

Analisis Fenomena *Day of The Week Effect*: Pengujian *Monday Effect*, *Week-Four Effect* dan *Rogalski Effect* (Studi Empiris pada Perusahaan LQ 45 di BEI)

Oleh :

Shinta Heru Satoto

Fakultas Ekonomi, UPN "Veteran" Yogyakarta

Abstract: The purposes of this study were to provide an empirical evidence of the day of the week phenomenon in Indonesian Capital Market. This research used 39 sample firms that list on LQ 45 Indonesian Capital Market on January 1, 2009 until December 31, 2010. The results indicate that Monday returns are positive and significant on average, and significantly different from returns of the rest of the week. Thus, no evidence was uncovered to support Monday effect and week four effect in Indonesian capital market. Furthermore, the empirical result found that there was Rogalski effect in Indonesia capital market. It could be because the effect of financial report periods which force all firms to announce the report before the end of the financial report periods. This study indicating that stock market returns are consistent with the weak form of market efficiency.

Keywords: day of the week effect, Monday effect, week-four effect, Rogalski effect.

Pendahuluan

Banyaknya investor yang mengetahui informasi yang sama di pasar modal mengakibatkan terjadinya penyimpangan hipotesis pasar efisien. Penyimpangan ini sering disebut sebagai anomali pasar efisien. Menurut hipotesis pasar efisien, pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia, baik informasi di masa lalu, informasi saat ini, maupun informasi yang bersifat pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi harga (Eduardus, 2001). Namun pada kenyataannya, dalam pasar modal yang efisien, investor tidak dapat menggunakan informasi tersebut untuk mendapatkan keuntungan maksimal. Investor akan menghadapi kesulitan untuk menghasilkan keuntungan karena banyaknya investor yang memanfaatkan informasi yang sama dalam pola investasinya sehingga pola investasi tersebut tidak efektif lagi bagi investor.

Fenomena anomali pasar efisien antara lain adalah berupa *day of the week effect*, yaitu suatu fenomena dimana rata-rata return harian tidak sama untuk setiap harinya dalam satu minggu (Abdullah, Baharuddin, Shamsudin, dan Mahmood; 2011). Hal ini bertentangan dengan hipotesis pasar efisien yang menyatakan bahwa return saham tidak berbeda pada setiap hari perdagangan. Beberapa penelitian tentang *day of the week effect* menunjukkan bahwa return pasar negatif terjadi pada hari Senin (*Monday Effect*), sedangkan return pasar positif terjadi pada hari Jumat (*weekend effect*) (Jacobs and Levy, 1988; Cahyaningdyah, 2005; Nath & Dalvi, 2004). Return negatif pada hari Senin cenderung disebabkan karena informasi yang tidak menguntungkan (*unfavorable news*) selama akhir pekan yang memberikan

pengaruh negatif pada mayoritas investor yang berlanjut dengan penjualan saham pada hari Senin. Penjualan saham akan meningkatkan penawaran sehingga return akan turun pada hari tersebut. Selain itu, banyak analis percaya bahwa psikologi investor memegang peranan penting dalam terjadinya anomali tersebut, dimana investor merasa pesimis terhadap hari pertama perdagangan dan menganggap hari tersebut sebagai hari terburuk karena merupakan hari kerja pertama dalam minggu tersebut, dan sebaliknya, investor merasa optimis pada hari terakhir perdagangan (Mutairy, 2010).

Menurut Sias and Starks (2005) anomali *day of the week* kemungkinan disebabkan oleh pola perdagangan individual investor yang didasari atas dua asumsi. Pertama, individual investor kurang menyukai melakukan perdagangan pada hari Senin. Kedua, individual investor menghadapi asimetri rekomendasi dari broker dalam bentuk dan waktu. Selama hari-hari dalam seminggu, broker mendorong investor untuk membeli saham, sedangkan pada akhir pekan, broker merekomendasikan untuk melakukan penjualan ketika investor tidak terpengaruh atas rekomendasi broker untuk menjual.

