

**ANOMALI PASAR PADA RETURN SAHAM : THE DAY OF WEEK EFFECT, WEEK FOUR EFFECT, ROGALSKY EFFECT, DAN JANUARY EFFECT**

**Desak Nyoman Sri Werastuti**  
**Universitas Pendidikan Ganesha**  
**Email : weras\_tuti@yahoo.com**

**Abstrak**

*Pasar efisien terjadi jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Perdebatan tentang pasar yang efisien masih sering terjadi sampai saat ini. Disatu sisi terdapat banyak penelitian memberikan bukti empiris yang mendukung konsep pasar yang efisien. Namun disisi lain muncul sejumlah penelitian yang menyatakan adanya anomali pasar yang merupakan penyimpangan yang terjadi terhadap hipotesis pasar yang efisien yang dapat mempengaruhi harga saham. The day of the week effect merupakan perbedaan return antara hari Senin dengan hari-hari lainnya dalam seminggu secara signifikan. Week-four Effect 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 atau sama dengan nol. Rogalski Effect diartikan sebagai suatu fenomena dimana return negatif yang biasa terjadi pada hari Senin (Monday Effect) menghilang pada bulan tertentu. Hal ini disebabkan adanya kecenderungan return yang lebih tinggi pada bulan tersebut dibandingkan dengan bulan-bulan yang lainnya. January Effect menunjukkan terdapat kecenderungan bahwa keuntungan saham akan menurun pada bulan*



Jurnal Ilmiah Akuntansi  
dan Humanika  
JINAH  
Volume 2  
Nomor 1  
Singaraja, Desember 2012  
ISSN 2089-3310

*Desember dan kemudian akan menarik pada awal Januari. Mengingat belum konsistennya bukti yang mendukung atau menolak hipotesis pasar efisien, maka dapat dilakukan penelitian lanjutan sehingga dapat diperoleh konfirmasi lebih mendalam. Pengujian tentang anomali pasar tetap menjadi acuan yang menarik bagi peneliti keuangan dan akuntansi untuk melihat sejauh mana kecepatan perubahan harga atas masuknya informasi baru ke pasar.*

*Kata kunci : anomali pasar, the day of week effect, week four effect, rogalsky effect, dan january effect*

### ***Abstract***

*Efficient market occurs if the market reacts quickly and accurately to achieve a new equilibrium prices fully reflect available information. The debate about efficient markets are still common today. On one hand there are many studies providing empirical evidence supporting the concept of efficient markets. But on the other hand appeared a number of studies that suggested a market anomaly that an aberration that occurs on the efficient market hypothesis which could affect stock prices. The day of the week effect is the difference between Monday's return to the other days of the week significantly. Week-four Monday Effect Effect reveals that only happens in the fourth week of the month to return Monday when the first week to the third week is considered insignificant negative or equal to zero. Rogalski Effect is defined as a phenomenon in which the common negative return on Monday (Monday Effect) disappeared in a given month. This is due to the tendency of a higher return for the month compared to other months. January Effect suggests there is a tendency that the profit share will decline in December and then will draw in early January. Given the consistent evidence yet to support or reject the efficient market hypothesis, then do further research so as to obtain a deeper confirmation. Test of market anomalies remains an interesting reference for finance and accounting researchers to see how the speed of price changes on new information to the market.*

*Keywords: market anomaly, the day of week effect, week four effects, rogalsky effect, and the effect january.*

## **I. PENDAHULUAN**

Pasar modal merupakan salah satu alternatif yang dapat dipilih oleh investor dalam melakukan investasi. Di pasar modal terdapat berbagai macam perusahaan dengan kinerjanya masing-masing yang dapat dipilih investor untuk melakukan investasi dalam berbagai macam surat berharga. Perusahaan yang menawarkan surat berharga kepada masyarakat adalah perusahaan-perusahaan yang telah memenuhi persyaratan yang diminta oleh Badan Pengawas Modal (Bapepam) perusahaan yang telah memenuhi syarat dan telah terdaftar di Bursa Efek untuk menjual saham kepada masyarakat disebut perusahaan *go public*.

