
Efek Hari Perdagangan Terhadap Return Saham: Suatu Telaah atas Anomali Pasar Efisien

OLEH: MUNIYA ALTEZA

UNIVERSITAS NEGERI YOGYAKARTA

E-mail: m_alteza@uny.ac.id

Abstract

EFFICIENT market hypothesis is one of most important concept in financial management literature. This concept has significant implications because in a truly efficient market it should be impossible for investor to get abnormal investment return. The idea of an efficient market has generated tremendous controversy over the years and still continues today. A number of investors refuse to accept it but many believe that market efficiency exists. Based on researches done, it is found that there are some anomalies found, these are empirical result which seem to be inconsistent with market efficiency. This paper tries to deeply discuss one of the anomalies called day of the week effect, some determinants of this anomaly and also explain its implications for investors.

Keywords: Market Efficiency, Anomaly, Day of the week effect, Monday effect

PENDAHULUAN

Kebudayaan pasar modal cukup vital bagi perekonomian suatu negara. Secara umum pasar modal berfungsi sebagai lembaga perantara (intermediaries) karena dapat menghubungkan pihak yang mempunyai kelebihan dana dengan pihak yang kekurangan dana. Di samping itu pasar modal juga dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien karena pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang paling optimal.

Dari investasi yang dilakukan investor diharapkan untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang sering disebut dengan return dan besarnya sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggung. Guna

mengoptimalkan return ini maka investor akan menempuh banyak cara termasuk mengamati perilaku harga saham harian. Berdasarkan penelitian diindikasikan bila perilaku harga tersebut ternyata bersifat musiman (seasonal) sehingga memberi kemungkinan bagi investor mengikuti trading pattern tertentu. Dengan memahami pola return saham musiman ini diharapkan investor dapat mengambil keputusan untuk membeli/menjual saham dengan tepat.

Untuk mendukung investasi di pasar modal investor menginginkan agar informasi yang diterima adalah benar, sistem perdagangan di bursa dapat dipercaya dan tidak ada pihak lain yang memanipulasi informasi maupun perdagangan. Hal ini

mengimplikasikan bahwa efisiensi pasar menjadi salah satu perhatian utama dari investor, di mana diharapkan harga yang terbentuk di pasar sudah menggambarkan informasi yang ada.

Artikel ini akan membahas konsep pasar efisien dan menelaah pola musiman saham yang dipengaruhi oleh perbedaan hari perdagangan, yang dalam literatur keuangan termasuk sebagai salah satu penyimpangan terhadap konsep pasar efisien (anomali pasar). Secara khusus juga akan diulas variasi dari pola musiman ini antara lain adalah Monday/week-end effect beserta beberapa faktor yang melatarbelakanginya, termasuk implikasinya bagi investor.

PEMBAHASAN

Efisiensi Pasar Konsep Pasar Efisien

Konsep ini pertama kali dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970 (efficient market hypothesis) yang mendefinisikan pasar efisien jika harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang ada. Dari sini ditekankan dua aspek yaitu fully reflect yang berarti harga sekuritas secara akurat menggambarkan informasi di pasar dan information available yang bermakna apabila menggunakan informasi yang tersedia investor secara akurat dapat mengekspektasikan harga sekuritas bersangkutan. Pengertian serupa diungkapkan Jones (2004:314) yang menyatakan pasar efisien sebagai pasar di mana harga semua sekuritas secara cepat dan tepat dapat mencerminkan semua informasi yang tersedia. Efisiensi dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisiensi informasional. Dengan demikian harga saham sekarang akan merefleksikan:

1. Semua informasi yang telah diketa-

hui baik informasi lampau misal pendapatan perusahaan tahun lalu, informasi sekarang dan kejadian yang sudah diumumkan tetapi belum dilakukan misalnya pemecahan saham.

2. Informasi lain yang dianggap ber-alasan untuk disimpulkan contohnya apabila investor percaya tingkat bunga akan turun dalam waktu dekat maka harga akan mencerminkan kepercayaan investor tersebut sebelum penurunan tingkat bunga benar-benar terjadi.

Pasar efisien akan tercapai apabila syarat-syarat berikut ini dapat terpenuhi (Jones, 2004:315):

1. Terdapat sejumlah besar investor yang rasional dan ingin memaksimalkan keuntungan sehingga mereka akan berpartisipasi aktif di pasar dengan menganalisis, menilai dan memperdagangkan saham. Semua investor bertindak sebagai price taker dan tidak ada tindakan seorang pun yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.

2. Informasi tersedia tanpa biaya dan dapat diperoleh secara luas oleh semua pelaku pasar dalam waktu yang sama.

3. Informasi yang dihasilkan bersifat acak (random).

4. Investor bereaksi secara cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang menyebabkan harga saham dengan segera akan melakukan penyesuaian.

Fama (1970) pada awalnya mengklasifikasikan efisiensi pasar ke dalam tiga kategori berdasarkan tiga macam informasi sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (weak form efficiency), apabila harga sekuritas sudah secara penuh mencerminkan informasi masa lalu. Dalam pasar semacam ini harga saham mengikuti random walk sehingga harga saham yang sudah terjadi ti-

mengimplikasikan bahwa efisiensi pasar menjadi salah satu perhatian utama dari investor, di mana diharapkan harga yang terbentuk di pasar sudah menggambarkan informasi yang ada.

