tertentu. Hampir semua negara di dunia tidak dapat menghindari dari kondisi krisis ini dan krisis perbankan yang dialami setiap negara pun beragam. Walaupun krisis keuangan dimasa lampau berbeda dari sisi penyebab, pencetus dan dampak ekonominya, akan tetapi krisis-krisis tersebut memiliki kesamaan. Krisis perbankan sering diawali dengan pertumbuhan kredit yang tinggi untuk jangka waktu yang lama dan sering dihubungkan dengan ketidakseimbangan dalam *balance sheet* sektor swasta seperti perbedaan tanggal jatuh tempo, resiko pertukaran mata uang yang ditransaksikan menjadi resiko kredit di sektor perbankan.

Mortgage rate yang dapat disesuaikan merupakan pelindung terhadap tingginya inflasi di tahun 1980an (Moghaddam & Zhang, 2009). Meluasnya permintaan atas kebutuhan perumahan mengakibatkan peningkatan kebutuhan *mortgage* perumahan dan merupakan daya pikat penerbitan *subprime lending* oleh bank komersial serta peningkatan penawaran *mortgage backed securities*. Ditambah pula *rate* bunga yang flexible pada umumnya di bawah *fixed rate mortgage* sangat menarik bagi peminjam membeli dan memiliki rumah dengan harga di atas pendapatan yang diperbolehkannya. Pembelian rumah di Amerika Serikat yang didasarkan pada pendapatan nasional, sementara *mortgage* yang mereka miliki dijamin oleh pemerintah dan *mortgage backed securities* yang diterbitkan, dapat mengakibatkan *housing bubble* yang dapat meletus sewaktu-waktu saat resesi ekonomi.

Krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat berakibat pada tingginya angka penyitaan jaminan KPR yang telah menyebabkan lebih dari 24 perusahaan pemberi pinjaman *subprime mortgage* mengalami kepailitan, salah satunya adalah perusahaan terkemuka yaitu *New Century Financial Corporation*, yang merupakan perusahaan *subprime mortgage* terbesar kedua di Amerika Serikat. Kehancuran dari perusahaan-perusahaan *subprime mortgage* ini telah

mengakibatkan harga pasar saham berbasis *real estate investment trust* senilai 6,5 triliun USD jatuh dan membawa pengaruh meluas terhadap bursa saham Amerika Serikat serta kondisi perekonomiannya secara keseluruhan. Krisis ini berlanjut terus dan berpengaruh ke negara-negara lain termasuk Indonesia.



Gambar 1 - 1 IHSX Periode 2004 – 2010

Sumber: BEI (2010)

Dengan adanya krisis keuangan global yang dipicu krisis kredit perumahan *subprime mortgage* di Amerika Serikat pada tahun 2008, IHSX yang pernah mencapai puncaknya di tingkat 2.830,26 pada bulan Januari tahun 2008 jatuh 61% mencapai titik terendah di tingkat 1.111,39 pada bulan Oktober tahun 2008. Akan tetapi dalam waktu dua tahun pasar modal Indonesia pun kembali dapat mengatasinya dengan IHSX berhasil menembus angka 3.000 untuk pertama kalinya di tanggal 21 Juli 2010 dan pada tanggal 9 Desember 2010 mencapai posisi tertinggi dalam sejarah di angka 3.786,097.

Bursa dapat sedemikian rentan terhadap pergerakan dana jangka pendek, sebagaimana dapat kita saksikan dari imbas krisis utang pada bursa Asia di tahun 1997 dan krisis keuangan global di tahun 2008. Penelitian yang telah dilakukan oleh Bapepam dan LK pada periode 2000 – 2007 (Bapepam-LK, 2008), dapat menyimpulkan bahwa aliran modal asing (*capital inflow*) yang masuk ke Indonesia memberikan pengaruh positif terhadap pergerakan indeks harga saham

gabungan, dan juga memberikan pengaruh yang positif terhadap perubahan nilai tukar rupiah. Penelitian ini pun diperkuat dengan kepemilikan Efek tercatat di BEI dan terdapat di PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) pada periode sama yang memperlihatkan bahwa investor asing yang menguasai transaksi perdagangan di BEI sangat mempengaruhi pergerakan dari harga saham.

Tabel 1 - 1 Rata-Rata Kepemilikan Saham Lokal dan Asing Berdasarkan Nilai Pada Periode 2003 - 2007

	Rata-rata kepemilikan (Rp)	%
Lokal	223.314.840.226.382	30,57%
Asing	477.792.424.044.630	69,43%

Sumber: Database KSEI (2010)

Di penghujung tahun 2010 ini masuknya dana asing (*capital inflow*) ke Indonesia menjadi perhatian yang sangat penting bagi para pembuatan keputusan di pemerintah. Hartadi A Sarwono (2010) salah satu Deputi Gubernur Bank Indonesia menyatakan bahwa Indonesia tidak bisa membendung arus modal asing yang masuk kedalam negeri akibat kebijakan *quantitative easing* Amerika Serikat dalam perang kurs terhadap Cina. Dana yang digelontorkan oleh bank sentral Amerika Serikat yang diperkirakan mencapai UU\$600 miliar tidak bisa terserap oleh ekonomi dalam negeri adidaya tersebut. Akibatnya dana akan mengalir ke negara *emerging market* seperti Indonesia. Menghadapi masalah ini beberapa negara lain membuat kebijakan ketat agar *capital inflows* tidak masuk secara deras. Oleh karena itu BI telah bersiap untuk menghadapi dampak negatif dari *capital inflows* dan sebaliknya dapat memanfaatkan momentum ini menuju perbaikan ekonomi. Kebijakan ini dinamakan sebagai tiga pilar untuk mencegah dampak negatif dari *capital inflows*. Pertama, memperlambat arus modal yang masuk dengan tujuan investasi jangka pendek. Cara ini dilakukan dengan mengurangi lelang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan memperpanjang masa tenor. Menurut dia banyak modal asing yang diinvestasikan lewat SBI yang berjangka pendek. Kedua, mengarahkan *capital inflows* untuk membiayai ekonomi dalam negeri jangka menengah dan panjang. Bila ini dapat dilakukan, maka Indonesia akan merasakan hal positif dari *capital inflows*. Ketiga, bank sentral juga berupaya mencegah terjadinya krisis akibat penarikan modal asing

secara besar-besaran dari dalam negeri (*sudden reversal*) dengan cara pemupukan cadangan devisa oleh BI dalam bentuk mata uang asing. Cadangan devisa BI sampai akhir bulan Oktober mencapai USD 92,759 miliar atau setara dengan 6,96 bulan impor dan pembayaran utang luar negeri pemerintah (Banjarnahor, 2010).

Selain dipengaruhi oleh masuknya investasi asing, pergerakan harga saham pun dalam hal ini tercermin dalam pergerakan IHSG juga dipengaruhi oleh keputusan investasi pemodal berdasarkan informasi yang dimilikinya. Informasi apapun yang dapat digunakan untuk memprediksi kinerja saham seharusnya telah terefleksi di harga saham. Ketika terdapat indikasi bahwa saham tertentu *underprice*, maka investor akan berbondong-bondong untuk membeli saham tersebut dan kemudian memberikan harga pada tingkat yang wajar. Apabila harga saham berada pada tingkat yang wajar, maka naik atau turunnya harga saham sangat dipengaruhi oleh informasi baru yang diterima. Oleh karena itu harga saham akan berubah untuk menjawab perubahan informasi yang tidak dapat diramalkan (Bodie et al, 2009).

Jika pergerakan harga saham dapat diramalkan, ini merupakan bukti yang memberatkan atas pasar yang tidak efisien karena kemampuan untuk meramalkan harga saham akan mengindikasikan bahwa semua informasi yang tersedia belum tercermin dalam harga saham. Gagasan dimana harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia mengacu pada *the efficiency market hypothesis* (Bodie et al, 2009).

Jika pasar efisien, harga di pasar akan memberikan estimasi yang paling terbaik atas nilainya dan proses valuasi menjadi salah satu pembenaran dari harga pasar (Damodaran, 2002). Jika pasar tidak efisien, harga pasar akan menyimpang dari nilainya dan proses valuasi diarahkan untuk mendapatkan estimasi yang beralasan atas nilai tersebut. Investor yang dapat mengevaluasi harga di pasar dengan baik, maka investor akan mendapatkan *return* yang lebih tinggi daripada investor lainnya karena kemampuannya untuk meramalkan apakah harga saham suatu perusahaan *undervalued* atau *overvalued*.

Usia, jenis kelamin, pendapatan dan pendidikan dapat mempengaruhi keinginan investor terhadap *capital gain*, *dividend yield*, dan *return* secara keseluruhan (Lewellen, Lease, & Schlarbaum, 1997). Peramalan perilaku investor individu dapat dilihat dari karakteristik gaya hidup, *risk-aversion*, *control orientation*, dan jenis pekerjaan (Barnewell, 1987). Selain daripada itu pemilihan investasi investor individu seperti saham, obligasi serta *real estate* didasari pada faktor gaya hidup dan faktor demografi (Warren, Stevens, & McConkey, 1990). Oleh karena itu pemilihan waktu yang tepat untuk membeli atau menjual saham berdasarkan informasi yang dimilikinya dan telah terolah dengan baik pun menjadi salah satu kunci kesuksesan seorang investor berinvestasi di pasar modal. Investor harus meluangkan waktu lebih untuk mengkaji setiap informasi yang di dapat setelah itu memutuskan apakah akan membeli atau menjual saham. Tidak semua investor memiliki kesamaan perilaku serta pengetahuan terkait pasar modal, oleh karena itu perbedaan karakteristik investor seperti investor individu dan institusi mengakibatkan berbeda pula pengetahuannya, cara mengelola informasi yang diterima serta memilih waktu yang tepat untuk berdagang.

Telah banyak penelitian dilakukan di Amerika Serikat terkait dengan perilaku investor individu dan institusi yang dipengaruhi dengan kegiatan di akhir minggu. Dengan menggunakan data dari New York Stock Exchange (NYSE), diperlihatkan bahwa volume perdagangan terendah ada di hari Senin dimana terdapat kecenderungan investor individu untuk bertransaksi jual di hari Senin dibandingkan bertransaksi beli. Secara umum *stock return* cenderung negatif di hari Senin. Perilaku investor individu muncul sebagai salah satu penyebab adanya kecenderungan tersebut (Lakonishok & Maberly, 1990). Di NYSE dan American Stock Exchange (ASE) periode waktu 1963 – 1991, Abraham & Ikenberry (1994) meneliti bahwa banyak dari investor individu yang aktif melakukan transaksi jual pada hari Senin, khususnya apabila munculnya berita buruk in bursa.

Data *daily return* NYSE dan AMEX periode Januari 1963 – Desember 1993 serta NASDAQ periode Januari 1973 – Desember 1993 memperlihatkan keputusan investor individu yang lebih menyukai bertransaksi jual atau beli pada hari Senin pun banyak dipengaruhi dengan *return* dari setiap saham, sementara

keputusan investor institusi untuk bertransaksi banyak dipengaruhi oleh portofolio saham memberikan bukti pada adanya *weekend effect* yang mempengaruhi keputusan investor (Brockman & Michayluk, 1998). Dengan menggunakan informasi kepemilikan saham yang diperdagangkan di NYSE, AMEX dan NASDAQ pada periode tahun 1990 – 1998, Chan, Leung & Wang (2004) dieksplorasi hubungan antara investor institusi dan *monday seasonal* dan mendapatkan bahwa *monday seasonal* lebih lemah terhadap portofolio saham yang kepemilikan investor institusinya tinggi serta *monday return* tidak berbeda secara signifikan dari *mean return* hari Selasa hingga Jum'at untuk saham yang kepemilikan investor institusinya tinggi.

Hasil penelitian yang dilakukan terhadap investor perusahaan Efek terbesar di Israel selama periode waktu 1994 – 1998 (Venezia & Shapira, 2007), memperlihatkan bahwa investor individu banyak melakukan kegiatan perdagangannya di hari Minggu dimana akhir minggu di Israel jatuh pada hari Jum'at dan Sabtu. Investor individu banyak yang sibuk bekerja pada selama hari-hari kerja dan membuat keputusan untuk berdagang dilakukannya di akhir minggu. Sementara investor profesional dalam hal ini diwakili oleh investor institusi menggunakan awal minggu untuk membuat perencanaan untuk berdagang di satu minggu ke depan dan melakukan perdagangan selama hari-hari kerja.

Dengan menggunakan data pertumbuhan IHSG di BEI, peneliti akan mengkaji proses pembentukan *stock return* dengan membandingkan pertumbuhan IHSG pada hari-hari yang berbeda dalam satu minggu guna mengamati keberadaan *weekend effect* di BEI dan menyelidiki pada hari-hari apa saja fenomena *day-of-the-week effect* terjadi di BEI. Kemudian apabila ditemukan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di BEI, maka akan dikaji hubungan antara *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* dan persentasi kepemilikan investor institusi atas saham yang diperdagangkan di BEI dengan menggunakan data kepemilikan Efek bersifat ekuitas di KSEI atas saham yang diperdagangkan di BEI.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasar uraian di atas dan dengan mengkaji proses pembentukan *stock return* dengan membandingkan pertumbuhan IHSG pada hari-hari yang berbeda dalam satu minggu dan dengan menggunakan data transaksi perdagangan saham di BEI serta data kepemilikan saham di KSEI, penulis akan meneliti:

- a. Apakah *weekend effect* terjadi di BEI atautkah fenomena *day-of-the-week effect* terjadi di hari-hari lainnya?
- b. Apakah terdapat hubungan antara *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* dengan persentasi kepemilikan investor institusi atau individu atas saham yang diperdagangkan di BEI?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian dilakukan dengan tujuan sebagai berikut:

- a. Mengetahui waktu-waktu kapan terjadinya *day-of-the-week effect* di BEI.
- b. Mengetahui adakah hubungan antara *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* dan persentasi kepemilikan investor institusi dan individu atas saham yang diperdagangkan di BEI.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada berbagai pihak seperti:

- a. Pihak otoritas pasar modal Indonesia

Hasil penelitian atas permasalahan dapat digunakan *self regulatory organization* (SRO) yang terdiri dari BEI, PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dan KSEI beserta Bapepam dan LK untuk memahami perilaku investor pasar modal Indonesia khususnya investor institusi yang bertransaksi saham di BEI dalam membuat keputusan dan kebijakan.

b. Pihak investor dan pelaku pasar modal Indonesia

Hasil penelitian dapat digunakan investor sebagai alat bantu untuk mengambil keputusan pemilihan waktu yang tepat bagi investor yang berinvestasi di pasar modal Indonesia.

c. Pihak akademisi

Setelah BEI menerapkan *trading identification number* pada order perdagangan, hasil penelitian dapat digunakan oleh peneliti selanjutnya dengan mengkaji adanya *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di Bursa Efek Indonesia dikaitkan dengan proses *settlement* perdagangan di T+3 dan tipe-tipe tertentu yang masuk dalam kategori investor lokal dan asing.

1.5 Lingkup Penelitian

Saat pertama kali diterapkan *scripless trading* di tahun 2000, banyak perusahaan Efek dan bank kustodian menggunakan rekening *omnibus* untuk menempatkan Efek milik nasabahnya. Dalam hal ini perusahaan Efek dan bank kustodian banyak menempatkan Efek milik beberapa nasabah berbeda dalam satu rekening tertentu. Untuk memberikan perlindungan terhadap nasabah, maka pada tanggal 15 Januari 2003, Bapepam dan LK mengeluarkan Peraturan Bapepam dan LK No. III.C.7 tentang Sub Rekening Efek Pada Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) yang mewajibkan perusahaan Efek dan bank kustodian untuk membuka Sub Rekening Efek atas nama nasabah di LPP dan memastikan saldo rekening Efek setiap nasabah yang tercatat dalam pembukuan perusahaan Efek dan bank kustodian selalu sama dengan saldo rekening Efek setiap nasabah yang tercatat dalam Sub Rekening Efek (Bapepam-LK, 2003)

Sejalan dengan program pasar modal Indonesia KSEI saat ini memiliki program utama yang bertujuan untuk memberikan perlindungan terhadap nasabah, keterbukaan informasi kepada nasabah, serta konsolidasi data nasabah. Di bulan Juni tahun 2009, KSEI meluncurkan fasilitas AKSes (Acuan Kepemilikan Saham) yang memungkinkan nasabah sebagai *end-client* memonitor data posisi kepemilikan Efek dan/atau dana serta mutasi Efek dan/atau dana melalui *website* secara gratis. Nasabah akan memiliki *Single Investor Identification* (SID) yang

unik dan terhubung ke sub rekening Efek miliknya yang telah dibuka di Pemegang Rekening KSEI dalam hal ini perusahaan Efek dan bank kustodian. Dengan memiliki SID, nasabah dapat mengkonsolidasi data kepemilikan Efek yang tercatat dalam sub rekening Efek telah dibuka di Pemegang Rekening yang berbeda.

Mengacu pada peraturan tersebut dan ketersediaan data di KSEI serta awal dimulainya dan akhir penelitian ini, maka penelitian ini menggunakan data selama periode enam tahun sembilan bulan dari bulan Januari 2004 sampai dengan bulan September 2010. Dengan detail data pada periode tersebut sebagai berikut:

- Saham tercatat dan diperdagangkan di BEI.
- Saham diselesaikan melalui C-BEST.
- IHSG dan harga penutupan setiap saham dari BEI
- Investor memiliki sub rekening Efek di KSEI melalui perusahaan Efek dan bank kustodian serta memiliki dan bertransaksi saham yang tercatat dan diperdagangkan di BEI.

1.6 Metodologi Penelitian

Dalam penelitian ini ditemukan adanya hubungan sebab akibat (kausalitas) antara satu faktor dengan faktor lain sehingga dibutuhkan suatu analisa kuantitatif yang dapat mendukung penelitian ini. Teknik ekonometri sebagai salah satu metode kuantitatif digunakan sebagai alat bantu yang berangkat dari dan berlandaskan kepada teori yang mendasari gejala-gejala transaksi yang dibuat oleh investor individu dan institusi. Secara umum, tahapan metodologi terdiri atas:

1. Pengajuan suatu hipotesis atau pertanyaan yang mengacu pada teori.
2. Pengajuan model dan uji analisis yang dapat digunakan untuk mengetes hipotesis tersebut guna menjawab pertanyaan atau hipotesis yang diajukan pada tahap pertama.
 - a. *Weekend effect* atau *day-of-the-week effect*
 - i. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk melihat keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di BEI.