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Dalam menginvestasikan dana tersebut investor yang realistis akan membandingkan keuntungan yang dihasilkan dengan risiko yang akan ditanggung oleh investasi tersebut di masa yang akan datang. Investor harus terlebih dahulu membuat berbagai analisa dan evaluasi atas saham-saham yang ditawarkan di bursa efek. Pergerakan pasar saham internasional misalnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) nasional dari hari ke hari. Oleh karena itu para investor dalam melakukan investasi perlu berpikir lebih jauh ke depan serta memberikan perhatian yang lebih besar terhadap pengaruh internasional tersebut.

Pasar modal tidak lepas dari berbagai pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan lingkungan politik. Walaupun tidak terkait langsung dengan dinamika yang terjadi di pasar modal, namun pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan lingkungan politik. Walaupun tidak terkait langsung dengan dinamika yang terjadi di pasar modal, namun pengaruh lingkungan non ekonomi tidak dapat dipisahkan dari aktivitas bursa saham. Berbagai peristiwa seperti adanya hari libur, peristiwa politik, pengumuman dividen, pengumuman stock split, IPO (*Initial Public Offering*) menjadi salah satu faktor pemicu timbulnya fluktuasi harga saham di bursa efek seluruh dunia.

Perdebatan tentang pasar yang efisien masih sering terjadi sampai saat ini. Disatu sisi terdapat banyak penelitian memberikan bukti empiris yang mendukung konsep pasar yang efisien. Namun disisi lain muncul sejumlah penelitian yang menyatakan adanya anomali pasar yang merupakan penyimpangan yang terjadi terhadap hipotesis pasar yang efisien yang dapat mempengaruhi harga saham. Penyimpangan tersebut diantaranya adalah fenomena-fenomena *The Day of Week Effect*, *Week Four Effect*, *Rogalsky Effect*, dan *January Effect*.

## II. PEMBAHASAN

### A. Pasar Efisien

Perubahan harga di waktu yang lalu tidak dapat digunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Apabila perubahan harga saham mengikuti pola *random walk*, maka penaksiran harga saham tidak dapat dilakukan berdasarkan harga-harga historis, tetapi lebih berdasarkan pada semua informasi yang relevan terhadap penilaiannya. Jika suatu informasi yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Hartono, 2008).

Konsep efisiensi pasar modal mempunyai banyak pengertian yang berbeda tergantung keperluan pelaku yang menerapkannya. West (1975) dalam Jogianto (2009) membedakan pengertian *internal efficiency* dengan *eksternal efficiency*. *Eksternal efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada pada posisi keseimbangan sehingga pengambilan keputusan perdagangan saham atas dasar informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan pasar ekuilibrium. Sebaliknya *internal efficiency* menunjukkan bahwa pasar modal tidak hanya memberikan harga yang benar tetapi juga memberikan jasa-jasa yang diperlukan dengan biaya serendah mungkin.

Jogianto (2009) mengungkapkan bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja (*informationally efficient market*) atau efisiensi pasar dapat pula ditinjau tidak dari ketersediaan informasi saja tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia (*decisionally efficient market*). Berikut diuraikan secara rinci bentuk efisiensi pasar tersebut.

#### 1. Efisiensi Pasar Berdasarkan Informasi

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Terdapat tiga bentuk efisiensi pasar secara informasi. Berdasarkan tigamacam bentuk informasi yaitu : efisiensi pasar bentuk lemah berdasarkan informasi masa lalu, efisiensi bentuk setengah kuat berdasarkan informasi sekarang yang sedang dipublikasikan, dan efisiensi bentuk kuat berdasarkan informasi privat

- a. Efisiensi bentuk lemah (*weak form*), pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa bentuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.
- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*), pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Pengaruh suatu informasi yang dipublikasikan terhadap harga dapat berbentuk informasi yang hanya berpengaruh terhadap harga sekuritas yang bersangkutan, informasi yang mempengaruhi harga-harga sejumlah perusahaan atau informasi yang

dipublikasikan dapat pula berpengaruh terhadap harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham.

- c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*), pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*Abnormal Return*) karena mempunyai informasi privat.

## 2. Efisiensi Pasar Berdasarkan Keputusan

Pembagian efisiensi berdasarkan informasi tidaklah cukup untuk menjamin efisiensi pasar, perbedaan kemampuan dalam menganalisis dan menginterpretasikan informasi sebagai informasi baik atau buruk, memungkinkan bagi pelaku pasar untuk memperoleh *abnormal return* karena kecanggihannya. Efisiensi pasar perlu juga dilihat berdasarkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan sehingga efisiensi pasar secara keputusan dapat didefinisikan sebagai efisiensi pasar dimana semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan dengan cangguh.