Namun demikian, menurut Mutairy (2010), penelitian mengenai fenomena *day of the week effect* secara umum dapat dibagi menjadi 3 kelompok. Pertama, kelompok yang menunjukkan terjadinya return negatif pada hari pertama perdagangan (hari Senin) dan return positif terjadi pada hari terakhir perdagangan (hari Jumat). Sebaliknya, kelompok kedua yang menunjukkan return positif pada hari pertama perdagangan dan return negatif terjadi pada hari terakhir perdagangan. Dan kelompok ketiga yang menunjukkan tidak adanya *day of the week effect*.

Selanjutnya, penelitian Rogalski (1984) menemukan adanya hubungan antara *day of the week effect* dengan *January effect*. Penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi rata-rata return yang positif pada hari Senin dalam bulan Januari sementara return hari Senin pada bulan selain Januari adalah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa fenomena *Monday effect* menghilang pada bulan Januari, yang selanjutnya disebut sebagai fenomena *Rogalski effect* (Iramani dan Ansyori, 2006).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali fenomena yang berkaitan dengan *day of the week effect* di Bursa Efek Indonesia, yaitu *Monday effect*, *week four effect*, dan *Rogalski effect*. Pengujian dilakukan terhadap perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 1 Januari 2009 sampai 31 Desember 2010. Apakah terdapat perbedaan return harian dalam satu minggu perdagangan. Apakah terjadi *Monday effect* yaitu return negatif pada hari Senin dan *week four effect* yaitu return Senin negatif hanya terjadi pada minggu keempat dan kelima. Sedangkan pengujian *Rogalski effect* bertujuan untuk menguji menghilangnya *Monday effect* akibat adanya return yang tinggi di bulan-bulan tertentu.

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

1. *Day of the Week Effect Dan Monday Effect*

Day of the week effect merupakan suatu fenomena anomali pasar efisien yang menunjukkan adanya perbedaan return untuk setiap harinya dalam seminggu secara signifikan. *Monday effect* merupakan salah satu bagian dari *day of the week effect*, yang menyatakan bahwa return yang signifikan negatif terjadi pada hari Senin, sedangkan return positif terjadi pada hari-hari selain Senin (Iramani dan Mahdi, 2006).

Menurut Sias and Starks (2005) dilihat dari sudut institusional investor, terjadinya *day of the week effect* disebabkan oleh 4 faktor. Pertama, institusional investor menghindari perdagangan pada hari Senin dimana institusional investor menggunakan hari Senin sebagai waktu untuk merencanakan strategi. Kedua, *day of the week effect* terjadi karena interaksi dari *informed traders*, *liquidity traders*, dan *market traders*. Menurut mereka, *informed traders* mempunyai lebih banyak informasi pada hari Senin dibandingkan hari-hari lain dalam seminggu, dan institusional investor cenderung merupakan *informed traders* dibandingkan investor individual. Ketiga, institusional investor tidak terpengaruh pada asimetri rekomendasi dari broker dalam dimensi dan waktu seperti halnya individual investor. Keempat, *day of the week effect* berhubungan dengan autokorelasi dari return portofolio. Jika institusional investor menggunakan strategi perdagangan yang mendorong autokorelasi dari return dibanding investor individual, maka meskipun pengaruh rata-rata return pada hari Senin tidak berbeda antara dua kelompok tersebut, namun secara kondisional, return hari Jumat sebelumnya akan menunjukkan perbedaan.

Penelitian French (1980), Gibbons and Jess (1981), dan Jaffe and Westerfield (1985) menemukan adanya return negatif pada hari Senin, dan return positif pada hari Rabu, Kamis, dan Jumat. Efek negatif pada hari Senin ini disebabkan adanya kecenderungan perusahaan untuk mengeluarkan informasi yang tidak menguntungkan (*unfavourable information*) pada akhir pekan. Karena investor mengharapkan informasi dari perusahaan, informasi yang tidak menguntungkan ini menyebabkan investor melakukan discount pada harga saham selama minggu tersebut, yang mengakibatkan return pada hari Senin menjadi rendah.