- ii. Uji *1-way analysis of variance* (Anova) digunakan untuk memeriksa hipotesa apakah mean *return* di hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jum'at berbeda.
 - b. Hubungan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* dengan presentasi kepemilikan investor institusi
 - i. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk melihat pola kepemilikan saham investor institusi dan investor individu.
 - ii. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk *pola Monday* atau *day-of-the-week return*.
 - iii. Permodelan regresi digunakan untuk menganalisis korelasi antara kepemilikan saham investor institusi dan individu dengan *Monday* atau *day-of-the-week seasonal*.
- 3. Mengestimasi parameter dari model menggunakan *software computer* setelah modelnya terbangun. Pengolahan data menggunakan perangkat lunak SPSS statistics versi 17.0.
- 4. Memverifikasi hasil dari estimasi parameter untuk memastikan apakah hasilnya sesuai dengan harapan.
- 5. Menggunakan model yang dipilih untuk memprediksi suatu variabel, apabila dari hasil verifikasi mengatakan model yang telah terestimasi sudah layak.
- 6. Menggunakan prediksi nilai suatu variabel sebagai dasar pertimbangan dalam pengambilan suatu keputusan.

1.7 Sistematika Penelitian

BAB 1 Pendahuluan

Menjelaskan latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, lingkup penelitian, dan metodologi penelitian.

BAB 2 Tinjauan Pustaka

Menjelaskan teori pasar modal, struktur pasar modal Indonesia, mekanisme perdagangan di BEI, indeks harga saham, sub rekening Efek, konsep penitipan kolektif, perilaku investor, *weekend effect*

atau *day-of-the-week effect*, pola perdagangan investor terhadap *weekend effect*

BAB 3 Metode Penelitian

Menjelaskan data penelitian, pengolahan data, dan teknis pengolahan data.

BAB 4 Pengolahan Data dan Analisis

Menjelaskan hasil proses pengolahan data penelitian beserta analisisnya untuk berbagai kombinasi data yang digunakan seperti *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* serta pengaruh kepemilikan saham investor institusi dan individu terhadap *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*.

BAB 5 Simpulan dan Saran

Berisi simpulan dari hasil penelitian yang akan menjawab perumusan masalah untuk mencapai tujuan serta manfaat penelitian dan saran umum berdasarkan hasil penelitian yang dapat memberikan manfaat kepada pihak otoritas pasar modal Indonesia, investor serta pelaku pasar modal Indonesia dan pihak akademisi.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pasar Modal

Berdasarkan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal pasal 1, 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 Efek¹.

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan misalkan saham, obligasi serta surat utang lainnya, reksa dana maupun produk-produk turunannya (Samsul, 2006). Pasar modal memiliki peran yang sangat penting dalam perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi utama. Pertama pasar modal dapat dimanfaatkan oleh perusahaan sebagai sumber untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Dana yang diperoleh dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain. Kedua pasar modal dapat dimanfaatkan bagi investor untuk berinvestasi. Dengan tersedianya beragam jenis instrumen keuangan, masyarakat pemodal dapat memilih sarana investasi sesuai dengan tingkat pengembalian yang diinginkan dengan mempertimbangkan setiap resiko yang muncul (BEI).

2.2 Struktur Pasar Modal Indonesia

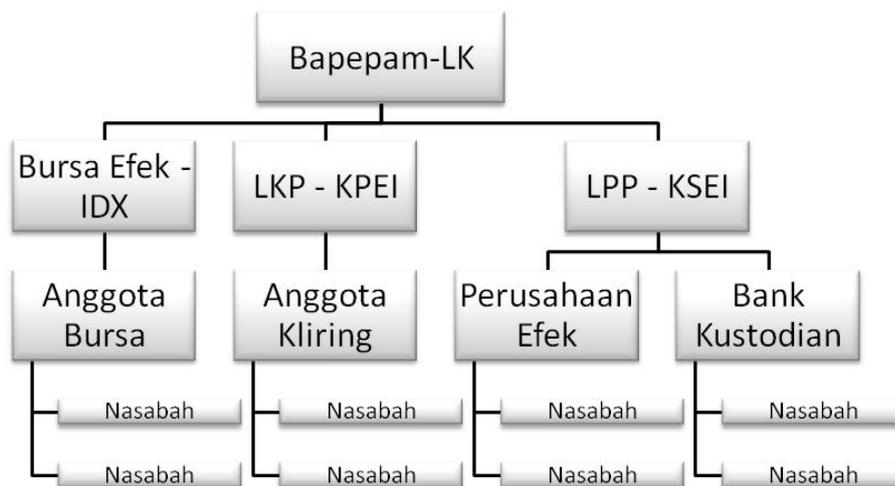
Untuk menjalankan fungsinya struktur pasar modal Indonesia sebagaimana yang diatur dalam undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal dapat dilihat pada Gambar 2 – 1.

2.2.1 Bapepam dan LK

Beragam upaya untuk mengembalikan kepercayaan rakyat terhadap nilai mata uang rupiah di jaman pemerintahan orde baru dilakukan. Di samping pengerahan dana masyarakat melalui tabungan dan deposito, pemerintah pada saat

¹ Undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal.

itu mengadakan persiapan khusus untuk pendirian pasar modal. Pada tahun 1976 saat dihidupkannya kembali pasar modal Indonesia, dibentuklah Bapepam yang bertanggungjawab kepada Menteri Keuangan dengan singkatan Badan Pelaksana Pasar Modal menurut Keppres nomor 52/1976.



Gambar 2 - 1 Struktur Rekening Pasar Modal, dimana IDX, KPEI dan KSEI bertindak sebagai *Self Regulatory Organization*

Sumber: diolah sendiri oleh penulis

Mengingat pasar modal merupakan sumber pembiayaan dunia usaha dan sebagai wahana investasi bagi pemodal yang memiliki peranan yang strategis untuk menunjang pelaksanaan pembangunan nasional, kegiatan pasar modal perlu mendapat pengawasan agar bisa dilaksanakan secara teratur, wajar, dan efisien. Untuk itu, secara operasional Bapepam diberi kewenangan dan kewajiban untuk membina, mengatur, dan mengawasi setiap pihak yang melakukan kegiatan di pasar modal (Saliman, 2010). Pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan menempuh upaya-upaya, baik yang bersifat preventif dalam bentuk aturan, pedoman, bimbingan, dan pengarahan maupun secara refresif dalam bentuk pemeriksaan, penyidikan, peneraan sanksi.

Pada awal berdiri, Bapepam bertindak sebagai penyelenggara sekaligus pembina dan pengawas pasar modal Indonesia. Pada tahun 1990, dualisme

Bapepam ini dihapuskan sehingga lembaga ini lebih memfokuskan diri pada pengawasan pembinaan pasar modal Indonesia.

Guna membina, mengatur, dan mengawasi sehari-hari kegiatan pasar modal serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standarisasi teknis di bidang lembaga keuangan, sesuai dengan kebijakan yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan, dan berdasarkan peraturan perundangan yang berlaku, maka pada tahun 2005 berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor KMK606/KMK.01.2005, organisasi unit eselon I Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dan unit eselon I Direktorat Jenderal Lembaga Keuangan (DJLK) digabungkan menjadi satu organisasi unit eselon I, yaitu menjadi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam dan Lembaga Keuangan)

Pembinaan, pengaturan dan pengawasan sehari-hari pasar modal dilakukan oleh Bapepam dan LK yang bertujuan untuk mewujudkan kegiatan pasar modal yang teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Dalam menjalankan fungsinya Bapepam dan LK mempunyai kewenangan untuk memberikan izin persetujuan, dan pendaftaran para pelaku pasar modal, memproses pendaftaran dalam rangka penawaran umum, menerbitkan peraturan pelaksanaan dari perundang-undangan di bidang pasar modal, dan melakukan penegakan hukum atas setiap pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

Untuk menjalankan kegiatan perdagangan beserta penyelesaian transaksi Efek maka dibentuklah *self regulatory organization* (SRO) yang terdiri dari bursa Efek – PT Bursa Efek Indonesia (BEI), Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) – PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KSEI) serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) – PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).

2.2.2 Bursa Efek

Dalam sejarahnya, bursa Efek telah lahir jauh sebelum Indonesia merdeka sejak jaman kolonial Belanda yaitu tahun 1912 di Batavia. Akan tetapi pertumbuhan dan perkembangannya tidak sesuai dengan yang diharapkan, sehingga dalam kurun waktu tahun 1912 hingga tahun 1952 bursa Efek di

Indonesia mengalami beberapa kali pembukaan dan penutupan. Pada tahun 1956 dilaksanakan nasionalisasi perusahaan Belanda, tetapi bursa Efek menjadi semakin tidak aktif. Setelah mengalami masa vakum selama 21 tahun dari tahun 1956 hingga 1977, pada tanggal 10 Agustus 1977 bursa Efek diresmikan kembali oleh Presiden Soeharto dan dijalankan oleh Bapepam, yang pada saat itu bertindak sebagai Badan Pelaksana Pasar Modal. Pengaktifan kembali pasar modal ini juga ditandai dengan *go public*-nya PT Semen Cibinong sebagai emiten pertama. Periode tahun 1977 hingga tahun 1987 tetap perdagangan di Bursa Efek mengalami kelesuan. Hingga tahun 1987 jumlah emiten hanya 24 perusahaan dan masyarakat lebih memilih instrumen perbankan dibandingkan instrumen pasar modal. Setelah beberapa paket deregulasi dikeluarkan oleh pemerintah Indonesia diantaranya diberikan beberapa kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan penawaran umum dan kemudahan investor asing untuk menanamkan modal di Indonesia, tanggal 16 Juni 1989, Bursa Efek Surabaya (BES) mulai beroperasi dan dikelola oleh Perseroan Terbatas milik swasta dan tanggal 13 Juli 1992, swastanisasi Bursa Efek Jakarta (BEJ), dimana Bapepam berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal.

Tanggal 22 Mei 1995, sistem perdagangan di BEJ dilaksanakan dengan sistem komputer JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Dengan berkembangnya sistem teknologi informasi, guna menghindari munculnya pemalsuan saham dan mengantisipasi peningkatan volume proses penyelesaian saham fisik akibat meningkatnya volume perdagangan, di tahun 2000 diaplikasikan sistem perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) dan tahun 2002 diterapkan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*).

Untuk mengefisiensikan pasar modal Indonesia pada tahun 2007 dilakukan penggabungan BES ke BEJ dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun alasan yang melatarbelakangi timbulnya unifikasi BES – BEJ antara lain (Firmansyah, 2010):

- Baik BES maupun BEJ memiliki segmentasi yang sama. Upaya untuk menciptakan konsep *single listing* tidak pernah menghasilkan apa-apa.

- Dengan segmentasi yang sama, maka perusahaan atau emiten yang tercatat di BES pada umumnya tercatat di BEJ, juga sebaliknya.
- Pemegang saham BES dan BEJ adalah perusahaan sekuritas yang sama.
- Penggabungan (*merger*) BES dan BEJ akan menciptakan efisiensi di pasar modal, baik dari sisi emiten, anggota bursa, investor maupun untuk pengembangan pasar modal ke depan.
- Unifikasi BES – BEJ akan lebih membuat konsep pengembangan bursa Efek lebih fokus dan terarah.
- Skala ekonomi dari bursa Efek belum memungkinkan adanya dua bursa di Indonesia.

Berdasarkan undang-undang nomor 8 tentang pasar modal tahun 1995 pasal 1 ayat 4 definisi Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan jual dan beli Efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek diantara mereka.

Bursa Efek merupakan pasar tempat bertemunya penjual dan pembeli Efek. BEI menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek yang dilakukan oleh nasabah melalui Anggota Bursa atau *broker*.

2.2.3 Lembaga Kliring dan Penjaminan

PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) didirikan berdasarkan undang-undang nomor 8 tentang pasar modal tahun 1995 untuk menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar dan efisien². KPEI didirikan sebagai perseroan terbatas berdasarkan akte pendirian nomor 8 tanggal 15 Agustus 1996 di Jakarta oleh BEI dengan kepemilikan 100% dari total saham senilai Rp 15 miliar. Setelah mendapat status badan hukum pada tanggal 24 September 1996 dengan pengesahan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia, dua tahun kemudian pada tanggal 1 Juni 1998, perseroan mendapat izin usaha sebagai Lembaga Kliring dan Penjaminan berdasarkan surat keputusan Bapepam nomor Kep-26/PM/1998.

² Sumber: website PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia

Dengan menggunakan e-CLEARs® (*Electronic Clearing and Guarantee System*), kegiatan kliring dilaksanakan oleh KPEI atas semua transaksi bursa untuk produk ekuitas, derivatif dan obligasi pada BEI selain dari pada itu KPEI juga melaksanakan proses penentuan hak dan kewajiban anggota kliring yang timbul di transaksi bursa. Sedangkan untuk kegiatan penjaminan, KPEI menjamin penyelesaian transaksi bursa untuk produk ekuitas dan derivatif, serta memberikan kepastian dipenuhinya hak dan kewajiban bagi anggota kliring yang timbul dari transaksi bursa.

2.2.4 Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian

PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) merupakan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) di pasar modal Indonesia, yang didirikan di Jakarta, pada tanggal 23 Desember 1997³. Berdasarkan ketentuan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal, KSEI sebagai LPP di pasar modal Indonesia berfungsi untuk menyediakan jasa kustodian sentral dan penyelesaian transaksi Efek secara pemindahbukuan (*scripless settlement*) yang teratur, wajar dan efisien. Layanan jasa KSEI disediakan bagi pemegang rekening, yang terdiri atas perusahaan Efek dan bank kustodian. Guna menunjang adanya transparansi dan perlindungan bagi para investor di pasar modal Indonesia, pemegang rekening mencatat data sub rekening Efek milik investor yang menjadi nasabah pemegang rekening KSEI. Hal ini memungkinkan emiten dapat memantau secara langsung kepemilikan masing-masing Efek yang disimpan di KSEI.

Untuk menjamin keamanan dan kenyamanan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal Indonesia, seluruh kegiatan KSEI dioperasikan melalui sistem penyimpanan dan penyelesaian transaksi Efek secara pemindahbukuan berteknologi tinggi dan menjadi *platform* elektronik terpadu, yang dinamakan *The Central Depository and Book Entry Settlement System (C-BEST)*.

2.2.5 Perusahaan Efek

Berdasarkan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal pasal 30, yang dapat melakukan kegiatan usaha sebagai perusahaan Efek adalah perseroan yang telah memperoleh ijin dari Bepam dan LK. Perusahaan Efek

³ Sumber: website PT Kustodian Sentral Efek Indonesia

yang telah mendapat izin dari Bapepam dan LK dapat melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi (*underwriter*), perantara pedagang Efek (*broker*), dan atau manajer investasi serta kegiatan lainnya sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan oleh Bapepam dan LK.

Sebagai penjamin emisi, perusahaan Efek lebih berperan membantu emiten dalam proses penawaran umum (*initial public offering* - IPO) baik saham maupun obligasi serta jika emiten melakukan aksi korporasi berupa penawaran umum terbatas (*right issue*), merger, akuisisi maupun divestasi. Dalam kaitannya IPO, penjamin emisi membantu sejak persiapan IPO, proses emisi di Bapepam dan LK, penjualan saham hingga selesai IPO. Begitu pula dalam hal aksi korporasi (Firmansyah, 2010).

Sebagai perantara pedagang Efek, perusahaan Efek harus menjadi anggota bursa di BEI untuk melakukan perdagangan dan anggota kliring di KPEI serta pemegang rekening di KSEI untuk proses penyelesaian transaksi bursa. Berperan sebagai perantara pedagang Efek, perusahaan Efek membantu investor dalam proses transaksi Efek dan juga memberikan nasihat investasi yang dibutuhkan investor.

Investor yang akan membeli dan menjual saham tidak dapat langsung melakukannya di BEI. Investor harus menggunakan jasa perantara pedagang Efek dan karenanya harus memiliki sub rekening Efek di perusahaan Efek dengan menyerahkan uang sebagai deposit. Atas jasanya ini, sebagai perantara pedagang Efek, perusahaan Efek akan memungut *fee* atau biaya transaksi ke investor (Firmansyah, 2010).

Perusahaan Efek yang mengantongi izin usaha sebagai manajer investasi atau penasihat investasi berperan membantu mengarahkan investor dalam membuat keputusan investasi yang aman dan nyaman. Dalam praktik perusahaan manajer investasi lebih banyak mengelola dana publik melalui penerbitan unit-unit reksa dana atau kontrak pengelolaan dana (KPD).

2.2.6 Bank Kustodian

Sebagai salah satu lembaga penunjang pasar modal, tempat penyimpanan harta (TPH) atau kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan Efek dan harta lain yang berkaitan dengan Efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi Efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya (Saliman, 2010). Berdasarkan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal pasal 43, yang menyelenggarakan kegiatan usaha sebagai kustodian adalah lembaga penyimpanan dan penyelesaian, perusahaan Efek, atau bank umum yang telah mendapat persetujuan dari Bepepam dan LK.

Berkaitan dengan penyelenggaraan kegiatan kustodian, LPP dan perusahaan Efek tidak memerlukan izin atau persetujuan secara terpisah untuk melakukan kegiatan kustodian karena izin yang diberikan sebagai LPP dan perusahaan Efek sudah mencakup kegiatan kustodian, sedangkan bagi bank umum yang akan melakukan kegiatan sebagai kustodian wajib mendapatkan persetujuan dari Bapepam dan LK.

Dalam menjalankan kegiatan kustodian dan mempermudah dalam menjalankan kegiatan penerimaan dividen, bunga, penyelesaian transaksi Efek dan mewakili nasabahnya, bank umum pun perlu menjadi pemegang rekening KSEI.

2.3 Mekanisme Perdagangan di BEI

Pelaksanaan perdagangan Efek di BEI dilakukan dengan menggunakan fasilitas JATS baik secara langsung melalui lantai Bursa, *remote trading* ataupun *online trading*. Sistem perdagangan di BEI dapat menyediakan beragam informasi seperti harga setiap saham, frekuensi, volume, dan IHSG baik secara harian, mingguan, bulanan ataupun tahunan.