Artikel ini akan membahas konsep pasar efisien dan menelaah pola musiman saham yang dipengaruhi oleh perbedaan hari perdagangan, yang dalam literatur keuangan termasuk sebagai salah satu penyimpangan terhadap konsep pasar efisien (anomali pasar). Secara khusus juga akan diulas variasi dari pola musiman ini antara lain adalah Monday/week-end effect beserta beberapa faktor yang melatarbelakanginya, termasuk implikasinya bagi investor.

PEMBAHASAN

Efisiensi Pasar Konsep Pasar Efisien

Konsep ini pertama kali dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970 (efficient market hypothesis) yang mendefinisikan pasar efisien jika harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang ada. Dari sini ditekankan dua aspek yaitu fully reflect yang berarti harga sekuritas secara akurat menggambarkan informasi di pasar dan information available yang bermakna apabila menggunakan informasi yang tersedia investor secara akurat dapat mengekspektasikan harga sekuritas bersangkutan. Pengertian serupa diungkapkan Jones (2004:314) yang menyatakan pasar efisien sebagai pasar di mana harga semua sekuritas secara cepat dan tepat dapat mencerminkan semua informasi yang tersedia. Efisiensi dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisiensi informasional. Dengan demikian harga saham sekarang akan merefleksikan:

1. Semua informasi yang telah diketa-

hui baik informasi lampau misal pendapatan perusahaan tahun lalu, informasi sekarang dan kejadian yang sudah diumumkan tetapi belum dilakukan misalnya pemecahan saham.

2. Informasi lain yang dianggap ber-alasan untuk disimpulkan contohnya apabila investor percaya tingkat bunga akan turun dalam waktu dekat maka harga akan mencerminkan kepercayaan investor tersebut sebelum penurunan tingkat bunga benar-benar terjadi.

Pasar efisien akan tercapai apabila syarat-syarat berikut ini dapat terpenuhi (Jones, 2004:315):

1. Terdapat sejumlah besar investor yang rasional dan ingin memaksimalkan keuntungan sehingga mereka akan berpartisipasi aktif di pasar dengan menganalisis, menilai dan memperdagangkan saham. Semua investor bertindak sebagai price taker dan tidak ada tindakan seorang pun yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.

2. Informasi tersedia tanpa biaya dan dapat diperoleh secara luas oleh semua pelaku pasar dalam waktu yang sama.

3. Informasi yang dihasilkan bersifat acak (random).

4. Investor bereaksi secara cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang menyebabkan harga saham dengan segera akan melakukan penyesuaian.

Fama (1970) pada awalnya mengklasifikasikan efisiensi pasar ke dalam tiga kategori berdasarkan tiga macam informasi sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (weak form efficiency), apabila harga sekuritas sudah secara penuh mencerminkan informasi masa lalu. Dalam pasar semacam ini harga saham mengikuti random walk sehingga harga saham yang sudah terjadi ti-

dak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham saat ini. Dengan demikian strategi perdagangan berdasar hubungan harga histories tidak dapat menghasilkan abnormal return bagi investor.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (semi strong form efficiency), apabila harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Investor tidak dapat memperoleh abnormal return dengan memanfaatkan informasi publik seperti penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, pengumuman perubahan praktek akuntansi, merger, pemecahan saham maupun pengumuman lainnya.

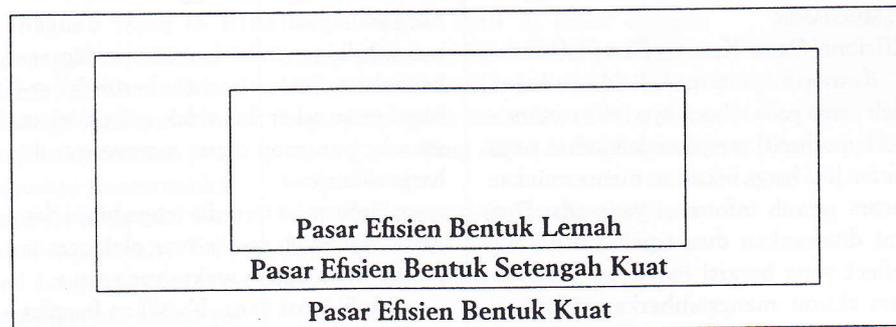
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (strong

tingkatan kumulatif seperti terlihat dalam gambar berikut:

Tingkatan tersebut mengimplikasikan bahwa pasar efisien setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah, tetapi tidak berlaku sebaliknya. Demikian pula halnya pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan bentuk lemah.

Pada tahun 1991 Fama menyempurnakan konsep pasar efisien lebih lanjut dengan membaginya menjadi klasifikasi yang lebih umum yaitu:

1. Return predictability. Apabila efisiensi bentuk lemah hanya menekankan kekuatan prediksi return masa lalu maka prediktabilitas return mencakup kemam-



form efficiency), apabila harga sekuritas sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia baik yang dipublikasikan maupun privat. Di sini tidak ada seorang pun investor yang bisa memperoleh abnormal return karena mempunyai informasi privat. Dalam keadaan semacam ini pasar modal seperti rumah lelang yang ideal karena harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan lebih baik tentang harga saham (Husnan, 1998:270).

