

FENOMENA *THE MONDAY EFFECT* DI BURSA EFEK JAKARTA

ANTARIKSA BUDILEKSMANA
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

ABSTRACT

There is seasonal anomaly in financial markets called the Monday effect, which occurs when the return on stock markets is significantly negative on Monday. The presence of these anomalies violates the weak form of market efficiency because stock returns are not random, but are predictable based on certain calendar effects. The objective of this research is to empirically re-examine the presence of the Monday effect anomalies. The sample used in this study are stock market index at Jakarta Stock Exchange (JSX), with the proxy IHSG, over 1999 to 2004. The major conclusion of this study is that Monday returns are significantly negative and are lower than returns during the rest of the week at Jakarta Stock Exchange (JSX). We also confirm the evidence that: (1) Monday returns are significantly driven by previous Friday returns, and (2) the Monday effect is unstable and significantly time-varying over the 1999-2004. Otherwise, we can not confirm previous studies, where this study documented that negative Monday effect does not occur primarily in the last two weeks of the month.

Keywords : *the Monday effect, weak form efficient market, Monday returns, Friday returns, last two weeks, time-varying.*

LATAR BELAKANG

Banyak literatur dalam bidang keuangan memusatkan pembahasan pada *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effect* (efek kalender) pada pasar finansial. Anomali tersebut melanggar hipotesis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah disebabkan adanya *return* yang tidak *random*, tetapi dapat diprediksi berdasarkan pengaruh kalender tertentu. Salah satu anomali musiman yang pernah dianalisis adalah *the Monday effect*, yaitu ketika *return* saham secara signifikan negatif pada hari Senin. Hal ini menyebabkan apabila *return* pada hari Senin dapat diprediksi, maka dapat dirancang suatu pedoman yang dapat memanfaatkan pola musiman tersebut untuk mendapatkan *return* abnormal. Padahal pada pasar yang efisien, seharusnya tidak akan muncul suatu pola pergerakan harga yang bersifat konstan dan bisa dimanfaatkan untuk mendapatkan *return* abnormal.

Penelitian tentang *the Monday effect* pertama kali dilakukan oleh Fields (1931), yang kemudian dilanjutkan oleh French (1980), Lakonishok dan Maberly (1990), Kamara (1997), Jaffe, Westerfield dan Ma (1989), Abraham dan Ikenberry (1994), Wang, Li dan Erickson (1997), Mehdian dan Perry (2001) serta Sun dan Tong (2002), yang membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah berbeda dengan *return* pada hari-hari lainnya.

Penelitian oleh Jaffe, Westerfield dan Ma (1989) juga membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah dipengaruhi oleh kondisi pasar selama minggu sebelumnya. Hal ini didukung hasil penelitian Abraham dan Ikenberry (1994) yang membuktikan bahwa *the Monday effect* adalah sebagian besar dipengaruhi oleh terjadinya *return* yang negatif pada hari Jumat sebelumnya.

Penelitian yang baru saja dilakukan oleh Sun dan Tong (2002) membuktikan bahwa *the Monday effect* di pasar Amerika Serikat adalah terkonsentrasi pada dua Senin terakhir setiap bulannya. Selain itu, penelitian tersebut juga membuktikan bahwa *return* pada hari Senin yang negatif tersebut dipengaruhi oleh terjadinya *return* yang negatif pada hari Jumat sebelumnya.

Penelitian di pasar modal Amerika Serikat menemukan bahwa *the Monday effect* adalah terkonsentrasi pada hari Senin dua minggu terakhir setiap bulannya (Wang, Li dan

Erickson, 1997). Anomali *the Monday effect* juga relatif berbeda antara indeks saham pasar yang besar (*large-cap*) dan indeks saham pasar yang kecil (*small-cap*). Sejak tahun 1987, *the Monday effect* cenderung sudah tidak muncul pada indeks *large-cap* tetapi cenderung masih muncul pada indeks *small-cap* (Mehdian dan Perry, 2001).

Penelitian mengenai fenomena *the Monday effect* di Indonesia dilakukan oleh Tahar dan Indrasari (2004). Penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan sampel saham yang termasuk dalam LQ-45, menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang negatif pada hari Senin. Sedangkan untuk hari-hari yang lain menunjukkan *abnormal return* yang positif.