Perdagangan Efek di bursa hanya dapat dilakukan untuk Efek tanpa warkat (*scripless*) dan oleh anggota bursa yang juga menjadi anggota kliring KPEI. Investor yang ingin memperjualbelikan saham, harus menjadi nasabah anggota bursa. Anggota bursa akan memasukkan transaksi di bursa Efek berdasarkan

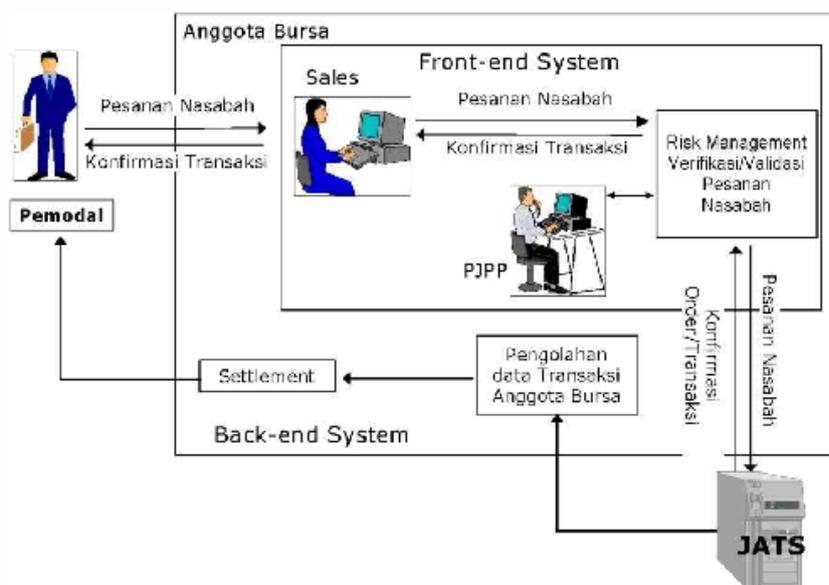
instruksi jual atau beli yang diterima dari nasabahnya. Anggota bursa Efek bertanggungjawab terhadap seluruh transaksi yang dilakukan di bursa baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabah dan terhadap penyelesaian seluruh transaksi bursa atas nama anggota bursa Efek yang bersangkutan sebagaimana tercantum dalam Daftar Transaksi Bursa (DTB)⁴. Anggota bursa selayaknya dapat menjaga transaksi yang wajar dan mencerminkan likuiditas pasar.

Segmen pasar di bursa terbagi menjadi tiga yaitu pasar reguler, pasar tunai dan pasar negosiasi dengan waktu penyelesaian sebagai berikut:

Tabel 2 - 1 Waktu Penyelesaian Transaksi Bursa

Segmen Pasar	Waktu Penyelesaian Transaksi
Pasar reguler	Hari bursa ke-3 setelah terjadi transaksi bursa (T+3)
Pasar tunai	Hari bursa yang sama dengan terjadinya transaksi bursa (T+0)
Pasar negosiasi	Berdasarkan kesepakatan antara anggota bursa jual dan beli

Sumber: BEI



Sumber: BEI

Gambar 2 - 2 Transaksi Bursa

Untuk mendukung perdagangan, sejak tanggal 2 Maret 2009 BEI mulai mengoperasikan sistem perdagangan *The Jakarta Automated Trading System* (JATS) yang baru yaitu *JATS-Next Generation* atau *JATS-NextG*. Sistem

⁴ Sumber: website PT Bursa Efek Indonesia

perdagangan ini menggantikan sistem perdagangan yang lama, yang telah digunakan sejak tahun 1995. Dengan pengoperasian JATS-NextG, penyebaran informasi perdagangan dan pengawasan terhadap semua produk yang diperdagangkan di BEI dapat dilakukan secara terpadu. Kelebihan dari JATS-NextG memiliki kapasitas tiga kali lipat JATS generasi lama.

2.4 Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham. Indeks merupakan salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal, khususnya saham dan juga dapat dijadikan sebagai salah satu pengukuran untuk melihat kinerja suatu bursa (Bodie et al, 2009).

Dalam perkembangannya dasar perhitungan indeks harga saham di bursa dunia terbagi menjadi dua. Pertama, *price-weighted average* yaitu perubahan dalam persentasi indeks saham suatu bursa merupakan perubahan rata-rata harga saham dalam portofolio indeks saham tersebut. Kedua, *market-value-weighted index* dihitung berdasarkan total *market value* atas saham-saham dalam portofolio hari ini dengan total *market value* satu hari perdagangan sebelumnya. *Rate* dari *return* indeks *market-value-weighted* sama dengan *rate* atas *return* yang didapatkan oleh investor pemegang portofolio saham secara proposional dalam *market value* kecuali indeks tersebut tidak merefleksikan dividen dana yang dibayarkan (Bodie et al, 2009).

Saat ini BEI memiliki sebelas jenis indeks harga saham⁵, yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik, yaitu

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Menggunakan semua perusahaan tercatat sebagai komponen perhitungan indeks. Agar IHSG dapat menggambarkan keadaan pasar yang wajar, BEI berwenang mengeluarkan dan atau tidak memasukkan satu atau beberapa perusahaan tercatat dari perhitungan IHSG. Dasar pertimbangannya antara lain, jika jumlah saham perusahaan tercatat tersebut yang dimiliki oleh publik (*free float*) relatif kecil sementara kapitalisasi pasarnya cukup besar, sehingga

⁵ Sumber: Website BEI

perubahan harga saham perusahaan tercatat tersebut berpotensi mempengaruhi kewajaran pergerakan IHSG.

b. Indeks Sektoral

Menggunakan semua perusahaan tercatat yang termasuk dalam masing-masing sektor. Sekarang ini ada 10 sektor yang ada di BEI yaitu sektor pertanian, pertambangan, industri dasar, aneka industri, barang konsumsi, properti, infrastruktur, keuangan, perdagangan dan jasa, serta manufaktur.

c. Indeks LQ45

Indeks yang terdiri dari 45 saham perusahaan tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan.

d. Jakarta Islamic Index (JII)

Indeks yang menggunakan 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang masuk dalam kriteria syariah (Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam dan LK) dengan mempertimbangkan kapitalisasi pasar dan likuiditas.

e. Indeks Kompas100

Kerjasama BEI dengan harian Kompas, indeks Kompas100 terdiri dari 100 saham perusahaan tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan.

f. Indeks BISNIS-27

Kerja sama antara BEI dengan harian Bisnis Indonesia meluncurkan indeks harga saham yang diberi nama Indeks BISNIS-27. Indeks ini merupakan penyempurnaan dari indeks BI-40 yang sebelumnya telah dikenal masyarakat sejak tahun 1994. Pengelolaan Indeks BISNIS-27 bersifat independen di mana pemilihan konstituen indeks berdasarkan kinerja emiten dengan kriteria

seleksi secara fundamental, teknikal (historikal data perdagangan/transaksi harian) serta aspek tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance* – GCG), terutama dari sisi akuntabilitas pengelolaan manajemen emiten maupun kondisi perdagangan sahamnya di bursa (Rokhim, 2010). Oleh karena indeks BISNIS-27 dirancang untuk memitigasi adanya pelanggaran asas kepatuhan dan GCG.

g. Indeks PEFINDO25

Kerja sama antara BEI dengan lembaga rating PEFINDO meluncurkan indeks harga saham yang diberi nama Indeks PEFINDO25. Indeks ini dimaksudkan untuk memberikan tambahan informasi bagi pemodal khususnya untuk saham-saham emiten kecil dan menengah (*small medium enterprises/SME*). Indeks ini terdiri dari 25 saham perusahaan tercatat yang dipilih dengan mempertimbangkan kriteria-kriteria seperti: total aset, tingkat pengembalian modal (*return on equity/ROE*) dan opini akuntan publik. Selain kriteria tersebut di atas, diperhatikan juga faktor likuiditas dan jumlah saham yang dimiliki publik.

h. Indeks SRI-KEHATI

Indeks ini dibentuk atas kerja sama antara BEI dengan Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (KEHATI). SRI adalah kependekan dari *Sustainable Responsible Investment*. Indeks ini diharapkan memberi tambahan informasi kepada investor yang ingin berinvestasi pada emiten-emiten yang memiliki kinerja sangat baik dalam mendorong usaha berkelanjutan, serta memiliki kesadaran terhadap lingkungan dan menjalankan tata kelola perusahaan yang baik.

Indeks ini terdiri dari 25 saham perusahaan tercatat yang dipilih dengan mempertimbangkan kriteria-kriteria seperti: total aset, *price earning ratio* (PER) dan *free float*.

i. Indeks Papan Utama

Menggunakan saham-saham perusahaan tercatat yang masuk dalam papan utama.

j. Indeks Papan Pengembangan

Menggunakan saham-saham perusahaan tercatat yang masuk dalam papan pengembangan.

k. Indeks Individual

Indeks harga saham masing-masing perusahaan tercatat.

Penelitian ini menggunakan IHSG karena IHSG dapat menggambarkan keadaan pasar yang wajar.

2.5 Sub Rekening Efek

Memasuki abad ke-20 adanya peningkatan volume perdagangan saham, penerbitan atau penambahan saham, serta frekuensi perpindahan yang tinggi mengakibatkan ketidakpraktisan dan biaya tinggi. Dengan ditunjang berkembangnya teknologi informasi, dua pendekatan inovatif pun diterapkan sebagai alternatif yaitu *immobilization of securities* dan *dematerialization of securities*. Sertifikat saham tidak perlu berpindah secara fisik apabila sertifikat tersebut telah diimobilisasi di kustodian atau *depository* dan diwakili oleh data yang tercatat di *securities account* (rekening Efek) yang dikelola oleh perantara keuangan (*financial intermediaries*) meliputi *central securities depository* (CSD), *investment bank*, dan *broker-dealer* untuk nasabah mereka. Apabila dibutuhkan saham yang telah diimobilisasi dapat ditransfer dengan pemindahbukuan antar rekening nasabah yang menggantikan pengiriman saham dalam bentuk fisik. Jika hukum suatu negara setempat diperkenankan, saham fisik individu pun menjadi tidak dibutuhkan. Saham fisik tersebut dapat digantikan dengan satu saham global yang tercatat dalam rekening penerbit (*issuer account*) dan tidak membutuhkan sertifikat saham fisik sama sekali. Dengan *dematerialized securities* kepemilikan saham dapat langsung dikreditkan ke rekening Efek dari pelaku pasar dan dapat ditransfer secara pemindahbukuan (Thévenoz, 2008).

Dalam artikelnya Thévenoz (2008) menyatakan bahwa dengan beralihnya bentuk kepemilikan saham dari bentuk saham fisik menjadi catatan saham elektronik dalam rekening Efek serta saham ditransfer secara pemindahbukuan melalui jaringan internasional yang sangat kompleks dan melibatkan beragam institusi perantara keuangan seperti *central securities depository (CSD)*, *investment bank*, dan *broker-dealer* serta berdampak pada likuiditas pasar keuangan dan kestabilan keuangan, maka pelaku pasar dan pihak regulator semakin menyadari adanya resiko hukum serta perlu memperhatikan pentingnya memiliki hukum yang konsisten secara internal dapat menyesuaikan dengan hukum pasar internasional yang mengatur kepemilikan saham dan mutasinya antar perantara keuangan tersebut. *The International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)* suatu organisasi antar pemerintahan yang independen bemarkas di Villa Aldobradini Roma Italia merasa perlu untuk mempelajari kebutuhan dan metode untuk memodernisasikan, harmonisasikan, dan mengkoordinasikan *commercial law* antar negara.

Rekening Efek berdasarkan penjelasan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal adalah catatan yang menunjukkan posisi Efek dan dana pada kustodian. Berdasarkan Peraturan Bapepam dan LK No. III. C. 7 tentang sub rekening Efek pada Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, perusahaan Efek dan bank kustodian yang mengelola Efek dan/atau dana nasabah wajib membukakan sub rekening Efek bagi masing-masing nasabahnya. Tujuan dari pembukaan sub rekening Efek ini adalah untuk memisahkan aset milik perusahaan Efek dan bank kustodian dengan nasabahnya sehingga terhindar dari penyalahgunaan aset nasabah (Bapepam-LK, 2003).

Dalam struktur pasar modal Indonesia, KSEI tidak dapat berhubungan langsung dengan nasabah. Oleh karena itu perusahaan Efek dan bank kustodian akan mewakili nasabahnya untuk membuka sub rekening Efek di KSEI dengan memberikan rincian data sebagai berikut⁶:

- kode perusahaan Efek dan bank kustodian,
- nama nasabah,

⁶Sumber: website PT Kustodian Sentral Efek Indonesia

- nomor kartu identitas: KTP untuk nasabah lokal individu, NPWP untuk nasabah lokal institusi dan passpor atau KITAS untuk nasabah asing,
- kategori lokal atau asing,
- tingkat pajak,
- bidang usaha untuk nasabah institusi,
- kewarganegaraan untuk nasabah asing individu atau lokasi perusahaan asing secara hukum untuk nasabah asing institusi.

Berdasarkan data tingkat pajak yang disampaikan perusahaan Efek dan bank kustodian, KSEI dapat mengkategorikan nasabah menjadi individu lokal, individu asing, institusi lokal dan institusi asing. Hanya saja ada beberapa nasabah dikategorikan menjadi 'others' mengingat tidak lengkapnya data yang disampaikan perusahaan Efek dan bank kustodian khususnya data bidang usaha nasabah asing.

Berdasarkan data kepemilikan saham di KSEI per tanggal 30 September 2010, investor individu hanya menguasai hanya 6,637% sisanya masih dikuasai oleh investor institusi.

Tabel 2 - 2 Komposisi Kepemilikan Saham Per Tanggal 30 September 2010

	Volume (Unit)	Nilai (Rupiah)	Persentase terhadap nilai
CP – Perusahaan	426.420.574.957	455.391.698.373.409	27,03%
FD – Yayasan	1.222.909.285	3.025.966.489.288	0,18%
IB – Lembaga Keuangan	251.719.810.580	491.467.525.189.890	29,17%
ID – Individu	234.921.419.508	107.330.058.033.098	6,37%
IS – Asuransi	25.895.865.949	52.625.633.871.498	3,12%
MF – Reksa Dana	63.140.441.572	155.873.096.153.759	9,25%
OT – Lainnaya	212.782.934.407	311.658.099.096.269	18,50%
PF – Dana Pensiun	14.897.877.403	37.905.286.922.530	2,25%
SC – Perusahaan Efek	77.151.079.668	69.562.950.539.040	4,13%
	1.308.152.913.329	1.684.840.314.668.780	

Sumber: database KSEI dan diolah sendiri

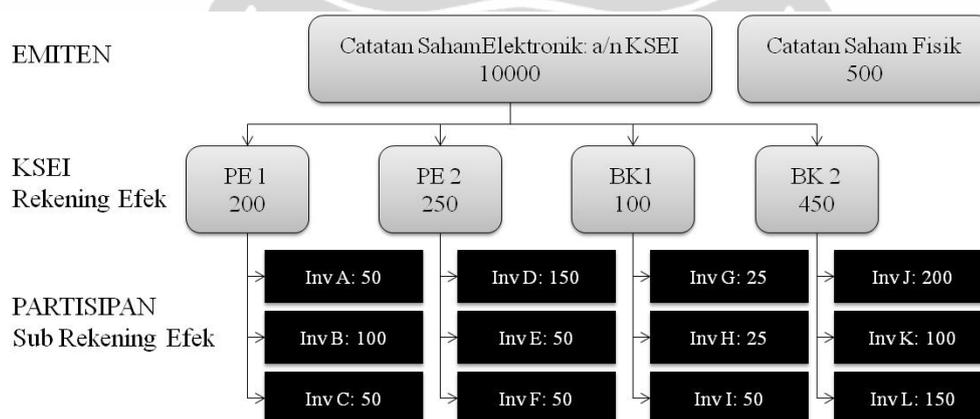
2.6 Konsep Penitipan Kolektif

Perkembangan inovatif *immobilization of securities* dan *dematerialization of securities* memungkinkan kepemilikan saham berpindah dari satu rekening Efek ke rekening Efek lainnya secara transfer pemindahbukuan. Begitupula

dengan proses penyelesaian transaksi saham di BEI melalui sistem di KSEI yang menerapkan *dematerialization of securities*, proses transfer saham dilakukan secara pemindahbukuan dari rekening Efek penjual ke rekening Efek pembeli tiga hari kemudian setelah tanggal perdagangan.

Untuk menjalankan proses pemindahbukuan tersebut maka semua catatan kepemilikan saham masyarakat investor di Indonesia harus diadministrasikan di KSEI dalam sistem penitipan kolektif. Dalam konsep penitipan kolektif KSEI bertindak sebagai *registered owner* dalam catatan emiten dan mewakili kepentingan masyarakat investor pasar modal. Sementara investor yang kepemilikan Efeknya tercatat dalam rekening Efek bertindak sebagai *beneficial owner* yaitu sebagai pihak penerima manfaat atas saham yang dimilikinya. Untuk kepentingan investor dan emiten tersebut, KSEI berkewajiban untuk mengelola catatan kepemilikan Efek setiap investor beserta mutasinya berikut penyampaian pelaporannya.

Catatan kepemilikan saham dalam catatan emiten terdiri dari dua bagian yaitu catatan saham elektronik atas nama KSEI dan catatan saham fisik atas nama investor. KSEI akan mencatatkan saham tersebut dalam rekening Efek dibawah pengelolaan perusahaan Efek dan bank kustodian.



Gambar 2 - 3 Penyimpanan Saham Dalam Penitipan Kolektif

Sumber: Diolah sendiri

Secara hukum perpindahan saham antar rekening Efek diakui sebagai perpindahan kepemilikan. Proses penyelesaian transaksi saham di BEI akan

diselesaikan di KSEI tiga hari bursa setelah tanggal perdagangannya. Sementara proses penyelesaian transaksi di luar bursa yang dilakukan oleh partisipan KSEI akan diselesaikan dan dipindahbukukan pada saat tanggal penyelesaian dengan melihat terdapat kecukupan Efek dan/atau dana di setiap rekening Efek yang bertransaksi. Dengan asumsi semua serah terima Efek selesai pada tanggal penyelesaian, maka kepemilikan Efek termasuk detail dari pemilik Efek tersebut seperti tipe investor individu atau institusi pada akhir hari dapat diketahui.

2.7 Perilaku Investor

Berinvestasi di pasar modal selain menawarkan keuntungan yang menggiurkan juga mengandung risiko yang harus diperhitungkan oleh setiap investor. Dorsey (2003) menegaskan bahwa kunci pergerakan harga saham bukanlah faktor fundamental dan teknikal, melainkan perilaku manusia atau investor.

Dengan menggunakan bukti-bukti yang terkumpul dari *experimental psychology*, banyak peneliti membuat model bagaimana investor bereaksi terhadap informasi dan meramalkan perubahan harga sebagai konsekuensinya.

