

BAB II KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN

2.1 TINJAUAN PUSTAKA

Penelitian mengenai *day of the week effect* atau pengaruh hari perdagangan dalam setiap minggu telah banyak dilakukan baik di luar negeri maupun di dalam negeri. Penelitian dilakukan mulai dari negara maju seperti US, UK, dan Jepang sampai Negara yang sedang berkembang seperti Malaysia, Singapura, Thailand, Philipina, Korea, dan Indonesia. Selain itu, sampel dan pendekatan variable yang digunakan juga berbeda-beda, serta bergantung pada ketersediaan data

Pada bagian ini penulis akan melakukan suatu proses yang disebut *theoretical assessment*. Penulis akan mencari penelitian-penelitian terdahulu serta teori-teori yang relevan dengan permasalahan penelitian yang dapat digunakan untuk menjelaskan hakekat dari gejala yang dimiliki.

2.1.1 PENELITIAN DI LUAR NEGERI

a). Eugene F Fama (1970)

Salah satu terobosan penting dalam perkembangan teori keuangan adalah teori yang diungkapkan oleh Fama dengan hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) di tahun 1970. dalam hal ini yang dimaksud Fama dengan pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang (*money market*). Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorang pun baik investor individu maupun investor institusi mampu memperoleh imbal hasil tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan resiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*". Sejak dikemukakannya pada tahun 1970, teori pasar efisien seakan-akan menjadi magnet bagi peneliti keuangan untuk terus diuji keabsahannya. Dan pada akhirnya menemukan beberapa beberapa teori baru atau anomali yang bertentangan dengan konsep teori pasar efisien diantaranya adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal*

anomalies), anomali peristiwa (*event anomalies*), anomali akuntansi (*accounting anomalies*). Dalam penelitiannya, Fama menggunakan data-data historis dari pergerakan imbal hasil dan distribusi alami dari imbal hasil saham.

b). Kenneth K French (1980)

Dalam penelitian yang berjudul *Stock Returns and the Weekend Effect*, French menganalisis dua model alternatif dalam proses mendapatkan imbal hasil saham. Dalam *Calendar Time Hypothesis*, prosesnya berlanjut secara terus menerus dan imbal hasil yang diharapkan untuk hari senin adalah sebesar tiga kali dari imbal hasil pada hari perdagangan lainnya. Dalam *Trading Time Hypothesis*, imbal hasil dihasilkan hanya pada saat *trading days* dan imbal hasil yang diharapkan selama hari perdagangan adalah sama, pada periode penelitiannya dari tahun 1953 sampai 1977. Namun imbal hasil harian pada portofolio gabungan Standard & Poors yang dilakukan oleh French tidak konsisten dengan model tersebut. Walaupun imbal hasil rata-rata selama empat hari perdagangan adalah positif, namun imbal hasil rata-rata untuk hari senin adalah negatif signifikan selama lima tahun periode penelitian.

c). Gibbons dan Patrick Hess (1981)

Dalam penelitiannya, Gibbons dan Hess menyimpulkan bahwa hal yang paling nyata ditemukan dalam penelitian harian nya (*daily*) adalah pada hari Senin, hasil penelitiannya menemukan rendahnya imbal hasil yang tidak biasa (bahkan ada yang negatif) pada hari Senin, yang secara langsung mengindikasikan bahwa rata-rata imbal hasil harian tidak selalu konstan sepanjang hari dalam setiap minggu. Ini terbukti dari rata-rata imbal hasil pada hari Senin yang cenderung rendah. Beberapa penjelasan coba diteliti oleh Gibbons dan Patrick Hess untuk menjelaskan fenomena tersebut, namun tidak menemukan alasan yang signifikan. Dan hasil dari pengujian ini terhadap hipotesis pasar efisien juga sudah dipertimbangkan

d). Richard J Rogalski (1984)

Rogalski juga menguatkan bahwa terjadi *Monday Effect* dalam pasar US, namun dalam penelitiannya, Rogalski membagi *Close to close* ke dalam *Trading days* dan *Nontrading days*. Ia menemukan bahwa semua rata-rata imbal hasil negatif yang terjadi pada *Friday close to Monday close* yang terjadi selama

penelitian terjadi pada saat *nontrading period* yaitu saat penutupan hari Jum'at sampai pembukaan hari Senin. Rogalski juga menemukan bahwa *Monday Effect* dan *Nontrading Weekend Effect* adalah berhubungan langsung dengan *January Effect (month of the year effect)*. Dan ia menemukan bahwa rata-rata Imbal hasil pada hari Senin pada bulan Januari adalah positif dan berhubungan dengan *firm size* dan pada bulan selain Januari cenderung negatif. Penelitian yang juga menemukan rata-rata imbal hasil hari senin yang negatif secara signifikan dan rata-rata imbal hasil hari jum'at yang positif secara signifikan dilakukan oleh Lakonishok dan Levi (1982)

e). **Chiaku Chukwuogor Ndu (2005)**

Dalam penelitiannya, Chiaku menyimpulkan bahwa rata-rata pada negara Asia Timur ditemukan indikasi adanya *day of the week effect*, namun dari rata-rata imbal hasil dari pasar yang diteliti rata-rata ditemukan imbal hasil yang tidak signifikan. Ia menyimpulkan bahwa di negara Taiwan, Thailand, Srilanka, dan Pakistan tidak ditemukan *day of the week effect*. Penelitian tersebut identik dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wong, Hui dan Chan (1992). Dan delapan negara dari lima belas negara Asia Pasifik, di dalamnya termasuk Cina, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapore, Korsel, Srilanka, dan Thailand ditemukan imbal hasil pada hari Senin adalah negatif. Ini mengindikasikan adanya *day of the week effect*

2.1.2 PENELITIAN DI INDONESIA

a). **Ikhsan Binarto, MM FE-UI (2006)**

Dalam penelitiannya, Ikhsan menguji apakah terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian dan apakah terdapat perbedaan imbal hasil harian antar hari perdagangan dengan menggunakan metode analisis varian (ANOVA). Hal ini dilakukannya untuk menganalisis fenomena *day of the week effect* yang selanjutnya ingin mengetahui apakah imbal hasil dari hari-hari perdagangan mempunyai pengaruh dan perbedaan yang signifikan. Dari hasil regresi OLS, ANOVA dan Post Hoc Tukey maupun Benferroni terlihat bahwa terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian, sedangkan untuk pada pengujian ANOVA dapat disimpulkan bahwa imbal hasil antar hari perdagangan mempunyai perbedaan yang tidak signifikan, artinya BEJ

mempunyai tingkat keuntungan yang sama pada setiap hari perdagangan kepada para investor.

Dari analisis korelasi Pearson ditemukan bahwa antar hari perdagangan mempunyai hubungan, yakni untuk RIHSG hari Senin berkorelasi negatif dengan hari Jumat, hari Selasa berkorelasi positif dengan hari Rabu, hari Rabu berkorelasi positif dengan hari Selasa dan Jumat, hari Jumat berkorelasi negatif dengan hari Senin dan positif dengan hari Rabu, sedangkan hari Kamis tidak mempunyai korelasi apapun dengan hari lainnya. Bila menggunakan RLQ45 maka korelasi yang terjadi yakni hari Senin berkorelasi positif dengan hari Selasa, hari Selasa berkorelasi positif dengan hari Senin, hari Kamis berkorelasi positif dengan hari Jumat, hari Jumat berkorelasi positif dengan hari Kamis sedangkan hari Rabu tidak mempunyai korelasi apapun dengan hari lainnya.