Ketiga bentuk efisiensi tersebut berhubungan satu sama lain dalam bentuk

puan prediksi return menggunakan variabel yang lebih luas lagi seperti dividen dan tingkat bunga.

2. Event studies. Sama halnya dengan efisien bentuk setengah kuat maka tingkat efisiensi kedua ini merujuk pada keadaan di mana harga sekuritas bukan hanya mencerminkan informasi masa lalu tetapi juga informasi yang dipublikasikan.

3. Private information. Kategori ini tidak berbeda jauh dengan efisiensi bentuk kuat di mana harga sekuritas secara penuh telah mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan maupun tidak

dipublikasikan.

Implikasi Pasar Efisien

Konsep pasar efisien memiliki implikasi penting bagi investor khususnya terkait dengan strategi perdagangan yang dipilih. Investor yang tidak percaya dengan pasar efisien akan cenderung melakukan strategi perdagangan aktif di mana mereka akan berusaha untuk memperoleh return lebih tinggi dibanding sesama investor lainnya. Untuk menganalisis dan menilai saham dengan tepat investor dapat menggunakan analisis teknikal, fundamental atau gabungan keduanya. Seorang analis teknikal percaya bahwa ia dapat mengetahui pola-pola pergerakan harga saham di masa depan dengan berdasarkan pada observasi pergerakan harga saham di masa lalu. Filosofi ini tentu saja bertentangan dengan konsep pasar efisien yang menyatakan bila informasi pasar masa lalu sudah tercermin dalam harga sekuritas. Pasar dianggap sebagai sumber data yang paling baik oleh karena itu analisis teknikal memakai data yang dihasilkan oleh pasar secara historis seperti harga dan volume perdagangan untuk mengestimasi perilaku harga saham masa mendatang. Levy (dalam Tandelilin, 2001:248) mengemukakan beberapa asumsi yang mendasari pendapat tersebut:

1. Nilai pasar barang dan jasa ditentukan oleh interaksi permintaan dan penawaran.
2. Interaksi permintaan dan penawaran ditentukan oleh berbagai faktor baik rasional maupun tidak rasional. Faktor tersebut meliputi berbagai variabel ekonomi dan fundamental serta faktor lain seperti opini yang beredar, mood investor dan ramalan investor.

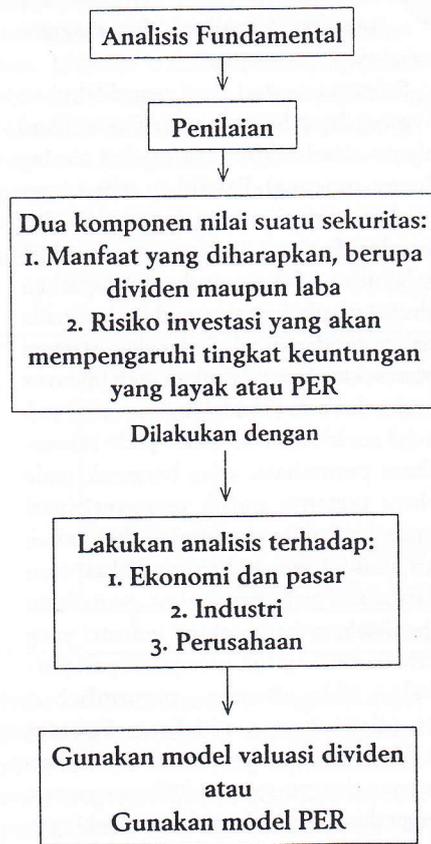
3. Harga sekuritas secara individual dan nilai pasar secara keseluruhan cenderung bergerak mengikuti suatu trend selama jangka waktu yang relatif panjang.

4. Trend perubahan harga dan nilai pasar dapat berubah karena perubahan hubungan permintaan dan penawaran, yang bisa dideteksi dengan melihat diagram reaksi pasar yang terjadi.

Strategi investasi aktif yang dilakukan investor dapat berupa strategi pemilihan saham, rotasi sektor dan market timing (Jones, 2004:291). Pemilihan saham merupakan strategi yang paling rasional dan populer di mana investor secara aktif melakukan seleksi untuk mendapatkan saham terbaik dengan berdasarkan pada analisis fundamental. Sedangkan strategi rotasi sektor bisa dilakukan oleh investor dengan dua cara (Tandelilin, 2001:203) yaitu (1) melakukan investasi pada saham-saham perusahaan yang bergerak pada sektor tertentu untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi di kemudian hari atau (2) melakukan modifikasi atau perubahan terhadap bobot portofolio saham-saham pada sektor industri yang berbeda-beda untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi, pertumbuhan dan nilai saham perusahaan. Strategi terakhir yaitu market timing dijalankan investor dengan secara aktif mengamati pergerakan harga saham di pasar sehingga dapat menentukan waktu yang tepat untuk masuk ke pasar guna memperoleh keuntungan dan sebaliknya juga dapat memperkirakan waktu keluar dari pasar sehingga menghindari kerugian.

