

# PENGUJIAN WEEK-FOUR, MONDAY, FRIDAY DAN EARNINGS MANAGEMENT EFFECT TERHADAP RETURN SAHAM

Sri Dwi Ari Ambarwati

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta  
Jl. SWK 104 (Lingkar Utara) Condong Catur, Sleman, Yogyakarta - 55283

**Abstract:** *The Purpose of this research was to know the empirical impact of days of the week effect to daily stock return. It used data of LQ-45 manufacturing companies listed during 2006 in Indonesian Stock Exchange and was analyzed using multiple regression through origin without intercept and dummy variables. The findings were: 1) there was impact in days of the week effect phenomenon with stock price, it meant the lowest return was on Monday and the highest return was on Friday; 2) there was no significantly positive impact between week-four effect with stock price. It meant liquidity could not influence trading activity; 3) there was no significantly positive impact between Friday effect and stock price and 4) there was no significantly positive impact between Earnings Management effect and stock price. It meant Earnings Management in April could not influence daily stock return.*

**Key words:** *week-four effect, Monday effect, Friday effect, earnings management effect*

Perdebatan tentang konsep hipotesis pasar yang efisien atau *efficient market hypothesis* (EMH) sampai sekarang masih menjadi perdebatan yang menarik di bidang keuangan, masih ada pro dan kontra di kalangan praktisi dan akademisi tentang hipotesis pasar yang efisien. Di satu sisi banyak penelitian yang mengemukakan bukti secara empiris yang mendukung konsep pasar yang efisien, tetapi di sisi lain muncul sejumlah penelitian yang menyatakan adanya anomali pasar, yang merupakan bentuk penyimpangan terhadap hipotesis pasar yang efisien. Anomali pasar tersebut antara lain *January effect, size effect, low P/E ratio, winner loser anomaly* dan *day of the*

*week effect pattern (Monday effect)* (Cahyaningdyah, 2005).

Penelitian ini akan menguji pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham dan fenomena-fenomena yang berkaitan, khususnya fenomena *Monday effect* yang merupakan bagian dari *day of the week pattern*. Pengujian-pengujian yang dilakukan adalah pengujian *week-four effect* yaitu menguji apakah *Monday effect* hanya digerakkan oleh adanya *return* hari Senin yang negatif pada minggu keempat dan kelima setiap bulannya. Dilakukan juga pengujian pengaruh *return* hari Jumat yang negatif (*bad Friday*) terhadap *Monday effect* dan menghilangnya

---

Korespondensi dengan Penulis:

**Sri Dwi Ari Ambarwati:** Telp. +62 274 486 733 Ext.222.

E-mail: ambarwat73@yahoo.com

fenomena *Monday effect* pada bulan April yang disebabkan oleh *earning management* (*earning management effect*).

Penelitian dilakukan oleh Sun dan Tong (2002) membuktikan bahwa *Monday effect* di pasar Amerika Serikat adalah terkonsentrasi pada dua Senin terakhir setiap bulannya. Hal ini disebabkan oleh tuntutan likuiditas investor individual menjelang akhir bulan yang menyebabkan tekanan penjualan menjadi tinggi. Selain itu, penelitian tersebut juga membuktikan bahwa *return* pada hari Senin yang negatif tersebut dipengaruhi oleh terjadinya *return* yang negatif pada hari Jumat sebelumnya (Antariksa, 2005). Hal ini didukung pula oleh Wang Li dan Erickson (1997). Antariksa (2005) menguji bahwa pada tahun 1999-2004 terdapat *return* pasar yang negatif pada hari Senin, dan pada hari lainnya positif. Dengan kata lain terdapat gejala *Monday effect* di BEI. Gibbons dan Hess (1981) dalam Murtini dan Halomoan (2007) menyimpulkan bahwa *return* saham rendah atau negatif terjadi pada hari Senin (*Monday effect*). Miller (1988) dalam Setiyo dan Nurhatmini (2003) menyimpulkan bahwa *Monday effect* terjadi karena selama akhir pekan hingga pada hari perdagangan Senin, investor memiliki kecenderungan untuk menjual sahamnya daripada membeli saham. Tingginya aksi jual pada hari Senin menurut Dyl dan Maberly (1988) dalam Setiyo dan Nurhatmini (2003) disebabkan oleh adanya kecenderungan informasi yang tidak menyenangkan (*unfavorable information*) datang ke pasar setelah perdagangan ditutup pada hari Jumat (akhir pekan).