Analisis yang lain yakni uji Run untuk mengetahui apakah imbal hasil yang terjadi di bursa berpola random atau tidak. Dari hasil analisis Run test dapat disimpulkan bahwa Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan periode tidak efisien dalam bentuk lemah karena baik RIHSG maupun RLQ45 berpola tidak random.

b). Rr.Iramani, Ansyori Mahdi (2006)

Hasil penelitian yang Iramani lakukan menunjukkan bahwa hari perdagangan berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil saham harian pada Bursa Efek Indonesia tahun 2005. Hal tersebut membuktikan bahwa terjadi fenomena pengaruh hari perdagangan pada setiap minggu di Bursa Efek Indonesia, dalam hasil penelitiannya ditemukan imbal hasil terendah pada hari Senin dan imbal hasil tertinggi terjadi pada hari Selasa. Hasil empiris ini juga memberikan bukti bahwa terjadi *Monday Effect* pada Bursa Efek Jakarta pada tahun 2005. Fenomena *week four effect* juga berhasil ditemukan pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2005, dimana imbal hasil negatif signifikan terjadi pada hari Senin minggu ketiga dan keempat setiap akhir bulan.

c). Fitria Indah Gayatri (2007)

Penelitian lain adalah penelitian yang dilakukan oleh Fitri Indah Gayatri yang meneliti mengenai keberadaan *Monday Effect*, *Monthly Effect* dan *January*

Effect pada Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitian 2003-2005. Dalam penelitian tersebut digunakan *proxy* IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan).

Hasil dari penelitiannya adalah untuk pengujian *monthly effect* ditemukan terdapat *monthly effect* di Pasar Indonesia. Pada pengujian *January Effect* ditemukan signifikanis hasil pada bulan April, September, dan Desember yang menunjukkan terdapat *month of-the-year effect*. Namun hasil akhir pengujian ini tidak menemukan *January Effect* di Indonesia sedangkan untuk pengujian *Monday Effect* tidak ditemukan hasil yang signifikan pada hari Senin. Melainkan signifikanis pada hari-hari lainnya yaitu, Selasa, Rabu dan Jumat.

d). Wredhi Prabawati (2008)

Penelitian yang hampir serupa dengan Gayatri juga dilakukan oleh Wredhi. Dengan menggunakan Indeks LQ45 Wredhi meneliti mengenai *Seasonality Day of The Week Effect, Monday Effect, January Effect, dan Holliday Effect* di Indonesia dari tahun 2003-2007.

Penelitian yang Wredhi lakukan menemukan bahwa *Day of The Week* benar-benar terjadi di BEI. Hal ini dapat dilihat pada rata-rata imbal hasil pada hari Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat yang secara statistik signifikan. *Monday Effect* tidak ditemukan di BEI, karena walaupun rata-rata imbal hasil pada hari Senin adalah negatif, namun secara statistik tidak signifikan. *January Effect* juga tidak ditemukan di Indonesia karena rata-rata imbal hasil pada bulan January adalah bukan yang tertinggi dan secara statistik juga tidak signifikan jika dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya. Sama seperti *January effect, Holliday Effect* juga tidak ditemukan di BEI, hal ini dapat dilihat dari rata-rata imbal hasil positif sebelum *Ordinary Holliday* dan secara statistik tidak signifikan dan imbal hasil negatif sebelum *regular Holliday*.

e). Nadhya Atindriya (2008)

Dalam penelitiannya Nadhya juga meneliti mengenai Anomali *Seasonality*, bedanya dengan penelitian sebelumnya yang ada di Indonesia, Nadhya meneliti Anomali *Seasonality* di tiga Negara, yaitu, Indonesia, Malaysia, dan Singapura dengan rentan waktu 5 tahun dari 2003-2007. *Seasonality* yang diteliti mencakup *Day of The Week Effect, Month of The Year Effect, dan Monthly Effect* di ketiga Negara tersebut.

Hasil penelitiannya menemukan bahwa *Day of the Week Effect* di temukan di ketiga Negara. Pada Pasar Modal Indonesia ditemukan pada hari Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat. Pada Pasar Modal Malaysia ditemukan hasil yang signifikan pada hari Kamis dan Jumat. Sedangkan pada Pasar Modal Singapura keberadaan *Day of The Week* ditemukan pada hari Senin, Rabu, dan Kamis. *Month of The Year Effect* ditemukan di ketiga Negara. Pada Pasar Modal Indonesia ditemukan pada bulan April, Juli, September, November, dan Desember. Pada Pasar Modal Malaysia ditemukan pada bulan Januari dan Juli, sedangkan pada pasar modal Singapura ditemukan pada bulan Januari, Juli, dan September. dari hasil pengujian *Monthly Effect*, pada Pasar Modal Indonesia, Malaysia, dan Singapura disimpulkan terdapat *Monthly Effect*. Dikarenakan imbal hasil pada pertengahan bulan kedua lebih besar dibandingkan dengan pertengahan bulan pertama dan signifikan secara statistik pada ketiga Negara.

Penelitian mengenai pengaruh hari pada setiap minggu (*Day of The Week Effect*) sudah banyak dilakukan, baik penelitian yang dilakukan di luar negeri maupun yang dilakukan di dalam negeri. Namun penelitian mengenai pengaruh hari perdagangan pada setiap minggu dengan mengelompokkan *close to close* menjadi periode perdagangan (*Trading*) dan non perdagangan (*Non Trading*) belum banyak dilakukan di Indonesia. Berdasarkan berbagai penelitian tersebut, saya selaku peneliti ingin meneliti mengenai imbal hasil harian dalam setiap minggu pada periode perdagangan (*Trading*) dan Non Perdagangan (*Non Trading*) di Bursa Efek Indonesia dengan mengambil periode waktu dari tahun 2000 sampai tahun 2007, tahun 2000-2007 diambil untuk dijadikan dasar periode penelitian karena pada tahun 2000 perekonomian Indonesia sudah menunjukkan kepulihan dari krisis ekonomi, hal ini dapat dilihat dari meningkatnya PDB sebesar 5,12% apabila dibandingkan dengan tahun sebelumnya, bahkan pendapatan per kuartal sudah menunjukkan peningkatan sebesar 1,94%. PDB perkapita tahun 200 meningkat menjadi \$565,2, sedangkan tahun 1999 hanya sebesar \$502.

Penulis membatasi pokok permasalahan penelitian pada beberapa periode, yaitu pada semua hari, pada bulan Desember, pada bulan selain bulan Desember, pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember, dan pada sisa hari

setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember. Hal tersebut dilakukan untuk mengetahui pengaruh hari perdagangan pada setiap minggu dan perbedaan imbal hasil perdagangan antar hari secara lebih jelas dan spesifik.

2.2 Konstruksi Model Teoritis

2.2.1 Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypotheses*)

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Eugene F.Fama pada tahun 1970. yang menyatakan pasar adalah efisien apabila tidak seorang pun baik investor individu maupun investor institusi, mampu memperoleh imbal hasil abnormal, setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock prices reflect all available information*”. Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien, harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut.

Hipotesis yang mengatakan bahwa harga-harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia dikenal sebagai *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Eugene F. Fama mendefinisikan *efficient capital markets* sebagai berikut :

“The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy’s capital stocks. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resources allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investor can choose among the securities that represent ownership of firms activities under the assumption that security prices at any time”fully reflect” all available information. A market in which prices always “fully reflect” available information is called “efficient”.(Fama, 1970, p.383).

Masih di dalam penelitian yang sama, Fama kemudian mengajukan tiga bentuk efisiensi sebagai berikut:

1. Weak Form Efficiency

Bentuk efisiensi pasar ini dicirikan dengan harga saham saat ini yang merefleksikan seluruh informasi pasar sekuritas, termasuk pergerakan harga

sebelumnya, tingkat imbal hasil, volume perdagangan dan sebagainya. Karena asumsi harga saat ini telah merefleksikan imbal hasil di masa lalu dan informasi lainnya, implikasi dari hipotesis ini bahwa tingkat imbal hasil di masa lalu dan data pasar lainnya tidak memiliki hubungan dengan tingkat imbal hasil di masa depan. Berdasarkan hal tersebut, apabila harga pasar tidak merefleksikan seluruh informasi yang tersedia maka terdapat kemungkinan adanya investor yang dapat mengalahkan pasar, namun apabila pasar tersebut efisien maka tidak ada seorangpun yang dapat menemukan model yang memberikan informasi lebih.