Sementara itu analisis fundamental mencoba mengestimasi harga saham di masa depan dengan cara (1) memperkirakan nilai faktor fundamental yang dapat

mempengaruhi harga saham dan (2) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Investor membuat keputusan investasi dengan membandingkan nilai intrinsik saham hasil analisis dengan nilai pasar. Apabila nilai intrinsik lebih kecil/



besar dibanding nilai pasar maka investor akan membeli/ menjual saham tersebut. Kerangka untuk melakukan analisis fundamental terlihat dalam gambar berikut:

Sumber: Jones, C.P. 2004. *Investments: Analysis and Management*, p.309

Sedangkan investor yang yakin dengan

kebenaran konsep pasar efisien akan cenderung menggunakan strategi investasi pasif. Di sini investor percaya bahwa harga pasar yang terjadi adalah harga yang mencerminkan nilai intrinsik saham, oleh karena itu investor tidak akan berusaha secara aktif melakukan tindakan perdagangan saham yang bisa memberikan abnormal return. Pilihan strategi investasi pasif dapat berupa strategi beli dan tahan (buy and hold) dan strategi mengikuti indeks pasar (Jones, 2004:288). Dalam strategi beli dan tahan investor membeli sejumlah saham dan tetap memegangnya selama beberapa waktu. Meski demikian hal ini tidak bermakna investor tidak melakukan apa-apa. Secara rasional investor akan menyeleksi saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolionya dan juga melakukan penyesuaian jika risiko portofolio mengalami perubahan melebihi toleransinya. Sedangkan strategi kedua dilakukan investor dengan berusaha membentuk portofolio yang menyerupai kinerja indeks pasar.

Anomali Pasar

Dari berbagai penelitian yang dilakukan diidentifikasi adanya penyimpangan terhadap konsep pasar efisien yang sering disebut anomali pasar, karena faktor penyebabnya sulit dijelaskan dengan tepat. Anomali ini sering diartikan sebagai an exception to a rule or a model. Levi (1996) mengklasifikasikan anomali pasar tersebut menjadi empat yaitu anomali perusahaan (firm anomaly), anomali musiman (seasonal anomaly), anomali peristiwa (event anomaly), dan anomali akuntansi (accounting anomaly). Beberapa anomali pasar tersebut dijelaskan terperinci sebagai berikut (Gruber et al., 2003; Cahyaningdyah, 2004; Jones, 2004):

1. Size effect, adalah anomali perusahaan yang diungkapkan oleh Banz (1981) melalui studinya yang menunjukkan bahwa excess return yang diperoleh perusahaan berukuran kecil cenderung lebih tinggi dibandingkan perusahaan berukuran besar.

2. P/E ratio effect, merupakan anomali yang memperlihatkan bila saham dengan rasio P/E yang rendah memiliki return lebih tinggi dibanding saham dengan rasio P/E tinggi. Apabila pasar memang efisien maka seharusnya tidak ada hubungan antara rasio P/E dengan return karena rasio ini merupakan informasi umum yang seharusnya telah tercermin dalam harga saham. Reinganum (1981) membuktikan secara empiris bila P/E effect terkait erat dengan size effect. Lebih lanjut Fama & French (1991) menemukan bila P/E effect ini akan hilang apabila dilakukan kontrol terhadap ukuran dan market to book perusahaan.

3. Market to book effect menyatakan apabila saham yang mempunyai market to book tinggi akan cenderung mempunyai tingkat return yang lebih besar dibandingkan dengan saham yang memiliki market to book rendah. Lakonishok, Shleifer & Vishny (1993) menemukan perbedaan sebesar 7.8% per tahun.

4. January effect, adalah anomali musiman yang memperlihatkan apabila return di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding return di bulan lain. Kecenderungan ini lebih besar pada perusahaan kecil dan terjadi pada lima hari pertama perdagangan di awal bulan.

5. Holiday effect, menunjukkan kecenderungan return saham pada satu hari sebelum libur (pre holiday return) dan return saham sehari setelah libur (post holiday return) lebih tinggi dibanding

return saham di hari-hari biasa.

6. The day of the week effect adalah anomali di mana perbedaan hari perdagangan berpengaruh terhadap pola return saham dalam satu minggu. Variasi anomali ini dikenal antara lain adalah Monday effect dan weekend effect.

7. Intraday effect, mengungkapkan bila return saham suatu jam perdagangan tertentu berbeda dengan jam perdagangan lain meski masih berada dalam satu hari yang sama.

8. Turn of the month effect yaitu anomali di mana tingkat pengembalian pada awal bulan selalu lebih tinggi atau positif dibandingkan dengan akhir bulan yang bisa mencapai negatif dan turn of the year effect apabila perbedaan return terkait dengan waktu di sekitar pergantian tahun.

Efek Hari Perdagangan

Efek hari perdagangan atau day of the week effect merupakan salah satu bentuk penyimpangan konsep pasar efisien, yang merumuskan bila seharusnya return harian rata-rata yang diperoleh suatu saham adalah sama dan tidak berbeda signifikan pada hari perdagangan yang berbeda. Anomali day of the week dijumpai hampir di semua pasar modal di dunia. Fenomena ini merupakan bagian dari pengujian prediktabilitas return memakai pola musiman (seasonality) yang memperlihatkan adanya return saham yang lebih tinggi atau lebih rendah pada periode tertentu. Pola return musiman atau sering disebut anomali kalender semacam ini selain dijumpai di pasar saham ternyata juga ditemukan di pasar valuta asing (Corhay, Fatemi & Rad, 1995) dan pasar obligasi pemerintah/ T-bill (Flannery & Protopadakis, 1988).