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien (Hartono, 2008). Pasar efisien terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut ini:

- a. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.
- b. Informasi tersedia luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
- c. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lainnya sehingga investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
- d. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga sekuritas berubah dengan semestinya

mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Sebaliknya pasar dikatakan tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut terjadi (Hartono, 2008) yaitu:

- a. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
- b. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi.
- c. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian dari pelaku-pelaku.
- d. Investor adalah individual-individual yang lugas (*naive investor*) dan tidak canggih.

## **B. Anomali Pasar**

Beberapa penelitian menunjukkan adanya suatu ketidakberaturan yang terdeteksi di pasar modal, yang bersifat persisten dan mempunyai dampak yang cukup signifikan sehingga dibakukan sebagai anomali pasar. Anomali pasar ini merupakan tehnik-tehnik atau strategi-strategi yang berlawanan dengan konsep pasar modal yang efisien (Jones, 1998). Hasil yang ditimbulkan oleh anomali pasar ini akan sangat berlawanan dengan yang diharapkan dari konsep-konsep pasar modal dan apa yang menyebabkan hal itu terjadi menjadi pertanyaan bagi para ahli keuangan. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa (event) dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain, seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat (*semi strong*). Pengujian berbasis ada tidaknya anomali menggunakan model pendekatan uji ke belakang (*back tested method*). Pada model pendekatan ini peneliti melakukan pengujian untuk menjawab pertanyaan

bagaimana harga historis (*hystorical price data*) bergerak (berubah) sebagai konsekuensi dari adanya kejadian atau pengamatan. Untuk kuatnya suatu pernyataan atau bukti akan adanya anomali pasar, perlu adanya dukungan yang tidak sedikit. Artinya, beberapa penelitian harus memiliki kesimpulan yang tidak jauh berbeda satu sama lain.

Para investor harus hati-hati dalam memaksimalkan masalah anomali pasar ini sebagai suatu alat dalam mengambil keputusan investasi. Tidak ada jaminan bagi para investor bahwa anomaly pasar akan membantu mereka dalam memperbaiki keputusan investasi karena hasil pengujian empiris mengenai anomali pasar ini bukan merupakan strategi investasi sesungguhnya.

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

Hari perdagangan dilakukan mulai hari Senin sampai dengan hari Jumat. Dalam hal ini terjadi perbedaan *return* antara hari Senin dengan hari-hari lainnya dalam seminggu secara signifikan (Damodaran 1996). Biasanya *return* yang signifikan negatif terjadi pada hari Senin, sedangkan *return* positif terjadi pada hari-hari lainnya. *The day of the week effect* merupakan perbedaan *return* antara hari Senin dengan hari-hari lainnya dalam seminggu secara signifikan. Biasanya *return* yang signifikan negatif terjadi pada hari Senin, sedangkan *return* positif terjadi pada hari-hari lainnya. Fenomena ini merupakan bagian dari anomali teori pasar efisien. Pada teori pasar efisien menyatakan bahwa *return* saham tidak berbeda pada setiap hari perdagangan. Namun fenomena *day of the week effect*, menyatakan bahwa terdapat perbedaan *return* untuk masing-masing hari perdagangan dalam satu minggu dimana pada hari Senin cenderung menghasilkan *return* yang negatif. *Monday Effect* adalah salah satu bagian dari *day of the week effect*. Fenomena *Monday Effect* menyatakan bahwa *return* pada hari Senin cenderung menghasilkan *return* yang negatif, sedangkan *return* positif terjadi pada hari-hari selain Senin.

Berbagai hasil penelitian tentang pola perubahan *return* di pasar modal sangat beragam sekali, diantaranya Lakonishok dan Marbely (1996) melakukan studi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham harian di New York Stock Exchange (NYSE). Mereka menduga bahwa *return* saham di NYSE dipengaruhi oleh pola aktivitas perdagangan harian yang dilakukan oleh investor individual.



