

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) adalah indikator yang menggambarkan pergerakan harga saham (Jogiyanto, 2000). Sebuah indeks diharapkan mempunyai lima fungsi yaitu (Jogiyanto, 2000):

- a. Sebagai indikator trend pasar.
- b. Sebagai indikator tingkat keuntungan.
- c. Sebagai tolak ukur kinerja portofolio.
- d. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif.
- e. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

IHSG diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983 sebagai indikator pergerakan harga saham di BEJ. Indeks ini mencakup seluruh pergerakan saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEJ. Hari dasar yang digunakan untuk perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982, sehingga pada tanggal tersebut ditetapkan sebagai Nilai Dasar 100 dan jumlah saham yang tercatat pada waktu itu adalah hanya sebanyak 13 saham.

Dasar perhitungan IHSG adalah jumlah Nilai Pasar dari total saham yang tercatat pada tanggal 10 Agustus 1982. Jumlah Nilai Pasar adalah total perkalian setiap saham tercatat (kecuali untuk saham yang berada dalam program restrukturisasi) dengan harga di BEJ pada hari tersebut. Rumus yang digunakan

$$IHSG_t = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

Perhitungan indeks mempresentasikan pergerakan harga saham di pasar/bursa regular yang terjadi melalui sistem perdagangan lelang. Perhitungan IHSG dilakukan setiap hari, yaitu setelah penutupan perdagangan setiap harinya.

B. PASAR MODAL YANG EFISIEN

Model pasar yang efisien (*Efficient Market Hypothesis*) didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. (Elton & Gruber, 2000). Harga sekuritas secara cepat menyesuaikan dengan danya informasi baru, sehingga harga sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan mengenai sekuritas.

Sedangkan secara formal pasar yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah tercerminkan informasi yang relevan (Husnan, 2000). Yang dimaksud dengan informasi yang relevan menurut Fama (1970) adalah mengklasifikasikan menjadi 3 tipe yaitu informasi harga diwaktu lalu (*past price changes*), informasi yang tersedia kepada publik (*public information*) dan informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak (*public and private information*).

Efisiensi pasar modal diawali dengan penemuan sampingan hasil penelitian yang dilakukan oleh Maurice Kendall seorang ahli statistik pada tahun 1953. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa telah terjadi pergerakan harga saham yang

2000). Harga-harga saham tersebut nampak berubah secara tidak menentu dan dapat naik atau turun setiap harinya tanpa dipengaruhi oleh harga saham dari hari sebelumnya. Apabila perubahan harga saham memang mengikuti pola *random walk*, maka perubahan harga di waktu yang lalu tidak bisa dipergunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang.

Dengan demikian pengetahuan tentang harga saham di masa lalu menjadi tidak berarti karena tidak dapat lagi digunakan oleh investor untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain, investor tidak mungkin dapat mengidentifikasi suatu pola tertentu yang dapat digunakan untuk memprediksi harga suatu saham.

Fluktuasi harga saham tersebut mengidentifikasikan terjadinya efisiensi pasar di mana pada pasar modal yang sangat efisien, semua informasi yang ada baik fundamental maupun tentang perekonomian makro akan tercermin dalam harga saham-sahamnya dan demikian sebaliknya. Bagi sebagian pihak, seperti para pialang, pengelola bursa dan sebagainya, pasar modal yang efisien mungkin adalah pasar modal yang bisa menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya yang minimum.

Pihak lain mungkin akan menggunakan pengertian yang berbeda. Misalnya West (1975) membedakan efisiensi tersebut menjadi *internal and external efficiency*. *Internal efficiency* menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang 'benar', tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin.

keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. Sehingga apabila efisiensi pasar telah tercapai maka akan sangat sulit bagi para investor untuk memperoleh *abnormal return* secara konsisten karena semua harga sahamnya akan sama dengan nilai intrinsiknya yang merefleksikan segala informasi tentang prospek sekuritas.

Dari berbagai teori yang menjelaskan mengenai efisiensi pasar modal, secara umum pasar modal yang efisien akan segera dikaitkan dengan bagaimana suatu pasar modal akan bereaksi dengan cepat dan tepat terhadap suatu informasi yang ada untuk mencapai harga keseimbangan baru setelah adanya informasi tersebut. Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai suatu "*fair-game*" dimana harga selalu menggambarkan secara penuh seluruh informasi yang tersedia. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Kecepatan suatu pasar dalam merespon informasi baru tersebut menjadi tidak berarti jika pasar tidak mampu merespon informasi tersebut secara akurat.