2. *Semi Strong Form Efficiency*

Bentuk pasar ini dicirikan dengan harga saham saat ini yang merefleksikan semua informasi yang beredar di masyarakat. Bentuk efisiensi ini mencakup efisiensi pasar bentuk lemah dan informasi publik yang mencakup seluruh informasi yang tidak berkaitan dengan sekuritas seperti pengumuman earning dan dividen, PER (*Price Earning Ratio*), *dividen yield*, dan sebagainya. Hipotesis ini mengimplikasikan bahwa investor yang melandaskan keputusannya pada informasi setelah informasi tersebut menjadi informasi publik tidak akan mendapat imbal hasil yang abnormal karena harga saham telah merefleksikan semua informasi publik yang ada.

3. *Strong Form Efficiency*

Bentuk pasar ini dicirikan dengan harga saham yang merefleksikan semua informasi yang ada, baik informasi publik maupun informasi privat. Implikasinya, tidak ada investor yang memiliki akses pada *private information* yang akan membuat mereka menikmati imbal hasil yang *abnormal*. Hipotesis ini membahas tentang *insider trading*, yaitu perdagangan yang dilakukan oleh karyawan perusahaan yang mengetahui terlebih dahulu informasi tertentu tentang perusahaannya sebelum informasi tersebut diumumkan ke publik. Para *insider* ini, keluarga mereka maupun teman-temannya yang melakukan perdagangan di Pasar Modal berdasarkan informasi dari insider tersebut tidak dibenarkan dan akan dianggap melanggar hukum. Masing-masing bentuk pasar efisien tersebut terkait erat dengan sejauh mana penyerapan informasi terjadi di pasar.

Dalam hal ini Levy (1996) menggambarkan dengan cukup jelas tentang bagaimana keterkaitan antara informasi dan pasar efisien. Sebagaimana dapat

dilihat pada Gambar 2.1, berdasarkan pada tingkatannya, informasi dapat dibedakan menjadi lima kelompok. Sedangkan berdasarkan pada tingkat efisiensinya, pasar dapat dikelompokkan menjadi lima kelompok, di mana kelompok pasar dengan efisiensi terendah disebut pasar tidak efisien, sedangkan yang tertinggi tingkatannya adalah pasar efisien sempurna. Bila dikaitkan hubungan antara tingkat informasi dan tingkat efisiensi pasar, nampak jelas bahwa kelima kelompok pada masing-masing bagian saling berkorespondensi. Misalnya, pasar dikatakan tidak efisien bilamana semua informasi yang ada dan tersedia dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil abnormal di pasar. Dikatakan pasar efisien sempurna bilamana tidak sebuah informasi pun yang dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil yang abnormal di pasar.

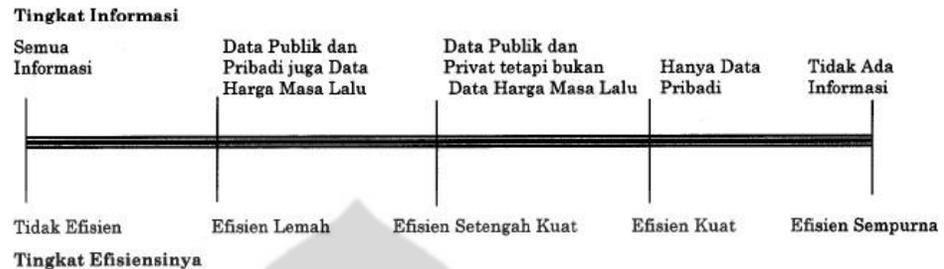
Berbeda dengan Fama yang membagi jenis pasar efisien menjadi tiga berdasarkan pada kekuatan data yang ada, Richard West (1975) membagi pasar efisien menjadi dua macam, yaitu pasar efisien secara operasional atau internal (*operationally or internally efficient market*) dan pasar efisien secara eksternal atau harga (*price orexternally efficient market*). Dikatakan pasar efisien secara operasional bilamana investor dikenai jasa transaksi semurah mungkin berkaitan dengan biaya-biaya atas terjadinya suatu transaksi.

2.2.2 Efisiensi Pasar Modal Indonesia

Pengujian terhadap efisiensi Pasar Modal di Indonesia pernah dilakukan oleh Suad Husnan (1989), yang menguji bentuk lemah hipotesis pasar efisien. Husnan menemukan adanya otokorelasi tertentu dalam harga-harga saham di tahun 1985- 1987 dan di tahun 1989, namun uji *filter-rules* yang dilakukannya kemudian menunjukkan bahwa investor tidak dapat menggunakan strategi perdagangan *filter-rules* tersebut untuk memperoleh keuntungan diatas normal sehingga ia menyimpulkan bahwa Pasar Modal di Indonesia telah memenuhi syarat efisiensi pasar bentuk lemah.

Dalam penelitiannya yang lain, Suad Husnan (1993) menemukan bahwa *semi-strong* EMH belum terpenuhi di Pasar Modal Indonesia. Pengujian yang dilakukannya menggunakan *Simple Market Model dan Aggregate Coefficient Method (AC)*.

Gambar 2.1
Sumber Data dalam Kaitannya dengan Pandangan Seseorang tentang Efisien Tidaknya Sebuah Pasar Modal



Sumber : Gumanti Utami (2002), dari Levi (1996:436)

Hasilnya menunjukkan bahwa harga perdana saham ditetapkan terlalu rendah (*underpriced*) dan harganya menjadi terlalu tinggi (*overpriced*) setelah beberapa lama diperdagangkan di Pasar Modal. Ditemukan juga bahwa investor dapat memperoleh keuntungan abnormal yang signifikan beberapa waktu setelah saham mulai diperdagangkan di pasar.

2.2.3 Anomali Pasar (*Market Anomali*)

Pada pasar yang sebenarnya terdapat anomali pasar yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali di sini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh imbal hasil yang *abnormal* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Dalam teori keuangan, menurut Levy (1996) dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*)

1. Anomali Peristiwa

a. *Analyst Recommendation*

Semakin banyak analis merekomendasikan untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun.

b. *Insider Trading*

Semakin banyak saham yang dibeli oleh *insider traders*, semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.

c. *Listing*

Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di bursa.

d. *Value line rating Changes*

Harga sekuritas akan terus naik setelah *Value Line* menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi.

2. Anomali Musiman

a. *January*

Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari.

b. *Day of the Week Effect*

Terdapat pengaruh Hari Perdagangan terhadap imbal hasil suatu Saham atau Bursa.

c. *Time of the Day*

Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan.

d. *End of Month*

Harga Sekuritas cenderung naik di hari-hari akhir tiap bulan.

e. *Seasonality*

Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai.

f. *Holidays*

Ditemukan imbal hasil positif pada hari terakhir sebelum liburan.

3. Anomali Perusahaan

a. *Size*

Imbal hasil pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.

b. *Close-end Mutual Fund*

Imbal hasil pada *close-end* funds yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi.

c. *Neglect*

Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan imbal hasil lebih tinggi.

d. Institutional Holdings

Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki imbal hasil lebih tinggi.

4. Anomali Akuntansi

a. P/E

Saham dengan *P/E ratio* rendah cenderung memiliki imbal hasil yang lebih tinggi.

b. Earning Surprise

Saham dengan capaian *earnings* lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.

c. Price/Sales

Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.

d. Price/Book

Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.

e. Dividend Yield

Jika *yield*-nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.

f. Earning Momentum

Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan *earnings*-nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.