Kesimpulannya adalah bahwa hasrat individual melakukan transaksi pada hari Senin cenderung lebih tinggi dari hari perdagangan lainnya. Tingginya aktivitas perdagangan hari Senin tersebut lebih disebabkan oleh keinginan investor individual untuk menjual saham lebih tinggi daripada keinginan investor individual untuk membeli saham sehingga harga saham cenderung rendah untuk perdagangan pada hari Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

Tingginya aksi jual untuk hari perdagangan Senin menurut Dyl dan Maberly (1988) karena adanya kecenderungan informasi yang tidak menyenangkan datang ke pasar setelah perdagangan ditutup pada hari Jumat. Sementara itu, Gibbon dan Hess (1981) menyimpulkan bahwa rata-rata *return* negatif terjadi pada hari Senin. Penman (1987) dalam Suryanto (1999) menemukan bahwa banyaknya pengumuman laba yang negative yang tidak diantisipasi terjadi pada hari Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya dalam minggu yang bersangkutan. Hal ini didukung oleh Abraham dan Ikenberry (1994) yang menjelaskan bahwa investor individual cenderung aktif menjual saham pada hari perdagangan Senin terutama ketika mereka mengetahui adanya berita atau informasi yang buruk di pasar. Hasil penelitian ini kurang lebih sama dengan yang dilakukan oleh Rystrom dan Benson (1989) dalam Algifari (1999) yang melihat *Monday effect* dari sisi psikologis investor dimana mereka berpendapat bahwa investor dalam membuat keputusan investasi tidak hanya melalui pertimbangan rasionalitas ekonomis dan data obyektif saja, namun juga turut dipengaruhi oleh beberapa kondisi seperti kebiasaan, emosi, kondisi psikologis tertentu, serta *mood* masing-masing investor. Karena kenyataan bahwa faktor-faktor psikologis tiap hari adalah berbeda-beda sehingga turut mempengaruhi juga derajat optimisme dan pesimisme setiap harinya. Sebagai contoh, hari Senin merupakan awal dari orang melakukan aktifitas rutin selama satu minggu sehingga orang cenderung kurang senang. Akibatnya pada hari Senin orang merasa lebih pesimistik terhadap saham yang mereka pegang dibandingkan hari lainnya *return* negatif yang terjadi pada hari Senin karena adanya sikap tidak suka terhadap hari Senin, karena hari Senin merupakan hari pertama dari lima hari kerja. Memperkuat adanya bukti *Monday effect* adalah Yuming Li dan Erickson (1993) dalam Suryanto (1999)

menunjukkan bahwa *Monday effect* terutama pada dua minggu terakhir pada bulan yang bersangkutan yaitu pada minggu ke empat dan ke lima.

Sementara itu Ward *et.al* (1987 dalam Nurhamedi, 1999) mencoba menguji pola *return* harian di pasar modal wilayah Amerika Utara, Eropa, dan Australia selama 23 tahun, yakni dari 1 Januari 1962 sampai dengan 31 Desember 1984 dengan hasil menunjukkan adanya efek akhir minggu (*weekend effect*). Penelitian terhadap pola *return* saham harian telah banyak dilakukan di pasar modal luar Amerika seperti oleh Jaffe dan Westerfield (1985) yang menganalisa terjadinya *the day of the week effect* di Australia, Kanada, Jepang, Inggris, serta Amerika Serikat. Hasil penelitian Wong dan Him Dong (1986) terdahulu menemukan hal yang sama di Singapura, dan Anwar dan Muhammad (1998) telah melakukan penelitian sejenis untuk bursa di Kuala Lumpur. Anggrawal dan Rival (1989) meneliti di empat bursa Asia, yaitu Hongkong, Singapura, Malaysia, dan Filipina menunjukkan adanya *day of the week effect* terhadap *return* saham di empat bursa Asia tersebut. Lebih lanjut, Kato (1990) dengan penelitian tentang efek akhir pekan (*weekend effect*) di Amerika (NYSE) terjadi pada hari Senin sedangkan di Jepang (TSE) terjadi pada hari Selasa. Hal ini diduga merupakan akibat semakin terintegrasinya pasar modal di dunia. Lebih jauh, konsisten dengan penelitian sebelumnya Clave, *et.al* (1998) dengan menggunakan KLSE Composite Index dengan periode Januari 1983 sampai dengan Juli 1993 meneliti di bursa efek Kuala Lumpur menemukan suatu bukti empiris yang kuat bahwa *stock return* terendah terjadi pada hari Senin dan *return* saham tertinggi terjadi pada hari Kamis.