Dalam pengertian tersebut terdapat dua unsur penting yang merupakan ciri dari pasar modal yang efisien, yaitu: tersedianya informasi yang relevan (*information available*) serta harga yang menyesuaikan secara tepat terhadap informasi baru (*fully reflect*). *Fully reflect* menunjukkan pengertian bahwa harga saham dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada.

Dengan demikian, pasar yang efisien dapat tercipta apabila dengan

akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas yang bersangkutan. Dengan kata lain, investor akan menggunakan semua informasi yang relevan untuk menganalisa dan menginterpretasikan tingkat harga di pasar untuk mengambil keputusan jual atau beli dalam bertransaksi di pasar.

C. BENTUK EFISIENSI PASAR MODAL

Pada kenyataannya, tidak ditemukannya pasar modal yang sepenuhnya efisien karena sulit untuk mencegah bocornya informasi baru ke pasar. Ada tiga bentuk efisiensi pasar modal berdasarkan informasi yang tersedia di pasar, yaitu efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*), efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*), dan efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) (Jogiyanto, 2000).

1. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat (Jogiyanto, 2000). Sehingga, tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena investor tersebut telah memonopoli akses informasi.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form*)

Pasar dikatakan efisiensi bentuk setengah kuat apabila harga-harga sekuritas

(*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten (Jogiyanto, 2000). Informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi yang umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*), peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi dan peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Dalam pasar efisien bentuk setengah kuat ini tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Pasar dikatakan efisiensi bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu (Jogiyanto, 2000). Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Menurut Keane (1985) pasar modal dalam pengertian lemah apabila harga saham mencerminkan sepenuhnya informasi termasuk oleh semua perubahan harga sebelumnya. Harga saham yang ada mencerminkan semua informasi pasar modal, termasuk pergerakan harga di masa lalu, tingkat *return*, volume perdagangan, dan semua informasi yang muncul di pasar modal (Elton & Gruber, 2000). Hal ini berimplikasi bahwa tidak ada hubungan antara *return* dan data masa lalu dengan

Pasar bentuk ini lebih populer dengan sebutan *random walk theory* dan teori ini yang berlaku untuk saham, yang menurut Fama (1970) mempunyai dua karakteristik yaitu urutan perubahan harga independen satu sama lain dan perubahan harga menyesuaikan diri dengan distribusi probabilitas. Hal ini juga menunjukkan bahwa bentuk lemah dari efisiensi pasar modal merupakan perluasan dari teori *random walk*. Dimana dalam teori ini menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

D. THE MONDAY EFFECT

The Monday Effect adalah suatu *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effects* (efek kalender) yang terjadi pada pasar finansial yaitu ketika *return* saham secara signifikan negatif pada hari Senin (Mehdian dan Perry, 2001).

Definisi lain, *Monday effect* yaitu suatu bukti empiris bahwa rata-rata *return* saham pada hari Senin akan menunjukkan angka negatif atau lebih rendah dibanding rata-rata *return* pada hari perdagangan lainnya (Sukamulja, 2005).

Gejala anomali tersebut menyimpang dari hipotesis pasar modal efisien bentuk lemah. Hipotesis efisien pasar bentuk lemah menganggap bahwa informasi

dalam harga saham yang sekarang, dan informasi tersebut tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *excess return* (Elton & Gruber, 2000).

Peristiwa *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effect* (efek kalender) pada pasar finansial ini menyebabkan *return* pada hari Senin dapat diprediksi. Sehingga akhirnya dapat dirancang suatu pedoman pasar yang dapat memanfaatkan pola musiman tersebut untuk mendapatkan *abnormal return*. Padahal salah satu implikasi dari teori pasar modal efisien, seharusnya tidak akan pernah ada pola pergerakan harga yang bersifat konstan dan bisa dimanfaatkan untuk mendapatkan *abnormal return* secara konsisten.

Terbentuknya pola pergerakan harga yang bersifat konstan yang dapat diprediksi berdasarkan kalender tertentu dapat dimanfaatkan oleh investor untuk mendapatkan *abnormal return* secara konsisten. Dimana *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Sedangkan *return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu tertentu yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2000).

