

# **DAY OF THE WEEK: SUATU FENOMENA DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Monica Weni Pratiwi**

Program Studi Akuntansi

Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakrie

Jl. H.R. Rasuna Said Kav C-22, Kuningan-Jakarta 12920

Tlp. +6221-5261448

Email: monica.wenipratiwi@bakrie.ac.id

**Anang Sucahyo**

Balai Penyuluhan Pertanian, Perikanan dan Kehutanan

Kecamatan Kokap Kabupaten Kulon Progo

Ngaseman, Hargorejo, Kokap, Kulon Progo, DIY 55652

Telp. 08132 889 7343

Email: anangsucahyo@yahoo.com

## **ABSTRAKSI**

Fenomena *the day of the week effect* masih banyak diperdebatkan sampai saat ini, karena hal ini merupakan penyimpangan terhadap hipotesis pasar yang efisien. Penelitian ini mencoba menguji pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dari perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam daftar indeks saham LQ 45 pada tahun 2009 dan tahun 2011. Hasil penelitian menunjukkan *Monday effect* terjadi untuk volume perdagangan yang kecil. Selain itu secara keseluruhan menunjukkan bahwa hari Rabu mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, dimana *return* pada hari Rabu relatif lebih tinggi dibandingkan dengan hari yang lain. Hasil ini konsisten bila variabel *size* dan volume perdagangan kita masukkan sebagai variabel kontrol.

Kata kunci: *day of the week effect, monday effect*

### **A. Latar Belakang**

Hipotesis pasar yang efisien (*efficient market hypothesis*) sampai saat ini masih menjadi perdebatan yang menarik di bidang keuangan. Pasar yang efisien 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 perubahan harga.

Perdebatan tentang pasar yang efisien masih terjadi sampai saat ini, di satu sisi banyak penelitian yang mengemukakan bukti empiris yang mendukung konsep pasar yang efisien, tapi di sisi lain muncul sejumlah penelitian yang mengemukakan adanya anomali pasar yang merupakan penyimpangan terhadap hipotesis pasar yang efisien (Cahyaningdyah, 2004). Salah satu anomali tersebut adalah *the day of the week effect*.

*The day of the week effect* merupakan anomali pasar yang menunjukkan adanya pengaruh hari perdagangan terhadap pola return saham dalam seminggu. Return saham pada hari Senin cenderung lebih rendah dan return saham pada hari Jumat lebih tinggi dibandingkan dengan return di hari-hari lain.

Efek harian ini bertentangan dengan hipotesis pasar efisien. Pihak yang menyadari efek *intra-week* ini seharusnya menyesuaikan waktu pembelian dan penjualan mereka untuk mendapatkan keuntungan. Investor. Bila informasi ini sudah tersedia

secara luas dan banyak digunakan oleh investor untuk mendapatkan *abnormal return*, strategi ini tidak akan menghasilkan *abnormal return*, sehingga *the day of the week effect* tidak akan terjadi. Tetapi pada kenyataannya strategi ini masih menghasilkan *abnormal return*.

Penelitian Dimson dan Marsh (1986) dalam Algifari (1999) menunjukkan bahwa harga saham pada hari Senin lebih rendah bila dibandingkan dengan hari lain, karena pada hari Senin banyak aksi jual dibandingkan dengan aksi beli. Akibatnya return saham terendah terjadi pada perdagangan hari Senin. Selama akhir pekan sampai dengan hari Senin, investor memiliki kecenderungan untuk menjual saham melebihi kecenderungan untuk membeli saham. Pada hari Senin, pasar mengalami surplus permintaan jual (*sell order*) yang merupakan akumulasi dari permintaan jual selama pasar tutup pada akhir pekan.

Hal ini didukung oleh Lakonishok dan Maberly (1990) yang menunjukkan bahwa return saham di NYSE dipengaruhi oleh pola aktivitas perdagangan harian yang dilakukan oleh investor.

Keinginan investor untuk melakukan transaksi pada hari Senin relatif lebih tinggi dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya, sehingga aktivitas transaksi pada hari Senin lebih tinggi dibandingkan dengan hari lainnya. Hal ini dipicu oleh hasrat investor untuk menjual saham lebih tinggi dibandingkan dengan hasrat untuk membeli saham, sehingga harga saham cenderung lebih rendah.

Pola *day of the week* ini juga bisa didokumentasikan pada beberapa pasar Asia. Kim (1988) dalam Cheung (1995) melaporkan pola *day of the week* untuk return saham di pasar AS, Inggris, Kanada, Korea, Jepang dan Australia selama 1980-1984. Pola tersebut dicirikan dengan return rendah pada awal minggu dan return tinggi pada pertengahan atau akhir minggu.

Kato (1990) dalam Cahyaningdyah (2004) melakukan penelitian terhadap perilaku return harian saham di bursa efek Jepang. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *day of the week effect* yang terjadi di Amerika (return saham Senin lebih rendah dibanding return saham pada hari perdagangan lain)

terjadi di Jepang pada hari Selasa. Hal ini diduga terdapat hubungan antara return saham di bursa efek Amerika (NYSE) dengan return saham di bursa efek Jepang (TSE). Untuk membuktikan dugaan ini dilakukan pengujian terhadap koefisien korelasi harga saham kedua bursa tersebut dan disimpulkan ada korelasi harga saham di kedua bursa saham tersebut dan disimpulkan ada korelasi yang sangat kuat antara return saham hari sebelumnya di Amerika dan return saham pada hari perdagangan berikutnya di Jepang.

Hal ini didukung oleh Ho (1990) yang menunjukkan pola musim mingguan yang unik ada untuk pasar Asia Pasifik, return Selasa yang negatif dan return Jumat yang positif. Penjelasan yang mungkin adalah hipotesa zone waktu yang diberikan oleh Jaffe dan Westerfield (1985) dalam Ho (1990), yaitu Selasa di wilayah Asia Pasifik adalah sama dengan Minggu di pasar Amerika.