Menurut Cahyaningdyah (2005) fenomena *day of the week effect* di BEI, dimana *return* terendah terjadi pada hari Senin (*Monday effect*) dan *return* tertinggi pada hari Jumat (*weekend effect*) pada periode penelitian yaitu tahun 2001-2003. Sedangkan fenomena *week-four effect* tidak

berhasil diidentifikasi sehingga *Monday effect* tidak hanya digerakkan oleh *return* Senin yang negatif di minggu keempat dan kelima. Cahyaningdyah (2005) juga mengungkapkan bahwa *return* pada hari Senin pada bulan April adalah positif atau lebih tinggi pada bulan yang lainnya. Hal ini disebabkan oleh *earning management* yang dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan kinerja keuangan dalam rangka penyampaian laporan keuangan tahunan, tetapi pada penelitian Iramani dan Mahdi (2006), mereka tidak berhasil menemukan bukti hilangnya *Monday effect* yang disebabkan oleh *earning management effect* pada bulan April di BEI pada tahun 2005.

Keanekaragaman argumentasi mengenai *Monday effect* merupakan fenomena yang menarik untuk diteliti di pasar modal di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hari perdagangan terhadap *return* saham dan fenomena-fenomena yang berkaitan (khususnya fenomena *Monday effect* yang merupakan bagian dari *the day of the week effect*) di BEI.

Tujuan penelitian ini adalah: (1) untuk membuktikan secara empiris apakah hari perdagangan berpengaruh terhadap *return* saham di BEI, (2) untuk membuktikan secara empiris apakah *return* saham yang terendah (negatif) pada hari Senin di BEI terkonsentrasi pada Senin dua minggu terakhir setiap bulannya (minggu keempat dan kelima), (3) untuk membuktikan secara empiris apakah *return* negatif pada hari Senin dipengaruhi oleh adanya *return* negatif pada hari Jumat minggu sebelumnya, (4) untuk membuktikan secara empiris apakah *return* saham hari Senin di bulan April lebih tinggi (positif) daripada *return* saham hari Senin pada bulan non April berkaitan dengan *earning management* yang dilakukan oleh perusahaan LQ-45.

---

## **BENTUK EFISIENSI PASAR**

---

Bentuk-bentuk efisiensi pasar terdiri dari 2 golongan yaitu: (1) Efisiensi Pasar Secara Informasi dan, (2) Efisiensi Pasar Secara Keputusan. Efisiensi pasar secara informasi dibagi menjadi 3 bentuk.

### **Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*).**

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu.

### **Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semistrong form*)**

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

### **Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form*)**

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Untuk informasi yang tidak perlu diolah lebih lanjut, seperti misalnya informasi tentang pengumuman laba perusahaan, pasar akan mencerna informasi tersebut dengan cepat (Jogiyanto, 2003).

---

## **POLA WAKTU RETURN SAHAM**

---

### **Pola Intraday (*Time of the Day*)**

Pola ini mengacu pada perilaku *return* saham dari waktu ke waktu dalam satu hari (*time of the day*), yaitu *return* saham secara sistematis akan lebih tinggi atau lebih rendah pada waktu-waktu tertentu dalam satu hari perdagangan.

### **Pola Harian (*Day of the Week*)**

Pola ini mengacu pada perilaku *return* saham dari hari ke hari dalam satu minggu, yaitu *return* saham secara sistematis akan lebih tinggi atau lebih rendah pada hari-hari tertentu dalam satu minggu.

### **Holiday Effect**

Pola ini menunjukkan adanya peningkatan *return* saham pada hari-hari perdagangan tepat sehari sebelum hari libur nasional. Hari libur didefinisikan sebagai hari perdagangan normal dalam seminggu (Senin sampai Jumat) dimana pada hari tersebut tidak terjadi perdagangan.

### **Turn of the Month**

Pola ini menunjukkan adanya perbedaan (kenaikan) *return* saham pada hari-hari sebelum dan sesudah pergantian bulan. Hari-hari pada pergantian bulan seringkali diartikan sebagai suatu hari terakhir dari suatu bulan sampai tiga hari pertama bulan berikutnya.

### **Pola Bulanan (*Month of the Year*)**

Pola ini mengacu pada perilaku *return* saham dari setiap bulannya pada satu tahun, yaitu *return* saham secara sistematis akan lebih tinggi atau lebih rendah pada bulan-bulan tertentu dalam satu tahun.