Monday/ Weekend Effect

Dari beragam penelitian di berbagai pasar modal secara umum ditemukan apabila return saham hari Senin cenderung lebih rendah dibanding hari lainnya sementara return hari Jumat cenderung lebih tinggi. Anomali semacam ini merupakan bagian dari day of the week pattern dan disebut dengan Monday effect atau weekend effect. Kedua istilah ini sering dipertukarkan (interchangeably), meskipun ada peneliti yang menggunakan weekend effect untuk menggambarkan perilaku harga dari Friday close sampai Monday open sedangkan Monday effect dipakai untuk menunjukkan perilaku harga dari Monday open sampai Monday close. Pola return semacam ini pertama kali diungkapkan oleh Cross (1973) yang mengamati return S&P 500 Index antara tahun 1953-1970. Temuan sama diidentifikasi oleh French (1980) dengan data sama antara tahun 1953-1977 menjumpai return rata-rata Senin yang negatif dan berbeda signifikan dengan hari-hari kerja bursa yang lain selama seminggu. Hasil ini diperkuat oleh Gibbons & Hess (1981) dengan menggunakan data dari 30 saham teraktif di Dow Jones Industrial Index (DJIA) mengkonfirmasi hasil yang diperoleh sebelumnya dan menyimpulkan tingkat pengembalian negatif pada hari Senin. Demikian pula halnya Keim & Stambaugh (1984) yang mencoba meneliti lebih detail dengan memakai waktu pengamatan yang lebih panjang dan portofolio investasi yang lebih banyak. Studi Berument & Kiyamaz (2001) tentang pengaruh hari perdagangan terhadap return saham menemukan return tertinggi diperoleh pada hari Rabu dan return terendah pada hari Senin, yang berarti mendukung bukti empiris penelitian sebelumnya.

Lakonishok & Maberly (1996) dalam Tandelilin & Algifari (2002) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi return saham harian di New York Stock Exchange (NYSE), di mana mereka menduga ada pengaruh dari pola aktivitas perdagangan harian yang dilakukan investor individual. Hasilnya mengidentifikasi bila hasrat individual melakukan transaksi pada hari Senin relatif lebih tinggi dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Tingginya aktivitas perdagangan saham hari Senin disebabkan hasrat investor individual untuk menjual lebih tinggi dibandingkan membeli saham. Tekanan tersebut mengakibatkan harga saham pada hari Senin cenderung lebih rendah dibanding hari perdagangan lainnya. Sedangkan Kato (1990) menguji perilaku return harian saham di Bursa Efek Jepang dan mengindikasikan adanya perbedaan pola day of the week effect dengan bursa Amerika. Pola return saham Senin yang lebih rendah dibanding return saham hari perdagangan lain ditemui di Jepang pada hari Selasa. Hal ini diduga terkait dengan hubungan antara return saham di bursa efek Amerika (NYSE) dengan return saham di bursa efek Jepang (TSE). Untuk membuktikan hal ini diadakan pengujian terhadap koefisien korelasi harga saham kedua bursa tersebut dan disimpulkan ada korelasi yang sangat kuat antara return saham hari sebelumnya ($t-1$) di Amerika dan return saham hari perdagangan berikutnya ($t=0$) di Jepang.

Pengujian lebih komprehensif dilakukan Jaffe & Westerfield (1985) dalam Wibowo (2004). Selain NYSE, pada tahun 1982 mereka memperhatikan bursa saham Jepang, Inggris, Kanada dan Australia. Hasilnya memperlihatkan bila return saham memiliki pola musiman spesifik

untuk tiap bursa. Dengan mengasumsikan investor terbesar ada di Amerika maka mereka menyimpulkan hal ini disebabkan faktor jauh dekatnya jarak (proximity) dengan Amerika. Rata-rata return terburuk untuk bursa New York, Toronto dan London terjadi hari Senin sedangkan di bursa Tokyo dan Australia terjadi hari Selasa. Jarak antar negara menyebabkan adanya perbedaan waktu di mana Tokyo dan Sydney masing-masing lebih awal 14 dan 15 jam dibandingkan New York. Sementara waktu London adalah lima jam lebih cepat dan Toronto satu jam lebih lambat. Perbedaan ini menyebabkan return negatif yang terjadi hari Senin di Amerika di negara lain justru ditemukan di hari Selasa. Pengamatan Aggarwal & Rivoli (1989) di bursa negara berkembang yaitu Filipina Hongkong, Malaysia, dan Singapura memperlihatkan Monday effect terjadi di tiga negara terakhir, sedangkan Filipina justru terjadi Tuesday effect, di mana return terendah terjadi hari Selasa. Dengan demikian fenomena Monday effect ini secara luas telah didokumentasikan di berbagai pasar modal baik pasar modal yang sudah maju maupun yang masih berkembang.