2.2.4 Day of The Week Effect / Efek harian dalam setiap minggu

Day-of-the-week effect atau efek harian dalam setiap minggu terjadi bila imbal hasil tidak terdistribusi sama, dimana rata-rata imbal hasil pada hari tertentu lebih tinggi atau rendah dibandingkan rata-rata imbal hasil harian lainnya. Sudah banyak teori yang dikemukakan untuk menjelaskan fenomena efek hari dalam satu minggu (*day of the week effect*), beberapa yang paling populer adalah sebagai berikut:

Callendar Time/Trading Hypothesis (Hipotesis kalender / waktu perdagangan). Kalender waktu perdagangan menjelaskan bahwa imbal hasil pada hari Senin harus tiga kali lebih besar dari pada hari lainnya, karena hari Senin adalah persebaran dari tiga hari sebelumnya. Namun pada kenyataannya imbal

hasil pada hari Senin tidak sesuai dengan teori yang sebelumnya dikemukakan, dimana kenyataannya imbal hasil pada hari Senin cenderung negatif. Lalu teori lainnya diajukan, yang menyatakan bahwa imbal hasil harus proporsional dengan hari perdagangan lainnya yang dengan kata lain bertentangan dengan *Calendar Time*. Penelitian yang menarik menyangkut penelitian *weekend return* dilakukan oleh Rogalski (1984) yang menemukan bahwa imbal hasil negatif pada hari Senin pada saat periode *Nontrading* (Nonperdagangan) dari penutupan hari Jum'at sampai pembukaan hari Senin dan pada saat periode *Trading* (perdagangan) imbal hasil adalah positif.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Yakob, Beal, dan Delpachitra ditemukan *Monday* atau *Weekend Effect* di Indonesia, *Tuesday Effect* ditemukan di Cina, *Friday effect* di Australia dan Taiwan, namun tidak ditemukan *Day-of-the week effect* di Hong Kong, Jepang, Malaysia, Singapura, dan Korea Selatan.

Day-of-the-week effect yang umumnya diteliti adalah *Monday effect* atau *Weekend effect*. Cross melakukan penelitian mengenai tingkah laku imbal hasil saham pada hari Jumat dan Senin dengan menggunakan data *Standard and Poor Composite Index*. Penelitian ini menemukan imbal hasil saham yang negatif pada hari Senin. Hal yang sama ditemukan oleh Fama dengan data yang sama namun periode 1953-1977. Gibbons dan Hess meneliti dengan menggunakan data yang berbeda yaitu 30 saham pada *Dow Jones Industrial Index* dan imbal hasil perdagangan hari Senin pun negatif.

Namun, hasil penelitian di Indonesia belum seragam. Tandililin dan Algifari (1999) meneliti 40 saham teraktif di BEJ selama periode Januari sampai dengan Desember 1996. Hasil penelitian menunjukkan *abnormal* imbal hasil positif diperoleh hari Selasa, Rabu, dan Jumat. Sedangkan hari Senin dan Kamis *abnormal* imbal hasilnya negatif.

2.2.5 Harga penutupan dan pembukaan

Dalam transaksi saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) investor setidaknya mengenal beberapa bentuk harga. Harga pasar, harga pembukaan (*pre opening*) dan harga penutupan (*closing price*). Harga pasar merupakan harga yang dibentuk pasar. Yakni sebuah harga yang pembentukannya melalui sistem lelang secara terus menerus (*countinous auction*) sehingga akan bertemu antara harga jual dan

harga beli dengan harga yang sama. Pertemuan harga jual dan beli yang sama itu disebut sebagai harga pasar dari saham yang terjadi.

Proses tawar-menawar itu akan terus terjadi hingga berakhirnya jam perdagangan. Jadi transaksi yang terjadi itu akan terus berulang, bisa jadi dalam satu hari bursa akan terjadi puluhan bahkan ratusan kali harga yang disepakati oleh masing-masing investor untuk saham yang sama. Pendeknya dalam pembentukan harga dengan sistem lelang ini harga yang terbentuk terus berubah dari waktu ke waktu sesuai dengan permintaan dan penawaran hingga berakhirnya jam perdagangan bursa. Selanjutnya harga yang terbentuk pada jam berakhir disebut sebagai harga penutupan.

Jadi baik harga saham maupun perhitungan indeks harga secara menyeluruh selalu berubah dari waktu ke waktu selama jam perdagangan. Pertanyaannya apakah pada esok hari saham akan dibuka sama dengan harga penutupan? Jawabnya jelas belum tentu. Mungkin sama, mungkin lebih tinggi atau mungkin juga lebih rendah. Kenapa begitu?

Kita tahu investasi saham selalu terkait dengan faktor-faktor dari luar seperti ekonomi global, terlebih lagi jam perdagangan bursa yang terbatas. Jadi atas dasar itu, harga penutupan sebuah saham tidak selalu menjadi patokan bagi harga pembukaan pasar. Pendek kata setelah jam perdagangan ditutup banyak sekali informasi yang dianggap bisa mengubah keputusan investasi investor pada keesokan harinya. Karenanya adalah tidak fair kalau berbagai informasi itu tidak diakomodir oleh pelaku pasar, utamanya faktor-faktor yang datang di luar jam perdagangan. Sebagaimana kita ketahui bisa saja informasi itu tidak seluruhnya diserap oleh investor. Untuk menghindari hal itu guna pemerataan informasi maka perlu dibentuk sebuah pasar yang tujuannya untuk menetapkan harga pembukaan sebuah saham sebelum memulai perdagangan.

2.2.6 Pre Opening

Pre opening sederhananya merupakan pasar untuk menentukan harga yang paling pantas bagi saham tertentu setelah penutupan sehari sebelumnya itu. Faktor-faktor yang menjadi pertimbangan dalam menentukan harga pada saat pre opening ini antara lain, adalah informasi dalam 12 jam terakhir antara harga penutupan hingga menjelang pasar saham dibuka, lalu jumlah saham (volume)

pada posisi penawaran jual dan penawaran beli pada saat terakhir saham di perdagangan, serta berbagai kondisi ekonomi dan finansial baik secara lokal maupun regional yang terjadi pada bursa-bursa di luar negeri.

Waktu perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dibagi dalam dua sesi perdagangan. Sesi pagi hari dan sesi siang. Perdagangan sesi pagi dimulai Jam 09.30 WIB hingga 12.00 WIB dan sesi kedua pada pukul 13.30 WIB hingga pukul 16.00 WIB tiap hari Senin hingga Kamis. Sedangkan Jumat pukul 09.30 hingga 11.30 untuk sesi pagi dan pukul 14.00-16.00 WIB. Dalam pre opening ini, sebelum dibukanya pasar investor melalui perusahaan efek melakukan penawaran beli maupun jual atas saham yang diinginkan. Lalu melalui mekanisme Jakarta Automatic Trading System (JATS), penawaran jual dan beli saham itu diolah dan akan muncul harga pembukaan yang menjadi patokan bagi order investor pada awal perdagangan. Mekanisme *pre opening* ini dilakukan beberapa menit sebelum BEI membuka jam perdagangannya. Kalau perdagangan saham dibuka pada pukul 09.30 WIB, maka untuk menentukan harga pembukaan dari saham dilangsungkan pada pukul 09.10,00 hingga 09.24,59 detik. Setelah itu pada pukul 09,25 WIB hingga 09.25.59. JATS akan melakukan proses penetapan harga pre opening dan alokasi transaksi.