Menurut Rystrom and Benson (1989), faktor yang mendorong terjadinya *day of the week effect* mungkin dipicu oleh psikologi investor. Investor seringkali bertindak secara irasional dan keputusan ekonomik mereka dipengaruhi oleh suasana hati (*mood*), emosi, dsb. Dan perubahan psikologi dalam hari-hari di minggu tersebut dapat mendorong optimisme dan pesimisme keputusan yang diambil, sehingga mengakibatkan perbedaan return yang dihasilkan. Jika investor merasa pesimis pada hari Senin dibanding hari lain dalam minggu tersebut, mereka akan menjual sekuritasnya dan menekan harga. Sebaliknya, jika investor optimis pada hari Jumat, mereka akan membeli sekuritas dan menciptakan kenaikan harga.

Penelitian Savva, Osborn, and Gill (2006) menemukan adanya *day of the week effect* pada 15 negara di Eropa. Demikian juga penelitian Kamaludin (2004), Iramani dan Mahdi (2006), serta Supriyono dan Wibowo (2008) menemukan adanya *day of the week effect* dan *Monday effect* di Bursa Efek Jakarta, dimana return terendah terjadi pada hari Senin dan return tertinggi pada hari Jumat. Selain itu, juga ditemukan adanya suatu pola aktivitas perdagangan harian yang dilakukan investor individual, dimana diperoleh hasil bahwa return saham pada hari Senin cenderung negatif dibanding hari perdagangan lain (Savva, Osborn, and Gill, 2006).

H1: Return pada hari Senin berbeda dengan return pada hari-hari lain

2. *Week Four Effect*

Week four effect merupakan suatu fenomena yang mengungkapkan bahwa *Monday effect* hanya terjadi pada minggu keempat untuk setiap bulannya. Sedangkan return hari Senin pada minggu pertama sampai minggu ketiga dianggap

tidak signifikan negatif sama dengan nol (Iramani dan Mahdi, 2006). Hal ini berkaitan dengan tuntutan likuiditas para investor individual pada akhir bulan, sehingga aktivitas penjualan pada hari Senin minggu keempat dan kelima meningkat atau tekanan penjualan akan semakin besar di akhir bulan (minggu keempat dan minggu kelima).

Penelitian Wang, Li dan Erickson (1997) serta Sun dan Tong (2002) mengungkapkan bahwa *Monday effect* secara aktual muncul hanya pada hari Senin minggu keempat dan kelima, sedangkan return Senin minggu pertama sampai minggu ketiga secara statistik tidak signifikan (tidak berbeda dengan nol). Hal ini berkaitan dengan tuntutan likuiditas dari investor individu yang harus dipenuhi pada awal bulan berikutnya, sehingga pada akhir bulan akan banyak terjadi tekanan untuk menjual.

H2: Return terendah pada hari Senin terkonsentrasi pada Senin minggu keempat dan kelima

3. *Rogalski effect*

Rogalski effect merupakan suatu fenomena menghilangnya *Monday effect* berkaitan dengan adanya sistem pelaporan laporan keuangan di Bursa Efek Jakarta (Supriyono dan Wibowo, 2008). *Monday effect* terjadi apabila return pada hari Senin negatif, yang disebabkan karena aktifitas perdagangan di bursa didominasi oleh penjualan saham. Rogalski (1984) mengungkapkan adanya hubungan yang menarik antara *day of the week effect* dengan *January effect*, dimana terjadi rata-rata return positif pada hari Senin dalam bulan Januari sementara return negatif terjadi pada hari Senin di bulan-bulan yang lain. Ini menunjukkan bahwa fenomena *Monday effect* menghilang pada bulan Januari, sementara return saham dalam bulan Januari lebih tinggi dibandingkan dengan return pada bulan-bulan lainnya. Hal ini disebabkan karena pengaruh “*window-dressing*” investor profesional pada akhir tahun untuk mengurangi kerugian portofolio mereka pada akhir periode pelaporan keuangan. Institusional investor cenderung menjual sekuritas yang merugikan dan membeli sekuritas yang menguntungkan untuk memperbaiki *performance* pada akhir periode (Haug and Hirschey, 2006).