Karena belum banyaknya penelitian mengenai *the Monday effect* di pasar modal di Indonesia, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai fenomena *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Fokus analisis penelitian ini ditekankan pada *return* pasar, dan mengambil perioda pengamatan 1999-2004.

TUJUAN PENELITIAN

Tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk membuktikan secara empiris apakah *return* di Bursa Efek Jakarta pada hari Senin berbeda dengan *return* pada hari-hari lainnya.
2. Untuk membuktikan secara empiris apakah *return* yang terendah pada hari Senin di Bursa Efek Jakarta terkonsentrasi pada Senin dua minggu terakhir setiap bulannya.
3. Untuk membuktikan secara empiris apakah *return* pada hari Senin di Bursa Efek Jakarta dipengaruhi oleh terjadinya *return* pada hari Jumat sebelumnya.
4. Untuk membuktikan secara empiris bagaimana stabilitas munculnya gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun.

PENURUNAN HIPOTESIS

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

Anomali tersebut melanggar hipotesis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah. Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menganggap bahwa informasi yang terkandung dalam harga saham historis adalah sepenuhnya tergambarkan dalam harga saham yang sekarang, dan informasi tersebut tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *excess return* (Elton dan Gruber, 2000).

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

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

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

Mehdian dan Perry (2001) melakukan penelitian tentang *the Monday effect* pada lima indeks pasar finansial di Amerika Serikat sejak tahun 1964 sampai dengan 1998.

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

Penelitian yang dilakukan oleh Tahar dan Indrasari (2004) menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan munculnya fenomena *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian dengan sampel saham perusahaan yang termasuk dalam LQ-45 tersebut membuktikan adanya *abnormal return* yang negatif pada hari Senin, sedangkan untuk hari-hari yang lain menunjukkan *abnormal return* yang positif.

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

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

Penelitian di pasar modal Amerika Serikat menemukan bahwa *the Monday effect* adalah terkonsentrasi pada hari Senin dua minggu terakhir setiap bulannya (Wang, Li dan Erickson, 1997). Hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sun dan Tong (2002) di pasar modal Amerika Serikat. Penelitian ini menunjukkan bahwa *the Monday effect* adalah terkonsentrasi pada dua Senin terakhir setiap bulannya.

Anomali *the Monday effect* kemungkinan berhubungan dengan masalah likuiditas. Dari hasil penelitian yang lain, *the Monday effect* juga dipengaruhi oleh perilaku investor individu di pasar. Hal ini didukung dengan temuan Lakonishok dan Maberly (1990) yang membuktikan bahwa pada hari Senin investor individual lebih banyak bertransaksi daripada investor institusional, dan permintaan penjualan ternyata lebih mendominasi. Apabila investor individu masuk atau keluar dari pasar karena alasan likuiditas, dan likuiditas adalah bersifat musiman, maka pola perdagangan investor individual adalah juga bersifat musiman (Sun dan Tong, 2002). Hal ini disebabkan banyaknya pembayaran bulanan yang harus dilakukan pada saat mendekati akhir bulan. Sehingga pada saat tersebut diperlukan likuiditas yang lebih intensif. Oleh karena itu, individual cenderung membeli saham pada awal bulan dan menjualnya pada akhir bulan.

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

H2 : *Return* yang terendah pada hari Senin di Bursa Efek Jakarta terkonsentrasi pada Senin dua minggu terakhir setiap bulannya.

Penelitian yang dilakukan oleh Jaffe, Westerfield dan Ma (1989) membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah dipengaruhi oleh kondisi pasar selama minggu sebelumnya. Hal ini didukung oleh hasil penelitian oleh Mehdian dan Perry (2001) yang dilakukan di pasar modal di Amerika Serikat. Penelitian ini menunjukkan bahwa *return* pada hari Senin tidak *random*, dan dapat diprediksi secara sistematis berdasarkan kondisi pasar minggu sebelumnya.

Secara lebih spesifik, penelitian yang dilakukan oleh Abraham dan Ikenberry (1994) membuktikan bahwa *the Monday effect* sebagian besar dipengaruhi oleh terjadinya *return* yang negatif pada hari Jumat sebelumnya. Sun dan Tong (2002) juga membuktikan bahwa *return* pada hari Senin yang negatif dipengaruhi oleh terjadinya *return* yang negatif pada hari Jumat sebelumnya.

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

H3 : *Return* pada hari Senin di Bursa Efek Jakarta dipengaruhi oleh terjadinya *return* pada hari Jumat sebelumnya.