---

## **ANOMALI PASAR MODAL**

---

### **The Day of the Week Effect**

Menurut Damodaran dalam Iramani dan Mahdi (2006) *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.

### **Monday Effect**

*Monday effect* adalah suatu *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effect* (efek kalender) yang terjadi pada pasar finansial yaitu ketika *return* saham secara signifikan negatif pada hari Senin (Mehdian dan Perry dalam Antariksa, 2005).

### **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.

### **Earning Management Effect**

Di Indonesia, fenomena tersebut tidak terjadi bulan Januari, melainkan bulan April. Menurut penelitian Cahyaningdyah (2005) dan Murtini dan Halomoan (2007), hal ini disebabkan oleh ketentuan yang ditetapkan BAPEPAM No. 80/PM/1996 bahwa laporan tahunan harus disertai dengan laporan akuntan dengan pendapat yang lazim dan disampaikan kepada BAPEPAM 120 hari setelah tanggal tahun tutup buku perusahaan. Kemudian banyak perusahaan, baik yang bermasalah maupun yang tidak bermasalah melakukan praktik manajemen laba (*earning management*) untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Kondisi ini diduga *return* saham pada bulan April akan lebih tinggi dibandingkan pada bulan lainnya (non April) sehingga *Monday effect* akan menghilang di bulan April.

Penelitian Wang, Li, dan Erickson (1997) dalam Cahyaningdyah (2005) pada sisi lain, mengungkapkan bahwa *Monday effect* secara aktual muncul hanya pada Senin minggu keempat dan kelima, sedangkan *return* Senin minggu pertama sampai minggu ketiga secara statistik tidak signifikan (tidak berbeda dengan nol). Hal

ini berkaitan dengan tuntutan likuiditas investor individual yang jatuh setiap akhir bulan. Sun dan Tong (2002) mengkonfirmasi penelitian Wang, Li, dan Erickson (1997) dalam Cahyaningdyah (2005) tentang fenomena *Monday effect* yang disebabkan oleh efek minggu keempat dan kelima. Dan mereka menemukan bahwa *return* hari Senin yang negatif secara aktual terkonsentrasi terutama pada minggu keempat setiap bulan, mereka menyebut fenomena ini sebagai *Week-Four Effect*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jaffe, Westerfield, dan Ma (1989) dalam Antariksa (2005) membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah dipengaruhi oleh pasar selama seminggu sebelumnya. Sedangkan Abraham dan Ikenberry (1994) dalam Cahyaningdyah (2005) menemukan keseluruhan rata-rata *return* Senin adalah negatif, dan secara substansial merupakan konsekuensi dari informasi yang diumumkan pada sesi perdagangan sebelumnya. Jika *return* Jumat negatif, hampir 80% *return* Senin berikutnya adalah negatif, dan jika *return* Jumat positif maka lebih dari 50% *return* Senin berikutnya adalah positif. Hasil penelitian Abraham dan Ikenberry ini menunjukkan adanya korelasi antara Jumat dan Senin. Menurut mereka *Monday Effect* digerakkan oleh *return* negatif yang terjadi pada Jumat sebelumnya (*bad Friday*).

Rogalski (1984) dalam Cahyaningdyah (2005) mengemukakan adanya hubungan yang menarik antara *day of the week effect* dengan *January effect*. Rata-rata *return* hari Senin di bulan Januari lebih tinggi dibanding bulan lainnya. Tetapi, menurut Cahyaningdyah (2005) dan Murtini dan Halomoan (2007) di Indonesia fenomena ini terjadi di bulan April.

---

### **HIPOTESIS**

---

$H_1$  : Hari perdagangan berpengaruh terhadap *return* saham harian di BEI.

---

- $H_2$  : *Return* yang terendah (negatif) pada hari Senin di BEI terkonsentrasi pada Senin dua minggu terakhir setiap bulannya (minggu keempat dan kelima).
- $H_3$  : *Return* yang negatif pada hari Senin di BEI dipengaruhi oleh adanya *return* negatif pada hari Jumat minggu sebelumnya.
- $H_4$  : *Return* hari Senin pada bulan April adalah positif atau cenderung lebih tinggi dibandingkan pada hari Senin bulan lainnya (non April).