Hasil penelitian di *day of the week* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menunjukkan hasil yang bervariasi (Cahyaningdyah, 2004). Algifari

(1998) menguji pengaruh hari perdagangan terhadap return saham. Penelitian dilakukan pada periode Januari-Desember 1996 terhadap 40 saham yang paling aktif diperdagangkan berdasarkan frekuensi perdagangan. Hasilnya menunjukkan hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat mempunyai pengaruh terhadap return saham, sedangkan hari perdagangan Senin dan Kamis tidak mempunyai pengaruh terhadap return selama periode penelitian. Hari perdagangan Senin terjadi return positif tetapi uji signifikansi menunjukkan return positif ini tidak signifikan. Hasil penelitian Primawurti (2003) terhadap 35 saham pada Januari 2000 sampai Desember 2001 menunjukkan return saham tidak memperlihatkan adanya

## **B. Tinjauan Pustaka**

### **1. Anomali Pasar**

Banyak penelitian yang mendukung konsep pasar yang efisien, tetapi di sisi lain ada penelitian yang menunjukkan kejadian yang bertentangan dengan pasar yang efisien juga banyak

fenomena *weekend effect* maupun *reverse weekend effect*.

Penelitian yang dilakukan oleh Cahyaningdyah (2004) selama periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2003 menunjukkan adanya kesamaan dengan pola return saham harian di bursa efek AS yang menunjukkan bukti bahwa rata-rata return terendah terjadi pada hari Senin (*Monday effect*) dan rata-rata return tertinggi terjadi pada hari perdagangan Jumat (*weekend effect*). Hasil penelitian ini menambah bukti empiris tentang pengaruh hari perdagangan terhadap return saham di BEJ. Penelitian ini mencoba menguji pengaruh hari perdagangan terhadap return saham di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya pengujian dilakukan dengan berbasis *size* dan *trading volume* sebagai variabel kontrol.

breemunculan. Beberapa penelitian menunjukkan adanya suatu ketidakberaturan yang terdeteksi di pasar modal, yang bersifat persisten dan mempunyai dampak yang cukup signifikan sehingga disebut sebagai suatu anomali pasar (*market anomaly*). Anomali pasar ini

merupakan teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan dengan konsep pasar modal, dan apa yang menyebabkan hal itu masih menjadi pertanyaan bagi ahli keuangan. Beberapa anomali pasar tersebut:

a. *The holiday effect*

Pada anomali ini, terdapat kecenderungan return saham pada satu hari sebelum libur (*pre holiday return*) dan return saham sehari setelah hari libur (*post holiday return*) akan lebih tinggi dibanding return saham pada hari-hari biasa.

b. *January effect*

Anomali ini menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan bagi return saham-saham untuk turun pada hari-hari terakhir bulan Desember dan kemudian naik kembali pada hari-hari awal bulan Januari, terutama pada saham-saham perusahaan kecil. *Abnormal return* pada bulan Januari untuk *small stock* umumnya relatif tinggi pada awal bulan. Fama (1991) dalam Cahyaningdyah (2004) dengan menggunakan data saham di Amerika menemukan bahwa

pada periode 1941 sampai 1981 dan periode 1982 sampai Januari 1991, return saham di bulan Januari lebih tinggi dibanding bulan-bulan lainnya. Ada yang menganggap bahwa hal ini disebabkan oleh adanya penjualan saham perusahaan-perusahaan kecil pada menit-menit terakhir oleh para investor untuk mengurangi kerugian dengan pengurangan pajak pendapatan yang harus dibayarkan dan kenaikan risiko pada bulan Januari ketika perusahaan mulai menerbitkan laporan keuangan. Sedangkan Keim (1983) dalam Algifari (1998) menyatakan bahwa saham-saham perusahaan-perusahaan kecil memiliki *bid-spread* yang lebih tinggi dengan harga yang lebih rendah, sehingga hal ini dapat sedikit menjelaskan terjadinya anomali *January effect*.

c. *Low price earning ratio effect*

*Price earning ratio effect (P/E effect)* merupakan anomali dimana saham yang mempunyai P/E rendah cenderung mempunyai tingkat return yang

lebih tinggi dibanding saham-saham yang mempunyai P/E tinggi. P/E ratio merupakan informasi yang diketahui secara umum dan diduga akan tercermin pada harga saham, maka seharusnya tidak ada hubungan antara P/E ratio dengan return yang dihasilkan apabila pasar modal dalam keadaan efisien. Penelitian yang dilakukan Basu, Chatterje dan Manian (1997) dalam Tandelilin (2001), menunjukkan hasil bahwa dengan menggunakan *risk adjustment*, saham-saham yang memiliki P/E ratio yang rendah ternyata memberikan tingkat return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang memiliki P/E ratio tinggi. Diduga hal ini ada hubungannya dengan risiko yang terkandung dalam setiap saham. Tetapi meskipun faktor risiko telah disesuaikan dengan berbagai cara, saham-saham yang mempunyai P/E ratio yang rendah tetap memberikan tingkat return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang mempunyai P/E ratio

yang tinggi. Tetapi kemudian muncul penelitian lain yang menemukan bahwa *P/E effect* ini dapat dijelaskan oleh anomali lain, misalnya *size effect*.

d. *Size effect*

*Size effect* adalah anomali yang berhubungan dengan karakteristik perusahaan, seperti *P/E effect*. Anomali ini menunjukkan bahwa secara umum saham perusahaan-perusahaan kecil akan memiliki *risk adjusted return* yang tinggi dibandingkan saham perusahaan-perusahaan besar. Banz (1981) menemukan bahwa selama periode 1936-1977 *excess return* pada perusahaan-perusahaan kecil mempunyai tingkat return yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan besar.

e. *Market to book value*

Pada anomali ini, terdapat kecenderungan saham-saham yang mempunyai *market to book value* tinggi akan memiliki tingkat return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang mempunyai *market to book value* rendah.

f. *The day of the week effect*

*The day of the week effect* merupakan anomali pasar yang menunjukkan adanya pengaruh hari perdagangan terhadap pola return saham dalam seminggu.

g. *The day-end effect*

*The day-end effect* merupakan fenomena harga saham secara sistematis meningkat jika mendekati akhir hari.