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

Sedangkan hasil penelitian menunjukkan Mehdiان dan Perry (2001) bahwa munculnya gejala *the Monday effect* adalah tidak stabil dan secara signifikan bervariasi dari waktu ke waktu selama periode 1964-1998. Penelitian yang dilakukan pada lima indeks saham yaitu SP500, NYSE dan DJCOMP yang dikelompokkan dalam *large-cap*, serta RUSSELL dan NASDAQ yang dikelompokkan dalam *small-cap* menunjukkan bahwa terjadi *reversal* sejak tahun 1987, dimana gejala *the Monday effect* cenderung sudah tidak muncul pada indeks *large-cap*, tetapi di lain pihak cenderung masih muncul pada indeks *small-cap*.

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

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

H4 : Koefisien dalam hubungan struktural tidak sama sepanjang waktu dari pengamatan data.

DATA PENELITIAN

Fokus analisis penelitian ini ditekankan pada *return* pasar, sehingga data yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks pasar dari Bursa Efek Jakarta (BEJ). Indeks yang digunakan sebagai *proxy* berupa Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data meliputi IHSG harian dari tahun 1999 sampai dengan 2004, sehingga diperoleh data sebanyak 1.459 indeks. Data diperoleh dari Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada.

METODA ANALISIS

1. Variabel Dependen.

Variabel dependen dari persamaan-persamaan regresi yang digunakan untuk pengujian hipotesis penelitian ini berupa *return* harian dari indeks pasar. Adapun *return* harian dari indeks saham dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_t = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1} \quad (1)$$

Dimana :

R_t : *Return* harian indeks saham pada hari t.

$IHSG_t$: IHSG pada hari t.

$IHSG_{t-1}$: IHSG pada hari t-1.

2. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 dengan menggunakan persamaan regresi yang sebagai berikut (French, 1980):

$$R_t = a_1 \text{ SEN} + a_2 \text{ SEL} + a_3 \text{ RAB} + a_4 \text{ KAM} + a_5 \text{ JUM} \quad (2)$$

Dimana :

R_t : *Return* harian indeks saham pada hari t yang dihitung dengan persamaan (1) di muka.

SEN : Variabel *dummy*, yang diberikan nilai 1 apabila hari t jatuh pada hari Senin dan diberikan nilai 0 apabila jatuh pada hari selain Senin.

SEL : Variabel *dummy*, yang diberikan nilai 1 apabila hari t jatuh pada hari Selasa dan diberikan nilai 0 apabila jatuh pada hari selain Selasa.

RAB, KAM, JUM : Variabel *dummy* untuk hari Rabu, Kamis dan Jumat, seperti halnya variabel SEN dan SEL untuk hari Senin dan Selasa di muka.

3. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 dengan menggunakan persamaan regresi sebagai berikut (Sun dan Tong, 2002) :

$$R_t = a_1 \text{ SEN1} + a_2 \text{ SEN2} + a_3 \text{ SEN3} + a_4 \text{ SEN4} + a_5 \text{ SEN5} \quad (3)$$

Dimana :

R_t : *Return* harian indeks saham pada hari Senin ke-t.

SEN1 : Variabel *dummy*, yang diberikan nilai 1 apabila hari Senin ke-t jatuh pada minggu ke-1 dan diberikan nilai 0 apabila jatuh pada bukan minggu ke-1.

SEN2 : Variabel *dummy*, yang diberikan nilai 1 apabila hari Senin ke-t jatuh pada minggu ke-2 dan diberikan nilai 0 apabila jatuh pada bukan minggu ke-2.

SEN3, SEN4, SEN5 : Variabel *dummy* untuk hari Senin minggu ke-3, ke-4 dan ke-5, seperti halnya hari Senin pada minggu ke-1 dan ke-2 di muka.

4. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis 3 dengan menggunakan persamaan regresi sebagai berikut (Sun dan Tong, 2002):

$$R_t = a_1 + a_2 R_{\text{JUM}} + e \quad (4)$$

Dimana :

R_t : *Return* pada hari Senin pada minggu t.

R_{JUM} : *Return* pada hari Jumat yang mendahului hari Senin pada minggu t.