---

## METODE

---

### Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian merupakan perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ 45 di BEI, selama kurun waktu Februari 2006 – Januari 2007. Pergantian saham akan dilakukan enam bulan sekali, yaitu setiap awal bulan Februari dan Agustus. Sampel dalam penelitian ini adalah 37 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling* diperlukan untuk menghindari kesalahan spesifikasi dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap hasil penelitian.

### Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini data yang dikumpulkan menggunakan metode dokumentasi yaitu mengambil data yang telah tersedia. Data yang diperoleh berasal dari Bursa Efek Indonesia melalui Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada (PDPM UGM).

### Definisi Operasional Variabel

#### **Variabel Dependen**

Variabel tidak bebas dalam penelitian ini adalah *return* saham harian.

#### **Variabel Independen**

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah hari perdagangan di BEI (Senin-Jumat), hari Senin dan hari Jumat. Variabel *dummy* merupakan variabel penjelas dengan skala nominal (*nominal scale*) yang bernilai 0 atau 1. Nilai DSEN=1 untuk *return* saham apabila hari  $t$  jatuh pada hari Senin dan 0 apabila hari  $t$  jatuh pada hari lain. Nilai DSEL=1 untuk *return* saham apabila hari  $t$  jatuh pada hari Selasa dan 0 apabila hari  $t$  jatuh pada hari lain. Nilai DRAB=1 untuk *return* saham apabila hari  $t$  jatuh pada hari Rabu dan 0 apabila hari  $t$  jatuh pada hari lain. Nilai DKAM=1 untuk *return* saham apabila hari  $t$  jatuh pada hari Kamis dan 0 apabila hari  $t$  jatuh pada hari lain. Nilai DJUM=1 untuk *return* saham apabila hari  $t$  jatuh pada hari Jumat dan 0 apabila hari  $t$  jatuh pada hari lain.

### Uji Hipotesis dan Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis kuantitatif berupa analisis regresi linier berganda tanpa *intercept* (*multiple regression through origin*). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel *dummy*. Untuk dapat menguji kebenaran hipotesis yang diajukan dan untuk mencapai tujuan penelitian ini digunakan uji  $t$ . Variabel dependen dari persamaan-persamaan regresi yang digunakan untuk menguji masing-masing hipotesis penelitian ini adalah *return* saham harian.

#### **Pengujian Hipotesis Pertama (H1)**

Pengujian hipotesis pertama (H1) yaitu apakah hari perdagangan berpengaruh terhadap *return* saham di BEI digunakan rumus sebagai berikut:

$$R_t = b_1\text{SEN} + b_2\text{SEL} + b_3\text{RAB} + b_4\text{KAM} + b_5\text{JUM} + e_t \quad (1)$$

Dimana:

$R_t$  : menunjukkan besarnya *return* saham harian pada hari  $t$ .

## KEUANGAN ■■■■■

Variabel Dummy : SEN, SEL, RAB, KAM, JUM menunjukkan hari perdagangan dalam satu minggu. Nilai SEN=1 apabila *return* saham jatuh pada hari Senin dan diberi nilai 0 apabila jatuh pada hari lainnya. Nilai SEL=1 apabila *return* saham jatuh pada hari Selasa dan diberi nilai 0 apabila jatuh pada hari lainnya RAB, KAM, JUM seperti halnya untuk hari Senin dan Selasa di muka.

$b_1 - b_5$  : koefisien regresi untuk variabel dummy Senin - Jumat

$e_t$  : *error term*

### Pengujian Hipotesis Kedua (H2)

Pengujian hipotesis kedua (H2) yaitu apakah *return* yang terendah pada hari Senin di BEI terkonsentrasi pada Senin dua minggu terakhir setiap bulannya (minggu keempat dan kelima). Penelitian ini menggunakan pendekatan seperti yang digunakan Wang, Li dan Erickson (1997) serta Sun dan Tong (2002) dalam Cahyaningdyah (2005), dimana setiap bulan terdapat 5 minggu. Jika hari pertama perdagangan suatu bulan adalah hari Senin, maka hari tersebut menjadi Senin minggu pertama. Akan tetapi, jika kondisi tersebut tidak terjadi, maka tidak ada Senin minggu pertama, sehingga Senin minggu pertama dalam bulan tersebut adalah hari Senin minggu kedua. Pengujian *week four* ini dilakukan dengan menggunakan model regresi linier berganda seperti persamaan sebagai berikut:

$$\dots(2)$$

$$R_t = b_1SEN_{123} + b_2SEN_{45} + e_t \dots\dots\dots(3)$$

Dimana:

$R_t$  : menunjukkan besarnya *return* saham harian pada hari t.