Eksistensi Monday/ weekend effect merupakan satu tantangan tersendiri bagi konsep efisiensi pasar. Apabila pola semacam ini memang ada dan dapat diprediksikan maka investor dapat memanfaatkannya sebagai strategi perdagangan guna mendapatkan keuntungan, dimana pembelian saham dilakukan hari Senin dan penjualannya kembali ditunda hingga Jumat. Sampai saat ini belum ada satu alasan pun yang secara kuat dapat menerangkan Monday/weekend effect. Satu penjelasan yang representatif di satu pasar modal belum tentu dapat

diterapkan di bursa lain, mengingat perbedaan karakteristik dan perilaku investor. Di samping itu, data sampel maupun metode penelitian cukup beragam sehingga menghasilkan temuan yang juga bervariasi. Beberapa penjelasan yang mencoba mengungkapkan alasan terjadinya Monday/weekend effect antara lain (Cahyaningdyah, 2004; Wibowo, 2004):

1. Adanya penangguhan antara trading dan settlement (antara terjadinya transaksi jual beli dan penyelesaian pembayaran). Hipotesis ini dikemukakan Lakonishok & Levi tahun 1982. Pada saat melakukan studinya (tahun 1968-1980) lag waktu yang terjadi adalah lima hari yang menyebabkan jika tidak ada hari libur di antaranya maka pembayaran terjadi pada hari yang sama dengan terjadinya transaksi namun jatuh pada pekan depannya. Tetapi dari hasil riset mereka sendiri hipotesis tersebut ternyata tidak terbukti. Hasil agak bertentangan dilaporkan Kato et al. (1989) yang menyatakan bahwa settlement system merupakan penjelasan bersifat parsial atas terjadinya efek akhir pekan di Jepang.

2. Kesalahan pengukuran dalam penelitian tentang Monday effect (Gibbons & Hess, 1981; Keim & Stambaugh, 1984). Studi yang mayoritas dilakukan mengukur return Senin antara harga penutupan Jumat dan harga penutupan Senin. Rogalski (1984) lewat penelitiannya berusaha menjawab apakah harga turun antara penutupan Jumat dan pembukaan Senin atau selama hari Senin. Rogalski membagi return harian menjadi dua kelompok yaitu non-trading weekend return (penutupan Jumat sampai pembukaan Senin) dan Monday trading hours (pembukaan Senin sampai penutupan Senin). Ternyata rata-rata return negatif pada hari Senin

terjadi selama periode non-trading. Meski demikian Harris (1986) mengungkapkan hal sebaliknya di mana return negatif tidak hanya terjadi pada akhir minggu tetapi juga pada hari pertama perdagangan di awal minggu. Lebih lanjut Connely (1989) menyatakan apabila deteksi day of the week effect termasuk Monday effect tergantung dari metode estimasi dan pengujian serta sampel yang dipakai.

3. Adanya perbedaan perilaku perdagangan investor individual dan institusional. Lakonishok & Maberly (1990) menemukan bahwa investor institusional melakukan transaksi perdagangan lebih sedikit pada hari Senin, sedangkan investor individual melakukan transaksi perdagangan lebih banyak terutama adalah order jual. Akumulasi informasi dan perhitungan yang dilakukan investor sepanjang liburan akhir pekan segera direalisasikan pada hari pertama bursa dibuka pekan berikutnya. Kamara (dalam Wibowo, 2004) menyimpulkan hal serupa setelah memperhatikan melemahnya Monday effect pada S&P 500 sejak akhir 1980-an di mana peran investor institusional pada periode tersebut semakin dominan.

4. Munculnya informasi yang tidak menguntungkan selama akhir minggu, yang mempengaruhi mayoritas investor secara negatif dan mendorong penjualan saham pada Senin berikutnya (Angelidis & Lyroudi, 2003). Semakin banyaknya investor yang menjual saham meningkatkan jumlah penawaran secara drastis yang mengakibatkan harga akan jatuh, sebagai konsekuensinya return saham menjadi negatif. Dyl & Maberly (1988) lewat studinya menemukan jika informasi tidak menyenangkan bagi investor (unfavorable information) lebih banyak diumumkan pada saat pasar ditutup hari

Jumat sehingga menekan harga saham pada perdagangan hari Senin selanjutnya. Hal ini sesuai pula dengan penelitian Abraham & Ikenberry (1994) apabila return Senin yang negatif merupakan konsekuensi dari informasi yang diumumkan pada sesi perdagangan sebelumnya. Apabila return hari Jumat negatif (bad Friday) maka hampir 80% return Senin berikutnya juga negatif, sebaliknya jika return Jumat positif maka lebih dari 50% return Senin berikutnya juga positif.

5. Faktor psikologis investor yang kurang rasional dan banyak dipengaruhi faktor emosi dan hasrat (mood) sehingga turut mempengaruhi aktivitas perdagangan. Investor tidak menyukai hari Senin (sindrom "Blue Monday") dan menganggap Senin sebagai hari yang terburuk dibanding hari lain sepanjang minggu karena merupakan hari pertama kerja dan sebaliknya, Jumat adalah hari terbaik sebab hari kerja terakhir. Ini mengakibatkan investor cenderung merasa pesimis di hari Senin dan optimis di hari Jumat. Kecenderungan perilaku kurang rasional ini membuat return Senin secara rata-rata adalah negatif (Rystorm & Benson, 1989; Dubois & Louvet dalam Gumanti & Ma'ruf, 2004).