Berdasarkan aksioma *utility theory*, maka investor itu (1) rational, (2) memiliki kemampuan untuk mengatasi pilihan yang kompleks, (3) *risk-averse*, dan (4) memaksimalkan kekayaan (Neumann & Morgenstern, 1947). Oleh karena itu setiap investor akan memilih portofolionya guna memaksimalkan *expected return* dan meminimumkan risiko yang dihadapi. Dalam keuangan risiko didefinisikan sebagai kecenderungan investor akan menerima *return* atas investasinya berbeda dengan *return* yang diharapkannya (Damodaran, 2002). Dilihat dari kesediaannya menanggung risiko investasi, investor dapat dikategorikan menjadi tiga tipe yaitu (1) tipe investor yang berani mengambil risiko, disebut dengan *risk taker* atau *risk lover* atau *risk seeker*, (2) tipe investor yang takut atau enggan menanggung risiko, disebut dengan *risk averter* atau *risk aversion* dan (3) tipe investor yang takut tidak dan berani tidak, disebut *risk moderate*, *moderate investor* atau *indifference investor* (Samsul, 2006).

Dengan menggunakan data yang diambil dari hasil kuesioner terhadap *random sample* investor individu pemegang Efek bersifat ekuitas pada *Fortune 500 firm*, Nagy dan Obenberger (1994), menyimpulkan bahwa kriteria utama investor individu membuat keputusan untuk membeli saham adalah memaksimalkan kekayaan. Pertimbangan lain seperti informasi yang netral, informasi laporan keuangan, reputasi perusahaan, hubungan sosial hanya sepintas lalu dipertimbangkan. Rekomendasi dari perusahaan Efek, broker individu, anggota keluarga, dan rekan kerja terabaikan. Pada dasarnya banyak investor yang memanfaatkan model valuasi ketika mengevaluasi saham.

Penelitian pada *real market data* S&P 500 dan U.S 3-month T-bill didapatkan bahwa *nonprofesional investor* berperilaku tidak menginginkan mendapatkan kerugian (*myopic loss aversion*) dengan mengalokasikan kekayaan utama mereka ke *risk-free asset*. Naik turun kekayaannya ditentukan dengan kesuksesan atau kegagalan keputusan penentuan alokasi portofolio sebelumnya (Rengifo & Trifan, 2010). *Nonprofesional investor* mengacu pada investor yang pekerjaan utamanya tidak berkaitan dengan investasi keuangan dan/atau kurang memiliki pengetahuan, keahlian, waktu serta kombinasinya untuk membuat keputusan investasi yang mengagumkan lebih memilih meminta bantuan kepada manajer portofolio yang profesional untuk pengelolaan portofolionya.

Untuk melihat apakah perdagangan investor institusi mempengaruhi harga saham, Lakonishok, Shleifer, & Vishny (1992), melakukan penelitian atas pola perdagangan investor institusi dengan memfokkuskan pada prevalensi atas *herding and positive feedback trading* yang terasosiasi dengan kondisi investor institusi adalah pihak yang menyebabkan ketidakstabilan harga saham. Untuk mengevaluasi digunakan 769 data sampel *all-equity tax-exempt fund* yang dikelola oleh 341 *institutional money manager* yang berbeda dimana mayoritasnya perusahaan dana pensiun dan dikeluarkan oleh SEI sebuah firma besar yang memberikan layanan jasa keuangan bagi investor institusi. Data yang terdiri atas kepemilikan portofolio pada triwulan terakhir untuk setiap 341 *money manager* pada periode triwulan pertama tahun 1985 hingga triwulan terakhir tahun 1989 memungkinkan Lakonishok, Shleifer, & Vishny (1992) mengestimasi seberapa

besar pembelian dan penjualan saham setiap *manager* pada setiap triwulan. Hasil dari penelitian tersebut memperlihatkan bahwa untuk saham dengan *market capitalization* kecil, ditemukan bukti yang lemah adanya *herding* dan bukti yang kuat adanya *positive-feedback trading*. Akan tetapi penelitian juga memperlihatkan adanya sedikit *herding* dan *positive-feedback trading* pada saham dengan *market capitalization* besar yang banyak dimiliki oleh investor institusi. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak ada bukti yang kuat pada data yang digunakan bahwa investor institusi merupakan pihak yang mengakibatkan harga saham menjadi tidak stabil (Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1992).

2.8 Weekend Effect atau Day-of-The-Week Effect

Ada beberapa ketidaklaziman dalam perbedaan *return* sepanjang tahun kalender yang terkadang tidak mudah untuk dirasionalisasi atau akan berakibat pada pasar yang tidak efisien seperti *January effect* dan *weekend effect* (Damodaran, 2002).

The January effect memperlihatkan adanya perbedaan yang sangat kuat pada *return behavior* saat bulan Januari dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya sepanjang tahun. *Return* di bulan Januari pada umumnya lebih tinggi dari pada *return* di bulan-bulan lainnya pada tahun yang sama. Fenomena ini dapat dilihat pada dua minggu pertama bulan Januari.

Return phenomenon lainnya adalah *the weekend effect* yang dikenal juga dengan *the Monday effect*, *the day-of-the-week effect*, atau *Monday seasonal*. *The weekend effect* yang menjadi pusat penelitian mengacu pada perbedaan *return* di di hari tertentu misalkan hari Senin atau Selasa dengan hari-hari lainnya dalam satu minggu. *Monday effect* merupakan *weekend effect* karena adanya *negative return* yang dimanifestasikan pada penutupan pasar di hari Jum'at dan pembukaan pasar di hari Senin. Sementara itu *return* dari *intraday return* dihari Senin tidak mengakibatkan *negative return* (Damodaran, 2002).

Proses membentuk *stock return* menjadi topik penelitian yang sangat populer. Salah satunya apakah proses pembentukan *stock return* yang beroperasi secara terus menerus (*continuously*) atau hanya pada saat perdagangan aktif

(French, 1980). Karena saham diperdagangkan hanya di hari Senin hingga Jum'at, apabila *return* dihasilkan secara terus menerus selama waktu kalender, distribusi *return* untuk hari Senin akan berbeda dengan hari-hari lainnya dalam seminggu. Di sisi lain apabila *stock return* dihasilkan pada periode perdagangan aktif, distribusi *return* akan sama sepanjang lima hari dalam seminggu. Penelitian ini dilakukan oleh French (1980) menggunakan data *return* harian *the Standard and Poor composite* portofolio yang terdiri dari 500 saham dengan *market capitalization* terbesar di NYSE pada periode tahun 1953 hingga 1977.

Peneliti lain telah mengkaji hal ini dengan mempelajari variansi perubahan harga. Dengan menggunakan 1200 – 1700 data observasi atas harga saham harian dari 30 saham pada *the Dow-Jones Industrial Average* dengan periode waktu akhir 1957 hingga 26 September 1962, Fama (1965) menguji hipotesa bahwa *return* dihasilkan dalam waktu kalender dengan membandingkan varian *stock return* hari Senin dan varian *stock return* di hari lainnya.

Dengan mengabaikan adanya hari libur bursa, French (1980) menyatakan bahwa *return* untuk hari Senin mewakili tiga hari investasi dari penutupan perdagangan di hari Jum'at hingga penutupan perdagangan di hari Senin, sementara *return* untuk hari-hari lainnya mewakili satu hari investasi. Oleh karena itu apabila *expected return* merupakan fungsi linier untuk periode investasi yang diukur dalam waktu kalender, *mean return* untuk hari senin akan tiga kali *mean return* hari lainnya dalam seminggu. Akan tetapi proses pembentukan *return* dilakukan di waktu perdagangan, *return* untuk lima hari perdagangan mewakili satu hari investasi dan *mean return* akan sama. Dengan menggunakan *composite* portofolio pada *the Standard and Poor* dari tahun 1953 hingga 1977 penelitian yang dilakukan French (1980) memperlihatkan *mean return* hari Senin negatif secara signifikan dalam sub periode lima tahun dan selama periode tersebut walaupun rata-rata *return* untuk empat hari lainnya dalam satu minggu positif. *Monday returns* secara konsisten negatif ditemukan pada S&P *Composite* di awal tahun 1928 untuk saham yang diperdagangkan di bursa dan saham yang diperdagangkan secara aktif melalui transaksi *over the counter* (OTC) (Keim & Stambaugh, 1983). *Monday effect* terjadi pada dua minggu terakhir setiap

bulannya (minggu keempat dan kelima), *mean Monday return* pada tiga minggu pertama setiap bulannya tidak berbeda secara signifikan (Wang, Yuming, & Erickson, 1997).

Dengan menggunakan data *return* harian *closing-to-closing price* dari *Center of Research in Security Prices* (CRSP) University of Chicago periode waktu Juli 1962 sampai Desember 1979, Lakonishok & Levi (1982) menyatakan bahwa *return* harian tergantung dari *the-day-of-the-week return* dan penyesuaian untuk *interest gain* pada hari tertentu selama hari-hari bisnis.

Akan tetapi tidak semua bursa di negara-negara lain mengalami *the weekend effect* di hari Senin. *Day-of-the-week effect* di Paris Bourse memperlihatkan bahwa *return* negatif ditemukan pada hari Selasa dimana prosedur penyelesaian transaksi bursa mempengaruhi penyebaran distribusi *return* (Solnik & Bousquet, 1990). Setelah tanggal 1 Januari 1995 didapati *return* negatif terjadi di China. *Tuesday anomaly* ini tidak muncul setelah dikeluarkannya *non-normality distribution* dan *spillover* dari negara lain. Penelitian yang dilakukan di China ini menyimpulkan bahwa, *day-of-the-week effect* di China dipengaruhi oleh *spillover* di Amerika (Chen, Kwok, & Rui, 2001). Penelitian dari tahun 1969-1992, memperlihatkan Jepang dan Australia juga mengalami *day-of-the-week effect* pada hari Selasa. Khusus untuk pasar Jepang, *day-of-the-week effect* di hari Selasa hanya berlaku hingga tahun 1989 dimana pasar di Tokyo buka hingga Sabtu pagi. Setelah 1989 *day-of-the-week effect* terjadi di hari Senin (Dubois & Louvet, 1996). *Monday effect* terjadi di *futures* dan *option market* di Finlandia, tetapi *Tuesday effect* terjadi pasar sahamnya (Martikainen & Puttonen, 1996).

Penelitian terkait *day-of-the-week effect* selama periode krisis keuangan di Asia tahun 1997 telah dikaji dengan mengambil sampel pada pasar di Asia Pasifik seperti Hong Kong, Korea, Singapore, dan Taiwan. Pada saat bersamaan juga diteliti *weekend effect* di pasar negara maju seperti Amerika Serikat dan Jepang. Dengan menggunakan data dari DataStream of National University of Singapore (NUS) untuk enam index pasar saham (S&P 500 Composite dari Amerika Serikat, Nikkei 225 Stock Average dari Jepang, Hang Seng Index dari Hong Kong, Korea

SE Composite dari Korea Selatan, SES All-Share Index dan Taiwan SE Weighted. Data) pada periode 1 Januari 1998 hingga 30 Juni 2001, Hui (2004) menyampaikan bahwa data yang digunakan tidak berdistribusi normal, sehingga - *non-parametric* test: Kruskal – Wallis test digunakan untuk menginvestigasi keberadaan *day-of-the-week effect*. Hasil dari penelitian menyatakan bahwa dalam periode penelitian tidak ada bukti pasti adanya *weekend effect* di pasar yang sudah maju atau pasar di Asia Pacific kecuali Singapore. *Weekend effect* bukanlah sesuatu yang dapat menjalar dari pasar yang sudah mapan ke pasar yang sedang berkembang di Asia Pacific. Penelitian tersebut pun menyimpulkan tidak ditemukannya *day-of-the-week effect* selama krisis keuangan di tahun 1997 (Hui, 2004).

Dengan menggunakan data *return* harian FTSE100 index dalam periode 3 April 1991 hingga 19 May 1998 dan 1803 data observasi dengan mengabaikan hari libur, Steeley (2000) meneliti bahwa tidak ditemukannya *day-of-the-week effect* di pasar atas Efek bersifat ekuitas Inggris selama tahun 1990an. Dengan membagi data *return* dengan dasar *market direction*, *return* negatif pada hari Senin dan Jum'at berbeda secara signifikan dari hari-hari yang lain. Temuan ini mempertimbangkan pola yang dapat terlihat pada kehadiran informasi pada pasar di Inggris. Kehadiran informasi ada di hari Selasa hingga Kamis, hanya sedikit informasi datang di hari Senin atau Jum'at. Steeley (2000) mempostulasikan jarangya berita datang di hari Senin dan Jum'at menjadikan Senin dan Jum'at memiliki hari perdagangan dengan biaya yang lebih rendah serta bersamaan dengan bukti bahwa rekomendasi broker bias terhadap pembelian. Broker menyediakan kesempatan jual bagi investornya dan Senin menjadi pilihannya karena memberikan waktu analisis yang lebih lama.

Pengamatan terhadap fenomena *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* dapat membantu investor dalam mendapatkan waktu yang tepat untuk membeli, menahan atau menjual saham. Dengan menggunakan 1961 data *return* harian atas *iShares* untuk 17 negara (Australia, Austria, Belgia, Kanada, Prancis, Jerman, Hong Kong, Italia, Jepang, Malaysia, Mexico, Belanda, Singapore, Spanyol, Swedia, Swiss, Inggris dan Amerika Serikat) dan *Standard and Poor's Depository*

Receipt (SPY) yang diambil dari CRSP untuk periode waktu 19 Maret 1996 hingga 31 Desember 2003, dianalisa pola dari *return* harian dan potensi mengeksploitasi *return* harian tersebut. *iShares* merupakan *exchange-traded funds* (ETF) yang semakin populer bagi investor karena dirancang untuk mereplikasikan kepemilikan dan *yield* dari index *underlying* sahamnya. Sama halnya dengan ETF, *iShares* dibuat dengan memblokir sejumlah unit dari saham *underlying* dalam proses *creation unit*. Karena *iShares* dibentuk dari portofolio saham-saham *underlying* dan dapat di-*redeem*, kesempatan arbitrase dapat terjadi apabila terjadi perbedaan harga antara *iShares* dengan saham *underlying*. *iShares* yang terkenal dikelola oleh Barclay Global Investor dan diperdagangkan di *American Stock Exchange*. Temuan memperlihatkan bahwa strategi perdagangan berdasarkan *day-of-the-week effect* mengungguli strategi *buy-and-hold* untuk semua *iShares*. Diakui bahwa biaya transaksi dapat mengurangi keuntungan secara potensial. Disarankan bahwa rencana untuk membeli *iShares* sebaiknya menunggu setelah akhir minggu termasuk hari Senin sedangkan untuk menjual *iShares* ada baiknya menunggu mendekati hari Jum'at guna menghindari menahan *iShares* pada akhir minggu (Mazumder, Chu, Miller, & Prather, 2008).

Penelitian keberadaan *weekend effect* di pasar saham Finlandia dilakukan pada periode 2 April 1993 hingga 30 Juni 2006 menggunakan data Finnish Stock Market Index (OMX Cap-Index). Penelitian yang dilakukan oleh Högholm & Knif (2009) memperlihatkan kondisi pasar Finlandia sebelum dan setelah penerapan mata uang Euro. Dengan implementasi Euro di Finlandia diharapkan memindahkan kinerja Finlandia untuk memasuki negara industri. Diharapkan pula pengaruh dari pola akhir minggu dalam arus informasi akan mempengaruhi distribusi *return* yang berbeda untuk industri yang berbeda. Selama periode *post-euro* test empirik mendukung hipotesa bahwa *day-of-the-week effect* dan kesenjangan dalam *mean return* merupakan bagian dari seluruh pasar serta *day-of-the-week effect* dalam volatilitas ditemukan dalam tingkat industri. Sementara periode *pre-euro day-of-the-week effect* dalam volatilitas ditemukan di pasar secara keseluruhan (Högholm & Knif, 2009).

Dengan menggunakan index harian dari TSE-Composite (Kanada), DAX (Jerman), Nikkei-225 (Jepang), FT-100 (Inggris) dan NYSE-Composite (NYSE) dari 1 Januari 1998 hingga 28 Juni 2002, Kiymaz dan Berument menemukan bahwa *day-of-the-week effect* mempengaruhi *return* dan volatilitas. Dalam penelitian tersebut diobservasi pasar Jerman dan Jepang memiliki volatilitas *return* tertinggi di hari Senin, Jum'at untuk pasar Kanada dan Amerika Serikat, Kamis untuk Inggris. Volatilitas *return* terendah terjadi pada hari Senin untuk pasar Kanada, dan hari Selasa untuk pasar Jerman, Jepang, Inggris dan Amerika Serikat.

Penelitian *weekend effect* di BEI (Hikmah, 2003) dengan menganalisis model runtun waktu GARCH terhadap fenomena *weekend effect* di pasar modal Indonesia dan menggunakan data LQ45 periode 2001 – 2002 didapatkan bahwa *weekend effect* berupa *return* hari Senin dan Jum'at yang masing-masing secara signifikan bernilai negatif pada $L_1 = \ln\left(\frac{close_t}{close_{t-1}}\right)$ (penutupan perdagangan hari sebelumnya sampai dengan penutupan perdagangan hari ini) dan positif pada $L_2 = \ln\left(\frac{close_t}{open_t}\right)$ (pembukaan sampai dengan penutupan perdagangan dalam satu hari).

2.9 Pola Perdagangan Investor Terhadap *Weekend Effect* atau *Day-of-The-Week Effect*

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk melihat adanya *weekend effect* di berbagai bursa termasuk juga hubungannya dengan investor institusi dan investor individu.

Dengan menggunakan data perdagangan harian NYSE (jumlah saham) dan serta *odd-lot sales and purchase* harian (jumlah saham) tahun 1962 - 1986, Lakonishok & Maberly, (1990) melihat pola perdagangan investor individu dan institusi dengan adanya *day-of-the-week effect*. Dalam penelitiannya didapatkan terjadi peningkatan yang relatif terhadap aktifitas perdagangan oleh investor individu di hari Senin. Selain dari pada itu juga terdapat kecenderungan investor individu meningkatkan jumlah penjualannya dibandingkan dengan pembeliannya.

Dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Osborne (1962) pada periode waktu 2 Januari 1958 hingga 1 Desember 1960 pada dua belas *common stock* yang tercatat di NYSE terhadap pola aktifitas perdagangan dari pelaku pasar diramalkan bahwa karena investor individu memiliki waktu yang senggang untuk menyerap informasi dan membuat keputusan selama akhir minggu, investor individu menjadi lebih aktif di hari Senin. Penelitian tersebut juga meramalkan bahwa investor institusi kurang aktif melakukan perdagangan di hari Senin karena hari Senin merupakan hari untuk merencanakan strategi. Keputusan investor individu pada dasarnya diputuskan sendiri dan terdapat kecenderungan pembuatan keputusan keuangannya dilakukan di akhir minggu. Selain dari pada itu Osborne juga memperlihatkan bahwa terdapat peningkatan yang cukup signifikan pada volume perdagangan di hari Selasa dan Rabu, akan tetapi pembelian *odd lot* tetap dilakukan pada hari Senin.

Empirical evidence memperlihatkan bahwa analisis keuangan memberikan lebih banyak rekomendasi beli dibandingkan dengan rekomendasi jual (Groth, Lewellen, Schlarbaum, & Lease, 1979). Hal ini didasari pada penelitian (Groth, Lewellen, Schlarbaum, & Lease (1979) pada 6000 sampel rekomendasi didapati satu rekomendasi jual dan enam rekomendasi beli. Penelitian terhadap rekomendasi yang dibuat oleh analisis keuangan United Kingdom memberikan hasil yang sama (Elroy & Marsh, 1986). Elroy dan Marsh (1986) dalam penelitiannya menyatakan bahwa terdapat dua alasan mengapa jumlah rekomendasi jual tidak sebanyak rekomendasi beli. Pertama, secara umum rekomendasi beli lebih *cost-efficient* karena setiap investor dapat merespon terhadap rekomendasi beli tetapi hanya investor yang memiliki saham tertentu yang dapat merespon rekomendasi jual. Kedua, untuk analisis keuangan sangat penting memiliki hubungan kerja yang baik dengan perusahaan brokernya. Oleh karena itu rekomendasi jual sangat tidak populer dengan manajemen dan sebaiknya dihindari.

Oleh karena itu rekomendasi Osborne (1962) dimana kecenderungan investor individu bertransaksi jual lebih tinggi dari pada bertransaksi beli bertentangan dengan apa yang direkomendasikan oleh analisis keuangan.

Terdapat dua alasan mengapa pada investor individu memiliki kecenderungan untuk membuat transaksi jual dibandingkan dengan membuat transaksi beli. Pertama, adanya transaksi dengan order terbatas dimana investor akan menunggu transaksi jual dieksekusi terlebih dahulu sebelum melakukan transaksi beli. Hal ini memberikan keleluasaan investor individu untuk mendanai pembeliannya (Lakonishok & Maberly, 1990). Data yang digunakan oleh Lakonishok & Maberly (1990) adalah volume perdagangan harian NYSE dan volume penjualan serta pembelian perdagangan saham *odd lot* yang didapatkan dari *the Standard and Poor's Daily Stock Price Record* untuk NYSE, periode tahun 1962 hingga 1986. Kedua, sama dengan hipotesa *parking of the proceed* sebagaimana disampaikan oleh Ritter & Jay (1988) yang menyatakan bahwa daripada investor individu menempatkan hasil perdagangannya di rekening broker untuk sementara waktu dan menginvestasikannya kembali, sangat umum bagi investor menjual sahamnya terlebih dahulu dan menunggu beberapa hari sebelum kembali menginvestasikan hasil perdagangannya tersebut.

The parking-the-proceeds hypothesis merupakan *the-turn-of-the-year effect* (pengaruh pergantian tahun) yang disebabkan oleh perilaku pembelian dan penjualan saham oleh investor individu (Ritter & Jay, 1988). Ketika akhir tahun semakin mendekat, investor individu menjual saham mereka dengan tujuan pengurangan pajak. Hasil yang mereka terima dari penjualan saham tidak serta merta di investasikan kembali, akan tetapi diparkirkan sejenak hingga bulan Januari. Penelitian untuk menilai perilaku pembelian dan penjualan investor individu pada pergantian tahun dilakukan oleh Ritter & Jay (1998) dengan menggunakan data pembelian/penjualan harian pada perusahaan Efek, Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith pada periode waktu 17 Desember 1970 hingga 16 Desember 1985. Data memperlihatkan rasio pembelian/penjualan secara rata-rata rendah di akhir Desember dan meningkat di awal bulan Januari.

Perdagangan yang berasal dari investor individu menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi *Monday return*. Penelitian yang menggunakan *daily return* pada indeks NYSE dan ASE tahun periode 1963 – 1991 yang berasal dari data tape CRSP, Abraham & Ikenberry (1994) memperlihatkan bahwa *mean Monday*

return untuk periode penelitiannya -0,1161% yang konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Untuk melihat hipotesa apakah investor individu mengakibatkan *mean Monday return* bernilai negatif, maka digunakan hari perdagangan sebelumnya sebagai *proxy* sederhana apakah ada berita baik atau buruk. Ketika *mean Friday return* bernilai positif *mean Monday return* bernilai positif secara signifikan. Apabila investor individu berkontribusi pada pola ini, maka setelah adanya berita baik di pasar, investor individu berusaha memenuhi kebutuhan likuiditasnya dengan memberikan keputusan beli selama akhir minggu dan mengeksekusinya pada awal minggu berikutnya. Ketika *mean Friday return* bernilai negatif, maka *mean Monday return* pun bernilai negatif. Kegiatan penjualan di hari Senin oleh investor individu lebih tinggi dibandingkan di hari lainnya. Lebih tingginya tekanan jual oleh investor individu di hari Senin mengacu pada *return* negatif di sesi perdagangan sebelumnya. Menggunakan S&P 500, Abraham & Ikenberry (1994) pun melihat tekanan jual terjadi sebelum pukul 11 Senin pagi, walaupun tekanan jual juga terjadi di hari Selasa.

The information-processing hypothesis, menyatakan bahwa investor mendasari order jual atau beli mereka di hari Senin pada *return* di hari Jum'at. Hipotesa tersebut konsisten dengan perdagangan investor institusi. Penggunaan data *return* harian NYSE dan AMEX periode bulan Januari 1963 – Desember 1993 dan *return* harian NASDAQ periode bulan Januari 1973 – Desember 1993 yang diambil dari data tape CRSP dan membuang saham yang diperdagangkan dengan harga di bawah \$3,00 per saham dalam pembentukan portofolionya, menyatakan bahwa investor individu lebih menyukai kondisi order jual atau beli di hari Senin berdasarkan *return individual stock* daripada *return* portofolio saham. Hal ini dikarenakan investor individu cenderung menjualbelikan sahamnya pada *individual basis*. Investor institusi di sisi yang lain cenderung untuk menjualbelikan saham dalam kumpulan saham dan lebih menyukai jualbeli saham berdasarkan *return* portofolio saham sebelumnya. Kedua kondisi tipe investor tersebut sangat mendukung hipotesa dimana pola perdagangan investor institusi berdampak pada *the weekend effect* (Brockman & Michayluk, 1998).

Menggunakan data kepemilikan saham investor institusi periode tahun 1981 – 1998 untuk saham yang diperdagangkan di NYSE, Amex dan Nasdaq yang berasal dari data tape CRSP, Chan, Leung, & Wang (2004) memperlihatkan dengan adanya peningkatan jumlah perusahaan sekitar hampir 100% dari 4.304 di tahun 1981 menjadi 8.569 perusahaan di tahun 1998, *Monday seasonal* lebih menguat pada saham dengan kepemilikan investor institusi yang rendah dan *mean return* di hari Senin tidak berbeda secara signifikan dengan *mean return* di hari Selasa sampai Jum'at untuk saham dengan kepemilikan investor institusi yang tinggi untuk periode tahun 1990 – 1998. Penelitian ini didukung dengan adanya kondisi dimana jumlah investor institusi yang terus mendominasi kepemilikan saham di NYSE, Amex dan Nasdaq. *Mean* persentasi kepemilikan investor institusi atas saham yang diperdagangkan di ketiga bursa tersebut bernilai 14,6% di tahun 1981, 21,9% di tahun 1990, dan 31,0% di tahun 1998.

Hasil penelitian yang dilakukan terhadap investor perusahaan Efek terbesar di Israel selama periode waktu 1994 – 1998 (Venezia & Shapira, 2007), memperlihatkan bahwa investor individu banyak melakukan kegiatan perdagangannya di hari Minggu dimana akhir minggu di Israel jatuh pada hari Jum'at dan Sabtu. Investor individu banyak yang sibuk bekerja pada selama hari-hari kerja dan membuat keputusan untuk berdagang dilakukannya di akhir minggu. Sementara investor profesional dalam hal ini diwakili oleh investor institusi menggunakan awal minggu untuk membuat perencanaan untuk berdagang di satu minggu ke depan dan melakukan perdagangan selama hari-hari kerja.

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1 Data Penelitian

Beberapa Efek yang tercatat di KSEI tidak tercatat di bursa. Hal ini dikarenakan adanya saham yang telah *delisting* dari bursa tetapi masih tercatat di KSEI atau beberapa saham tidak diperdagangkan di bursa akan tetapi tersimpan dan diselesaikan melalui KSEI. Oleh karena itu penelitian ini hanya menggunakan saham yang tercatat di BEI pada periode penelitian.

Periode waktu penelitian dilaksanakan pada bulan Januari 2004 hingga bulan September 2010. Data *time series* dengan periodisasi harian (*daily*) digunakan untuk melihat apakah ada perbedaan perilaku antara investor individu dan investor institusi dalam menentukan waktu yang tepat untuk berdagang akibat adanya *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*. Data yang digunakan dalam penelitian adalah

- a. Untuk melihat apakah ada *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di BEI digunakan data yang bersumber dari *datafeed* BEI, yaitu
 - BEI *return* harian yang tercermin dalam IHSG.
 - Harga penutupan saham yang digunakan sebagai *individual stock return*.
- b. Untuk melihat adakah hubungan antara persentasi kepemilikan investor institusi and individu dengan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di BEI, maka digunakan data kepemilikan saham investor individu dan investor institusi yang tercatat di KSEI. Berdasarkan tingkat pajak (*tax rate*) yang ada saat ini, data kepemilikan Efek di KSEI dapat digolongkan menjadi sembilan tipe investor yang ditetapkan oleh Bank Indonesia yaitu asuransi, perusahaan, dana pensiun, bank, individu, reksa dana, perusahaan Efek, yayasan dan lainnya. Selain tipe investor individu, tipe investor lainnya dikelompokkan menjadi investor institusi.

Tabel 3 - 1 Data Saham Tercatat di BEI dan Data Kepemilikan Saham di KSEI per Tanggal 2 Januari 2004 dan 30 September 2010

		2 Januari 2004 (Rupiah)		30 September 2010 (Rupiah)	
Jumlah Saham Tercatat di BEI		333 emiten		409 emiten	
Lokal	Individu	11.214.474.935.703	4,66%	104.456.423.118.805	6,20%
	Institusi	42.352.867.769.410	17,59%	456.118.256.957.755	27,07%
	Lainnya	10.990.195.166.235	4,56%	813.316.487.952	0,05%
	Total Lokal	64.557.537.871.348	26,81%	561.387.996.564.512	33,32%
Asing	Individu	434.299.967.890	0,18%	2.873.634.914.293	0,17%
	Institusi	94.622.961.616.855	39,30%	809.733.900.581.659	48,06%
	Lainnya	81.154.377.975.194	33,71%	310.844.782.608.317	18,45%
	Total Asing	176.211.639.559.939	73,19%	1.123.452.318.104.270	66,68%
Total Lokal + Asing		240.769.177.431.287		1.684.840.314.668.780	
Individu Lokal + Asing		11.648.774.903.593		107.330.058.033.098	
Institusi Lokal + Asing		136.975.829.386.265		1.265.852.157.539.410	

Sumber: database BEI dan KSEI, serta diolah sendiri

Selama periode penelitian, jumlah saham yang tercatat di bursa meningkat 23% dari 333 emiten di tanggal 2 Januari 2004 menjadi 409 emiten tanggal 30 September 2010.

Dengan membandingkan data kepemilikan saham di KSEI tanggal 2 Januari 2004 dan 30 Juni 2010, total *value* saham yang tersimpan di KSEI meningkat 6% dari Rp 240 trilyun menjadi Rp 1.684 trilyun. Persentasi kepemilikan investor individu lokal dan asing mengalami kenaikan 31,67% dari 4,48% menjadi 6,37%. Pertumbuhan yang cukup menggembirakan adalah meningkatnya persentasi kepemilikan lokal sejumlah 33,11% dari 4,66% menjadi 6,2%. Hal ini menandakan mulai berkembangnya kesadaran investor lokal untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia.

Tabel 3 – 1 juga memperlihatkan penurunan persentasi kepemilikan saham kategori lainnya dan kenaikan persentasi kepemilikan saham individu dan institusi. Hal ini memperlihatkan bahwa semakin detailnya data nasabah yang diberikan ke KSEI. Diharapkan dengan semakin detailnya data nasabah yang disampaikan ke KSEI dapat mempermudah didapatkan informasi demografi nasabah pasar modal Indonesia yang juga mempermudah peneliti maupun KSEI dalam menganalisis perilaku investor pasar modal Indonesia berdasarkan beragam

tipe investor seperti investor lokal, asing, individu, reksa dana, perusahaan, dana pensiun dan lain sebagainya.

3.2 Pengolahan Data

3.2.1 Keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di BEI

Return IHSB harian dapat digunakan untuk menguji apakah *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* terjadi di BEI selama periode penelitian. Pertumbuhan IHSB sebagai *return* harian dihitung menggunakan persamaan berikut (Hui, 2004):

$$R_t = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) - 1 \quad (3.1)$$

R_t merupakan fungsi pertumbuhan, dimana P_t merupakan IHSB penutupan pada hari t .

Penelitian ini menguji proses pembentukan *stock return* dengan membandingkan *return* IHSB setiap hari bursa dalam seminggu dan mengabaikan adanya hari libur bursa di luar akhir minggu. *Return* IHSB untuk hari Senin mewakili tiga hari kalender investasi, dimulai dari penutupan perdagangan bursa di hari Jum'at hingga penutupan perdagangan bursa di hari Senin, sementara hari-hari lain merefleksikan satu hari investasi. Oleh karena itu, apabila *expected return* merupakan fungsi linier dari periode investasi yang dihitung dengan menggunakan waktu kalender, *mean return* IHSB hari Senin akan tiga kali *mean return* IHSB hari-hari lainnya (French, 1980).

Dengan menggunakan data *return* IHSB, untuk melihat keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* maka dilakukan:

a. Analisis statistik deskriptif

Return IHSB yang terbentuk kemudian dikelompokkan berdasarkan hari, yaitu hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at. Dengan demikian diketahui rata-rata (*mean*) dan standar deviasi untuk masing-masing hari menggunakan analisis statistik deskriptif. Hasil analisis statistik deskriptif dapat

memperlihatkan *mean return* terendah terjadi di hari apa selama periode penelitian.

b. Uji *1-way analysis of variance* (Anova)

Untuk memperkuat analisis keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* (French, 1980), pengujian analisis deskriptif dilanjutkan dengan uji *1-way analysis of variance* (Anova) untuk mengetahui apakah tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *return* IHSG hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at. Hipotesis yang digunakan dalam uji *1-way* Anova sebagai berikut:

H_0 : tidak ada perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu ($\mu_{\text{senin}} = \mu_{\text{selasa}} = \mu_{\text{rabu}} = \mu_{\text{kamis}} = \mu_{\text{jum'at}}$)

H_1 : terdapat perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu ($\mu_{\text{senin}}, \mu_{\text{selasa}}, \mu_{\text{rabu}}, \mu_{\text{kamis}}, \mu_{\text{jum'at}}$ *are not all equal*)

Dengan probabilitas keputusan yang diambil:

- Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_0 tidak ditolak
- Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak.

Day-of-the-week effect terjadi pada hari yang memiliki *mean return* terendah dan *null hypothesis* tidak ditolak. Apabila dalam satu periode penelitian *mean return* terendah terjadi di hari Senin maka pada periode penelitian tersebut terjadi *weekend effect*.

Untuk menguji *analysis of variance*, harus diasumsikan bahwa setiap data yang digunakan berdistribusi normal dan setiap populasinya memiliki *variance* σ^2 yang sama. Akan tetapi apabila ukuran data sampel cukup besar, maka asumsi data berdistribusi normal tidak diperlukan (Levin & Rubin, 1998). Oleh karena itu sebelum dilakukan pengujian *1-way* Anova, akan dilakukan uji normalitas data menggunakan grafik *histogram* atau bantuan alat uji *shapiro-wilk* dan *lilliefors*.

3.2.2 Hubungan antara kepemilikan investor institusi dan investor individu dengan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*.

3.2.2.1 Pola kepemilikan saham investor individu dan institusi

Kepemilikan saham investor individu dan institusi dihitung dalam periode harian setiap tahunnya dari bulan Januari 2004 hingga September 2010 berdasarkan catatan kepemilikan saham di C-BEST per hari dengan persamaan sebagai berikut⁷:

$$v = \sum_{i=1}^N (hb_i \times cp_i) \quad (3.2)$$

Dimana:

v_i : total *value* semua saham
 hb_i : total *holding balance*, saham ke - i
 cp_i : *closing price*, saham ke - i

Rasio kepemilikan investor dan institusi harian dihitung dengan formula berikut:

$$\text{individual holding ratio} = \frac{\sum \text{individual value}}{\sum \text{institutional value} + \sum \text{individual value}} \quad (3.3)$$

$$\text{institutional holding ratio} = \frac{\sum \text{institutional value}}{\sum \text{institutional value} + \sum \text{individual value}} \quad (3.4)$$

Guna melihat hubungan persentasi kepemilikan investor institusi dan investor individu terhadap *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* analisis deskriptif digunakan untuk melihat pola persentasi kepemilikan tahunan saham investor individu dan investor institusi dengan melihat persentasi kepemilikan minimum, maksimum, *mean*, dan standar deviasinya berdasarkan data ratio kepemilikan saham harian milik investor individu dan investor institusi.

3.2.2.2 Pola *day-of-the-week return*

Hubungan antara *mean* persentasi kepemilikan investor individu dan investor institusi dengan *day-of-the-week mean return* dan *average other day-of-the-week mean return* dapat dilihat menggunakan analisis statistik deskriptif.