## 2. *The Day of The Week Effect*

Banyak penelitian telah menunjukkan adanya pola dalam pergerakan harga saham. Pola tersebut menunjukkan adanya tingkat return yang lebih tinggi atau lebih rendah pada saat tertentu. Salah satu pola tersebut adalah adanya perbedaan return untuk hari-hai tertentu dalam seminggu. Gibbons dan Hess (1981) menemukan bahwa return pada hari Senin akan lebih rendah dibandingkan dengan hari lain di NYSE. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan data harian selama periode 1962 sampai 1978, dan menemukan adanya return yang negatif pada hari perdagangan Senin sebesar -33%. Selanjutnya mereka juga membagi periode tersebut menjadi dua subperiode dan hasil yang sama, yaitu terjadinya return yang negatif pada hari perdagangan Senin.

Lakonishok dan Maberly (1990) meneliti faktor-faktor yang dapat mempengaruhi return saham harian di NYSE. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return saham di NYSE dipengaruhi oleh pola aktivitas perdagangan harian yang dilakukan oleh investor. Keinginan investor untuk melakukan transaksi pada hari Senin relatif lebih tinggi dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya, sehingga aktivitas transaksi pada hari Senin lebih tinggi dibandingkan dengan hari lainnya. Hal ini dipicu oleh hasrat investor untuk menjual saham lebih tinggi dibandingkan dengan hasrat untuk membeli saham, sehingga harga saham cenderung lebih rendah.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Miller (1988) yang dikutip dalam Algifari (1998) memperkuat argumentasi mengenai kecenderungan return saham

terendah pada hari Senin dibandingkan dengan hari lainnya. Menurut Miller, return saham terendah terjadi pada perdagangan hari Senin disebabkan karena selama akhir pekan hingga pada hari perdagangan Senin, investor memiliki kecenderungan untuk menjual saham melebihi kecenderungan untuk membeli saham. Pada perdagangan hari Senin, pasar mengalami surplus permintaan jual (*sell order*) yang merupakan akumulasi dari permintaan jual selama pasar tutup pada akhir pekan.

Rystorm dan Benson (1989) meneliti pengaruh hari perdagangan terhadap return saham melalui pendekatan psikologis. Pendekatan ini diarahkan pada pengamatan terhadap perilaku perubahan harga saham yang disebabkan oleh perilaku (*behaviour*) investor individual. Menurut mereka, investor individual dalam membuat keputusan finansialnya tidak hanya dipengaruhi oleh pertimbangan rasionalitas ekonomis dan data obyektif saja, namun juga dipengaruhi oleh tindakan yang tidak rasional seperti emosi, kebiasaan

psikologis tertentu dan mood investor individual. Psikologis investor tidak menyukai hari Senin (*bad day*) karena hari Senin merupakan hari pertama dalam seminggu. Hal ini membuat mereka sering melakukan tindakan yang tidak rasional. Tindakan yang tidak rasional dalam melakukan transaksi akan cenderung memperoleh return terendah pada hari perdagangan Senin dibandingkan dengan perdagangan lainnya.

Pola musim mingguan ini juga didokumentasikan pada beberapa pasar Asia. Ho (1990) meneliti pola musiman intra hari untuk sepuluh pasar saham Asia Pasifik, yaitu Australia, Hongkong, Jepang, Korea, Malaysia, Selandia Baru, Filipina, Singapura, Taiwan dan Thailand. Hasil penelitiannya menunjukkan pola musim mingguan yang unik ada untuk pasar Asia Pasifik, return Selasa yang negatif dan return Jumat yang positif. Penjelasan yang mungkin adalah hipotesa zone waktu yang diberikan oleh Jaffe dan Westerfield (1985) dalam Ho (1990), yaitu Selasa di wilayah Asia Pasifik adalah sama dengan Minggu di pasar Amerika.

Agraval dan Rivoli (1989) dalam Cahyaningdyah (2004) juga menemukan adanya return negatif pada Selasa untuk pasar modal Hongkong, Singapura, Malaysia dan Filipina. Mereka menyatakan bahwa adanya perbedaan waktu selama 13 jam antar New York dan pasar-pasar tersebut merupakan penyebab terjadinya return negatif pada hari Selasa. Sementara Athanassakos dan Robinson (1994) dalam Cahyaningdyah (2004) mengemukakan adanya kemungkinan *thin trading* yang sangat tinggi di pasar modal Kanada merupakan penyebab munculnya *Tuesday effect* di pasar modal Kanada. *Thin trading* ini menyebabkan informasi yang diumumkan sepanjang akhir pekan dan terserap oleh harga saham-saham perusahaan besar Kanada pada hari Senin, akan direfleksikan dalam harga saham perusahaan kecil dengan lag.

Penelitian *day of the week* di BEJ menunjukkan hasil yang bervariasi. Algifari (1998) menguji hari perdagangan terhadap return saham-saham LQ 45 yang dilakukan pada tahun 1996. Hasilnya antara

lain menyatakan bahwa hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat berpengaruh terhadap return saham sedangkan hari perdagangan Senin dan Kamis tidak berpengaruh terhadap return saham di BEJ pada periode penelitian. Hari perdagangan Senin terdapat return positif yang artinya pada hari perdagangan Senin investor akan memperoleh *capital gain*. Namun demikian *capital gain* yang diperoleh investor pada perdagangan Senin tidak signifikan.