Penelitian Cahyaningdyah (2005) di Bursa Efek Jakarta menemukan adanya return yang lebih tinggi pada bulan April dibanding bulan lainnya di Bursa Efek Jakarta. Hal ini disebabkan karena keharusan para emiten untuk menyampaikan laporan keuangan tahunan yang disyaratkan Bapepam selambat-lambatnya 120 hari setelah periode tutup buku penyampaian laporan keuangan tersebut yang memberikan reaksi positif terhadap pasar, yaitu bahwa laporan keuangan maksimum disampaikan pada bulan April. Sehingga return pada bulan April lebih tinggi dari bulan-bulan lainnya (Iramani dan Mahdi, 2006). Hasil ini mendukung penelitian Arsad and Coutts (1997) yang menemukan adanya return positif pada bulan April dan bulan Desember, dan adanya return tertinggi pada bulan April.

H3: Return terendah pada hari Senin menghilang pada bulan-bulan tertentu

Metode Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Kriteria perusahaan yang terpilih sebagai

sampel yaitu perusahaan yang masuk dalam LQ45 selama periode 1 Januari 2009 sampai 31 Desember 2010. Hal ini dilakukan untuk menghindari bias yang timbul dari saham tidur yang ada di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 39 perusahaan yang digunakan sebagai sampel.

Variabel dalam penelitian ini berupa Actual Return, yaitu return realisasi dari sampel. Formula yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana:

R_t = return saham pada hari t

P_t = harga saham pada hari perdagangan t

P_{t-1} = harga saham pada hari perdagangan t-1

Pengujian hipotesis dilakukan melalui tiga tahap, yaitu: 1) pengujian perbedaan return hari Senin dengan hari-hari lain (hipotesis satu) dengan menggunakan *Multiple Comparison*, 2) pengujian return terendah pada hari Senin terkonsentrasi pada minggu keempat dan kelima (hipotesis 2) dengan menggunakan one sample t-test; dan 3) pengujian menghilangnya return terendah hari Senin pada bulan tertentu dengan menggunakan *independent sample t-test* (hipotesis 3).

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Statistik deskriptif return saham harian selama periode penelitian yaitu tanggal 1 Januari 2009 sampai 31 Desember 2010 disajikan pada tabel 1. Pada tabel tersebut, tampak bahwa rata-rata return terendah terjadi pada hari Jumat yaitu sebesar 0,074038, dan rata-rata return tertinggi terjadi pada hari Selasa yaitu sebesar 0,10030612. Standar deviasi terbesar terjadi pada hari Senin yaitu sebesar 0,283412 yang menunjukkan bahwa rata-rata return hari Senin memiliki risiko tertinggi dibanding hari perdagangan lainnya. Sedangkan standar deviasi terendah terjadi pada hari Selasa yaitu sebesar 0,27380283. Hal ini menunjukkan risiko pada hari Selasa paling kecil jika dibanding hari lainnya. Dilihat dari nilai minimum dan maksimum, return terendah terjadi pada hari Senin sebesar -0,5835143 sedangkan return tertinggi terjadi pada hari Jumat sebesar 0,994161.