Dan untuk selanjutnya akan muncul harga saham baru yang menjadi patokan investor bagi harga pembukaan saham pada perdagangan hari ini. Dengan kata lain harga pembukaan saham bisa sama atau berbeda dengan harga penutupan sehari sebelumnya. Keharusan pre opening ini hanya terjadi sekali saja dalam sehari, yakni pada sesi pagi saja. Meski jam perdagangan BEI di bagi dua sesi, sesi pagi (sesi perdagangan pertama) dan sesi siang (sesi perdagangan kedua). (tim BEI, 2008)

2.2.7 Perdagangan (*Trading*) dan Non Perdagangan (*Non Trading*)

Rogalski mengelompokan imbal hasil harian (*close to close*) ke dalam periode *Trading (open to close)* dan *Nontrading day (close to open)*. *Trading day* yang dimaksud Rogalski adalah periode saat hari dan jam aktif perdagangan terjadi dan dilakukan, dalam hal ini *trading day* berarti periode pembukaan saat pasar buka di pagi hari lalu tutup untuk penutupan pada sesi dua sore hari, dalam hal ini Rogalski mengelompokan hal tersebut menjadi *open to close*. Dan menurut

Rogalski (1984) yang dimaksud dengan *Nontrading days* adalah periode dari saat penutupan sehari sebelumnya sampai dengan pembukaan pertama keesokan harinya atau yang selanjutnya akan disebut periode (*close to open*). Hal yang selalu berkaitan dengan *day of the week* dalam penelitian-penelitian sebelumnya adalah *monday effect*. Yaitu rendahnya imbal hasil hari pada hari Senin dibandingkan dengan imbal hasil hari-hari lainnya.

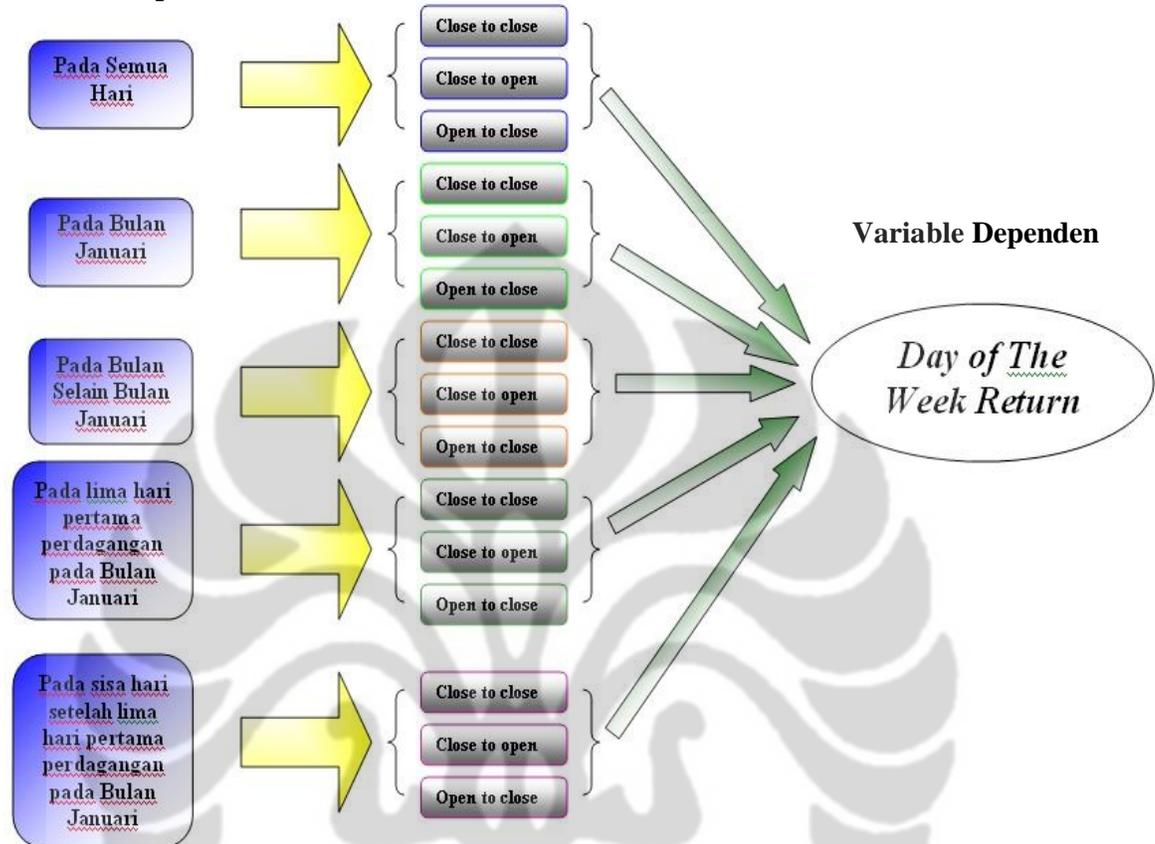
Penelitian yang dilakukan oleh Keim dan Roll (1983) yang menemukan bahwa proporsi *January Effect (month of the year effect)* terbesar terjadi pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Januari yang menyebabkan *monday effect* tidak berlaku pada lima hari pertama pada bulan Januari. Rogalsky (1984) menyatakan bahwa *Monday effect* disebabkan adanya periode *Nontrading* akhir minggu yang cukup panjang, yaitu panjangnya waktu dari penutupan pada hari Jum'at sampai dengan pembukaan Senin (*non Trading weekend effect*).

2.3 Model Analisis

Model analisis merupakan penjelasan mengenai hubungan antara variable independen dan variable dependen sehingga diharapkan dapat mempermudah pembaca mengenai hubungan antara variabel yang ada. Berikut ini adalah gambaran singkat hubungan antara variabel

Gambar 2.2
Model Analisis

Variable Independen



Sumber : Diolah penulis

Dalam melakukan penelitian, penulis akan memasukan periode perdagangan dan non perdagangan ke dalam beberapa bagian waktu yaitu :

1. Semua hari
Adalah keseluruhan lima hari perdagangan pada semua bulan selama periode penelitian di BEI dari tahun 2000-2007.
2. Bulan Desember
Adalah keseluruhan lima hari perdagangan pada bulan January selama periode penelitian di BEI dari tahun 2000-2007.
3. Selain Bulan Desember
Adalah keseluruhan lima hari perdagangan pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian di BEI dari tahun 2000-2007.

4. Lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember
Adalah keseluruhan lima hari perdagangan pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian di BEI dari tahun 2000-2007.
5. Sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember
Adalah sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember di BEI pada tahun 2000-2007.

2.4 Hipotesis

Hipotesis merupakan proporsi yang akan diuji keberlakuannya, atau merupakan suatu jawaban sementara atas pertanyaan penelitian. Penyusunan hipotesis pada penelitian ini didasarkan pada pokok permasalahan penelitian, yaitu :

Hipotesis Pertama

- A). Ho1.1: Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu selama periode penelitian.
Ha1.1 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu selama periode penelitian.
- B). Ho1.2 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu selama periode penelitian.
Ha1.2 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu selama periode penelitian.
- C). Ho1.3: Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu selama periode penelitian
Ha1.3 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu selama periode penelitian

Hipotesis ke Dua :

A). Ho2.1 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha2.1 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

B). Ho2.2 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha2.2 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

C). Ho2.3 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha2.3 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Hipotesis ke Tiga :

A). Ho.3.1 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

Ha3.1: Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam

setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

B). Ho3.2 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

Ha3.2 : Terdapat pengaruh hari Perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

C). Ho3.3 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

Ha3.3 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

Hipotesis ke Empat :

A). Ho4.1: Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha4.1 : Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

B). Ho4.2 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

- Ha4.2: Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.
- C). Ho4.3 : Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.
- Ha4.3: Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

Hipotesis ke Lima :

- A). Ho5.1: Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.
- Ha5.1: Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.
- B). Ho5.2: Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.
- Ha5.2: Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari pertama

perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

C). Ho.5.3: Tidak terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha5.3: Terdapat pengaruh hari perdagangan terhadap imbal hasil harian pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember selama periode penelitian.

Hipotesis ke Enam :

A).Ho6.1: Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada semua bulan selama periode penelitian.

Ha6.1: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada semua bulan selama periode penelitian.

B).Ho6.2 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada semua bulan selama periode penelitian..

Ha6.2: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada semua bulan selama periode penelitian

C).Ho6.3 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada semua bulan selama periode penelitian.