5. Pengujian Hipotesis 4

Yang dimaksud stabilitas mengenai gejala *the Monday effect* adalah apakah munculnya gejala *the Monday effect* selalu stabil atukah terjadi perubahan sepanjang periode pengamatan. Untuk melihat stabilitas mengenai gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun, maka akan dilakukan pengujian stabilitas data dengan menggunakan *Chow breakpoint test*.

Chow test di sini berfungsi sebagai pengujian stabilitas struktural (*test of structural stability*). Struktur atau model yang stabil adalah koefisien dalam hubungan struktural akan sama sepanjang waktu dari pengamatan data.

Pengujian kesamaan koefisien untuk persamaan regresi dilakukan dengan pengujian nilai F. Nilai F dapat dihitung dengan rumus (Ghozali, 2001):

$$F = \frac{(SSRr - SSRu)/r}{SSRu/(n - k)} \quad (5)$$

Dimana:

SSRr : *Sum of Squared Residual – restricted regression*

SSRu : *Sum of Squared Residual – unrestricted regression*

n : Jumlah observasi

r : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*

k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*

Sum of Squared Residual–restricted regression adalah *Sum of Squared Residual* yang dihasilkan dari analisis regresi sepanjang waktu dari pengamatan data, yaitu tahun 1999-2004. Sedangkan *Sum of Squared Residual–unrestricted regression* adalah *Sum of Squared Residual* yang dihasilkan dari analisis regresi pada kedua perioda pengamatan yang dipisahkan oleh *breakpoint*.

Apabila nilai F-statistik lebih kecil dari F tabel, maka dapat dikatakan bahwa terdapat stabilitas struktural yaitu koefisien dalam hubungan struktural akan sama sepanjang waktu dari pengamatan data. Tetapi apabila nilai F-statistik lebih besar dari F tabel, maka dapat dikatakan bahwa koefisien kedua perioda pengamatan adalah berbeda secara signifikan.

HASIL EMPIRIS

1. Pengujian Hipotesis 1

Variabel dependen dari persamaan regresi yang digunakan untuk pengujian hipotesis 1 berupa *return* harian dari indeks pasar. Dari data IHSG harian sebanyak 1.459 data, diperoleh *return* harian sebanyak 1.458 data.

Berdasarkan analisis regresi maka diperoleh koefisien dan nilai t beserta signifikansinya untuk tiap-tiap parameter nampak pada Tabel 1. Pada Tabel 1 nampak bahwa koefisien untuk variabel SEN adalah negatif dan mempunyai nilai t yang signifikan pada *level 1%*. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat *return* hari Senin yang negatif secara signifikan. Apabila dibandingkan dengan hari-hari lain, nampak bahwa koefisien untuk variabel atau hari lain adalah positif. Hal ini membuktikan bahwa terdapat gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta selama perioda sampel 1999-2004.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *return* pasar di Bursa Efek Jakarta pada hari Senin adalah relatif dapat diprediksi akan mempunyai *return* yang negatif. Atau dengan kata lain, *return* pasar di Bursa Efek Jakarta dapat diprediksi berdasarkan pengaruh kalender tertentu. Anomali tersebut melanggar hipotesis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah disebabkan adanya *return* yang tidak *random*, tetapi dapat diprediksi berdasarkan pengaruh kalender tertentu. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka hipotesis 1 adalah diterima.

Hasil penelitian ini berhasil mengkonfirmasi hasil penelitian *the Monday effect* di pasar modal Indonesia yang dilakukan oleh Tahar dan Indrasari (2004). Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian tentang *the Monday effect* di pasar modal Amerika Serikat yang dilakukan oleh Fields (1931), French (1980), Lakonishok dan Maberly (1990), Kamara (1997), Jaffe, Westerfield dan Ma (1989), Abraham dan Ikenberry (1994), Wang, Li dan Erickson (1997), Mehdi dan Perry (2001) serta Sun dan Tong (2002), yang membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah berbeda dengan *return* pada hari-hari lainnya.

2. Pengujian Hipotesis 2

Variabel dependen dalam persamaan regresi untuk menguji hipotesis 2 berupa *return* harian indeks saham pada hari Senin. Dari total data *return* harian sebanyak 1.458 data, diperoleh *return* harian untuk hari Senin sebanyak 282 data.