Tabel 1.
Statsitik Deskriptif Rata-rata Return Saham Harian

	Mean	Std Deviation	Minimum	Maximum
Senin	0,093114	0,283412	-0,58351	0,965855
Selasa	0,100306	0,273802	-0,51484	0,958425
Rabu	0,099466	0,280351	-0,54621	0,968711
Kamis	0,085807	0,290216	-0,58312	0,993938
Jumat	0,074038	0,281868	-0,55774	0,994161

Hasil pengujian perbedaan return saham yang disajikan pada tabel 2 menunjukkan bahwa perbedaan return hari Senin dan Selasa dengan t hitung sebesar 1,749 dan tingkat signifikansi sebesar 0,083 (signifikan pada $\alpha = 10\%$), yang berarti terjadi perbedaan yang signifikan antara return hari Senin dan Selasa. Demikian juga

dengan return hari Senin dan Jumat yang menunjukkan hasil yang signifikan. Hasil yang signifikan ini menunjukkan adanya perbedaan return hari Senin dengan hari-hari lain dalam seminggu dan membuktikan terjadinya *day of the week effect* di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 2.

Ikhtisar Hasil Uji Perbedaan Return Saham Harian pada Hari Perdagangan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
Senin	-1,749*	-1,488	1,269	2,615**	
	(Sig.0,083)				
Selasa	1,749*	0,194	2,581**	3,462***	
	(Sig 0,083)				
Rabu	1,488	-0,194	2,762**	3,790***	
Kamis	-1,269	-2,581**	-2,762**	1,766*	
Jumat	-2,616**	-3,462***	-3,790***	-1,766*	

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 0,01$

**signifikan pada $\alpha = 0,05$

*signifikan pada $\alpha = 0,10$

Namun demikian, berdasar tabel 1 dan 2, dapat diketahui bahwa rata-rata return hari Senin adalah positif dan signifikan. Demikian pula untuk rata-rata return yang menunjukkan hasil yang positif untuk hari-hari selain Senin. Hal ini tidak konsisten dengan fenomena *Monday effect* yang menyatakan bahwa return yang signifikan negatif terjadi pada hari Senin, sedangkan return positif terjadi pada hari-hari selain Senin.

Untuk melihat ada tidaknya perbedaan rata-rata return positif hari Senin dengan rata-rata return positif hari-hari lain, dilakukan uji beda rata-rata return hari Senin dengan hari-hari lain dengan menggunakan *analysis of variance*, yang ditunjukkan pada tabel 3.

Tabel 3.

Ikhtisar *Analysis of Variance* Rata-rata Return
Hari Senin dengan Hari-Hari Lain

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	2657,145	4	664,286	2E+030	0,000**
Within Groups	0,000	970	0,000		
Total	2657,145	974			

Dari tabel tsb tampak bahwa probabilitas F hitung sebesar 0,000 (signifikan pada $\alpha = 5$), yang berarti return positif pada hari Senin berbeda dengan return positif pada hari lain.

Return positif pada hari Senin juga ditemukan dalam penelitian Mehdi dan Perry (2001); Holden dan Thompson (2003); Kumari dan Mahendra (2006); serta Keef, Khaled, dan Zhu (2009), yang menyatakannya sebagai '*the reversal of Monday effect*'. Menurut Keef, Khaled, dan Zhu (2009) return positif pada hari Senin disebabkan karena pengaruh hari sebelumnya yang cenderung mempengaruhi

perubahan pada hari berikutnya. Berita baik (buruk) yang muncul pada hari Jumat sebelumnya yang menyebabkan perubahan harga akan memberikan pengaruh return yang positif (negatif) pada hari Senin dan hari-hari lain pada minggu berikutnya. Sedangkan menurut Aly, Mehdian, dan Perry (2004), return positif pada hari Senin menunjukkan bahwa return hari Senin secara signifikan mudah berubah (*more volatile*) dibanding return hari-hari lain dalam seminggu. Return yang positif pada hari Senin juga mungkin disebabkan karena investor sudah mulai menerapkan strategi investasi di bursa berdasarkan informasi yang dimiliki yang memungkinkan investor untuk memperoleh return saham yang positif. Fenomena ini mungkin disebabkan karena motivasi investor yang tinggi dalam memperoleh return setelah melihat strategi investasi yang telah dilakukan pada hari Jumat minggu sebelumnya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Monday effect* tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia

Pengujian konsentrasi return terendah pada minggu terakhir pada tabel 4 menunjukkan bahwa nilai rata-rata return hari Senin pada akhir bulan adalah positif namun tidak signifikan. Sedangkan rata-rata return Senin pada awal bulan adalah positif dan signifikan. Ini menunjukkan bahwa return positif pada hari Senin tidak disebabkan oleh return positif pada akhir bulan, sebagaimana penelitian Aly, Mehdian dan Perry (2004) yang menemukan bahwa return positif pada hari Senin tidak disebabkan oleh return yang tinggi selama dua pekan terakhir. Hal ini menunjukkan tidak terjadinya fenomena *week-four effect* di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 4.
Ikhtisar Hasil Pengujian *Week Four Effect*

	Rata-rata Return	T hitung	Sig.
Senin Awal Bulan	0,020467	1,274	0,000*
Senin Akhir Bulan	0,00053	4,362	0,210

Tidak terjadinya fenomena *week-four effect* dapat disebabkan karena tuntutan likuiditas investor tidak mempengaruhi perdagangan di Bursa Efek Indonesia. Hal ini bisa terjadi karena tuntutan likuiditas tidak berkaitan dengan investasi di bursa, artinya dana yang diinvestasikan di bursa tidak digunakan untuk memenuhi tuntutan likuiditas pada akhir bulan (Supriyono dan Wibowo, 2008). Selain itu, pada akhir bulan mungkin tidak banyak terjadi tekanan jual di Bursa Efek Indonesia. Sesuai dengan teori penawaran, jika terdapat banyak barang yang ditawarkan, maka akan menyebabkan penurunan harga, dan sebaliknya (Iramani dan Mahdi, 2006). Sehingga, tidak banyaknya tekanan penjualan inilah yang menyebabkan return pada awal bulan menjadi positif dan signifikan. Kondisi ini berbeda dengan kondisi pasar modal di Amerika dimana banyak investor kecil yang ikut berinvestasi sehingga tuntutan likuiditas pada akhir bulan menjadi hal penting yang menggerakkan aktivitas perdagangan di bursa. Tekanan penjualan dari investor individu pada akhir bulan menjadi besar yang menyebabkan terjadinya return negatif pada hari Senin terkonsentrasi pada minggu keempat dan kelima.

Pengujian terhadap menghilangnya *Monday effect* pada bulan tertentu disajikan dalam tabel 5. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan rata-rata return hari Senin pada bulan April dengan rata-rata return hari Senin selain bulan April. Hal ini didasarkan pada ketentuan yang ditetapkan Badan Pengawas Pasar

Modal No. 80/PM/1996, bahwa laporan keuangan maksimum disampaikan pada bulan April. Oleh karena itu, sebelum bulan April dan pada awal bulan April banyak perusahaan yang menyampaikan laporan keuangan tahunan (Usman dan Riphah, 1997).

Tabel 5.
Ikhtisar Hasil Pengujian *Rogalski Effect*

	Rata-rata Return	T hitung	Sign.
April	0,020719	2,448	0,019**
Non April	0,016746		

Pengujian ini membuktikan bahwa rata-rata return hari Senin pada bulan April (0,020719) lebih besar dibandingkan rata-rata return pada hari Senin selain bulan April (0,016746) dengan t hitung sebesar 2,448 pada signifikansi 0,019 (signifikan pada $\alpha=5\%$). Ini menunjukkan terjadinya *Rogalski Effect* pada bulan April di Bursa Efek Indonesia, sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Cahyaningdyah (2005). Hal ini disebabkan karena adanya keharusan para emiten untuk menyampaikan laporan keuangan tahunan yang disyaratkan oleh Bapepam selambat-lambatnya 120 hari setelah periode tutup buku, dan penyampaian laporan keuangan tersebut memberikan reaksi positif terhadap pasar.