Penelitian di Bursa Efek Jakarta dilakukan oleh Riyoso (1996) dengan mengambil periode penelitian 1 Januari 1994 sampai 31 Desember 1995 menyatakan bahwa adanya perbedaan rata-rata *return* yang terjadi diantara hari-hari perdagangan selama satu minggu dan menemukan bahwa *mean return* terendah terjadi pada hari Jumat dan tertinggi pada hari Kamis. Sedangkan Wibisono *et.al* (1996) dengan menggunakan IHSG periode penelitian 1989 hingga 1995 menemukan hal yang berbeda bahwa rata-rata keuntungan pasar harian selama periode penelitian adalah positif pada semua hari perdagangan kecuali hari Selasa. Suryanto (1999) dengan periode penelitian 1996 sampai 1998

mengidentifikasi adanya *Monday effect* di Bursa Efek Jakarta yang ditandai dengan adanya negatif *mean Monday return* pada sebagian minggu-minggu transaksi selama periode penelitian. Lebih lanjut, Algifari (1999) melakukan penelitian untuk periode 1996 dengan mengambil LQ 45 sebagai *proxy* dari market index dengan jumlah sampel sebanyak 30 perusahaan yang telah go public berdasarkan top frekwensi menemukan bukti empiris bahwa *return* saham hari Rabu merupakan yang tertinggi sedangkan *return* saham hari Senin merupakan yang terendah serta adanya abnormal *return* yang positif dan signifikan untuk hari Selasa dan Rabu. Nurhamedi (1999) dengan mengambil periode Januari 1996 sampai dengan Juni 1997 menemukan fenomena *day of the week effect* pada saham sektoral di Bursa Efek Jakarta yang derajatnya tidak berbeda antara sektor industri yang satu dengan sektor industri lainnya. Hari perdagangan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta adalah hari Rabu, sedangkan hari-hari lainnya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Pada hari perdagangan Rabu, kecenderungan *return* yang dihasilkan secara konsisten lebih tinggi dibandingkan hari-hari lainnya dimana dapat disimpulkan bahwa *return* tertinggi di Bursa Efek Jakarta terjadi pada hari Rabu, sedangkan *return* terendah terjadi pada hari-hari lainnya tidak mesti hari Senin sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Algifari. Sementara itu Manurung (2001) dengan menggunakan model yang dipakai oleh French (1980) dengan proxy IHSG dengan periode penelitian Januari 1993 sampai Oktober 2000 secara keseluruhan tidak menemukan adanya *Monday effect* di BEJ namun ada beberapa anomali dalam rentang waktu penelitian tersebut.

Kamaludin menemukan adanya *day of the week effect* pada Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993-2003, dimana *return* terendah terjadi pada hari Senin dan *return* terendah terjadi pada hari Senin dan *return* tertinggi terjadi pada hari Jumat (Kamaludin, 2004). Cahyaningdyah juga berhasil menemukan *day of the week effect* pada hari Senin (*Monday effect*) dan *return* tertinggi terjadi pada hari Jumat (*weekend effect*). Condoyani, et al. menemukan bahwa terjadi *Monday effect* dan *weekend effect* pada beberapa negara diantaranya Amerika Serikat, Inggris, Perancis dan Kanada (Cahyaningdyah, 2005). Pada beberapa pasar modal terdapat kecenderungan *return* terendah terjadi pada hari Senin kemudian *return*

meningkat pada hari-hari lainnya. Bukti empiris lain membuktikan bahwa terjadi suatu pola aktivitas perdagangan harian di NYSE yang dilakukan oleh investor individual, dimana diperoleh hasil bahwa *return* saham pada hari Senin cenderung negatif disbanding hari perdagangan yang lain (Lakonishock dan Maberly, 1990).

#### **D. *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 atau sama dengan nol. *Week-four Effect* bertujuan untuk menguji apakah *return* Senin yang negatif hanya terjadi pada minggu keempat dan kelima.