Ha6.3: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada semua bulan selama periode penelitian

Hipotesis ke Tujuh :

A).Ho7.1 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha7.1: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

B).Ho7.2 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha7.2: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

C).Ho7.3 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha7.3: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan Desember selama periode penelitian

Hipotesis ke Delapan

A).Ho8.1 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

Ha8.1: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

B).Ho8.2 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.

- Ha8.2: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian.
- C).Ho8.3 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian
- Ha8.3: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada bulan selain bulan Desember selama periode penelitian

Hipotesis ke Sembilan :

- A).Ho9.1 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian
- Ha9.1: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian
- B).Ho9.2 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian.
- Ha9.2: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang Hari dalam setiap minggu pada lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian.
- C).Ho9.3 : Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian.
- Ha9.3: Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada lima

hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian.

Hipotesis ke Sepuluh

A).Ho10.1 :Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian

Ha10.1 :Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian

B).Ho10.2 :Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian.

Ha10.2 :Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *close to open* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian

C).Ho10.3 :Tidak terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian

Ha10.3 :Terdapat perbedaan Imbal hasil antar hari pada periode *open to close* sepanjang hari dalam setiap minggu pada sisa hari setelah lima hari perdagangan pertama pada bulan Desember selama periode penelitian.

2.5 Metode Penelitian

Pada bagian ini peneliti akan menjelaskan alasan-alasan pemilihan pendekatan, jenis/ tipe penelitian, teknik pengumpulan data, teknik penarikan sampel, dan teknik analisis data.

2.5.1 Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif, yang menggunakan kerangka pemikiran dan teori untuk dikembangkan menjadi suatu analisis data, dimana pendekatan ini lebih berdasarkan pada data yang dihitung untuk mendapatkan penaksiran kuantitatif yang kuat, Bambang Jannah (2005). Dan menggunakan data-data sekunder pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan lembaga terkait lainnya yang sesuai dan diperlukan dengan teori untuk menganalisis imbal hasil harian dalam setiap minggu pada periode perdagangan dan non perdagangan.

2.6 Tipe / jenis Penelitian

Jenis penelitian dapat dikelompokkan berdasarkan tujuan, manfaat dan waktu penelitian. Jenis penelitian berdasarkan tujuannya merupakan penelitian deskriptif karena penelitian ini menyajikan gambaran pengaruh hari terhadap rata-rata imbal hasil selama periode penelitian. Berdasarkan manfaat penelitiannya, penelitian ini adalah penelitian murni karena penelitian ini lebih ditujukan untuk memenuhi kebutuhan intelektual penulis. Dan penelitian ini diharapkan dapat diaplikasikan bagi penelitian selanjutnya. Sedangkan berdasarkan waktu penelitiannya, penelitian yang dilakukan adalah penelitian *time series* karena penelitian dilakukan dengan menggunakan IHSG pada runtun periode dari tahun 2000 sampai 2007.

2.7 Teknik Pengumpulan Data

Data yang dipakai adalah data sekunder yang bersifat harian yang bersumber dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) maupun sumber lainnya termasuk internet seperti dari www.google.co.id, www.yahoofinance.com, www.mediaindonesia.com, www.idx.co.id, www.bloomberg.com dan berbagai sumber internet lainnya. Studi kepustakaan dilakukan dengan membaca, mempelajari, mengkaji, serta menelaah literatur-literatur berupa buku, jurnal, dan penelitian yang berhubungan dengan masalah yang tengah diteliti.

2.8 Populasi dan Sampel

Untuk penelitian ini penulis mengambil sampel perdagangan saham Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari tahun 2000 sampai dengan 2007. IHSG dijadikan sampel dalam penelitian ini karena merupakan kumpulan keseluruhan

perusahaan yang terdaftar di BEI sehingga mampu mewakili rata-rata keseluruhan perusahaan yang listing di BEI. Sedangkan tahun 2000-2007 dipakai sebagai dasar periode waktu penelitian dengan alasan perkembangan IHSG setelah tahun 2000 berkembang dengan sangat cepat, hal tersebut dapat dilihat dari pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia pada Tabel 1.2 yang mencapai titik tertinggi selama 10 tahun dari tahun 1997 sampai 2007 yang menembus pada level 2500 sehingga diharapkan hasil penelitian akan menemukan hasil yang bagus sehingga dapat dijadikan salah satu sumber dalam mengambil keputusan berinvestasi. Penelitian ini menggunakan teknik penarikan sampel *total sampling* karena menggunakan seluruh populasi sebagai sample yaitu data pembukaan dan penutupan harian Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun 2000-2007.

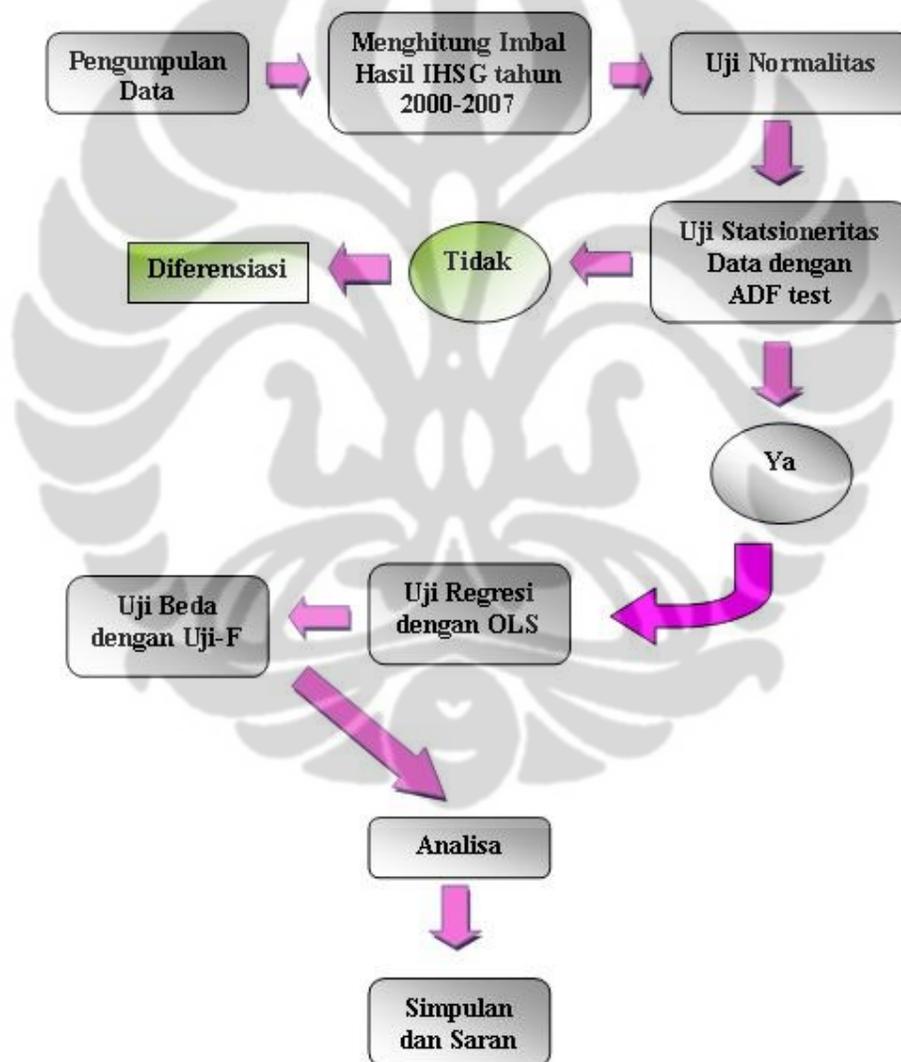
2.9 Teknik Analisis Data

Langkah-langkah dalam menganalisis data dibagi menjadi beberapa tahap, yaitu menghitung imbal hasil saham harian pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) lalu membaginya ke dalam beberapa periode waktu, yaitu pada 1) Pada semua hari, 2) pada bulan Desember, 3) pada bulan selain bulan Desember, 4) pada lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember, dan 5) pada sisa hari setelah lima hari pertama perdagangan pada bulan Desember. Setelah itu pada ke lima periode tersebut, dibagi lagi menjadi tiga periode, yaitu periode *close to close*, *close to open*, dan *open to close*. Setelah itu dilakukan uji normalitas dan uji stasioneritas. Menguji pengaruh atau efek hari perdagangan dengan menggunakan persamaan regresi tanpa intersep pada periode waktu yang telah dibagi dengan menggunakan OLS. Lalu menganalisis hasil residual pada OLS dengan uji otokorelasi dan uji heteroskedastisitas dengan menggunakan Breush-Godfrey dan ARCH-LM. Pengaruh hari perdagangan di uji kembali dengan menggunakan GARCH (1.1). Menganalisis beda *Market Imbal* hasil pada semua hari, pada bulan Desember, pada bulan selain Desember, pada lima hari perdagangan awal bulan Desember, pada sisa hari setelah lima hari perdagangan bulan Desember Uji-F dengan menggunakan tabel ANOVA.