Selain itu, terjadinya *Rogalski effect* ini mungkin juga disebabkan dari adanya opsi jual saham yang memiliki kinerja buruk di akhir periode laporan keuangan perusahaan. Pada akhir tahun buku banyak penasihat investasi yang menyarankan investor untuk menjual sekuritas yang mengalami kerugian, dan pada awal tahun buku membeli sekuritas yang sama. Tindakan ini akan menciptakan pengurangan pajak (*tax loss*) untuk investor. Jika jumlah *tax loss* tersebut substansial maka pengurangan ini dapat digunakan untuk menutup biaya transaksi yang terjadi. Tindakan menjual di akhir tahun buku dan membeli di awal tahun buku inilah yang menyebabkan penurunan di bulan Maret dan kenaikan di bulan April, sehingga menciptakan *return* yang tinggi di bulan April. Sebagaimana yang dijelaskan dalam fenomena *January effect*, bahwa pada akhir tahun, investor akan menjual saham yang tidak menguntungkan untuk memperoleh keuntungan dan mengurangi pajak. Hal ini dilakukan karena adanya ketidakpastian keuntungan (*uncertainty of gains*) yang akan diperoleh pada awal tahun berikutnya atau disebut sebagai pengaruh “*window-dressing*” investor profesional pada akhir tahun untuk mengurangi kerugian portofolio mereka (Brush, 2001).

Kesimpulan dan Saran

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali fenomena *day of the week effect* di Bursa Efek Indonesia. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terjadi *Monday effect* di Bursa Efek Indonesia, dimana terjadi return positif pada hari Senin dan hari-hari lainnya. Selain itu standar deviasi terbesar terjadi pada hari Senin menunjukkan bahwa rata-rata return hari Senin memiliki risiko tertinggi dibanding hari perdagangan lainnya. Penelitian ini juga tidak menemukan adanya *week four effect* di Bursa Efek Indonesia, dimana ditemukan rata-rata return Senin pada awal bulan adalah positif dan signifikan. Namun demikian return positif pada hari Senin berbeda dengan return positif hari-hari lain dalam sepekan, dan return hari Senin

pada awal bulan ditemukan lebih tinggi dibanding return hari Senin pada akhir bulan. Hal ini mungkin disebabkan karena motivasi investor yang tinggi dalam memperoleh return setelah melihat strategi investasi yang telah dilakukan pada hari Jumat pada minggu sebelumnya dan pada akhir bulan tidak banyak terjadi tekanan jual di Bursa Efek Indonesia yang menunjukkan bahwa tuntutan likuiditas investor tidak mempengaruhi perdagangan di Bursa.

Penelitian ini berhasil menemukan terjadinya *Rogalski effect* di Bursa Efek Indonesia yang menunjukkan bahwa penyampaian laporan keuangan memberikan reaksi positif terhadap pasar. Secara keseluruhan, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa Bursa Efek Indonesia masih tergolong dalam pasar efisien bentuk lemah (*weak form efficient market*), yaitu bahwa informasi masa lalu akan tercermin secara penuh dalam harga sekuritas, sehingga sebagaimana diungkapkan Aly, Mehdian, dan Perry (2004) bahwa pada *weak form efficient market*, tidak ada aturan perdagangan spesifik yang dapat dieksploitasi untuk mengeneralisasi return saham di bursa.

Penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai terjadinya fenomena *day of the week effect* di Bursa Efek Indonesia. Namun karena keterbatasan, penelitian ini tidak dapat mengamati pengaruh variasi antar waktu akibat periode pengamatan yang relatif pendek (dua tahun), dan hanya menggunakan variabel return realisasi sebagai variabel pengujian. Diharapkan pada penelitian mendatang dapat memperpanjang periode pengamatan, dan menggunakan variabel yang berbeda yang diduga dapat mempengaruhi return harian. Selain itu, diharapkan penelitian selanjutnya dapat menguji fenomena anomali pasar efisien lain, seperti *January effect*, *Friday effect*, dan *size effect* sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih reliabel.