Pengujian Smirlock & Stark (1996) memakai data Dow Jones Industrial Index periode 1963-1983 secara umum mendukung Monday/ weekend effect tetapi ada keunikan di mana efek ini telah bergeser dari karakteristik perdagangan aktif di hari Senin menjadi karakteristik non-perdagangan di akhir pekan. Di samping itu juga dijumpai return positif apabila memakai harga penutupan hari Jumat dan harga pembukaan hari Senin. Riset terbaru memperlihatkan apabila pola weekend effect ini menjadi sangat rendah

dan mendekati nol di bursa Amerika pada periode pengamatan sampai 2002 (Schwert dalam Wibowo, 2003). Hal ini disebabkan publikasi yang gencar atas fenomena ini mendorong investor Amerika Serikat menyesuaikan portofolionya sehingga efek akhir pekan akhirnya sirna.

Week-Four Effect dan Rogalski Effect
Wang, Li & Erickson (1997) meneliti pengaruh hari Senin terhadap return saham dengan data berbagai indeks (NYSE-AMEX, S&P Composite Index, Nasdaq) untuk periode Juli 1962 sampai Desember 1993. Hasil yang diperoleh menyimpulkan bahwa terjadi return negatif pada hari Senin dua minggu terakhir pada bulan bersangkutan sementara return pada hari Senin tiga minggu pertama meskipun masih negatif tetapi tidak signifikan. Hal ini ditunjukkan melalui pengujian yang mengeluarkan return minggu keempat dan kelima mengakibatkan Monday effect tidak terjadi lagi. Hasil tersebut lebih jauh dikonfirmasi oleh Sun & Tong (2002) yang menemukan apabila return Senin yang negatif secara aktual terkonsentrasi pada minggu keempat setiap bulan antara tanggal 18-26. Fenomena ini kemudian disebut dengan week-four effect. Hasil ini menurut mereka antara lain disebabkan keberadaan investor individual yang jumlahnya cukup banyak di pasar modal Amerika. Jenis investor ini umumnya akan meningkatkan aktivitas perdagangannya pada minggu keempat dan kelima karena kebutuhan likuiditas, di mana mereka melakukan pembayaran bulanan di akhir bulan. Oleh karena itu investor individu cenderung membeli saham pada pergantian bulan dan melikuidasinya mendekati akhir bulan. Alasan inilah yang menjelaskan return yang rendah pada periode minggu

keempat dan kelima (Cahyaningdyah, 2004).

Satu hubungan menarik antara Monday effect dengan January effect yang terjadi di bursa Amerika dikemukakan oleh Rogalski (dalam Cahyaningdyah, 2004). Anomali ini mendokumentasikan apabila rata-rata return Senin di bulan Januari adalah positif sementara return Senin di bulan lainnya adalah negatif, atau dengan kata lain Monday effect menghilang di bulan Januari. Hal ini disebabkan return negatif hari Senin akan hilang akibat keberadaan January effect, di mana return saham bulan tersebut memang cenderung lebih tinggi dibandingkan bulan lainnya. Anomali tersebut dikenal dengan Rogalski effect.

Pengujian Day of the Week Effect di Indonesia

Pengujian day of the week effect khususnya yang terkait dengan Monday/ weekend effect telah banyak dilakukan di Indonesia. Algifari (1999) meneliti 40 saham teraktif yang diperdagangkan di BEJ periode Januari-Desember 1996 menjumpai fenomena day of the week effect di mana hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat berpengaruh terhadap return saham tetapi hal ini tidak ditemukan pada hari perdagangan Senin dan Kamis. Sementara Primawurti (2003) yang menguji 35 saham teraktif tahun 2000-2001 tidak berhasil membuktikan fenomena weekend effect maupun reverse weekend effect. Studi empiris Gumanti & Ma'ruf (2004) terhadap return saham kelompok LQ 45 menunjukkan rata-rata return saham harian terbesar terjadi pada hari perdagangan Jumat dan terendah pada hari perdagangan Senin, tetapi uji statistik atas keduanya tidak

signifikan. Hasil berbeda ditemukan Wibowo (2004) yang mengidentifikasi adanya pola harian (weekday effect) dan akhir pekan (weekend effect) pada return dan volatilitas di BEJ periode November 1994-Oktober 2004, baik pada IHSG maupun LQ 45. Akan tetapi berbeda dengan Rogalski (1984) maka return yang negatif justru tidak terjadi pada periode non trading, tetapi selama trading hours di hari Senin.