Primawurti (2003) melakukan penelitian terhadap 35 saham teraktif di BEJ dengan periode penelitian Januari sampai Desember 2001. Hasil penelitiannya return saham tidak memperlihatkan adanya fenomena *weekend effect* maupun *reverse weekend effect*. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Listyaningsih (2004) yang melakukan pengujian *day of the week effect* dan pengaruh ukuran perusahaan terhadap *day of the week effect* BEJ. Penelitian dilakukan terhadap 33 saham yang secara aktif diperdagangkan di BEJ dalam periode Januari sampai Desember 2002. Hasil penelitian menunjukkan terjadinya fenomena

*day of the week effect* di BEJ pada periode penelitian dan ukuran perusahaan mempengaruhi *day of the week effect*.

Penelitian yang dilakukan oleh Cahyaningdyah (2004) selama periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2003 menunjukkan adanya kesamaan dengan pola return saham harian di bursa efek AS yang menunjukkan bukti bahwa rata-rata return terendah terjadi pada hari Senin (*Monday effect*) dan rata-rata return tertinggi terjadi pada hari perdagangan Jumat (*weekend effect*). Hasil penelitian ini menambah bukti empiris tentang pengaruh hari perdagangan terhadap return saham di BEJ. Selain hari, Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa *size* lebih konsisten dan signifikan dibandingkan dengan beta dalam mempengaruhi return. Hubungan antara *size* dan return merupakan hubungan yang berkebalikan. Saham-saham dari perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai return yang lebih tinggi daripada saham-saham dari perusahaan yang lebih besar, sehingga investor akan memilih *small firm* jika dia mempertimbangkan faktor *size*

(Sharpe, Alexander & Baley, 1995 dalam Hadinugroho, 2002).

Hal ini didukung oleh Gomez, Hodoshima dan Kunimura (1998) yang menyatakan bahwa *size* dapat menjelaskan risiko dan merefleksikan informasi tentang risiko. Dengan menggunakan data dari TSE, perusahaan dengan *cash flows* yang sama, perusahaan yang berisiko mempunyai *market value* yang lebih rendah dan *expected return* yang lebih tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa ada hubungan antara *size* dan return.

Saham perusahaan dengan *size* kecil mempunyai tingkat frekuensi perdagangan tidak secepat dan tidak semudah saham perusahaan dengan *size* besar. Perusahaan dengan *size* kecil sangat riskan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan besar. Oleh karena itu saham dari perusahaan yang mempunyai *size* kecil akan menanggung risiko yang lebih besar. Adanya risiko yang lebih besar ini, perusahaan yang mempunyai *size* kecil dituntut memberikan return yang lebih besar.

Chan dan Nai (1991) menunjukkan bahwa perusahaan dengan *size* kecil lebih berisiko karena mereka mempunyai efisiensi produksi yang rendah, *leverage* yang tinggi dengan tingkat profitabilitas yang rendah sehingga volatilitas return perusahaan dengan *size* yang kecil cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan *size* besar. Selain itu *size* memuat informasi tentang tingkat kecepatan perdagangan saham, efisiensi produksi, kelangsungan hidup dan potensi *excess return* yang semuanya berdampak pada tingkat risiko sehingga *size* dapat menjelaskan variasi dalam return saham (Hadinugroho, 2002). Oleh karena itu variabel *size* dalam penelitian ini dimasukkan sebagai variabel kontrol.

Selain *size*, volume perdagangan juga dimasukkan sebagai variabel kontrol. Volume perdagangan merupakan jumlah transaksi yang diperdagangkan pada waktu tertentu. Volume diperlukan untuk menggerakkan harga saham dan banyak hal bisa dipelajari mengenai pasar saham dengan

mempelajari dinamika gabungan harga saham (Hadinugroho, 2002).

Pedagang bisa mempelajari informasi yang berharga mengenai sekuritas dengan mengamati informasi harga masa lalu dan volume masa lalu. Volume menyediakan data mengenai mutu atau presisi harga masa lalu dan volume masa lalu dan ada hubungan yang signifikan antara volume dengan *lag* dan perolehan sekarang sekuritas individual (Blume, Easley & O'Hara, 1994).

Admati dan Pfleiderer (1988) menyatakan bahwa rata-rata volume lembar saham yang diperdagangkan membentuk pola U. Hal ini sesuai dengan pola varians perubahan harga dan varians return. Artinya periode-periode perdagangan dengan volume perdagangan yang tinggi cenderung mempunyai variabilitas return yang tinggi juga.

Sementara hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang kuat antara volume perdagangan dan fluktuasi perubahan harga saham, ada 3 teori yang dikemukakan untuk menjelaskan hubungan antara volume perdagangan dan volatilitas harga saham. Teori *mixture of*

*distribution hypothesis* mengasumsikan bahwa perubahan harga per transaksi berhubungan secara monoton dengan volume transaksi tersebut dan keduanya berhubungan dengan aliran informasi yang masuk sehingga menimbulkan hubungan antara volume dan pergerakan harga (*mixing variable*). Sedangkan dalam *difference in opinion models* dikatakan apabila informasi publik berubah dan menguntungkan ke tidak menguntungkan atau sebaliknya dan investor mempunyai keyakinan yang

### C. Metode Penelitian

Populasi dan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya termasuk dalam kategori saham yang aktif diperdagangkan. Oleh karena itu, sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Indeks Saham LQ 45 tahun 2009 dan tahun 2011. Indeks saham LQ 45 dipilih karena perusahaan yang terdaftar didalamnya, berlikuiditas tinggi sehingga mengurangi adanya saham tidur baik di sesi periode non

berbeda mengenai nilai saham sehingga hal tersebut akan menimbulkan transaksi perdagangan. Berbeda dengan kedua model tersebut, dalam model *asymmetric information* mengatakan bahwa investor yang berinformasi melakukan transaksi berdasarkan pada informasi privat yang diperolehnya dan semakin banyak transaksi yang dilakukannya, semakin tinggi pula volatilitas dikarenakan muncul informasi privat (Sari, 2004).

perdagangan ataupun sesi periode perdagangan di hari perdagangan.