Banyak penelitian yang dilakukan mengenai *abnormal return*, salah satunya mengenai *abnormal return* negatif atau tingkat pengembalian negatif pada hari Senin. Dimana dalam penelitian mengenai tingkat pengembalian negatif pada hari

tingkat pengembalian negatif pada hari Senin tersebut. Tetapi para peneliti mencoba menguraikan mengapa terjadi tingkat pengembalian negatif tersebut.

Rystorm dan Benson (1989) mengemukakan argumentasi mengenai *return* saham selalu negatif pada hari Senin (*Monday Effect*) dari sisi psikologis investor. *Return* negatif yang selalu terjadi pada hari Senin disebabkan oleh sikap "tidak suka" (*bad day*) dari banyak individu terhadap hari Senin, karena hari Senin merupakan hari pertama dari 5 hari kerja. Psikologis investor yang tidak menyukai hari Senin ini menjadikan mereka sering melakukan tindakan yang tidak rasional dan keputusan ekonomis dipengaruhi oleh faktor emosi, perilaku psikologis spesifik individu dan *mood* investor.

Lakonishok dan Levi (1987) menguraikan bahwa terjadinya tingkat pengembalian negatif dikarenakan adanya penundaan antara perdagangan dan penyelesaian transaksi dalam saham dan juga *clearing* cek. Oleh tidak adanya perdagangan dan penyelesaian transaksi pada dua hari pada akhir pekan maka investor melakukan tindakan yang dapat memperbaiki kinerjanya.

Rogalski (1984) berpendapat bahwa terjadinya tingkat pengembalian negatif pada hari Senin dikarenakan tidak adanya perdagangan mulai hari penutupan Jumat sampai pembukaan pada hari Senin. Tidak adanya perdagangan pada dua hari perdagangan tersebut bukan merupakan faktor utama tetapi diikuti dengan kegiatan yang berkaitan dengan perdagangan tersebut. Hal senada dikemukakan Miller (1988) bahwa rendahnya *return* pada hari Senin disebabkan karena pada hari tersebut lebih banyak penawaran saham daripada permintaan saham.

Rendahnya pengembalian saham pada hari Senin disebabkan karena akumulasi

penjualan saham pada hari Sabtu dan Minggu dimana pada hari tersebut tidak ada perdagangan di bursa.

F. HIPOTESIS

The Monday effect yang merupakan suatu *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effects* (efek kalender) yang terjadi pada pasar finansial adalah sebuah anomali yang melanggar hipotesis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah. Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menganggap bahwa informasi yang terkandung dalam harga saham historis adalah sepenuhnya tergambarkan dalam harga saham yang sekarang, dan informasi tersebut tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *excess return* (Elton dan Gruber, 2000).

Untuk menguji mengenai hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah, dalam batas tertentu dapat digunakan model *random walk*. Model *random walk* menganggap bahwa *return* adalah independen dan *return* terdistribusi secara acak dari waktu ke waktu, sehingga *return* pada masa lampau tidak berhubungan dengan *return* untuk masa selanjutnya (Elton dan Gruber, 2000). Karena *return* bersifat *random*, maka *return* pada masa lampau tidak dapat digunakan untuk memprediksi *return* untuk masa selanjutnya, dan *return* tidak dapat diprediksi berdasarkan pengaruh kalender tertentu.

Penelitian model *random walk* tentang *the Monday effect* pertama kali dilakukan oleh Fields (1931), yang kemudian dilanjutkan oleh French (1980) serta Lakonishok dan Maberly (1990) yang membuktikan bahwa *return* pada hari Senin

Dengan adanya *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effect* (efek kalender) pada pasar finansial, maka hal ini menyebabkan *return* pada hari Senin adalah dapat diprediksi. Sehingga akhirnya dapat dirancang suatu pedoman pasar yang dapat memanfaatkan pola musiman tersebut untuk mendapatkan *abnormal return*. Padahal pada pasar yang efisien, seharusnya tidak akan muncul suatu pola pergerakan harga yang bersifat konstan dan bisa dimanfaatkan untuk mendapatkan *abnormal return*.