Setelah mendapatkan data sekunder berupa angka-angka (data kuantitatif) data tersebut dimasukkan ke dalam perangkat lunak *Microsoft Excell*, kemudian untuk analisis data menggunakan perangkat lunak SPSS (*Statistical Product and Service Solution*) versi 15.0 dan EViews 4.0

Untuk lebih memperjelas bagaimana alur penelitian ini, dapat dilihat pada Gambar di bawah ini:

Gambar 2.3 Bagan Alur Penelitian



Sumber : Olahan penulis

2.9.1 Imbal Hasil Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Untuk menghitung imbal hasil pada periode *close to close*, *close to open*, dan *open to close* kita akan menggunakan formula yang digunakan oleh Richard J Rogalski (1984), dengan penjelasan sebagai berikut. imbal hasil periode *close to close* dihitung menggunakan logaritma natural dari harga penutupan sesi dua sehari sebelumnya sampai dengan penutupan sesi dua keesokan harinya, periode *close to close* akan dibagi menjadi dua, yaitu periode perdagangan (*open to close*) dan non perdagangan (*close to open*), imbal hasil pada periode perdagangan (*open to close*) dihitung menggunakan logaritma natural dari harga pembukaan sesi satu sampai dengan harga penutupan pada sesi dua pada hari yang sama, dan imbal hasil pada periode non perdagangan (*close to open*) dihitung menggunakan logaritma natural dari harga pembukaan sesi satu sampai dengan harga penutupan pada sesi dua sehari sebelumnya. Rincian formula yang digunakan Rogalski (1984) adalah sebagai berikut :

- *Close-to-Close Return*

$$R_{1,t} = \ln(P_{c2,t}/P_{c2,t-1}) \times 100 \quad (2.1)$$

- *Close to Open Return*

$$R_{2,t} = \ln(P_{o1,t}/P_{c2,t-1}) \times 100 \quad (2.2)$$

- *Open to Close Return*

$$R_{3,t} = \ln(P_{c2,t}/P_{o1,t}) \times 100 \quad (2.3)$$

2.9.2 Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan penelitian lebih lanjut, dilakukan perhitungan statistik deskriptif guna menghitung *Mean*, *Median*, *Std Deviasi*, *Minimum* dan *Maximum*, dengan menggunakan *software* SPSS 15.

2.9.3 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data yang digunakan untuk meneliti keberadaan anomali musiman ini telah terdistribusi normal atau

belum. Uji signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen hanya akan valid jika residual yang didapat mempunyai distribusi normal.

Untuk mendeteksi normalitas data suatu model regresi dalam software statistik SPSS 14, dapat diidentifikasi dari gambar *scatter plot*. Plot ini mempunyai aturan jika titik-titik (gradien antara probabilita kumulatif observasi dan probabilita kumulatif harapan) berada sepanjang garis, maka residual mengikuti distribusi normal.

2.9.4 Uji Stasioneritas

Setelah Uji Normalitas dilakukan, Uji selanjutnya adalah Uji Stasioneritas Data. Sebagaimana sudah diketahui, data *time series* merupakan sekumpulan nilai yang diambil pada periode waktu yang berbeda, setiap data dikumpulkan pada periode waktu tertentu yaitu : harian, mingguan, bulanan, dan tahunan (Nachrowi, Usman, 2006).

Suatu data dikatakan stasioner apabila rata-rata nilai dari runtun waktu tersebut tidak mengalami perubahan secara sistematis atau autokovarians tidak bergantung dengan waktu atau dengan kata lain adalah konstan. Pengujian stasioneritas data menjadi penting karena diperlukan untuk menentukan apakah data yang bersangkutan sudah layak untuk dilakukan pengujian pada model yang digunakan dalam penelitian. Karena penggunaan data yang tidak stasioner akan mempengaruhi hasil *output* dan menghasilkan kesimpulan yang kurang baik. Untuk menguji stasioneritas, akan digunakan Uji *Unit Root ADF Test (Augmented Dickey-Fuller Test)* dengan menggunakan *software* Eviews 4.1 dengan rumus sebagai berikut :

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_1 \Delta Y_{t-1} + \alpha_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + \alpha_m \Delta Y_{t-m} + \varepsilon_t \quad (2.4)$$

Hipotesis dalam uji ini adalah:

- H_0 = data tidak stasioner
- H_1 = data stasioner

Kriteria untuk melakukan penolakan hipotesis adalah:

- ADF t-statistik < *critical value* 5% ; data stasioner dan H_0 ditolak
- ADF t-statistik > *critical value* 5% ; data tidak stasioner dan H_0 diterima

Kesimpulannya adalah jika nilai ADF stat lebih kecil dari nilai kritis 5% maka Hipotesis nol akan ditolak atau dengan kata lain data adalah stasioner. Jika ADF stat > dari nilai kritis 5% maka hipotesis nol diterima.

2.9.5 Analisis *Month of The Year Effect*

Analisis *Month of the year effect* bertujuan untuk mengetahui pada bulan apa rata-rata imbal hasil tertinggi terjadi, agar selanjutnya dapat dilakukan pengujian lebih mendalam mengenai pengaruh hari dalam setiap minggu pada bulan yang mempunyai rata-rata imbal hasil tertinggi agar dapat diketahui pada hari apa rata-rata imbal hasil tertinggi itu terjadi pada bulan tersebut.

Untuk menghitung *month of the year effect*, data yang digunakan adalah harga penutupan pada setiap akhir bulan dari bulan Januari tahun 2000 sampai dengan bulan Desember tahun 2007. dalam menentukan *month of the year effect* akan dipakai variable *dummy* dan model regresinya adalah sebagai berikut :

$$R_t = \alpha_1 D_{jan} + \alpha_2 D_{feb} + \alpha_3 D_{mar} + \alpha_4 D_{apr} + \dots + \alpha_{12} D_{des} + \varepsilon_t \quad (2.5)$$

R_t = Imbal hasil saham pada waktu ke t

α_t = $\alpha_1 \dots \alpha_{12}$ Koefisien yang mewakili rata-rata imbal hasil di bulan Januari dan bulan-bulan lainnya.

D_{jan} = Dummy variable. sebeagi contoh dummy Januari akan bernilai 1 untuk imbal hasil dalam perdagangan bulan Januari dan bernilai 0 untuk bulan lainnya.