Adanya saham tidur atau saham yang tidak aktif dapat mengganggu keakuratan penelitian yang dilakukan. Pemilihan tahun 2009 dan 2011 dipilih karena sampel yang berbeda dari perusahaan yang berbeda dan dalam interval waktu yang berbeda untuk memastikan bahwa perusahaan sampel tidak secara khusus pada satu sampel dan satu periode waktu (Chan, Christie & Schultz, 1995).

*Return* ditentukan dengan logaritma natural dari harga relatif  $R_t$

$= \ln ( P_t / P_{t-1} )$ . Pembagian ukuran perusahaan didapat dengan membaginya( *Quintiles* ) menjadi 5 sama besar berdasarkan ukuran perusahaan dari data yang dipilih. Pengukuran ukuran perusahaan dalam penelitian ini diperoleh dari :Ukuran Perusahaan = Total Aset Langsung + Total Aset Tidak Langsung.

Pembagian volume perusahaan dilakukan dengan *Quintiles*, sehingga nantinya akan didapat pembagian perusahaan yang sama banyaknya. Volume Trading = Volume Penjualan x Harga Penutupan (close) Harian.

Analisis data dilakukan dengan uji F untuk *return* dari keseluruhan hari (Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jumat ( $F_5$ )) dan uji F untuk *return* selain hari Senin ( $F_5$ ). Selanjutnya dilakukan regresi dimana variabel independennya adalah *return* variabel dependennya

hari. Pengujian juga dilakukan dengan mengontrol variabel *size* dan variabel *trading volume*.

#### D. Pembahasan

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dari perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam daftar indeks saham LQ 45 pada tahun 2009 dan tahun 2011. Jumlah perusahaan yang masuk dalam indeks saham LQ 45 tahun 2009 dan 2011 adalah 103 perusahaan. Jumlah tersebut diperoleh dari data seluruh perusahaan yang terdaftar di dua semester pada tahun 2009 dan tahun 2011. Jumlah perusahaan itu dikalikan dengan jumlah hari perdagangan, sehingga untuk tahun 2009 sebesar 964 sampel dan tahun 2011 sebesar 988. Total sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebesar 1.952 sampel.

Tabel 1. Deskripsi Data

TAHUN	Mean	N	Std. Dev	Minimum	Maximum	Skewness
2009	0,0022	964	0,0182	-0,0772	0,0953	0,0680
2011	-0,0002	988	0,0152	-0,1209	0,0628	-1,2625
Total	0,0010	1952	0,0168	-0,1209	0,0953	-0,3890

Analisis statistik deskriptif terhadap 1.952 sampel tersaji pada

Tabel 1. Tabel tersebut menyajikan data rata-rata, median, variansi,

standar deviasi serta nilai maksimum, nilai minimum dan juga *skewness return* di Bursa Efek Indonesia. Dalam tabel tersebut menunjukkan bahwa rata-rata *return*

Standar deviasi merupakan ukuran penyebaran yang berfungsi untuk mengukur besar atau kecil resiko dari data yang diperoleh. Dari Tabel 1, standar deviasi untuk tahun 2009 sebesar 0,0182 dan tahun 2011 sebesar 0,0152. Hal ini mengindikasikan bahwa pada total -1,2625. Hal ini menunjukkan bahwa data pada total return pada tahun 2009 memiliki derajat ketidaksimetrisan bernilai positif atau mengumpul pada nilai positif, karena nilainya lebih besar dari 0

Hasil uji beda untuk data *return* dapat dilihat pada Tabel 2. Pada tahun 2009 menunjukkan rerata *return* terendah pada hari Selasa sebesar 0,0013, sedangkan pada 2011 menunjukkan bahwa *return* terendah pada hari Senin sebesar -0,0027. Dari uji F yang dilakukan menunjukkan bahwa pada tahun 2009 tidak menunjukkan perbedaan *return* antar hari. Sedangkan pada tahun 2011 menunjukkan perbedaan antar hari dengan tingkat signifikansi

saham adalah 0,001, dan rata-rata *return* untuk tahun 2009 sebesar 0,0022 dan tahun 2011 sebesar -0,0002.

*return* untuk tahun 2009 memiliki resiko lebih tinggi dibandingkan tahun 2011. *Skewness* merupakan derajat ketidaksimetrisan suatu distribusi. Nilai *skewness* untuk tahun 2009 sebesar 0,0680 dan tahun sebesar 2011 sebesar

(nol). Sedangkan pada data total *return* tahun 2011 memiliki derajat ketidaksimetrisan bernilai negatif atau mengumpul pada nilai negatif, karena nilainya lebih kecil dari 0 (nol).

1% ( $F_5$ ). Bahkan jika hari Senin dihilangkan sampel sehingga hanya Selasa, Rabu, Kamis dan Jumat ( $F_4$ ) tetap menunjukkan perbedaan. Secara total menunjukkan bahwa pada hari Senin mempunyai rerata *return* terendah yakni sebesar -0,0004. Dari uji F yang dilakukan menunjukkan bahwa antar hari ada perbedaan dengan tingkat signifikansi 5% baik seluruh hari perdagangan ( $F_5$ ) maupun jika hari Senin dikeluarkan dari sampel ( $F_4$ ).

Tabel 2. Uji F

Tahun	Day	Return	N	Std. Dev	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>
2009	Senin	0,0020	188	0,0197	0,3400	0,4558
	Selasa	0,0013	204	0,0188		
	Rabu	0,0026	200	0,0168		
	Kamis	0,0021	188	0,0199		
	Jumat	0,0033	184	0,0157		
2011	Senin	-0,0027	200	0,0145	6,1076 ***	5,7822 ***
	Selasa	-0,0015	196	0,0147		
	Rabu	0,0042	196	0,0127		
	Kamis	-0,0001	196	0,0166		
	Jumat	-0,0011	200	0,0163		
All	Senin	-0,0004	388	0,0173	3,1553 **	3,1018 **
	Selasa	-0,0001	400	0,0170		
	Rabu	0,0034	396	0,0149		
	Kamis	0,0010	384	0,0183		
	Jumat	0,0010	384	0,0162		