SEN1 – SEN5 : menunjukkan Senin minggu pertama sampai dengan Senin minggu kelima.

$b_1 - b_5$  : koefisien yang menggambarkan rata-rata *return* hari Senin minggu pertama sampai dengan minggu kelima. Jika benar *Monday effect* terjadi pada minggu keempat dan kelima, maka  $b_4$  dan  $b_5$  (persamaan 2) negatif tetapi  $b_1, b_2, b_3$  non negatif/positif.

SEN<sub>123</sub> : *dummy* untuk Senin minggu pertama, kedua, dan ketiga. Bernilai 1 untuk hari Senin yang jatuh pada minggu pertama, kedua, dan ketiga dan bernilai 0 untuk Senin minggu keempat dan kelima.

SEN<sub>45</sub> : *dummy* untuk Senin minggu keempat dan kelima. Bernilai 1 untuk hari Senin yang jatuh pada minggu keempat dan kelima dan bernilai 0 untuk Senin minggu pertama, kedua, dan ketiga.

$e_t$  : *error term*

Bila *return* hari Senin negatif secara aktual hanya terkonsentrasi pada minggu keempat dan kelima, sementara *return* Senin minggu pertama sampai ketiga tidak negatif, maka  $b_2$  dalam persamaan 3 akan negatif dan  $b_1$  akan positif.

### Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)

Pengujian hipotesis ketiga (H3) yaitu apakah *return* negatif yang terjadi pada hari Senin didahului oleh adanya *return* negatif pada hari Jumat minggu sebelumnya digunakan rumus:

$$R_t = b_1NFM_1 + b_2NFM_2 + b_3NFM_3 + b_4NFM_4 + b_5NFM_5 + e_t \dots (4)$$

$$R_t = b_1PFM_1 + b_2PFM_2 + b_3PFM_3 + b_4PFM_4 + b_5PFM_5 + e_t \dots (5)$$

Dimana:

$R_t$  : menunjukkan besarnya *return* saham harian pada hari t.

- $b_1 - b_5$  : koefisien regresi
- $NFM_1 - NFM_5$  : *Negative Friday to Monday* merupakan *dummy* interaksi untuk hari Senin yang didahului oleh *return* hari Jumat yang negatif.  $NFM_1$  yang mempunyai nilai 1 untuk *return* hari Senin minggu pertama yang didahului oleh *return* hari Jumat yang negatif dan bernilai 0 untuk *return* hari Senin lainnya. Demikian juga berlaku hal yang sama untuk  $NFM_2$  sampai dengan  $NFM_5$ .
- $PFM_1 - PFM_5$  : *Positive Friday to Monday* merupakan *dummy* interaksi untuk hari Senin yang didahului oleh *return* hari Jumat yang positif.  $PFM_1$  yang mempunyai nilai 1 untuk *return* hari Senin minggu pertama yang didahului oleh *return* hari Jumat yang positif dan bernilai 0 untuk *return* hari Senin lainnya. Demikian juga berlaku hal yang sama untuk  $NFM_2$  sampai dengan  $NFM_5$ .
- $e_t$  : *error term*

Bila *Monday effect* digerakkan hanya oleh adanya *return* hari Jumat yang negatif pada minggu sebelumnya maka koefisien regresi  $b_1 - b_5$  pada persamaan 4 akan negatif, sementara koefisien regresi  $b_1 - b_5$  pada persamaan 5 akan positif. Bila *Monday effect* tidak hanya digerakkan oleh *return* hari Jumat yang negatif maka koefisien regresi pada persamaan 5 akan negatif juga.