ε = Error

2.9.5 Analisis pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Imbal hasil harian

Analisis pengaruh seluruh hari perdagangan ini dapat dilihat dari pola perubahan *market return* harian yang terjadi di Bursa. Analisa yang digunakan untuk menguji pengaruh atau efek hari perdagangan menggunakan persamaan regresi tanpa intersep. Model ini dipelopori oleh Gibbon dan Hess (1981) yang melakukan pengujian *day of the week effect* di Pasar Modal Amerika dengan menggunakan Index S&P 500 periode 2 Juli 1962 sampai 28 Desember 1978 yang

kemudian diikuti oleh banyak peneliti sesudahnya . Model Regresi tanpa intersep dengan lima variabel *dummy* yang digunakan oleh Gibbon dan Hess (1981) adalah:

$$\tilde{R}_{It} = \alpha_1 D_{sen} + \alpha_2 D_{sel} + \alpha_3 D_{rab} + \alpha_4 D_{kam} + \alpha_5 D_{jum} + \tilde{\epsilon}_{It} \quad (2.6)$$

Ket :

R_t = Imbal hasil saham pada waktu ke t

α_t = $\alpha_1 \dots \alpha_5$ Koefisien yang mewakili rata-rata imbal hasil di bulan Januari dan bulan-bulan lainnya.

D_{jan} = Dummy variable. sebeagi contoh dummy pada hari Senin akan bernilai 1 untuk imbal hasil dalam perdagangan hari Senin dan bernilai 0 untuk hari lainnya lainnya.

ϵ = Error

2.9.6 Uji Autokorelasi dengan Metode Breush-Godfrey (LM)

Metode ini dikembangkan oleh *Breusch-Godfrey*, sehingga dikenal juga dengan sebutan *The Breusch-Godfrey (BG) test*. Penilaian dengan menggunakan *Breusch-Godfrey* akan menunjukkan adanya korelasi parsial hingga Lag N.

Penentuan ada tidaknya masalah otokorelasi dapat dilihat dari nilai probabilitasnya. Jika nilai probabilitas lebih besar dari *critical value* yang dipilih maka hipotesis nol (H_0) diterima yang berarti tidak ada otokorelasi. Sebaliknya jika nilai probabilitas lebih kecil dari *critical value* yang dipilih maka hipotesis nol (H_0) ditolak yang berarti terdapat masalah otokorelasi. (Agus Widarjono, 2007, p 163)

Atau hipotesisnya adalah:

H_0 = tidak terdapat otokorelasi

H_1 = terdapat otokorelasi

Kriteria untuk melakukan penolakan hipotesis adalah:

$P \text{ value} > \text{critical value } 5\%$; H_0 diterima

$P \text{ value} < \text{critical value } 5\%$; H_0 ditolak

2.9.7 Uji Heteroskedastisitas

Masalah heteroskedastisitas terjadi apabila variabel gangguan (*error term*) memiliki varian yang tidak konstan. Akan tetapi, adakalanya varian dari error tidak tergantung pada variabel bebasnya melainkan varian tersebut berubah-ubah seiring dengan perubahan pemodelan return dari pasar modal, inflasi, atau interest rate. Pada pemodelan ini, ada suatu periode di mana volatilitas sangat tinggi dan ada periode lain yang volatilitasnya sangat rendah. Pola volatilitas yang demikian menunjukkan adanya heteroskedastisitas karena terdapat varian error yang besarnya tergantung pada volatilitas error di masa lalu. (Nachrowi dan Usman, 2006)

Pengujian ARCH-LM dapat mendeteksi keberadaan otokorelasi dan heteroskedastisitas secara bersamaan (Fitria Gayatri, 2007). Pengujian menggunakan ARCH-LM merupakan sebuah pengujian Lagrange Multiplier (LM) untuk mnguji ARCH pada residu. Dengan mengabaikan efek ARCH dapat mengakibatkan parameter hasil estimasi tidak efisien.

Pengujian ARCH-LM menggunakan regresi

$$e_t^2 = \beta_0 + \left(\sum_{s=1}^q \beta_s e_{t-s}^2 \right) + v_t \quad (2.7)$$

Hipotesa dalam pengujian ini adalah

Ho : Tidak ada efek ARCH

Ha : Terdapat efek ARCH

Kriteria yang digunakan adalah :

Probabilitas > Nilai kritis 5% Ho ditolak

Probabilitas < Nilai kritis 5% Ho diterima

Dengan jumlah p yang relatif besar akan mengakibatkan banyaknya parameter yang harus diestimasi. Semakin banyak parameter yang harus diestimasi dapat mengakibatkan presisi dari estimator tersebut berkurang. Hal semacam ini sering dijumpai pada analisis data harian.

Untuk mengatasi masalah tersebut, agar parameter yang diestimasi tidak terlalu banyak, var (ε_t) dapat dijadikan model berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-1}^2 + \sum_{i=1}^q \lambda_i \sigma_{t-1}^q \quad (2.8)$$

Model di atas disebut juga model GARCH (p,q)

Apabila pada model terbukti unsur ARCH maka hipotesis nol ditolak, hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitas F-statistik dan obs*r squared lebih kecil dari *critical value test*.

2.9.8 Analisis Beda Imbal Hasil antar Hari dengan ANOVA

Tujuan dari analisis beda imbal hasil antar Hari Perdagangan adalah untuk mengetahui apakah ada perbedaan imbal hasil antar hari perdagangan di bursa secara signifikan, karena walaupun hasil regresi menunjukkan adanya perbedaan koefisien antar hari perdagangan dari hari Senin sampai Jumat, namun belum tentu perbedaan itu signifikan secara statistik.

Dengan jumlah I observasi dalam group g sebagai $x_{g,i}$ dimana $i=1, \dots, n_g$ untuk groups $g = 1, 2, \dots, G$. *Between* dan *within sums of square* dapat didefinisikan sebagai berikut :

$$SS_B = \sum_{g=1}^G n_g (\bar{x}_g - \bar{x})^2 \quad (2.9)$$

$$SSW = \sum_{g=1}^G \sum_{i=1}^{n_g} (x_{ig} - \bar{x}_g)^2 \quad (2.10)$$

Dimana x_g adalah sample *mean* dalam group g dan \bar{x} adalah sample *mean* semua group.

F Statistik untuk ANOVA ini dihitung dengan formula :

$$F_{test} = \frac{\frac{SS_b}{k-1}}{\frac{SS_w}{N-k}} \quad (2.11)$$

Pada persamaan diatas n adalah total banyak nya observasi, k = jumlah parameter estimasi, SS_b = *between sums of squares*, dan SS_w = *within Sums of squares*.

Dari analisis varians akan diperoleh nilai F hitung yang selanjutnya dibandingkan dengan F table. Apabila F hitung lebih besar dari F table maka H_0 ditolak yang artinya terdapat perbedaan *mean market return* yang signifikan antarhari perdagangan di bursa.

2.10 Batasan Penelitian

Penelitian ini menggunakan data harga penutupan dan pembukaan Indeks Harga Saham Gabungan dengan batasan penelitian dari tahun 2000 s/d 2007 dengan menggunakan data harian pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), tahun 2000-2007 diambil untuk dijadikan dasar periode penelitian dengan alasan perkembangan IHSG setelah tahun 2000 berkembang dengan sangat cepat, hal tersebut dapat dilihat dari pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia pada Tabel 1.2 yang mencapai titik tertinggi yang menembus pada level 2500, karena fluktuasi yang sangat fluktuatif tersebut menjadikan tahun 2000-2007 menjadi sangat menarik untuk diteliti dan dijadikan batasan penelitian ini. Sedangkan pada Gambar 1.2, jumlah perusahaan yang listing di BEJ mulai meningkat pada tahun 2000 dan paling banyak terjadi pada tahun 2007 yaitu sebanyak 348 perusahaan (emiten) dengan nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization*) sebesar Rp 1.988.326.205.492.630. Pada Gambar 1.2 disajikan perkembangan perusahaan yang terdaftar di BEI dan nilai kapitalisasi pasarnya dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir.

Dengan perkembangan IHSG yang cukup tinggi dari tahun 2000 sampai dengan 2007 diharapkan akan terdapat pengaruh hari perdagangan dan perbedaan imbal hasil yang cukup tinggi, sehingga diharapkan hasil penelitian mengenai

imbal hasil harian dalam setiap minggu ini (*day of the week*) akan bagus sehingga dapat dijadikan sebagai salah satu sumber dalam mengambil suatu keputusan investasi..