Keterangan: F<sub>5</sub> : uji beda untuk 5 hari (Senin, Selasa, Rabu, Kamis, Jumat)  
 F<sub>4</sub> : uji beda untuk 4 hari (Selasa, Rabu, Kamis, Jumat)  
 \* : signifikan untuk tingkat signifikansi 10%  
 \*\* : signifikan untuk tingkat signifikansi 5%  
 \*\*\* : signifikan untuk tingkat signifikansi 1%

Uji pengaruh hari terhadap *return* dilakukan dengan analisis regresi menggunakan variabel *dummy*. Hasil uji t dapat dilihat pada Tabel 3. Dari Tabel 3 menunjukkan bahwa pada tahun 2009 hari Rabu dan Jumat berpengaruh terhadap *return* saham. Pada hari Rabu dan Jumat cenderung *return* lebih tinggi dibandingkan hari lain. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien yang bernilai positif dan rerata *return* (Tabel 2). Sedangkan pada tahun

2011 menunjukkan hari Senin dan Rabu berpengaruh terhadap *return* saham. Hari Senin cenderung lebih rendah dibandingkan dengan hari yang lain (*Monday effect*) dan hari Rabu cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan hari yang lain. Secara keseluruhan menunjukkan bahwa hari Rabu mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, dimana *return* pada hari Rabu relatif lebih tinggi dibandingkan dengan hari yang lain.

Tabel 3. Uji Regresi

Tahun	Day	Koefisien	t	
2009	Senin	0,0020	1,4934	
	Selasa	0,0013	0,9827	
	Rabu	0,0026	2,0399	**
	Kamis	0,0021	1,5905	
	Jumat	0,0033	2,4585	**
	R <sup>2</sup>	0,0163		
	F		3,1862	***
2011	Senin	-0,0027	-2,5531	***
	Selasa	-0,0015	-1,3524	
	Rabu	0,0042	3,9016	***
	Kamis	-0,0001	-0,0574	
	Jumat	-0,0011	-1,0598	
	R <sup>2</sup>	0,0098		
	F		4,9392	***
all	Senin	-0,0004	-0,5125	
	Selasa	-0,0001	-0,0852	
	Rabu	0,0034	4,0404	***
	Kamis	0,0010	1,1747	
	Jumat	0,0010	1,1667	
	R <sup>2</sup>	0,0098		
	F		3,8672	***

Selanjutnya analisis dilanjutkan dengan mengontrol *size* sampel. Hasil analisis ditunjukkan Tabel 4. Dari Tabel 4. menunjukkan bahwa rerata *return* paling rendah adalah pada hari Senin untuk

keseluruhan *quintiles*. Dari *quintiles* 1, 2 dan 4 menunjukkan perbedaan yang signifikan baik untuk kelima hari maupun untuk empat hari (hari Senin dikeluarkan dari sampel).

Tabel 4. Uji F berbasis *Size*

<i>Size</i>	<i>Day</i>	Return	N	Std. Dev	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>
terkecil	Senin	-0,0004	388	0,0209	2,6901 **	2,7275 **
	Selasa	0,0000	400	0,0194		
	Rabu	0,0041	396	0,0227		
	Kamis	0,0012	384	0,0205		
	Jumat	0,0012	384	2,7275		
B	Senin	0,0000	388	0,0155	3,1374 **	3,4721 **
	Selasa	0,0001	400	0,0143		
	Rabu	0,0034	396	0,0163		
	Kamis	0,0010	384	0,0148		
	Jumat	0,0008	384	3,4721		
C	Senin	-0,0008	388	0,0208	2,1251 *	1,8176
	Selasa	0,0002	400	0,0186		
	Rabu	0,0032	396	0,0216		
	Kamis	0,0005	384	0,0189		
	Jumat	0,0009	384	1,8176		
D	Senin	-0,0005	388	0,0171	3,2474 **	3,2593 **
	Selasa	-0,0004	400	0,0151		
	Rabu	0,0034	396	0,0187		
	Kamis	0,0012	384	0,0175		
	Jumat	0,0012	384	3,2593		
terbesar	Senin	-0,0005	388	0,0164	2,8255 **	2,5869 *
	Selasa	-0,0002	400	0,0149		
	Rabu	0,0031	396	0,0185		
	Kamis	0,0013	384	0,0162		
	Jumat	0,0009	384	2,5869		

Sedangkan untuk *quintiles* ke-3 menunjukkan ada perbedaan yang signifikan untuk kelima hari, tetapi jika hari Senin dikeluarkan dari sampel menunjukkan bahwa antar hari tidak terjadi perbedaan. Dengan kata lain pada *quintiles* ke-3 terjadi perbedaan *return* hari Senin

dibandingkan dengan hari yang lain. *Quintiles* kelima menunjukkan antar hari (Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jumat) perbedaan *return* dengan tingkat signifikansi 5%. Jika hari Senin dikeluarkan dari sampel (F<sub>4</sub>) tingkat signifikansi perbedaan hanya 10%.

Tabel 5. Uji Regresi berbasis *Size*

<i>Size</i>	Day	Koefisien	T	
terkecil	Senin	-0,0004	-0,3815	
	Selasa	0,0000	-0,0283	
	Rabu	0,0041	3,8044	***
	Kamis	0,0012	1,0643	
	Jumat	0,0012	1,1420	
	R <sup>2</sup>	0,0087		
	F		3,4113	***
2	Senin	0,0000	0,0404	
	Selasa	0,0001	0,1048	
	Rabu	0,0034	4,3804	***
	Kamis	0,0010	1,2538	
	Jumat	0,0008	0,9903	
	R <sup>2</sup>	0,0110		
	F		4,3506	***
3	Senin	-0,0008	-0,8247	
	Selasa	0,0002	0,1860	
	Rabu	0,0032	3,1210	***
	Kamis	0,0005	0,4390	
	Jumat	0,0009	0,8473	
	R <sup>2</sup>	0,0058		
	F		2,2732	**
4	Senin	-0,0005	-0,5359	
	Selasa	-0,0004	-0,4741	
	Rabu	0,0034	3,8704	***
	Kamis	0,0012	1,3841	
	Jumat	0,0012	1,3915	
	R <sup>2</sup>	0,0098		
	F		3,8687	***
terbesar	Senin	-0,0005	-0,5906	
	Selasa	-0,0002	-0,1865	
	Rabu	0,0031	3,6721	***
	Kamis	0,0013	1,5240	
	Jumat	0,0009	1,0388	
	R <sup>2</sup>	0,0088		
	F		3,4540	***