Berdasarkan analisis regresi maka diperoleh koefisien dan nilai t beserta signifikansinya untuk tiap-tiap parameter adalah nampak pada Tabel 2. Pada Tabel 2 nampak bahwa koefisien untuk variabel SEN2 menunjukkan nilai yang negatif yang signifikan pada level 1%. Hal ini dapat dikatakan bahwa hari Senin minggu kedua mempunyai *return* yang negatif secara signifikan. Sedangkan koefisien untuk variabel SEN1 menunjukkan nilai yang positif dan koefisien untuk variabel SEN3, SEN 4 dan SEN 5 masing-masing adalah bernilai negatif. Walaupun koefisien untuk variabel SEN 4 dan SEN 5 masing-masing adalah bernilai negatif tetapi apabila dilihat dari nilai signifikansinya adalah tidak signifikan. Hal ini tidak membuktikan bahwa *the Monday effect* adalah terkonsentrasi pada hari Senin minggu keempat dan kelima, atau dua minggu terakhir setiap bulannya. Jadi secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa hari Senin minggu kedua mempunyai *return* yang paling rendah secara signifikan dibandingkan dengan *return* pada hari Senin minggu-minggu lainnya. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka hipotesis 2 adalah ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Wang, Li dan Erickson (1997), Lakonishok dan Maberly (1990) serta Sun dan Tong (2002) yang menemukan bahwa *the Monday effect* adalah terkonsentrasi pada hari Senin dua minggu terakhir setiap bulannya.

Tetapi hasil penelitian ini juga belum bisa membuktikan bahwa di pasar modal di Indonesia, investor institusional lebih banyak bertransaksi daripada investor individual. Seperti yang dikemukakan oleh Sun dan Tong (2002) bahwa *the Monday effect* adalah terkonsentrasi pada hari Senin dua minggu terakhir setiap bulannya disebabkan investor individual lebih banyak bertransaksi daripada investor institusional dan pola perdagangan investor individual adalah bersifat musiman, yaitu investor individual cenderung membeli saham pada awal bulan dan menjualnya pada akhir bulan.

3. Pengujian Hipotesis 3

Variabel dependen dan independen dalam persamaan regresi untuk menguji hipotesis 3 berupa *return* harian untuk hari Senin dan *return* harian untuk hari Jumat. *Return* harian untuk hari Senin sebanyak 282 data dan *return* harian untuk hari Jumat sebanyak 287 data. Tetapi untuk data yang berpasangan secara lengkap, hanya terdiri dari 265 pasang data.

Berdasarkan analisis regresi maka diperoleh koefisien dan nilai t beserta signifikansinya untuk tiap-tiap parameter adalah nampak pada Tabel 3. Berdasarkan Tabel 3, maka nampak bahwa koefisien variabel RJUM adalah positif dan mempunyai nilai t yang signifikan secara statistik pada level 1%. Hal ini membuktikan bahwa *return* pada hari Senin secara signifikan dipengaruhi oleh *return* hari Jumat pada minggu sebelumnya. Dilihat dari nilai koefisien yang positif, apabila *return* pada hari Jumat sebelumnya negatif, maka pada hari Senin dapat diprediksi akan mempunyai *return* yang cenderung negatif juga. Demikian pula sebaliknya.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *return* pasar di Bursa Efek Jakarta pada hari Senin tidak *random* dan dapat diprediksi secara sistematis berdasarkan kondisi pasar hari Jumat minggu sebelumnya. Anomali tersebut melanggar hipotesis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka hipotesis 3 adalah diterima.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Abraham dan Ikenberry (1994) serta Sun dan Tong (2002) yang membuktikan bahwa *the Monday effect* sebagian besar dipengaruhi oleh terjadinya *return* yang negatif pada hari Jumat sebelumnya. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Jaffe, Westerfield dan Ma (1989) serta Mehdiان dan Perry (2001) yang membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah dipengaruhi oleh kondisi pasar selama minggu sebelumnya.

4. Pengujian Hipotesis 4

Untuk melihat stabilitas mengenai gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun, maka pengujian stabilitas data dengan menggunakan *Chow test* dilakukan dengan menentukan *breakpoint* pada setiap awal tahun. Berdasarkan periode pengamatan tahun 1999-2004, maka akan diperoleh lima *breakpoint*.

Dari *Chow test* yang dilakukan dari tahun ke tahun, maka diperoleh hasil pengujian pada Tabel 4. Berdasarkan Tabel 4 nampak bahwa nilai F-statistik untuk lima *breakpoint*. Apabila dibandingkan dengan F tabel yang sebesar 2,21, nilai F-statistik untuk *breakpoint* pada 2 Januari 2001, 2 Januari 2002 dan 2 Januari 2004 adalah tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien kedua periode pengamatan yang dipisahkan dengan *breakpoint* 2 Januari 2001 adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1999-2004. Demikian juga *breakpoint* pada 2 Januari 2002 dan 2 Januari 2004.