Sejumlah studi yang menghasilkan bukti empiris telah dilakukan untuk mengungkap adanya *return* negatif pada perdagangan hari Senin. Lakonishok dan Maberly menemukan bahwa investor institusional melakukan sedikit transaksi pada hari Senin dibanding investor individual yang lebih banyak transaksi (Lakonishok dan Maberly 1990). Fenomena *Week-four Effect* ini berhasil diungkap oleh Wang, Li dan Erickson. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa *Monday Effect* signifikan terjadi pada minggu keempat dalam setiap bulan, sedangkan *return* Senin minggu pertama sampai ketiga secara statistik tidak berbeda dengan nol (Wang, Li dan Erickson, 1997). Hal ini berarti bahwa *return* hari Senin negatif yang terbesar terjadi pada minggu keempat. Penelitian tersebut dilakukan terhadap indeks *return* saham (NYSE-AMEX, S&P composite index, serta Nasdaq dengan periode penelitian 1962-1993).

Abraham dan Ikenberry menemukan bahwa keseluruhan rata-rata *return* Senin adalah negatif dan secara substansial merupakan konsekuensi dari informasi yang diumumkan pada sesi perdagangan sebelumnya. Tekanan penjualan dari investor individu pada hari Senin secara substansial lebih tinggi jika didahului oleh *return* negatif yang terjadi pada hari Jum'at. Hal ini

menunjukkan bahwa ada korelasi antara *return* hari Jum'at dan Senin (Abraham dan Ikenberry, 1994).

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Sun dan Tong menguatkan hasil penelitian Wang, Li dan Erickson. Pada penelitian ini digunakan CRSP *value*

*weigted return* dan ditemukan bahwa *return* hari Senin negatif terkonsentrasi pada minggu keempat yaitu antara tanggal 18 s/d 26 setiap bulannya (Sun dan Tong 2002). Hal ini berkaitan dengan tuntutan likuiditas investor individu. Hal ini disebut dengan fenomena *week four effect*.

#### **E. Rogalsky Effect.**

*Rogalsky Effect* merupakan suatu fenomena yang ditemukan oleh seorang peneliti bernama Rogalski pada tahun 1984. Dalam penelitiannya, Rogalski (1984) dalam Cahyaningdyah (2005) menemukan adanya hubungan yang menarik antara fenomena *Day of the Week Effect* dengan *January Effect*, dimana ditemukan bahwa rata-rata *return* negatif pada hari Senin, menghilang pada bulan Januari. Hal ini disebabkan adanya *January Effect*, yaitu adanya kecenderungan *return* yang lebih tinggi pada bulan Januari dibandingkan dengan bulan-bulan yang lainnya. *Rogalski Effect* bisa diartikan sebagai suatu fenomena dimana *return* negatif yang biasa terjadi pada hari Senin (*Monday Effect*) menghilang pada bulan tertentu. Hal ini disebabkan adanya kecenderungan *return* yang lebih tinggi pada bulan tersebut dibandingkan dengan bulan-bulan yang lainnya. Di pasar modal Amerika dikatakan bahwa *return* pada bulan Januari lebih tinggi daripada *return* pada bulan lainnya, sehingga fenomena tersebut dikatakan sebagai *January Effect*. Banyak penelitian yang telah dilakukan di Indonesia untuk menyingkap fenomena *January Effect*, akan tetapi para peneliti tidak menemukan adanya fenomena *January Effect* pada Bursa Efek Indonesia. Beberapa penelitian yang dilakukan pada Bursa Efek Jakarta menyimpulkan bahwa *return* pada bulan April lebih tinggi dibandingkan dengan bulan lainnya atau lebih dikenal dengan sebutan *April Effect*. Hal ini disebabkan oleh ketentuan yang ditetapkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal No.80/PM/1996, yang menyatakan bahwa laporan tahunan harus disertai dengan laporan akuntan dengan pendapat yang lazim dan disampaikan kepada Bapepam 120 hari setelah tanggal tahun tutup buku perusahaan. Hal ini berarti bahwa laporan keuangan maksimum disampaikan pada bulan April (Hendi dan Darmadji, 2001). Oleh karena itu sebelum bulan April dan pada awal bulan April banyak perusahaan yang menyampaikan laporan keuangan tahunan (Usman dan Riphath, 1997). Dengan

adanya praktik manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan terhadap laporan keuangannya menyebabkan sentimen positif bagi perusahaan.