Dari analisis regresi dengan mengontrol variabel *size* dapat dilihat pada Tabel 5. Dari Tabel 5. menunjukkan bahwa hari Rabu berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. *Return* hari Rabu

cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan *return* hari lain. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien yang bernilai positif dan nilai rerata *return* yang cenderung lebih tinggi dibandingkan hari lain (Tabel 4).

Tabel 6. Uji F berbasis *Trading Volume*

<i>Trading Volume</i>	Day	Return	N	Std. Dev	F <sub>5</sub>		F <sub>4</sub>	
terkecil	Senin	-0,0034	388	0,0135	5,0996	***	3,4790	**
	Selasa	-0,0023	400	0,0118				
	Rabu	0,0006	396	0,0146				
	Kamis	-0,0007	384	0,0138				
	Jumat	-0,0015	384	3,4790				
B	Senin	-0,0020	388	0,0159	3,8121	***	3,1359	**
	Selasa	-0,0012	400	0,0142				
	Rabu	0,0021	396	0,0180				
	Kamis	0,0001	384	0,0158				
	Jumat	-0,0004	384	3,1359				
C	Senin	-0,0009	388	0,0181	3,2750	***	3,6460	**
	Selasa	-0,0009	400	0,0157				
	Rabu	0,0030	396	0,0186				
	Kamis	0,0004	384	0,0163				
	Jumat	0,0001	384	3,6460				
D	Senin	-0,0002	388	0,0199	2,4690	**	2,3467	*
	Selasa	0,0005	400	0,0172				
	Rabu	0,0037	396	0,0212				
	Kamis	0,0006	384	0,0185				
	Jumat	0,0020	384	2,3467				
terbesar	Senin	0,0044	388	0,0245	1,5136		1,9886	
	Selasa	0,0037	400	0,0226				
	Rabu	0,0077	396	0,0255				
	Kamis	0,0047	384	0,0237				
	Jumat	0,0048	384	1,9886				

Volume perdagangan menyediakan petunjuk mengenai intensitas sebuah pergerakan harga yang terjadi. Tingkat volume rendah adalah karakteristik dari ekspektasi ragu-ragu yang secara tipikal terjadi selama periode konsolidasi (periode dimana harga berpindah sisi dalam sebuah lingkup perdagangan). Tingkat volume tinggi terjadi bila terdapat konsensus yang kuat bahwa tingkat harga akan berpindah lebih tinggi (Sari, 2004). Volume

perdagangan berhubungan dengan perilaku harga, sehingga perlu diuji untuk berbagai portofolio dengan volume perdagangan yang berbeda. Tabel 6 menunjukkan uji perbedaan *return* berdasarkan hari untuk quintil volume perdagangan.

Dari Tabel 6 terlihat bahwa *return* hari Rabu lebih tinggi dibandingkan dengan hari lain. Selain itu dari Tabel 6. menunjukkan *return* hari Senin relatif lebih rendah dibandingkan dengan hari lain,

kecuali quintil kelima (terbesar). Dari uji F menunjukkan ada perbedaan *return* antar hari (kecuali quintil kelima). Jika hari Senin kita hilangkan dari sampel ( $F_4$ ) tingkat signifikansinya justru melemah. Hal

ini membuktikan ada indikasi fenomena *return* hari Senin lebih rendah dibandingkan hari lain (*Monday effect*) terjadi untuk volume perdagangan yang tidak besar.

Tabel 7. Uji Regresi berbasis *Trading Volume*

<i>Trading Volume</i>	Day	Koefisien	T	
terkecil	Senin	-0,0034	-4,9494	***
	Selasa	-0,0023	-3,4511	***
	Rabu	0,0006	0,9415	
	Kamis	-0,0007	-1,0134	
	Jumat	-0,0015	-2,1281	**
	$R^2$	0,0215		
	F		8,5698	***
2	Senin	-0,0020	-2,4460	**
	Selasa	-0,0012	-1,5596	
	Rabu	0,0021	2,6735	***
	Kamis	0,0001	0,1334	
	Jumat	-0,0004	-0,4582	
	$R^2$	0,0080		
	F		3,1581	***
3	Senin	-0,0009	-1,0561	
	Selasa	-0,0009	-1,0197	
	Rabu	0,0030	3,3788	***
	Kamis	0,0004	0,4779	
	Jumat	0,0001	0,0902	
	$R^2$	0,0070		
	F		2,7616	**
4	Senin	-0,0002	-0,1933	
	Selasa	0,0005	0,5271	
	Rabu	0,0037	3,7910	***
	Kamis	0,0006	0,6499	
	Jumat	0,0020	1,9841	**
	$R^2$	0,0097		
	F		3,8092	***
terbesar	Senin	0,0044	3,5222	***
	Selasa	0,0037	2,9996	***
	Rabu	0,0077	6,1942	***
	Kamis	0,0047	3,7413	***
	Jumat	0,0048	3,8440	***
	$R^2$	0,0435		
	F		17,7089	***

Dari Tabel 7. menunjukkan fenomena *Monday effect* terbukti untuk quintil 1 dan 2 yang dibuktikan bahwa hari Senin berpengaruh negatif terhadap *return*. Tabel 7 juga menunjukkan bahwa hari Rabu berpengaruh positif terhadap *return* untuk semua quintil.