Penelitian terbaru lainnya dilakukan Cahyaningdyah (2004) terhadap sampel 73 saham teraktif tahun 2001-2003 memperlihatkan terjadinya day of the week effect di BEJ. Return terendah juga dijumpai pada hari Senin (Monday effect) sementara return tertinggi ditemukan pada hari Jumat (weekend effect). Pengujian selanjutnya tentang week four effect menunjukkan bukti empiris berbeda karena Monday effect tidak digerakkan oleh return Senin yang negatif di minggu keempat dan kelima. Return hari Senin dalam tiga minggu pertama masih negatif signifikan meskipun return Senin minggu keempat dan kelima sudah dikeluarkan dari pengujian. Rogalski effect yang memperlihatkan hubungan antara Monday effect dengan January effect dalam penelitian tersebut ditemukan terjadi di bulan April. Pengujian mengindikasikan bila return Senin di bulan Januari tidak lebih tinggi dari return Senin di bulan lain, bahkan tetap negatif dan lebih rendah dibanding return Senin di bulan non Januari. Dengan demikian Monday effect tidak menghilang di bulan Januari. Temuan ini sesuai studi Wong & Yuanto (1999) maupun Puspitasari (2002) yang membuktikan January effect adalah anomali yang tidak relevan terjadi di Indonesia. Di BEJ justru dibuktikan

bila return April cenderung lebih tinggi dibanding return bulan lainnya sesuai dengan sistem pelaporan keuangan yang mewajibkan perusahaan menyampaikan Laporan Keuangan perusahaan maksimal 120 hari sesudah tanggal tutup buku yang terjadi di bulan April. Faktor lainnya adalah adanya praktek manajemen laba yang dilakukan banyak perusahaan memberikan sentimen positif kepada pasar sehingga akhirnya mendorong peningkatan harga saham.

PENUTUP

Keberadaan pola return bersifat musiman (seasonal) yang persisten di berbagai pasar saham membawa beberapa implikasi penting. Pertama, penemuan semacam itu bertentangan dengan hipotesis pasar efisien yang selama ini mengasumsikan pergerakan saham bersifat acak dan tidak dapat diprediksi. Dalam tataran teoretis hal ini secara tidak langsung menggoyahkan pula model ekspektasi return yang selama ini banyak dipakai seperti Capital Asset Pricing Model (CAPM) dan Arbitrage Pricing Theory (APT) dimana keduanya mendasarkan pada asumsi pasar efisien. Di masa depan perlu dilakukan lebih banyak pengujian terhadap anomali seperti day of the week effect sehingga bisa diambil kesimpulan yang lebih konklusif, terutama untuk mengetahui faktor-faktor penyebabnya. Sampai saat ini belum ditemukan penjelasan ekonomi rasional yang secara konklusif bisa menjawab anomali semacam ini. Perbaikan terkait dengan metodologi penelitian terus ditawarkan oleh banyak peneliti yang bisa jadi sifatnya sangat kondisional, tergantung dari karakteristik pasar modal masing-masing. Selain regresi (Sun & Tong, 2002; Nath & Dalvi, 2004 etc) juga telah

banyak dilakukan pengujian memakai ARCH-GARCH (Yalcin & Yucel, 2003), QTARCH (Bonnaz et al., 2001), yang masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangan. Kedua, bagi investor diharapkan memiliki kepekaan terhadap peristiwa yang dapat mempengaruhi harga saham termasuk anomali pasar yang dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam memilih strategi perdagangan tertentu yang bisa memaksimalkan keuntungan yang dapat diperoleh, baik melalui strategi aktif, pasif maupun kombinasi keduanya. Pilihan strategi ini tentunya akan sangat dipengaruhi oleh kepercayaan investor terhadap konsep pasar efisien.

DAFTAR PUSTAKA

- Abraham, Abraham and Ikenberry, David L (1994). "The Individual Investor and the Weekend Effect", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 29, p. 263-277.
- Algifari (1999). "Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta", Tesis Program Studi Manajemen Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Angelidis, D and K. Lyrودي (2003). "Seasonalities in French Stock Market", Working Paper presented at 11th Annual Conference of the Multinational Finance Society. Constantinopel Turkey.
- Cahyaningdyah, Dwi (2004). "Analisis Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham: Pengujian Week-Four Effect dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta", Tesis Program Studi Manajemen Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Dyl, Edward A. and Maberly, Edwin D (1988). "A Possible Explanation of the Weekend Effect", *Financial Analyst Journal*. Vol. 44.
- Gumanti, T.A dan Ma'ruf, Farid (2004). "Efek Akhir Pekan terhadap Return Saham", *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 11, November, p. 22-28.
- Jones, Charles P (2004). *Investment Analysis and Management*, 9th edition. John Wiley & Sons.
- Lakonishok, Josef. and Maberly, E (1990). "The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investor", *Journal of Finance*. Vol XLV, No.1, p.231-243.
- Megginson, William L. *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley.
- Primawurti, Galuh (2003). "Analisis Weekend Effect dan Reverse Weekend Effect Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta", Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Sun, Qian and Tong, Wilson.H.S. 2002. "Another New Look at the Monday Effect". *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(7), p.1123-1147.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus dan Algifari. (2002). "Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta". dalam Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto, p.511-523.
- Wang, K., Li, Yuming and Erickson, J. 1997. "A New Look at the Monday Effect". *Journal of Finance*. Vol. LII, No. 5, p. 2171-2186.
- Wibowo, Buddi. 2004. "Anomali Pola Harian dan Efek Akhir Pekan pada Return dan Volatility". *Manajemen Usahawan Indonesia*. No.12, Desember,p. 3-7.