Daftar Pustaka

- Ajayi, R. A., Mehdian, S., and Perry, M. J., 2004, The Day-of-the-Week Effect in Stock Returns, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 40, no. 4, pp. 53-62.
- Al-Mutairi, Abdullah, 2010, An Investigation of the Day-of-the-Week Effect in the Kuwait Stock Exchange, *Research Journal of International Studies* - Issue 16, September, pp 191-197.
- Aly, H., Mehdian, S., and Perry, M.J., 2004, An Analysis of Day-of-the-Week Effects in the Egyptian Stock Market, *International Journal of Business*, 9(3), pp 301-308.
- Arsad, Z., and Coutts, J. A., 1997, Security price anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year perspective, *Applied Financial Economics*, No. 7, pp.455-464.
- Benson, E. D, and Rystrom, D.S., 1998, Investor psychology and the Day of the week effect, *Financial Analyst Journal*, Sept.-Oct, pp. 75-78.
- Brush, John.,S., 2001, Predicting the January Effect, Columbine Capital Services, pp 1-9.
- Cahyaningdyah, Dwi., 2005, Analisa Pengaruh Hari Perdagangan terhadap return Saham, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No.2, pp 175-186.

- Condoyanni, L., O'Hanlon, J., Ward, C. W. R., 1987, Day of the week effect on stock returns: International evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 14, no. 2, pp. 159-174.
- Edi Supriyono, dan Wibi Wibowo, 2008, Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham: Pengujian Week Four Effect di Bursa Efek Jakarta, *Utilitas Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol XVI, Januari, pp 54-62.
- Gibbons, M. R., and Hess, P., 1981, Day of the Week Effects and Asset Returns, *Journal of Business*, Vol. 54, no. 4, pp. 579-596.
- Haug, Mark, and Hirschey, Mark, 2006, The January Effect, *Financial Analysts Journal*, Vol 62, No. 5, CFA Institute.
- Holden, K., and Thompson, J., 2003, Changes in The Monday Effect in Financial Markets: Evidence from Europe, *School of Accounting, Finance and Economics, Liverpool John Moores University*, pp 1-22.
- Jacobs, B. J., and Levy, K. N, 1988, Calendar anomalies: abnormal returns at calendar turning points, *Financial Analysts Journal*, November/December, pp.28-39.
- Jaffe, J., and Westerfield, R., 1985, The Week End Effect in Common Stock Returns: The International Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 40, no 2, pp.433-454.
- Keef, S.P., Khaled, M, and Zhu, H., 2009, The dynamics of the Monday Effect in International Stock Indices, *International Review of Financial Analysis*, Vol 18, Issue 3, June, pp 125-133.
- Kumari, D. , and Mahendra, R., 2006, Day-of-the-week and other market anomalies in the Indian stock market, *International Journal of Emerging Markets*, Vol.1, no.3, pp.235-246.
- Lakonishok, J, and Smidt, S., 1988, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective". *Journal of Financial Studies*, Vol.1, no.8, 403-428.
- Mehdian, S., and Perry, M. J., 2001, The reversal of the Monday effect: New evidence from US Equity Markets, *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol.28, no.8, 1043-1064.
- Rogalski, R.J., 1984, New Findings Regarding Day of The Week Returns Over Trading and non-Trading Periods: a Note, *Journal of Finance*, December, pp 1603-1614.
- RR. Iramani, dan Ansyori Mahdi, 2006, *Studi Tentang Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham pada BEJ*, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 8, No.2, November, pp 63-70.
- Savva, Christos, S., Osborn, Denise, R., and Gill, Len, 2006, The Day of the Week Effect in Fifteen European Stock Markets, *University of Manchester*, January, pp 1- 24.
- Sias, W. Richard, and Starks, Laura, T., 2005, The Day of The Week Anomaly: The Role of Institutional Investor, *Financial Analyst Journal*, May-June, pp 58-67.
- Sun, Q., and Tong, W., H., S., 2002, Another Look at the Monday Effect, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.29, pp 1123-1147.