#### **E. Simpulan, Keterbatasan dan Saran**

Dari analisis yang dilakukan menunjukkan secara umum *return* hari Senin cenderung lebih rendah dibandingkan dengan hari yang lain (*Monday effect*) tetapi hasilnya secara statistik tidak signifikan. Fenomena ini hanya terjadi untuk volume perdagangan yang kecil. Selain itu secara keseluruhan menunjukkan bahwa hari Rabu mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, dimana *return* pada hari Rabu relatif lebih tinggi dibandingkan dengan hari yang lain. Hasil ini konsisten bila variabel *size* dan volume perdagangan kita masukkan sebagai variabel kontrol.

Penelitian ini hanya menghitung *return* harian. Menurut

Gibbons dan Hess (1981) fenomena *return* terendah pada hari Senin (*Monday effect*) terjadi karena *measurement error*. Hal ini disebabkan *return* Senin hanya dihitung dari *close to close* Jumat sampai Senin. Rogalski (1984) mencoba membagi *return* penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin menjadi dua komponen yaitu penutupan Jumat sampai pembukaan Senin dan pembukaan Senin sampai penutupan Senin. Hasilnya menunjukkan bahwa *return* negatif Senin terjadi pada periode *non trading* yaitu penutupan Jumat sampai dengan pembukaan Senin. Sedangkan untuk pembukaan Senin sampai dengan penutupan Senin tidak terjadi *return* yang negatif.

Hal ini didukung oleh Sucahyo (2005) yang menunjukkan bahwa *return* negatif terjadi periode *non trading* (penutupan Jumat sampai pembukaan Senin). Sedangkan untuk *return* sesi pertama, istirahat siang dan sesi kedua di BEJ pada hari Senin tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan dengan hari-hari perdagangan yang lain. Oleh karena itu untuk penelitian mendatang

sebaiknya tidak hanya menghitung *return* harian, tetapi juga *return* perdagangan dan non perdagangan.

### Referensi

- Admati, A., and P. Pfleiderer, 1988, A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability, *The Review of Financial Studies*, 1 (1):3-40
- Algifari., 1999, Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham di BEJ, *Tesis UGM*, Unpublished
- Banz, R. W. 1981, The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock, *Journal of Financial Economics*, 9: 3-18.
- Blume, L., D. Easley, and O'Hara., 1994, Market Statistics and Technical Analysis: the Role of Volume, *Journal of Finance*, 49(1): 153-181
- Cahyaningdyah, D., 2004, Analisis Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham: Pengujian Week-Four Effect dan Roglaski Effect di Bursa Efek Jakarta, *Tesis UGM*, Unpublished
- Chan, K.C., W. G. Christie., and P. H. Schultz, 1995, Market Structure and the Intraday Pattern of Bid-Ask Spreads for Nasdaq Securities, *Journal of Business*, 68 (1): 35-60
- Chan, H., and F. C. Nai, 1991, Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, *Journal of Finance*, 46(4):1467-1484
- Cushing, D and Madhavan, A, 2000, Stock Return and Trading at the Close, *Journal of Financial Markets*, 3:45-67
- Fama, E., F., 1970, Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25: 387-417
- Fama, E., F., 1991, Efficient Capital Markets II, *Journal of Finance*, 46(51):575-617
- Gibbons. M dan P. Hess, 1981, Day of the Effects and Asseys Return, *Journal of Business*, 54 (4):579-596
- Gomez, X.G., J. Hodoshima, and M. Kunimura, 1998, Does Size Really Matter in Japan? *Association for Investment Management and Research*, November/Desember:22-34
- Hadinugroho, B, 2002, Pengaruh Beta, Size, Book to Market, Equity and Earning Yields terhadap Return

- Saham, *Tesis UGM*  
Unpublished
- Haris, Y.K. 1989, A Day-end Transaction Price Anomaly, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (1) 29-45
- Hartono, T., 2004, Pengaruh Perubahan Tick Size terhadap Kualitas Pasar BEJ: Pengujian Intraday Interval 30 Menit, *Tesis UGM*, Unpublished
- Ho, Y. K. and Y. L. Cheung, 1991, Behaviour of Intradaily Return on an Asian Emerging Market Hongkong, *Applied Economics*, 23 (6):957-966
- Ho, Y.K. 1990. Stock Return Seasonalities in Asia Pacific Markets, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2(1): 47-77
- Huang, Y., S., D. Y. Liu, and T. W. Fu, 2000, Stock price behaviour over trading and non-trading periods: evidence from the Taiwan Stock Exchange, *Journal Business and Financial Accounting* 575-602
- Jones, C. P, 2002, *Investment Analysis and Management*, 5<sup>th</sup> edition, John Wiley & Son Inc, New York
- Lakonishok, J. and E. Maberly, 1990, The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors, *Journal of Finance*, 45:231-243
- Listyaningsih, E., 2004, Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Day of the Week Effect di BEJ, *Tesis UGM*, Unpublished
- Primawurti, G, 2003, Analisis Weekend Effect dan Reverse Effect Weekend Effect terhadap Return Saham di BEJ, *Skripsi UGM*, Unpublished
- Rogalski, R. J., 1984, New Finding Regarding Day of the Week Return over Trading and non Trading Periods: a note, *Journal of Finance*, 34 (5):1603-1614
- Rystorm, D.S. and Earl D. Benson, 1989, Investor Psychology and the Day of the Week Effect, *Financial Analyst Journal*, 45: 75-78
- Sari, W., 2004, Hubungan antara Volume Perdagangan and Volatilitas Harga Intraday di BEJ, *Tesis UGM*, Unpublished
- Sucahyo, A., 2005, Perilaku Harga Saham selama Periode Perdagangan dan Non

- Perdagangan, *Tesis UGM*, Unpublished
- Tandelilin, E, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, edisi pertama, PT. BPFE, Yogyakarta
- Wood, R.A., T. H. McInish and J. K. Ord, 1985, An investigation of Transaction Data for NYSE Stock, *Journal of Finance*, 40 (3):739-741 Fama and French, 1992, The Cross Section of Expected Return, *Journal of Finance*, 47:427-465