Tetapi di lain pihak, nilai F-statistik untuk *breakpoint* pada 4 Januari 2000 dan 2 Januari 2003 adalah signifikan pada level 5%. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien kedua periode pengamatan yang dipisahkan dengan *breakpoint* 2 Januari 2000 adalah berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1999-2004. Atau dengan kata lain koefisien dalam hubungan struktural tidak sama sepanjang waktu dari pengamatan data. Demikian juga halnya dengan *breakpoint* pada 2 Januari 2003.

Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat stabilitas struktural sepanjang periode pengamatan. Atau dapat dikatakan bahwa tidak terdapat stabilitas munculnya gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun sepanjang periode pengamatan tahun 1999-2004. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka hipotesis 4 adalah diterima.

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat stabilitas munculnya gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun sepanjang periode pengamatan tahun 1999-2004. Hasil penelitian ini berhasil mengkonfirmasi penelitian yang dilakukan oleh Kamara (1997) serta Mehdian dan Perry (2001), bahwa munculnya gejala *the Monday effect* tidak stabil dan bervariasi dari waktu ke waktu.

5. Pengujian *Breakpoint*

Berdasarkan hasil *Chow test* dengan *breakpoint* pada setiap awal tahun, maka dilakukan *Chow test* lebih lanjut dengan *breakpoint* hari-hari di sekitar *breakpoint* yang signifikan yaitu 4 Januari 2000 dan 2 Januari 2003. Pengujian ini bertujuan untuk mencari secara lebih tepat, pada tanggal berapa periode terjadi *breakpoint* ketidakstabilan munculnya gejala *the Monday effect* dan sampai dengan tanggal berapa.

Untuk *breakpoint* 4 Januari 2000, hasil *Chow test* pada tanggal-tanggal di sekitarnya nampak pada Tabel 5. Berdasarkan Tabel 5 nampak bahwa untuk periode jendela dari tanggal 30 Agustus 1999 sampai dengan 28 April 2000, mempunyai nilai F-statistik yang signifikan pada 5%. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien pada periode jendela ini adalah berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1999-2004.

Sedangkan sebelum periode jendela tersebut, yaitu tanggal 27 Agustus 1999 dan sebelumnya mempunyai nilai F-statistik yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien pada periode sampai dengan tanggal 27 Agustus 1999 adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien total periode pengamatan tahun 1999-2004. Demikian pula setelah periode jendela yaitu tanggal 1 Mei 2000 dan seterusnya mempunyai nilai F-statistik yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien pada periode setelah tanggal 1 Mei 2000 adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1999-2004.

Dari tabel 5 juga nampak bahwa untuk *breakpoint* tanggal 1 Februari 2000 mempunyai nilai F-statistik yang paling tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa pada

breakpoint ini, koefisien kedua perioda pengamatan adalah mempunyai perbedaan yang paling besar dengan koefisien total perioda pengamatan tahun 1999-2004.

Untuk *breakpoint* 2 Januari 2003, hasil *Chow test* pada tanggal-tanggal di sekitarnya nampak pada Tabel 6. Berdasarkan Tabel 6 nampak bahwa untuk perioda jendela dari tanggal 29 Nopember 2002 sampai dengan 7 Mei 2003, mempunyai nilai F-statistik yang signifikan pada 5%. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien pada perioda jendela ini adalah berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total perioda pengamatan tahun 1999-2004.

Sedangkan sebelum perioda jendela tersebut, yaitu tanggal 28 Nopember 2002 dan sebelumnya mempunyai nilai F-statistik yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien pada perioda 1 Mei 2000 (lihat tabel 6) sampai dengan tanggal 28 Nopember 2002 adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien total perioda pengamatan tahun 1999-2004. Demikian pula setelah perioda jendela yaitu tanggal 8 Mei 2003 dan seterusnya mempunyai nilai F-statistik yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien pada perioda setelah tanggal 8 Mei 2003 adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total perioda pengamatan tahun 1999-2004.