#### **F. *January Effect***

*January Effect* merupakan kecenderungan terjadinya kenaikan harga saham pekan pertama bulan Januari. Adanya kenaikan harga ini didorong oleh aktivitas investor untuk kembali menyusun portofolionya setelah mereka "terbenam" selama liburan akhir tahun. Permintaan investor yang meningkat terhadap instrumen keuangan inilah yang menyebabkan harga mengalami kenaikan. Kenaikan permintaan ini didorong oleh ekspektasi investor yang positif. *January Effect* ini sering juga disebut dengan *Year End Effect*. Anomali ini menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan bahwa keuntungan saham akan menurun pada bulan Desember dan kemudian akan menarik pada awal Januari. Ini terjadi diindikasikan hanya pada perusahaan yang kecil pada akhir tahun oleh para investor untuk mengurangi kerugian dengan pajak pendapatan yang harus dibayarkan pada akhir tahun. Asumsi lain terjadinya *January Effect* karena adanya keinginan perusahaan untuk terlihat lebih baik yang tercermin dalam laporan keuangan tahunan, sehingga manajer perusahaan menjual saham-saham yang dianggap mempunyai nilai kecil pada akhir tahun dan akan membelinya kembali pada awal tahun. Asumsi lain juga menyebutkan bahwa *January Effect* terjadi karena adanya perbedaan informasi di pasar saham pada awal dan akhir tahun sehingga akan menyebabkan in efisiensi informasi. Penyebab lain *return* lebih tinggi pada bulan Januari diantaranya terletak pada adanya pajak, biaya transaksi, kenaikan resiko pada bulan Januari ketika perusahaan menerbitkan laporan tahunan dan sebagainya. Beberapa hipotesis ini tidak konsisten dengan keberadaan pasar modal yang efisien dan nampaknya belum satu hipotesispun yang mampu menjelaskan fenomena tersebut.

Secara historis, *January Effect* hanya akan berdampak pada saham-saham yang memiliki kapitalisasi kecil (*small caps*) daripada saham dengan kapitalisasi menengah (*mid caps*) dan besar (*big caps*). Hal ini secara teori dapat dijelaskan bahwa saham dengan kapitalisasi rendah memiliki akselerasi yang lebih cepat untuk meningkat harganya meskipun volume dan nilai transaksinya relatif tidak

besar. Tetapi saham *mid caps* dan *big caps* membutuhkan volume dan nilai transaksi yang relatif lebih besar untuk menggerakkan harga sahamnya.

### III. PENUTUP

Dari pembahasan di atas dapat disimpulkan dua hal penting. Pertama, pertanyaan yang muncul berkenaan dengan teori pasar efisien adalah apakah pasar benar-benar telah efisien. Jawaban atas pertanyaan tersebut bisa bermacam-macam dan mungkin belum ada kesimpulan yang pasti.

Kedua, adanya anomali di pasar yang dalam banyak hal membuktikan penentangan atas hipotesis pasar efisiensi kemungkinan merupakan bukti dan sekaligus tantangan bahwa hipotesis pasar efisien harus terus diuji. Ditemukannya anomali di pasar tidak serta merta menggugurkan hipotesis pasar efisien, karena anomali yang ada sepertinya hanya terkait dengan bentuk pasar efisien semi kuat. Artinya, suatu informasi yang baru masuk ke pasar (menjadi publik) dapat mempengaruhi harga sekuritas.