⁷ Sumber: database KSEI

3.2.2.3 Analisis berdasarkan portofolio nasabah

Untuk melihat lebih detil persentasi kepemilikan saham investor institusi dan individu memiliki pengaruh dengan peningkatan atau penurunan *mean day-of-the-week return*, maka data kepemilikan saham dibagi menjadi 10 portofolio investor institusi dan 10 portofolio investor individu berdasarkan persentasi kepemilikan saham investor institusi dan individu dari yang terendah ke yang tertinggi.

Berdasarkan data kepemilikan saham di akhir tahun yang dikeluarkan oleh KSEI, setiap tahunnya diolah data berikut:

- a. Setiap saham dihitung persentasi kepemilikan saham investor institusi dan individu.
- b. Setiap data persentasi kepemilikan saham investor institusi dan individu diurut dari persentasi kepemilikan saham yang terendah hingga persentasi kepemilikan saham yang tertinggi.
- c. Berdasarkan urutan persentasi kepemilikan saham tersebut, dibuatlah 20 portofolio yang terdiri dari 10 portofolio investor institusi dan 10 portofolio investor individu.
 - Dalam kelompok investor institusi, portofolio satu merupakan portofolio kepemilikan saham dengan persentasi kepemilikan investor institusi terendah sementara portofolio sepuluh merupakan portofolio dengan persentasi kepemilikan saham dengan kepemilikan investor institusi tertinggi.
 - Dalam kelompok investor individu, portofolio satu merupakan portofolio kepemilikan saham dengan persentasi kepemilikan investor individu terendah sementara portofolio sepuluh merupakan portofolio dengan persentasi kepemilikan saham dengan kepemilikan investor individu tertinggi.
- d. Setiap portofolio dicari *mean* persentasi kepemilikan saham investor institusi dan individu.
- e. Setiap portofolio dicari *return* setiap individu saham menggunakan data harga penutupan saham individu dari BEI.

f. Setiap portofolio dicari *mean day-of-the-week return*.

Untuk menganalisis apakah *day-of-the-week return* identik untuk setiap portofolio, maka dilakukan analisis regresi yaitu suatu formula yang mencari nilai variabel dependen dari nilai variabel independen yang diketahui. Dalam penelitian ini akan digunakan analisis regresi sederhana karena hanya ada satu variabel independen. Diharapkan hasil dari penelitian ini koefisien dari variabel independen bernilai positif secara signifikan.

- *Dependent variable*: *mean day-of-the-week return* dari setiap portofolio
- *Independent variable*: persentase kepemilikan investor institusi atau individu di setiap portofolio.

$$R = \alpha + \beta h \quad (3.5)$$

Dimana:

R : *mean day-of-the-week return* setiap portofolio

β , α : koefisien

h : *mean* persentase kepemilikan Efek investor individu dan institusi

Uji *t-statistic* digunakan untuk menguji apakah *mean* persentase kepemilikan Efek investor individu dan institusi benar-benar memprediksi *mean day-of-the-week return*.

Hipotesa untuk melihat pengaruh kepemilikan Efek investor institusi dan individu terhadap *mean day-of-the-week return* sebagai berikut:

$$H_0 : \beta > 0$$

$$H_1 : \beta \leq 0$$

Uji dilakukan dua sisi sehingga untuk tingkat signifikan 5% nilai probabilitasnya menjadi $0,05/2 = 0,025$. Berdasarkan probabilitas pengambilan keputusan menjadi:

- Jika probabilitas $> 0,025$, maka H_0 tidak ditolak
- Jika probabilitas $< 0,025$, maka H_0 ditolak.

3.3 Teknis Pengolahan Data

Pengolahan data menggunakan perangkat lunak SPSS Statistics versi 17.0 untuk mengolah uji statistik deskriptif, uji statistik 1-way Anova dan analisis regresi sederhana.



BAB 4

PENGOLAHAN DATA DAN ANALISIS

4.1 Pendahuluan

Periode waktu penelitian dilaksanakan pada bulan Januari 2004 hingga bulan September 2010. Data dengan periodisasi harian (*daily*) digunakan untuk melihat apakah:

- a. *Weekend effect* terjadi di BEI ataukah ada fenomena *day-of-the-week effect* terjadi di hari-hari lainnya.
- b. Apabila terdapat *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* terjadi di BEI, maka akan dilihat apakah terdapat hubungan antara kepemilikan investor institusi dan investor individu atas saham yang diperdagangkan di BEI dengan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*.

Analisis statistik deskriptif dan uji 1-way Anova digunakan untuk melihat keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* serta Analisis statistik deskriptif dan analisis regresi sederhana digunakan untuk melihat hubungan *effect* tersebut dengan kepemilikan investor institusi atau individu atas saham yang diperdagangkan di BEI. Data yang berasal dari BEI dan KSEI diolah dengan menggunakan perangkat lunak SPSS Statistics versi 17.0.

4.2 Keberadaan *Weekend Effect* atau *Day-of-The-Week Effect* di BEI

Dengan menggunakan data IHSG dai BEI dicari *return* harian. Penelitian ini menguji proses pembentukan *stock return* dengan membandingkan *return* IHSG setiap hari bursa dalam seminggu dan mengabaikan adanya hari libur bursa di luar akhir minggu. *Return* IHSG yang terbentuk kemudian dikelompokkan berdasarkan hari, yaitu hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at. Untuk melihat keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* maka dilakukan:

- a. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk melihat keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* di BEI.

- b. Uji 1-way Anova digunakan untuk memeriksa hipotesa apakah tidak ada perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu.

Tabel 4 - 1 Mean, Standard Deviasi dan T-statistic Tahunan Periode Januari 2004 – September 2010

Periode		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jum'at
Jan 2004 - Sep 2010	<i>N</i>	323	336	341	324	311
	<i>Mean</i>	-0,0006333	0,000995	0,0017874	0,000995	0,0024108
	<i>Std. Deviation</i>	0,0187636	0,014962	0,0164771	0,0146012	0,0143888
	<i>T</i>	-0,6066327	1,2189874	2,003141*	1,2321494	2,9546693*
2004	<i>N</i>	43	50	51	48	48
	<i>Mean</i>	-0,0034447	0,0035982	0,0041756	-0,0009663	0,0036561
	<i>Std. Deviation</i>	0,0163232	0,0134389	0,0133057	0,010624	0,0143073
	<i>T</i>	-1,3837997	1,8932583	2,2410978*	-0,6301254	1,7704222
2005	<i>N</i>	50	50	49	49	45
	<i>Mean</i>	-0,0022313	0,0024885	0,0002448	0,0010415	0,0020063
	<i>Std. Deviation</i>	0,0130948	0,0112356	0,0102959	0,0112089	0,0105178
	<i>T</i>	-1,2048567	1,5660997	0,1664386	0,6504256	1,2796146
2006	<i>N</i>	48	49	51	48	46
	<i>Mean</i>	-0,0012499	0,0011429	0,0032416	0,0019959	0,004445
	<i>Std. Deviation</i>	0,0159481	0,0124677	0,0116792	0,0127058	0,0125485
	<i>T</i>	-0,5429889	0,6416535	1,9821406	1,0883323	2,4025012*
2007	<i>N</i>	48	50	52	50	46
	<i>Mean</i>	0,0032314	0,0021696	0,0004614	0,0027389	0,0004897
	<i>Std. Deviation</i>	0,0181895	0,0120315	0,0175572	0,0147557	0,0109484
	<i>T</i>	1,2307922	1,2751278	0,1895251	1,312489	0,3033433
2008	<i>N</i>	49	50	50	45	46
	<i>Mean</i>	-0,0048646	-0,0045293	-0,001795	-0,0018218	0,0001136
	<i>Std. Deviation</i>	0,0283867	0,0233738	0,0253376	0,0219263	0,0245141
	<i>T</i>	-1,1995725	-1,3702075	-0,5009494	-0,5573534	0,031423
2009	<i>N</i>	47	51	50	47	46
	<i>Mean</i>	0,002344	0,001929	0,0025673	0,0024256	0,0044524
	<i>Std. Deviation</i>	0,0199528	0,015	0,0148637	0,0169396	0,0102428
	<i>T</i>	0,805376	0,9184092	1,2213306	0,9816606	2,9481858
2010	<i>N</i>	38	36	38	37	34
	<i>Mean</i>	0,002321	-0,0001783	0,0041214	0,0014705	0,0013806
	<i>Std. Deviation</i>	0,013203	0,0122389	0,0180521	0,0106329	0,0117263
	<i>T</i>	1,0836724	-0,0873902	1,4073856	0,8412549	0,6864973

*Tingkat signifikan 5%, H_0 ditolak

Sumber: diolah sendiri

4.2.1 Analisis statistik deskriptif

Ringkasan 1.635 data observasi dari bulan Januari 2004 hingga bulan September 2010 dapat dilihat pada Tabel 4 – 1 yang terbagi dalam tujuh sub periode tahun 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 dan 2010. Selama enam tahun sembilan bulan terindikasi bahwa *expected return* tidak konstan sepanjang minggu dimana *mean return* di hari Senin bernilai negatif dan memiliki nilai terendah dibandingkan dengan hari-hari lainnya yang bernilai positif.

Apabila dilihat data per tahun, *mean return* hari Senin di tahun 2004, 2005, 2006 dan 2008 terlihat negatif. Di tahun 2008 dengan adanya krisis keuangan global *mean return* selama satu minggu bernilai negatif. Pada tahun 2007 *mean return* terendah terjadi di hari Rabu, sementara pada tahun 2009 dan 2010 *mean return* terendah terjadi di hari Selasa.

4.2.2 Uji 1-way Anova

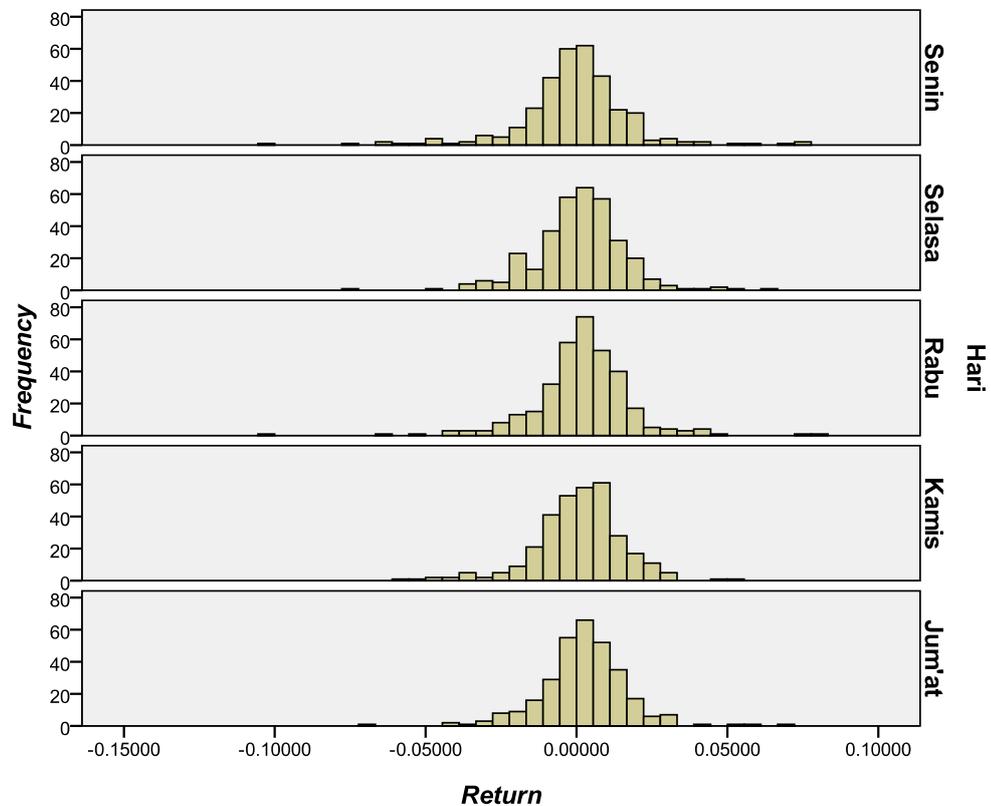
Untuk menganalisis keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*, pengujian analisis deskriptif dilanjutkan dengan pemeriksaan hipotesis apakah tidak ada perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu. Karena data yang digunakan untuk pengujian lebih dari dua sample maka uji *F* atau 1-way Anova digunakan. Esensi dari pengujian ini adalah ingin mengetahui apakah ada perbedaan yang signifikan (jelas) antara rata-rata hitung *return* yang terbagi dalam lima kelompok data.

Sebelum melakukan uji 1-way Anova, maka harus dipastikan terlebih dahulu:

- a. Data yang digunakan berasal dari populasi yang sama (populasi data berdistribusi normal. Untuk menguji apakah data berdistribusi normal maka digunakan uji normalitas.
- b. Data yang digunakan mempunyai varians yang sama. Uji varian digunakan untuk memastikan data memiliki varians yang sama.

Pengujian kenormalan data dapat digunakan histogram. Perbedaan antara *return* untuk hari Senin dan hari lainnya dalam seminggu digambarkan pada *histogram return* harian di Gambar 4 – 1. *Histogram return* harian pada periode

bulan Januari 2004 hingga bulan September 2010, memperlihatkan data pengujian berdistribusi normal.



Gambar 4 - 1 Histogram *return* harian pada periode bulan Januari 2004 – September 2010

Sumber: diolah sendiri

Dengan bantuan alat uji *shapiro-wilk*, dan *lilliefors*, data *mean return* setiap tahun diuji kenormalan dan kesamaan varian data. Hasil dari pengujian tersebut memperlihatkan bahwa dalam periode penelitian:

- a. Setiap tahunnya, ada hari-hari dimana data tidak berdistribusi normal, sebagaimana dilihat pada Tabel 4 – 2.

Tabel 4 - 2 Hasil Uji Normalitas Mean Return Tahunan periode Tahun 2004 – 2010

Tahun	Data tidak berdistribusi normal	Data berdistribusi normal
2004	Senin	Selasa, Rabu, Kamis, dan Jum'at
2005	Senin	Selasa, Rabu, Kamis, dan Jum'at
2006	Senin, Kamis dan Jum'at	Selasa, Rabu
2007	Senin, Selasa, Rabu, dan Kamis	Jum'at
2008	Senin dan Rabu	Selasa, Kamis dan Jum'at
2009	-	Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jum'at
2010	Selasa, Rabu dan Jum'at	Senin, Kamis

Sumber: diolah sendiri

b. Semua data penelitian berasal dari populasi yang memiliki varian yang sama.

Karena ukuran data sampel cukup besar, maka asumsi data berdistribusi normal tidak diperlukan dan terdapat kesamaan varian, untuk lebih memastikan keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week*, selanjutnya dilakukan pengujian 1-way Anova.

Hipotesis yang digunakan dalam uji 1-way Anova untuk melihat keberadaan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* sebagai berikut

H_0 : tidak ada perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu ($\mu_{\text{senin}} = \mu_{\text{selasa}} = \mu_{\text{rabu}} = \mu_{\text{kamis}} = \mu_{\text{jum'at}}$)

H_1 : terdapat perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu ($\mu_{\text{senin}}, \mu_{\text{selasa}}, \mu_{\text{rabu}}, \mu_{\text{kamis}}, \mu_{\text{jum'at}}$ are not all equal)

Dengan probabilitas keputusan yang diambil:

- Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_0 tidak ditolak
- Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak.

Day-of-the-week effect terjadi pada hari yang memiliki *mean return* terendah dan *null hypothesis* tidak ditolak. Apabila dalam satu periode penelitian *mean return* terendah terjadi di hari Senin maka pada periode penelitian tersebut terjadi *weekend effect*.

Tabel 4 - 3 Hasil Uji 1-Way Anova Mean Return Tahunan Periode Tahun 2004 – 2010

Tahun	F	Sig.	Null hypothesis
2004 – 2010	1,6905	0,1496	H ₀ tidak ditolak
2004	2,9744	0,0201	H ₀ ditolak
2005	1,3275	0,2604	H ₀ tidak ditolak
2006	1,2956	0,2724	H ₀ tidak ditolak
2007	0,3557	0,8399	H ₀ tidak ditolak
2008	0,3383	0,8520	H ₀ tidak ditolak
2009	0,1840	0,9466	H ₀ tidak ditolak
2010	0,5025	0,7339	H ₀ tidak ditolak

Sumber: diolah sendiri

Hasil uji 1-way Anova memperlihatkan hanya *mean return* di tahun 2004 saja yang memperlihatkan terdapat perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu, *F* hitung bernilai 1,6905 dengan probabilitas 0,0201 di bawah 0,05. Akan tetapi berdasarkan hasil *Turkey Test* dan *Bonferroni Test* perbedaan *mean return* di tahun 2004 tersebut tidak *significant*. Tahun-tahun lainnya termasuk uji 1-way Anova pada periode tahun 2004 hingga 2010 dengan nilai probabilitas di atas 0,05 memperlihatkan tidak ada perbedaan *mean return* IHSG untuk semua hari bursa dalam seminggu.

Kesimpulan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* berdasarkan uji analisis statistik deskriptif dan uji 1-way Anova sebagai berikut:

- a. Hasil uji statistik deskriptif dengan melihat nilai *mean return* yang paling terendah:
 - i. Tahun pengujian 2004 hingga tahun 2010 terjadi di hari Senin.
 - ii. Tahun 2004, 2005, 2006 dan 2008 terjadi di hari Senin.
 - iii. Tahun 2007 terjadi di hari Rabu
 - iv. Tahun 2009 dan 2010 terjadi di hari Selasa.
- b. Tahun 2004, 2005, 2006 dan 2008 dimana *mean return* terendah terjadi di hari Senin memperlihatkan bahwa pada akhir minggu investor institusi yang merupakan mayoritas terbesar atas kepemilikan Efek tercatat di BEI berdasarkan data di KSEI cenderung untuk menunda perdagangan hingga di

hari Selasa setelah pasar tutup selama akhir minggu dan informasi pasar didapat di hari Senin.