Dari tabel 6 juga nampak bahwa untuk *breakpoint* tanggal 17 Maret 2003 mempunyai nilai F-statistik yang paling tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa pada *breakpoint* ini, koefisien kedua perioda pengamatan adalah mempunyai perbedaan yang paling besar dengan koefisien total perioda pengamatan tahun 1999-2004.

G. KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Penelitian mengenai *the Monday effect* di pasar modal sebenarnya telah lama dilakukan, yaitu sejak yang pertama kali dilakukan oleh Fields (1931). Akan tetapi penelitian lebih banyak dilakukan di pasar modal Amerika Serikat.

Dalam penelitian ini, peneliti ingin melihat bagaimana fenomena *the Monday effect* yang terjadi di pasar modal di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Fokus analisis penelitian ini ditekankan pada *return* pasar, dan mengambil perioda pengamatan 1999-2004.

Dari pengujian yang telah dilakukan, peneliti menemukan bahwa :

- Dengan perioda pengamatan pada *return* pasar tahun 1999-2004, pengujian membuktikan bahwa terdapat *return* yang negatif secara signifikan pada hari Senin, dan *return* untuk hari lain adalah positif. Atau dengan kata lain terdapat gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta.
- Hari Senin minggu kedua mempunyai *return* yang paling rendah secara signifikan dibandingkan dengan *return* pada hari Senin minggu-minggu lainnya. Atau dengan kata lain *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta adalah tidak terkonsentrasi pada hari Senin dua minggu terakhir setiap bulannya, tetapi terkonsentrasi pada hari Senin minggu kedua setiap bulannya.
- Return* pada hari Senin di Bursa Efek Jakarta berkorelasi secara positif terhadap *return* hari Jumat pada minggu sebelumnya. Atau dapat dikatakan bahwa *return* pada hari Senin tidak *random*, dan dapat diprediksi secara sistematis berdasarkan kondisi pasar hari Jumat minggu sebelumnya.
- Munculnya gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta tidak stabil dan bervariasi dari tahun ke tahun sepanjang perioda pengamatan tahun 1999-2004.
- Berdasarkan analisis *breakpoint* secara lebih terinci, maka ditemukan bahwa *breakpoint* pertama adalah perioda 30 Agustus 1999-28 April 2000. Sedangkan *breakpoint* kedua adalah perioda 29 Nopember 2002-7 Mei 2003. Dan untuk tanggal 1 Februari 2000 dan 17 Maret 2003 merupakan *breakpoint* dengan nilai F-statistik yang paling tinggi untuk masing-masing perioda tersebut..

2. Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini dilakukan hanya dalam rentang waktu 1999-2004. Keterbatasan rentang waktu penelitian belum sepenuhnya dapat digunakan sebagai dasar untuk melakukan generalisasi mengenai gejala munculnya *the Monday effect* di Bursa efek Jakarta. Dalam penelitian selanjutnya diharapkan peneliti dapat memperbesar rentang waktu penelitian agar dapat digunakan sebagai dasar yang lebih baik untuk melakukan generalisasi.

REFERENSI

- Abraham, A. and D. Ikenberry, 1994, The Individual Investor and the Weekend Effect, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, pp. 263-277.
- Elton, Edwin J., and Martin J. Gruber, 2000, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley and Sons.
- Fields, M.J., 1931, Stock Prices: A Problem in Verification, *Journal of Business*.
- French, K. R., 1980, Stock Returns and the Weekend Effect, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp.55-70.
- Ghozali, Imam, 2001, *Aplikasi Analisis Multivariate*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hensel, C. and W. Ziemba, 1996, Investments Results from Exploiting Turn-of-the-Month Effects, *Journal of Portfolio Management*, Spring, pp.17-23.
- Jaffe, J., R. Westerfield and C. Ma, 1989, A Twist on the Monday Effect in Stock Prices: Evidence from the US and Foreign Stock Markets, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, pp.641-650.
- Kamara, A, 1997, New Evidence on the Monday Seasonal in Stock returns, *Journal of Business*, Vol. 70, pp. 63-84.
- Lakonishok, J. and E. Maberly, 1990, The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 231-243.
- Mehdian, Seyed and Mark J. Perry, 2001, The Reversal of the Monday Effect: New Evidence from US Equity Markets, *Journal of Business Finance & Accounting*, Sept/Oct, pp.1043-1065.
- Sun, Qian and Wilson H.S. Tong, 2002, Another New Look at the Monday Effect, *Journal of Business Finance & Accounting*, Sept/Oct, pp. 1123-1147.
- Tahar, Afrizal dan Arum Indrasari, 2004, Analisis Pengaruh Day of the Week Effect terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Juli, h. 131-146.
- Wang, K., Y. Li and J. Erickson, 1997, A New Look at the Monday Effect, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 2171-2186.