Berkaitan dengan kesimpulan tadi, ada dua hal yang mungkin menarik untuk dijadikan bahan pemikiran. Pertama, mengingat belum konsistennya bukti yang mendukung atau menolak hipotesis pasar efisien, maka dapat dilakukan penelitian lanjutan sehingga dapat diperoleh konfirmasi lebih mendalam. Kedua, beberapa penelitian sudah pernah dilakukan untuk menguji tingkat efisiensi pasar modal Indonesia dimana hasil yang diperoleh masih belum menunjukkan adanya kata sepakat. Adalah peluang bagi peneliti keuangan dan akuntansi untuk mencoba mengupas lebih lanjut tentang pasar modal Indonesia. Pengujian tentang anomali pasar tetap menjadi acuan yang menarik bagi peneliti keuangan dan akuntansi untuk melihat sejauh mana kecepatan perubahan harga (*speed of adjustment*) atas masuknya informasi baru ke pasar.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abraham, A dan D. Ikenbery. 1994. *The Individual Investor and the Weekend Effect*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 263-277
- Ahmad, Z dan Simon Hussain. 2001. *KLSE Long Run Overreaction and The Chinese New Year Effect*. Journal of Business Finance and Accounting. Vol 28, p.1-2
- Algifari. 1998. *Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta*. Tesis (Tidak Dipublikasikan). Universitas Gadjah Mada Yogyakarta
- Banz, R. 1981. *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock*. Journal of Financial Economic. Vol. 9: 3-18.
- Cahyaningdyah, D. 2005. *Analisis Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham : Pengujian Week-Four Effect dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia. Vol.20, No.2, hal. 175-186
- Chatterjee, Amitava.. 2000. *Market Anomalies Revisited*. Journal of Applied Business Research. Vol: 13 No.4
- Chotigeat, T and I.M. Pandey., 2005. *Seasonality In Asia's Emerging Markets:India and Malaysia*. Internasional Trade and Finance Association. Paper 53
- Damodaran, Aswath. 1996. *Investment Valuation*. New York: John Wilwy and Sons. Inc.
- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J., 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Gibbons, M. and Hess, P. 1981. *Day of the week effects and assets return*. Journal of Business. 54: 579-596
- Hendi Fakhruddin dan Tjiptono Darmadji. 2001. *Pasar Modal Indonesia*. Edisi pertama. Jakarta : Salemba Empat
- Haugen R., and P. Jorion., 1966. *The January Effect : Still There after ll These Years*. Financial Analyst Journal. Vol:52:27-31.



- Jogiyanto Hartono. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Keenam. BPFE Yogyakarta
- Jones, Charles P. 1998. *Investment: Analysis and Management*, John Wiley and Son, California, 6th Edition.
- Jones, Jones, C.P., 2000, *Investments: Analysis and Management*, 7 ed., New York, NY
- John Wiley & Sons, Inc.Lamoureux, Christopher G., and Sanger, Gary C., 1989. *Firm Size and Turn-of-the-Year Effects in the OTC / NASDAQ Market*. The Journal of Finance, Vol. XLIV No. (5).
- Kamaludin. 2004. *Calender and Daily Information Effect In Jakarta Stock Exchange*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Th XIV, No. 3. 273-292
- Lakonishok, J and E. Maberly, 1990. *The Weekend Effect: Trading Paaterns of Individual and Institutional Investor*. Journal of Finance. Vol. XLV, No. 1, 231-243
- Manurung, Adler Haymans, 2001. *Efek Akhir Pekan dan Januari di BEJ? Usahawan*. No. 03. Th XXX, Maret 2001
- Reinganum, Marc R., 1992. *A Revival of the Smal-Firm Effect*. Journal of Portofolio Management, Vol:18 Iss:3 p:55-62.
- Ritter, Jay R dan Ziemba, William T., 1988. *The Buying and Selling Behaviour of Individual Investor at the Turn of the Year*. Journal of Finance, Vol:43 Iss:3 p:701-719
- Robert A. Haugen dan Philippe Jorion., 1996. *The January Effect: Still There after All These Years*. Financial Analyst Journal. January-February
- Rathinasamy, R.S dan Krishna G. Mantripragada., 1996. *The January Size Effect Revisited: Is it A Case of Risk Mismeasurement?* Journal of Financial and Strategic Decisions. Vol:9 No. 3
- Rogalski, R.J. 1984. *New Findings Regarding Day of The Week Returns Over Trading and non-Trading periods: a Note*. Journal of Finance, December, 1603-1614
- R. Christie-David and M. Chaudhry., 2000. *January Anomalies: Implications for the Market's Incorporation of News*. The Financial review. Vol:3 p.79-96

- Sharpe, W.F., Alexander, G.J, and Bailey, J.V., 1995, *Investments*. Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Sun, Q and W.H.S Tong. 2002. *Another New Look at The Monday Effect*. Journal of Business Finance and Accounting. 1123-1147
- Usman, Marzuki dan Riphath Singgih. 1997. *Pengetahuan Pasar Modal*. Jakarta : Institute Bankir Indonesia
- Wang, K, Y. Li, and J. Erickson. 1997. *A New Look at The Monday Effect*. Journal of Finance, Vol LII, No.5 2171-2186