Mehdian dan Perry (2001) melakukan penelitian tentang *the Monday effect* pada lima indeks pasar finansial di Amerika Serikat sejak tahun 1964 sampai dengan 1998. Lima indeks pasar tersebut meliputi *Standard and Poors 500 Stocks Index* (SP500), *New York Stock Exchange Composite Index* (NYSE) dan *Dow Jones Composite Index* (DJCOMP) yang dikelompokkan dalam indeks saham pasar yang besar (*large-cap*), serta *Russell 2000 Index* (RUSSELL) dan *National Association of Securities Dealers Automated Quotation Composite Index* (NASDAQ) yang dikelompokkan dalam indeks saham pasar yang kecil (*small-cap*). Hasil penelitian membuktikan bahwa *the Monday effect* juga relatif berbeda antara indeks saham pasar yang besar (*large-cap*) dan indeks saham pasar yang kecil (*small-cap*). Walaupun sejak tahun 1987, *the Monday effect* cenderung sudah tidak muncul pada indeks *large-cap*, tetapi cenderung masih muncul pada indeks *small-cap*.

Penelitian yang dilakukan oleh Tahar dan Indrasari (2004) menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan munculnya fenomena *the Monday effect* di Bursa

... ..

dalam LQ-45 tersebut membuktikan adanya *abnormal return* yang negatif pada hari Senin, sedangkan untuk hari-hari yang lain menunjukkan *abnormal return* yang positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Budileksmana (2005) di Bursa Efek Jakarta dengan waktu pengamatan 1999-2004 juga membuktikan bahwa terdapat *return* yang negatif secara signifikan pada hari Senin, dan *return* untuk hari lain adalah positif. Atau dengan kata lain terdapat gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan hal tersebut di atas, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1 : *Return* di Bursa Efek Jakarta pada hari Senin berbeda dengan *return* pada hari-hari lainnya.

Penelitian mengenai stabilitas munculnya gejala *the Monday effect* dari waktu ke waktu dilakukan oleh Kamara (1997) serta Mehdian dan Perry (2001). Penelitian Kamara (1997) dilakukan pada *return* harian indeks SP500 dan *small-cap index* pada saham dengan kapitalisasi terkecil di NYSE (*New York Stock Exchange*) selama 1962-1993. Penelitian ini membuktikan bahwa gejala *the Monday effect* secara signifikan menurun sejak 1982 untuk SP500, tetapi gejala tersebut masih muncul pada *return* saham *small-cap*.

Sedangkan hasil penelitian menunjukkan Mehdian dan Perry (2001) bahwa munculnya gejala *the Monday effect* adalah tidak stabil dan secara signifikan

dilakukan pada lima indeks saham yaitu SP500, NYSE dan DJCOMP yang dikelompokkan dalam *large-cap*, serta RUSSELL dan NASDAQ yang dikelompokkan dalam *small-cap* menunjukkan bahwa terjadi *reversal* sejak tahun 1987, dimana gejala *the Monday effect* cenderung sudah tidak muncul pada indeks *large-cap*, tetapi di lain pihak cenderung masih muncul pada indeks *small-cap*.

Kamara (1997) mengemukakan bahwa perbedaan yang terjadi antara saham *large-cap* dan *small-cap* disebabkan kenaikan yang terjadi dalam volume perdagangan oleh institusional dibandingkan perdagangan oleh individual, selain juga karena terjadinya pertumbuhan yang signifikan pada pasar derivatif. Menghilangnya gejala *the Monday effect* secara gradual pada SP500 dikarenakan terdapatnya fakta bahwa investor institusional menghadapi biaya transaksi yang lebih rendah pada perdagangan saham dalam jumlah besar daripada dalam jumlah kecil. Sehingga, *the Monday effect* pada saham yang diperdagangkan dalam jumlah besar cenderung berkurang karena semakin dominannya perdagangan oleh institusional pada saham tersebut. Sedangkan pada saham yang diperdagangkan dalam jumlah kecil masih terdapat gejala *the Monday effect*, karena investor individual lebih sering melakukan perdagangan pada saham *small-cap*.

Penelitian mengenai stabilitas *the Monday effect* di Indonesia dilakukan oleh Budileksmana (2005). Penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tersebut menunjukkan bahwa munculnya gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta adalah tidak stabil dan bervariasi dari tahun ke tahun.