- c. Tahun 2007 di mana *mean return* terendah terjadi di hari Selasa serta tahun 2009 dan 2010 dimana *mean return* terendah terjadi di hari Rabu memperlihatkan adanya peralihan *day-of-the-week effect* dari hari Senin ke hari Selasa atau Rabu menjadi salah satu topik yang menarik untuk dikaji. Pada tahun 80-an kondisi ini terjadi di Jepang, Singapore dan Australia. Khusus pasar di Tokyo terdapat penelitian adanya *day-of-the-week effect* di hari Selasa sangat erat berkorelasi dengan *negative Monday return* di New York (Solnik & Bousquet, 1990). Adanya pergerakan *mean return* terendah di Indonesia banyak terindikasi bahwa investor institusi yang merupakan mayoritas di pasar modal Indonesia melakukan *positioning* pada pertengahan minggu untuk berinvestasi saham.
- d. Hasil dari pengujian 1-way Anova memperlihatkan bahwa hanya di tahun 2004 yang terdapat perbedaan *mean return* IHSB untuk semua hari bursa dalam seminggu sehingga *weekend effect* terjadi di tahun 2004, walaupun tidak signifikan. Sedangkan *mean return* tahun-tahun lainnya termasuk uji 1-way Anova pada periode tahun 2004 hingga 2010 dengan nilai probabilitas di atas 0,05 memperlihatkan tidak ada perbedaan *mean return* IHSB untuk semua hari bursa dalam seminggu. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 tidak ditolak, kelima *mean return* identik dan memperkuat bahwa terdapat *day-of-the-week effect* pada tahun-tahun tersebut.

4.3 Hubungan Antara Kepemilikan Saham Investor Institusi dan Investor Individu Dengan *Weekend Effect* atau *Day-of-The-Week Effect*

Untuk memperlihatkan apakah investor institusi dan investor individu mempengaruhi terjadinya *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* sebaiknya data perdagangan di BEI memiliki informasi tipe investor yang berdagang di BEI. Penelitian atas perbedaan perilaku antara investor profesional dan amatir setelah *weekend* pernah dikaji oleh peneliti yang menggunakan data *return* Israeli Stock Market Index dan transaksi di salah satu bank terbesar di Israel untuk periode 1 Januari 1994 hingga 31 Desember 1998 (Venezia & Shapira, 2007). Akan tetapi dengan keterbatasan data maka dilakukan dengan pendekatan data kepemilikan

saham di KSEI dan dilihat hubungan antara kepemilikan saham investor institusi dan individu dengan *weekend effect* atau *day-of-the-week effect*.

4.3.1 Pola kepemilikan saham investor individu dan institusi

Tabel 4 - 4 Kepemilikan Harian Saham Investor Individu dan Institusi Tahunan Untuk Periode Januari 2004 – Juni 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Individu							
<i>N</i>	241	243	242	246	240	241	183
<i>Minimum</i>	0,038960	0,040810	0,036830	0,000920	0,050170	0,058600	0,063190
<i>Maximum</i>	0,057320	0,054060	0,043340	0,052900	0,070360	0,087980	0,075390
<i>Mean</i>	0,049723	0,045572	0,040157	0,046701	0,058503	0,074275	0,069018
<i>Std. Deviation</i>	0,002895	0,002487	0,001283	0,003767	0,005587	0,005691	0,003432
Institusi							
<i>N</i>	241	243	242	246	240	241	183
<i>Minimum</i>	0,942680	0,945940	0,956660	0,947100	0,929640	0,912020	0,924610
<i>Maximum</i>	0,961040	0,959190	0,963170	0,999080	0,949830	0,941400	0,936810
<i>Mean</i>	0,950277	0,954428	0,959843	0,953299	0,941497	0,925725	0,930982
<i>Std. Deviation</i>	0,002895	0,002487	0,001283	0,003767	0,005587	0,005691	0,003432

Sumber: diolah sendiri

Pada Tabel 4 – 4, dilihat dari rata-rata *value* kepemilikan saham harian, selama periode penelitian, investor institusi merupakan pelaku utama dalam perdagangan di pasar modal Indonesia. Sementara rata-rata harian investor individu hanya menguasai 4% kepemilikan saham di tahun 2004 hingga 2006. Walaupun sempat mengalami penurunan di tahun 2005 dan 2006, kepemilikan saham investor individu mulai mengalami peningkatan di tahun 2008 dengan puncaknya di tahun 2009. Hal ini merupakan pertanda dari meningkatnya kesadaran investor retail untuk berinvestasi di pasar modal. Hingga bulan September 2010 rata-rata kepemilikan harian investor individu terlihat meningkat 72% dari 4,02% di tahun 2006 menjadi 6,90% di tahun 2010.

Kondisi berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chan, Leung, & Wang (2004) yang menggunakan data kepemilikan saham Efek yang tercatat di tiga bursa Amerika Serikat NYSE, Amex dan Nasdaq pada tahun 1981 hingga tahun 1998 yang memperlihatkan bahwa persentasi kepemilikan saham investor institusi meningkat 14,6% di tahun 1981, 21,9 di tahun 1990 dan 31,0%

di tahun 1998. Sementara, persentasi saham dengan jumlah kepemilikan saham investor institusional nol berkurang dari 11,6% di tahun 1981, 3,7% di tahun 1990 dan 2,4 % di tahun 1998.

Perbedaan ini terjadi akibat struktur pasar modal satu negara berbeda dengan pasar modal lainnya. Dimana kondisi pasar modal Indonesia sebagai berikut:

- a. Jumlah investor di pasar modal Indonesia masih sangat kecil dibandingkan dengan jumlah penduduk Indonesia. Menurut data KSEI hingga tanggal 16 Desember 2010, jumlah sub rekening Efek yang tercatat di KSEI sebanyak 319.594. Ini menunjukkan bahwa investor pasar modal Indonesia baru 0,13% dari jumlah penduduk di Indonesia berdasarkan data dari Biro Pusat Statistik (BPS) di tahun 2010 yaitu 237.556.363 jiwa.
- b. Meskipun dari sisi jumlah investor Indonesia masih sangat kecil, namun disisi lain nilai transaksi mengalami kenaikan dari tahun ke tahun. Berdasarkan data dari BEI nilai transaksi dari awal penelitian di tanggal 5 Januari 2004 ke akhir penelitian di tanggal 30 September 2010, mengalami kenaikan 346% dari Rp 1.327.190.875.695 menjadi Rp 5.920.959.866.775. Kenaikan tersebut memperlihatkan bahwa berinvestasi di bursa saham semakin menarik bagi sebagian masyarakat Indonesia.
- c. Berdasarkan data perdagangan investor lokal dan asing pada Tabel 4 – 5, terlihat bahwa selama periode penelitian, transaksi di BEI tidak lagi tergantung dari investor asing. Investor domestik menjadi penopang transaksi di BEI.
- d. Hal yang sangat berbeda dengan kondisi kepemilikan saham di KSEI yang diambil di akhir tahun pada Tabel 4 – 6. Dalam tabel tersebut terlihat bahwa investor asing mendominasi kepemilikan saham di BEI.
- e. Perbandingan data pada Tabel 4 – 5 dan Tabel 4 – 6 memperlihatkan kepemilikan saham bagi investor lokal ditujukan untuk berdagang atau berinvestasi jangka pendek (*buy and sell*) dengan mengharapkan mendapat *capital gain*, sementara kepemilikan saham bagi investor asing ditujukan untuk investasi jangka panjang (*buy and hold*).

Tabel 4 - 5 Nilai Transaksi Saham dan Persentase Total Perdagangan

Periode	Total (Rp)	Lokal (Rp)	Persen	Asing (Rp)	Persen
2004	494.013.863.428.610	291.303.493.980.757	58,97%	202.710.369.447.853	41,03%
2005	812.012.517.480.554	482.555.847.912.397	59,43%	329.456.669.568.157	40,57%
2006	891.416.245.871.656	627.675.865.802.291	70,41%	263.740.380.069.365	29,59%
2007	2.100.308.602.401.310	12.362.512.644.685	0,59%	454.999.523.357.501	21,66%
2008	2.129.055.029.455.020	1.558.388.656.944.970	73,20%	570.666.372.510.053	26,80%
2009	1.950.269.518.436.460	1.457.531.221.202.460	74,73%	492.738.297.234.001	25,27%
30-Sep-10	1.589.997.967.136.260	1.090.718.480.630.870	68,60%	499.279.486.505.385	31,40%
22-Dec-10	2.320.591.318.762.640	1.583.598.264.365.390	68,24%	736.993.054.397.254	31,76%

Sumber: BEI (2010)

Tabel 4 - 6 Nilai Kepemilikan Saham per Tahun Periode 2004 - 2010

Periode	Total (Rp)	Domestik (Rp)	Persen	Asing (Rp)	Persen
2004	393.985.904.197.761	89.866.811.898.478	22,81%	304.119.092.299.283	77,19%
2005	468.219.851.532.849	126.186.348.721.836	26,95%	342.033.502.811.013	73,05%
2006	713.956.438.097.626	190.268.496.027.438	26,65%	523.687.942.070.188	73,35%
2007	1.191.331.895.702.900	400.942.687.245.665	33,65%	790.389.208.457.233	66,35%
2008	657.704.687.151.992	211.526.548.249.885	32,16%	446.178.138.902.107	67,84%
2009	1.151.357.423.690.120	378.785.654.803.715	32,90%	772.571.768.886.410	67,10%
2010	1.684.840.314.668.770	561.387.996.564.512	33,32%	1.123.452.318.104.260	66,68%

Sumber: KSEI (2010)

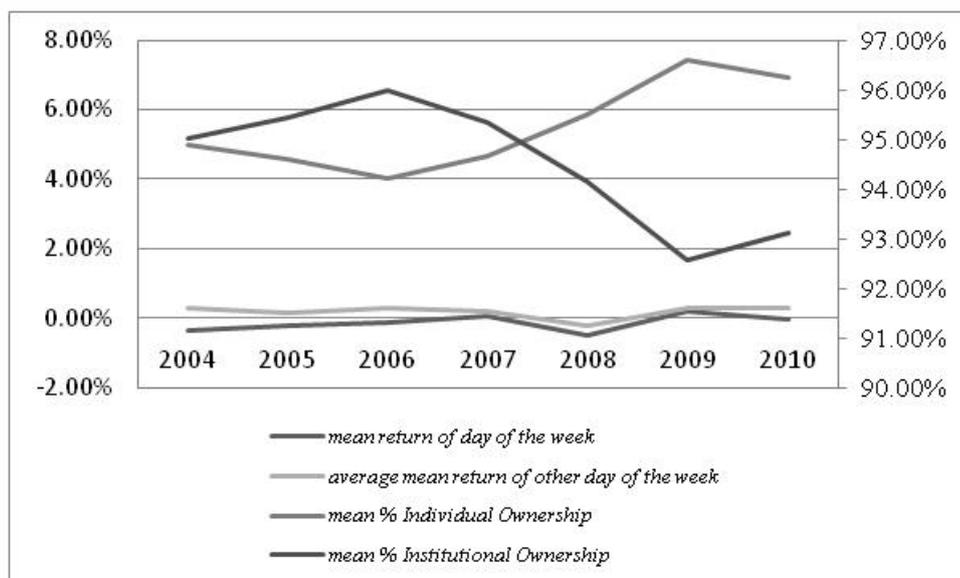
4.3.2 Pola *day-of-the-week return*

Mean Monday return untuk periode penelitian dari tahun 2004 hingga 2010 bernilai negatif. Tahun 2004 hingga 2006, *mean Monday return* bernilai negatif pada tingkat -0,003447 di tahun 2004, -0,002228 di tahun 2005, dan -0,001254 di tahun 2006. *Mean day-of-the-week return* di tahun 2007 dan 2009 bernilai positif yaitu 0,000461 di tahun 2007 terjadi di hari Rabu dan 0,001929 di tahun 2009 terjadi di hari Selasa, kondisi ini memperlihatkan pasar Indonesia dalam posisi *bullish* di tahun-tahun tersebut. Di lain pihak, kembali di tahun 2008 *mean Monday return* bernilai negatif akibat adanya krisis keuangan secara global yang berdampak pula pada kondisi pasar di Indonesia. Positifnya *mean day-of-the-week return* di tahun 2009 memperlihatkan pasar kembali mengalami penguatan, karena diimbangi dengan pertumbuhan positif kondisi perekonomian di Indonesia.

Tabel 4 - 7 Mean Day-of-the-Week Return dan Mean Average Other Day-of-The-Week Return tahun 2004 – 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2004 – 2010
<i>Day-of-the-week seasonal</i>	Senin	Senin	Senin	Rabu	Senin	Selasa	Selasa	Senin
<i>mean return of day-of-the-week</i>	-0,003447	-0,002228	-0,001254	0,000461	-0,004865	0,001929	-0,000178	-0,000633
<i>average mean return of other day-of-the-week</i>	0,002755	0,001451	0,002796	0,001860	-0,002243	0,002681	0,002618	0,001501

Sumber: diolah sendiri



Gambar 4 - 2 Mean Return of Day-of-The-Week dengan Persentasi Kepemilikan Efek

Sumber: diolah sendiri

Penelitian yang dilakukan oleh terhadap *mean return* dan kepemilikan saham di tiga bursa Amerika Serikat yaitu NYSE, Amex dan Nasdaq untuk periode tahun 1981 – 1998 memperlihatkan bahwa bursa yang memiliki persentasi kepemilikan saham investor institusi terbesar juga memiliki *mean Monday return* dan *mean Monday minus Tuesday to Friday return* terbesar untuk periode penelitian yang sama (Chan, Leung, & Wang, 2004). Penelitian yang sama juga juga diterapkan oleh penulis di BEI. Hasil yang diperoleh pada Gambar 4 – 2, memperlihatkan peningkatan *mean day-of-the-week return* dan *average mean day-of-the-week return* tidak diikuti dengan peningkatan persentasi kepemilikan saham investor institusi. Hal ini menjadi wajar karena setiap pasar modal memiliki karakteristik mikrostruktur yang berbeda antara satu negara dengan negara lainnya. Mikrostruktur tersebut meliputi seluruh aspek pasar modal,

meliputi mekanisme perdagangan yang diterapkan di setiap pasar modal, perilaku perdagangan (*trading behavior*) para pelaku dan interaksi antar mereka yang pada akhirnya membentuk formasi harga dan pergerakannya (Hara & Maureen, 1997).

4.3.3 Analisis berdasarkan portofolio nasabah

Untuk melihat apakah persentasi kepemilikan saham investor institusi dan investor individu memiliki pengaruh dengan peningkatan atau penurunan *mean day-of-the-week return*, maka dianalisis pengaruh kepemilikan saham investor institusi dan investor individu dengan membagi saham menjadi beberapa portofolio yang diurut berdasarkan persentasi kepemilikan saham investor institusi terbesar dan persentasi kepemilikan saham investor individu terbesar.

Tabel 4 - 8 Rata-rata Persentasi Kepemilikan Saham Tahunan Terbagi Dalam 20 Portofolio Periode Januari 2004 – September 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Institusi							
Terendah	0,1972	0,1708	0,1481	0,1658	0,1876	0,1456	0,1437
portofolio 2	0,4550	0,4104	0,4081	0,4236	0,4206	0,3849	0,3776
portofolio 3	0,5809	0,5975	0,5675	0,6073	0,6134	0,5882	0,6183
portofolio 4	0,6996	0,7052	0,7026	0,7150	0,7124	0,6930	0,7174
portofolio 5	0,7803	0,7755	0,7768	0,8036	0,8029	0,7822	0,7959
portofolio 6	0,8529	0,8578	0,8621	0,8680	0,8606	0,8489	0,8592
portofolio 7	0,9030	0,9005	0,9069	0,9114	0,9100	0,9028	0,9029
portofolio 8	0,9398	0,9395	0,9470	0,9485	0,9450	0,9481	0,9432
portofolio 9	0,9695	0,9736	0,9750	0,9723	0,9756	0,9772	0,9746
Tertinggi	0,9939	0,9950	0,9955	0,9940	0,9943	0,9943	0,9933
Individu							
Terendah	0,0061	0,0050	0,0043	0,0058	0,0055	0,0055	0,0065
portofolio 2	0,0305	0,0264	0,0238	0,0270	0,0238	0,0223	0,0245
portofolio 3	0,0602	0,0605	0,0504	0,0509	0,0542	0,0509	0,0544
portofolio 4	0,0970	0,0995	0,0900	0,0873	0,0890	0,0960	0,0940
portofolio 5	0,1471	0,1422	0,1306	0,1309	0,1381	0,1496	0,1354
portofolio 6	0,2197	0,2245	0,2161	0,1942	0,1951	0,2159	0,1983
portofolio 7	0,3004	0,2948	0,2917	0,2829	0,2856	0,3050	0,2748
portofolio 8	0,4191	0,4025	0,4253	0,3888	0,3832	0,4084	0,3726
portofolio 9	0,5450	0,5896	0,5898	0,5713	0,5738	0,6094	0,6130
Tertinggi	0,8028	0,8292	0,8519	0,8303	0,8092	0,8511	0,8531

Sumber: diolah sendiri

Berdasarkan data kepemilikan saham di akhir tahun yaitu tanggal 30 Desember 2004, 29 Desember 2005, 28 Desember 2006, 28 Desember 2007, 30 Desember 2008, 30 Desember 2009, dan 30 September 2010, setiap tahunnya saham yang tercatat di bursa pada periode yang sama dibagi menjadi 20 portofolio berdasarkan persentasi kepemilikan investor institusi dan individu pada setiap saham. Dalam kelompok investor institusi, portofolio satu merupakan portofolio kepemilikan saham dengan persentasi kepemilikan investor institusi terendah sementara portofolio sepuluh merupakan portofolio dengan persentasi kepemilikan saham dengan kepemilikan investor institusi tertinggi. Begitu juga dengan kelompok investor individu, portofolio satu merupakan portofolio kepemilikan saham dengan persentasi kepemilikan investor individu terendah sementara portofolio sepuluh merupakan portofolio dengan persentasi kepemilikan saham dengan kepemilikan investor individu tertinggi.

Pada Tabel 4 – 8, rata-rata kepemilikan Efek pada portofolio yang dimiliki mayoritas investor institusi cukup stabil dari tahun 2004 hingga tahun 2010 yaitu 99%. Sementara untuk tahun yang sama rata-rata kepemilikan Efek pada portofolio yang dimiliki mayoritas investor individu berfluktuatif. Begitu juga sebaliknya rata-rata kepemilikan Efek pada portofolio dimana investor institusi minoritas berfluktuatif, sementara rata-rata kepemilikan Efek pada portofolio yang memiliki investor individu minoritas stabil di 0,55%. Hal ini memperlihatkan kepemilikan saham dari tahun ke tahun dikuasai oleh investor institusi.

Panel A Tabel 4 – 9 memperlihatkan *mean day-of-the-week return* setiap portofolio atas kepemilikan Efek investor institusi. Sementara panel A Tabel 4 – 10 memperlihatkan *mean day-of-the-week* setiap portofolio atas kepemilikan Efek investor individu.