Tabel 1
Hasil Regresi Return Harian

Parameter	Koefisien	t-statistik	Sig.	Kesimpulan
SEN	-,002	-2,653	,008	Signifikan*
SEL	,001	1,531	,126	Tidak
RAB	,001	,877	,380	Tidak
KAM	,002	1,672	,095	Signifikan**
JUM	,002	2,659	,008	Signifikan*

Variabel Dependen: *Return harian*

Signifikan* pada level 1%

Signifikan** pada level 10%

Tabel 2
Hasil Regresi Return Senin

Parameter	Koefisien	t-statistik	Sig.	Kesimpulan
SEN1	,002	,753	,452	Tidak signifikan
SEN2	-,006	-2,663	,008	Signifikan*
SEN3	-,003	-1,408	,160	Tidak signifikan
SEN4	-,002	-,955	,340	Tidak signifikan
SEN5	-,003	-,856	,393	Tidak signifikan

Variabel Dependen: *Return Senin*

Signifikan* pada level 1%

Tabel 3
Hasil Regresi Return Senin dan Jumat

Parameter	Koefisien	t-statistik	Sig.	Kesimpulan
(Constant)	-3,212E-03	-3,135	,002	-
RJUM	,390	5,603	,000	Signifikan*

Variabel Dependen: *Return Senin*

Signifikan* pada level 1%

Tabel 4
Pengujian Stabilitas Tahun-ke-Tahun – Chow Test

<i>Breakpoint</i>	F-stat	SSR	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
1/31/99–31/12/04 Koefisien		,362	-,002*	,001	,001	,002***	,002*
4 Januari 2000	2.4201**						
1/31/99–31/12/99 Koefisien		,121	-,002	,006**	-,001	,007**	,002
4/1/00–31/12/04 Koefisien		,238	-,003*	,000	,001	,000	,003*
2 Januari 2001	1.6089						
1/31/99–31/12/00 Koefisien		,179	-,003***	,002	-,002	,003***	,001
2/1/01 – 31/12/04 Koefisien		,181	-,002**	,001	,002**	,001	,003*
2 Januari 2002	1.6089						
1/31/99–31/12/01 Koefisien		,225	-,003**	,001	-,001	,002***	,001
2/1/02–31/12/04 Koefisien		,135	-,002	,002	,002**	,001	,004*
2 Januari 2003	2.4201**						
1/31/99–31/12/02 Koefisien		,280	-,003*	,001	-,001	,002***	,002
2/1/03–31/12/04 Koefisien		,079	-,001	,002***	,004*	,00009	,004*
2 Januari 2004	1.6089						
1/31/99–31/12/03 Koefisien		,316	-,002**	,001	,000	,002**	,002**
2/1/04–31/12/04 Koefisien		,044	-,004***	,004***	,004**	-,001	,004**

Signifikan* pada level 1%

Signifikan** pada level 5%

Signifikan*** pada level 10%

Tabel 5
Pengujian Stabilitas sekitar 4 Januari 2000 – Chow Test

<i>Breakpoint</i>	F-statistik	Kesimpulan
27 Agustus 1999	1.60888889	Tidak signifikan
30 Agustus 1999	2.42005571	Signifikan *
4 Januari 2000	2.42005571	Signifikan *
1 Februari 2000	3,23575419	Signifikan *
28 April 2000	2.42005571	Signifikan *
1 Mei 2000	1.60888889	Tidak signifikan

* Signifikan pada level 5%

Tabel 6
Pengujian Stabilitas sekitar 2 Januari 2003 – Chow Test

<i>Breakpoint</i>	F-statistik	Kesimpulan
28 Nopember 2002	1.60888889	Tidak signifikan
29 Nopember 2002	2.42005571	Signifikan *
2 Januari 2003	2.42005571	Signifikan *
17 Maret 2003	2.93341518	Signifikan *
7 Mei 2003	2.42005571	Signifikan *
8 Mei 2003	1.60888889	Tidak signifikan

* Signifikan pada level 5%