Penelitian yang dilakukan oleh penulis pada saham-saham tercatat di BEI periode tahun 2004 hingga bulan September 2010 memperlihatkan bahwa *mean day the week return* di tahun 2004 – 2006 dan 2008 bernilai negatif. Akan tetapi pada tahun 2007 serta 2009 – 2010 bernilai positif. Hasil *mean return* setiap

portofolio lebih memperlihatkan kondisi pasar di BEI yang *bullish* di tahun 2007 serta 2009 dan 2010 serta pasar *bearish* di tahun 2008.

Tabel 4 - 9 Pengaruh Kepemilikan Efek Investor Institusi Terhadap Mean Day-of-The-Week Return Dari Setiap Portofolio, 2004 – 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Day-of-the-week seasonal</i>	Senin	Senin	Senin	Selasa	Senin	Rabu	Rabu
Panel A: day-of-the-week return atas kepemilikan Efek investor institusi							
Terendah	-0,00007	-0,00116	-0,00232	0,00393	-0,00282	0,00253	0,00387
portofolio 2	-0,00150	-0,00110	-0,00082	0,00259	-0,00314	0,00357	0,00322
portofolio 3	-0,00065	-0,00297	-0,00043	0,00430	-0,00515	0,00311	0,00475
portofolio 4	-0,00108	-0,00164	-0,00098	0,00133	-0,00364	0,00352	0,00416
portofolio 5	-0,00178	-0,00185	-0,00124	0,00371	-0,00500	0,00378	0,00361
portofolio 6	-0,00157	-0,00275	-0,00289	0,00338	0,06044	0,00124	0,00398
portofolio 7	-0,00155	-0,00174	-0,00233	0,00263	0,46822	0,00185	0,00206
portofolio 8	-0,00176	0,00772	-0,00066	0,00368	-0,00337	0,00253	0,00376
portofolio 9	-0,00195	0,00743	-0,00239	0,00205	-0,00174	0,00201	0,00319
Tertinggi	-0,00086	-0,00347	-0,00067	0,00022	0,02318	0,00267	0,00352
Panel B: regresi dari day-of-the-week return dari setiap portofolio kepemilikan Efek investor institusi							
<i>Intercept</i>	-0,00012	-0,00375	-0,00141	0,00423	-0,05685	0,003472	0,00409
<i>T-statistic</i>	-0,25856*	-0,93882*	-1,57486*	3,51719*	-0,38282	4,631375*	6,04596*
<i> Holding</i>	-0,00157	0,00491	-0,00009	-0,00195	0,14759	-0,00109	-0,00066
<i>T-statistic</i>	-2,61122*	0,95384*	-0,07867*	-1,27313*	0,77894	-1,12327*	-0,75638*
<i>Adjusted R²</i>	0,46013	0,10211	0,00077	0,16847	0,07050	0,136231	0,066741
Jumlah data observasi	10	10	10	10	10	10	10

*Tingkat signifikan 5%, H_0 ditolak

Sumber: diolah sendiri

Pengujian sederhana menggunakan analisis regresi digunakan untuk melihat apakah *day-of-the-week return* identik untuk semua portofolio. Dalam pengujian ini *day-of-the-week return* digunakan sebagai variabel dependen dan persentasi kepemilikan Efek digunakan sebagai variabel independen. Diharapkan koefisien dari setiap variabel bernilai positif.

Tabel 4 – 9 panel B memperlihatkan bahwa pada ada lima koefisien bernilai negatif secara signifikan dan dua koefisien bernilai positif. Koefisien di tahun 2005 positif tetapi tidak signifikan sementara koefisien di tahun 2008 positif secara signifikan. Ditahun 2004, 2006, 2007, 2009 dan 2010 dimana koefisien bernilai negatif secara signifikan, kenaikan atau penurunan kepemilikan Efek investor institusi berlawanan arah dengan kenaikan atau penurunan *mean day-of-*

the-week return. Sementara di tahun 2005 dan 2008 dimana koefisien bernilai positif, kenaikan atau penurunan kepemilikan Efek investor institusi searah dengan kenaikan atau penurunan *mean day-of-the-week return*.

Tabel 4 - 10 Pengaruh Kepemilikan Efek Investor Individu Terhadap Mean Day-of-The-Week Return Dari Setiap Portofolio, 2004 – 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Day-of-the-week seasonal</i>	Senin	Senin	Senin	Selasa	Senin	Rabu	Rabu
Panel A: day-of-the-week return atas kepemilikan Efek investor individu							
Terendah	-0.00089	-0.00116	-0.00088	0.00023	0.02378	0.00272	0.00349
portofolio 2	-0.00195	-0.00110	-0.00211	0.00191	-0.00175	0.00195	0.00301
portofolio 3	-0.00176	-0.00297	-0.00097	0.00378	-0.00302	0.00261	0.00387
portofolio 4	-0.00155	-0.00164	-0.00238	0.00305	0.42093	0.00174	0.00206
portofolio 5	-0.00157	-0.00185	-0.00227	0.00360	0.06016	0.00132	0.00360
portofolio 6	-0.00178	-0.00275	-0.00145	0.00372	-0.00515	0.00400	0.00436
portofolio 7	-0.00108	-0.00174	-0.00118	0.00180	-0.00364	0.00312	0.00355
portofolio 8	0.00065	0.00772	-0.00037	0.00414	-0.00508	0.00333	0.00473
portofolio 9	-0.00150	0.00743	-0.00079	0.00277	0.00334	0.00344	0.00360
Tertinggi	0.00049	0.00347	-0.00226	0.00392	-0.00254	0.00267	0.00380
Panel B: regresi dari day-of-the-week return dari setiap portofolio kepemilikan Efek investor individu							
<i>Intercept</i>	-0.00173	-0.00238	-0.00150	0.00241	0.08256	0.00238	0.00339
<i>T-statistic</i>	-5.08477*	-1.71328	-4.29998*	4.46697*	1.34846	6.45820*	10.45171*
<i> Holding</i>	0.00242	0.01093	0.00014	0.00189	-0.13237	0.00114	0.00081
<i>T-statistic</i>	2.55806	2.90886*	0.15404	1.26773	-0.77385	1.17320	0.92844
<i>Adjusted R²</i>	0.44993	0.51402	0.00296	0.16729	0.06964	0.14679	0.09727
Jumlah data observasi	10	10	10	10	10	10	10

*Tingkat signifikan 5% dan H_0 ditolak

Sumber: diolah sendiri

Hasil penelitian pada Tabel 4 – 9 panel B berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Chan, Leung, & Wang (2004) terhadap *mean return* dan kepemilikan saham di tiga bursa Amerika Serikat yaitu NYSE, Amex dan Nasdaq untuk periode tahun 1981 – 1998. Penelitian tersebut memperlihatkan dari 18 tahun yang diteliti, 16 dari 18 koefisien bernilai positif dengan 10 koefisien positif secara signifikan. Untuk dua koefisien yang negatif, satu koefisien bernilai negatif secara signifikan. Hasil dari regresi yang dilakukan dalam penelitian ini memperlihatkan bahwa *mean Monday return* antara kepemilikan investor institusi tidak identik.

Tabel 4 – 10 panel B memperlihatkan bahwa enam koefisien bernilai positif akan tetapi tidak secara signifikan dan satu koefisien bernilai negatif secara tidak signifikan. Kenaikan atau penurunan persentasi kepemilikan Efek untuk investor individu searah dengan dengan kenaikan atau penurunan *mean day-of-the-week return* di tahun 2004 sampai 2010 kecuali tahun 2008 dimana kenaikan atau penurunan persentasi kepemilikan Efek untuk investor individu berlawanan arah dengan kenaikan atau penurunan *mean day-of-the-week return*. Walaupun tidak secara signifikan persentasi kepemilikan Efek untuk investor individu berpengaruh pada *mean day-of-the-week return*.



BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian, pembahasan dan analisis yang dilakukan pada bab-bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Dengan menggunakan analisis statistik deskriptif dan uji 1-way Anova untuk melihat apakah terjadi *weekend effect* atau *day off the week effect* di BEI dapat disampaikan bahwa:
 - a. Periode penelitian dari bulan Januari 2004 hingga bulan September 2010, *mean return* di hari Senin bernilai negatif dan memiliki nilai terendah dibandingkan hari-hari lainnya yang bernilai positif. Berdasarkan uji 1-way Anova, *weekend effect* terjadi pada periode penelitian.
 - b. Tahun 2004, *mean return* di hari Senin memiliki nilai terendah dibandingkan hari-hari lainnya. Berdasarkan uji 1-way Anova, *weekend effect* tidak terjadi di tahun ini walaupun tidak signifikan.
 - c. Tahun 2005, 2006 dan 2008, *mean return* di hari Senin memiliki nilai terendah dibandingkan hari-hari lainnya. Berdasarkan uji 1-way Anova, *weekend effect* terjadi pada tahun 2005, 2006 dan 2008.
 - d. Tahun 2007, *mean return* di hari Selasa memiliki nilai terendah dibandingkan hari-hari lainnya. Berdasarkan uji 1-way Anova, *day off the week effect* terjadi pada tahun 2007.
 - e. Tahun 2009 dan 2010 *mean return* di hari Rabu memiliki nilai terendah dibandingkan hari-hari lainnya. Berdasarkan uji 1-way

Anova, *day off the week effect* terjadi pada tahun 2009 dan 2010.

2. Hasil penelitian hubungan antara *weekend effect* atau *day-of-the-week effect* dengan persentasi kepemilikan investor institusi dan individu atas saham yang diperdagangkan di BEI memperlihatkan:
 - a. Peningkatan *mean day-of-the-week return* dan *average mean day-of-the-week return* tidak diikuti dengan peningkatan persentasi kepemilikan saham investor institusi.
 - b. Perubahan *mean* persentasi tingkat kepemilikan Efek investor institusi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan *mean day-of-the-week return*.
 - c. Perubahan *mean* persentasi tingkat kepemilikan Efek investor individu berpengaruh secara tidak signifikan terhadap perubahan *mean day-of-the-week return*.

5.2 Saran

1. Pihak otoritas pasar modal Indonesia:

Data yang tersedia saat ini di pasar modal Indonesia belum akurat digunakan untuk analisis hubungan investor institusi dan investor individu terhadap *day-of-the-week effect*. Oleh karena itu terlebih dahulu disarankan bagi pihak otoritas pasar modal Indonesia:

- 1.1. Diperlukan implementasi penerapan *single investor identification number* bagi investor pasar modal Indonesia dengan data yang lebih detail sehingga dapat memberikan gambaran peta investor pasar modal Indonesia.

1.2. Diperlukan penerapan *trading identification number* pada mekanisme perdagangan di BEI sehingga tipe investor yang melakukan perdagangan akan lebih mudah teridentifikasi dan data yang dihasilkan akan lebih akurat.

2. Pihak investor dan pelaku pasar modal Indonesia:

Penelitian ini hanya melihat dari kelompok investor institusi dan individu pada posisi akhir tahun. Hasil ini penelitian ini belum dapat digunakan oleh investor sebagai dasar untuk pengambilan keputusan dalam melakukan penjualan atau pembelian atas saham tercatat di BEI.

3. Pihak akademisi:

Untuk penelitian selanjutnya hasil kajian adanya *weekend effect* dan *day-of-the-week effect* dapat dikembangkan dengan mengkaitkan proses *settlement* perdagangan yang terjadi di T+3 dan tipe-tipe investor tertentu termasuk kategori investor lokal dan asing setelah BEI menerapkan *trading identification number* pada order perdagangan.

DAFTAR REFERENSI

- Abraham, A., & Ikenberry, D. L. (1994). The individual investor and the weekend effect. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, no 2.
- Banjarnahor, D. (2010, 12 13). *Home, ekonomi, makro*. Retrieved 12 13, 2010, from <http://www.bisnis.com>: <http://www.bisnis.com/index.php/ekonomi/makro/1529-bi-siapkan-tiga-cara-tangkal-modal-masuk>
- Bapepam-LK. (2008). *Analisis hubungan kontegrasi dan kausalitas serta hubungan dinamis antara aliran modal asing, perubahan nilai tukar dan pergerakan IHSG di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: BAPEPAM-LK.
- Bapepam-LK. (2003, 01 15). *Peraturan Nomor III.C.7*. Retrieved 08 2010, 2010, from Sub Rekening Efek Pada Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian: http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/regulasi_pm/peraturan_pm/III/III.C.7.pdf
- Barnewell, W. G. (1987). *Psychographic characteristic of the individual investor*. (I. Homewood, Ed.) Dow Jones-Irwin.
- BEI. (n.d.). *Mengenal Pasar Modal*. Retrieved September 17, 2010, from Bursa Efek Indonesia: <http://www.idx.co.id/MainMenu/Education/MengenalPasarModal/tabid/137/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx>
- Bodie et al. (2009). *Investments, 8th edition*. Singapore: McGraw-Hill.
- Brockman, P., & Michayluk, D. (1998). Individual versus institutional investor and the weekend effect. *Journal of Economics and Finance*, 22, 71-85.
- Chan, S. H., Leung, W.-K., & Wang, K. (2004). The impact of institutional investors on the monday seasonal. *The Journal of Business*, 77, no 4.
- Chen, G., Kwok, C. C., & Rui, O. M. (2001). The-day-of-the-week regularity in the stock markets of China. *Journal of Multinational Financial Management*, 11, 139-163.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation, tools and techiques for determining the value of any asset*. New York: Jhon Wiley & Sons, Inc.
- Dorsey, W. (2003). *Behavioral Trading: Methods for Measuring Investor Confidence and Expectations and Market Trends*. Thomson Texere.
- Dubois, M., & Louvet, P. (1996). *The-day-of-the-week effect: the international evidence* (Vol. 20). *Journal of Banking and Finance*.
- Elroy, D., & Marsh, P. (1986). Event study methodologies and the size effect; The case of U.K. press recommendation. *Journal of Finance Economics*, 17, 113 - 142.
- Firmansyah, E. (2010). *Metamorfosa Bursa Efek*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.

French, K. R. (1980). Stock returns and the weekend effect. *Journal of Financial Economics* , 8 (1), 55 - 69.

Groth, J. C., Lewellen, W., Schlarbaum, G., & Lease, R. (1979). An analysis of brokerage house security recommendation. *Financial Analysis Journal* , 32 - 40.

Hara, O., & Maureen. (1997). *Market Microstructure Theory*. Massachussets: Blackwell Publisher Ltd.

Hikmah, S. N. (2003). *Analisis model runtun waktu Garch terhadap fenomena weekend effect di Pasar Modal Indonesia, dengan aplikasi data pergerakan indeks LQ45 periode 2001-2002*. Jakarta: MM-FEUI.

Högholm, K., & Knif, J. (2009). The impact of portfolio aggregation on day-of-the-week effect: Evidence from Finland. *Global Finance Journal* , 67 - 69.

Hui, T.-K. (2004). Day-of-the-week effect in US and Asia-Pacific stock markets during the Asian financial crisis: a non-parametric approach. *Omega33* , 277 - 282.

Keim, D. B., & Stambaugh, R. F. (1983). A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns. *The Journal of Finance* , 39, 819-835.

Kiyamaz, H., & Berument, H. (2003). The day of the week effect on stock market volatility and volume: international evidence. *Review of financial economics* , 363 - 380.

Laeven, L., & Valencia, F. (2010). Resolution of banking crises: the good, the bad and the ugly. *IMF Working Paper* , WP/10/46.

Lakonishok, J., & Levi, M. (1982). Weekend effect on stock return. *The Journal of Finance* , 883 - 889.

Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). The impact of institutional trading on shares prices. *Journal of Financial Economics* , 32, 23 - 44.

Lakonishok, K., & Maberly, E. (1990). The weekend effect: trading patterns of individual and institutional investors. *The Journal of Finance* , XLV, No. 1.

Levin, R. I., & Rubin, D. S. (1998). *Statistics for management*. New Jersey: Prentice-Hall.

Lewellen, W. G., Lease, R. C., & Schlarbaum, G. C. (1997). Pattern of investment strategy and behavior among individual investor. *Journal of Business* , 50, 296-333.

Martikainen, T., & Puttonen, V. (1996). *Finnish day-of-the-week effects* (Vol. 23). Journal of Business Finance & Accounting.

Mazumder, M. I., Chu, T.-H., Miller, E. M., & Prather, L. J. (2008). International day-of-the-week effects: an empirical examination of iShares. *International Review of Financial Analysis* , 699 - 715.

- Moghaddam, M., & Zhang, Y. (2009). Sub-prime lending and the choice between fixed and adjustable mortgage rates - empirical evidence from a state market. *Journal of Applied Business and Economics* , 50 - 59.
- Nagy, R. A., & Obenberger, R. W. (1994, Jul/Aug). Factors influencing individual investor behavior. *Financial Analysts Journal* , 63.
- Neumann, J. V., & Morgenstern, O. (1947). *Theory of games and economic behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- Osborne, M. F. (1962). Periodic structure in the Brownian motion of the stock market. *Operation Research* , 10, 345 - 379.
- Rengifo, E. W., & Trifan, E. (2010). How Investors Face Financial Risk: Loss Aversion and Wealth Allocation. *Journal of Centrum Cathedra* , 3, 41.
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: evidence from Indonesia. *Journal of Banking & Finance* , 33 (7), 1312-1324.
- Ritter, & Jay, R. (1988). The buying and selling behavior of individual investor at the turn of the year. *Journal of finance* , 43, 701 - 717.
- Rokhim, R. (2010, 12 14). Indeks BISNIS - 27 sebagai alternatif acuan investasi. *Bisnis Indonesia* , p. B1.
- Saliman, A. R. (2010). *Hukum Bisnis Untuk Perusahaan*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Solnik, B., & Bousquet, L. (1990). Day-of-the-week effect on the Paris bourse. *Journal of Banking and Finance* , 14, 461-468.
- Steeley, J. M. (2000). A note on information seasonality and the disappearance of the weekend effect in the UK stock market. *Journal of Banking and Finance* , 1941 - 1956.
- Thévenoz, L. (2008). Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law. *Stanford Journal of Law, Business & Finance* , 13, 384.
- Venezia, I., & Shapira, Z. (2007). On the behavioral differences between professional and amateur investors after the weekend. *Journal of Banking and Finance* .
- Wang, K., Yuming, L., & Erickson, J. (1997). A New Look at the Monday Effect. *The Journal of Finance* , 52, 2171-2186.

Warren, W. E., Stevens, R. E., & McConkey, C. W. (1990). Using demographic and lifestyle analysis to segment individual investors. *Financial Analysts Journal*, 46, No 2, 74-77.