#### **Pengujian Hipotesis Keempat (H4)**

Pengujian hipotesis keempat (H4) yaitu apakah *return* hari Senin pada bulan April adalah positif atau cenderung lebih tinggi daripada *return* hari Senin pada bulan-bulan lainnya (non April) berkaitan dengan *earning management*.

$$R_t = b_1 \text{JAN} + b_2 \text{FEB} + b_3 \text{MAR} + b_4 \text{APR} + b_5 \text{MEI} + b_6 \text{JUN} + b_7 \text{JUL} + b_8 \text{AGS} + b_9 \text{SEP} + b_{10} \text{OKT} + b_{11} \text{NOV} + b_{12} \text{DES} + e_t$$

Dimana:

- $R_t$  : menunjukkan besarnya *return* saham pada bulan  $t$ .
- $b_1 - b_{12}$  : koefisien regresi untuk variabel *Dummy* hari Senin bulan Januari, Februari, Maret, April, Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober, November dan Desember.
- Var. *dummy* : JAN, FEB, MAR, APR, MEI, JUN, JUL, AGS, SEP, OKT, NOV, DES menunjukkan hari Senin pada masing-masing bulan perdagangan. Nilai JAN=1 apabila *return* saham pada hari Senin jatuh bulan Januari dan diberi nilai 0 apabila jatuh pada bulan lainnya. Nilai FEB=1 apabila *return* saham pada hari Senin jatuh pada bulan Februari dan diberi nilai 0 apabila jatuh pada bulan lainnya. MAR, APR, MEI, JUN, JUL, AGS, SEP, OKT, NOV, DES seperti halnya untuk bulan Januari dan Februari di muka.
- $e_t$  : *error term*

---

## HASIL

---

### **Analisis Deskriptif**

Selama Februari 2006 – Januari 2007 perdagangan di BEI terdapat 47 hari Senin, 51 hari Selasa, 52 hari Rabu, 48 hari Kamis dan 46 hari Jumat untuk setiap saham yang digunakan dalam penelitian ini. Dengan demikian, dalam penelitian ini menggunakan 9028 observasi. Tetapi dari keseluruhan observasi tersebut, 99 observasi dikeluarkan dari pengamatan (*outlier*) karena besarnya *return* saham terlalu tinggi atau terlalu

## KEUANGAN ■■■■■

rendah (ekstrim) dibandingkan dengan *return* saham yang lain atau dibandingkan dengan *return* saham yang sama pada hari perdagangan lainnya sehingga total observasi dalam penelitian ini berjumlah 8929 observasi.

### Hasil Pengujian Hipotesis

#### Pengujian Hipotesis 1

Data hari perdagangan diubah menjadi variabel *dummy* yaitu variabel penjelas dengan skala nominal yang bernilai 1 atau 0.

**Tabel 1. Analisis Deskriptif Return Saham**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean		Std.
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std.Error	Statistic
Return	8929	-1.00	.34	-9.42E-04	6.006E-04	5.676E-02
Senin	8929	.00	1.00	.1948	4.191E-03	.3960
Selasa	8929	.00	1.00	.2056	4.277E-03	.4042
Rabu	8929	.00	1.00	.2155	4.351E-03	.4112
Kamis	8929	.00	1.00	.1935	4.181E-03	.3951
Jumat	8929	.00	1.00	.1906	4.157E-03	.3928
Valid N (listwise)	8929					

Sumber: Data Primer, diolah (2007)

Dari deskripsi tersebut dapat diketahui adanya *return* saham rata-rata setiap hari, semua menunjukkan nilai yang positif. *Return* rata-rata tertinggi terjadi pada hari Rabu dan *return* rata-rata terendah terjadi pada hari Jumat. Standar deviasi merupakan penyimpangan dari harga *mean*, sehingga semakin tinggi standar deviasinya maka penyimpangan dari harga rata-rata semakin besar dan data tersebut tinggi fluktuasinya. Nilai standar deviasi paling tinggi terjadi pada hari Rabu dan standar deviasi terendah terjadi pada hari Jumat, sehingga fluktuasi *return* saham tertinggi terjadi pada hari Rabu dan fluktuasi *return* saham terendah terjadi pada hari Jumat.

**Tabel 2. Hasil Uji Signifikansi Hari Perdagangan Terhadap Return Saham**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	Beta	Std.Error		
SENIN	-1.48E-02	.001	-10.987	.000
SELASA	1.512E-03	.001	1.150	.250
RABU	2.412E-03	.001	1.878	.060
KAMIS	1.398E-03	.001	1.031	.302
JUMAT	4.451E-03	.001	3.259	.001

Sumber data: Primer, diolah (2007)

Berdasarkan Tabel 2, maka didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:



$$Rt = -0,0148 \text{ SEN} + 0,001512 \text{ SEL} + 0,002412 \text{ RAB} + 0,001398 \text{ KAM} + 0,004451 \text{ JUM}$$

Berdasarkan hasil perhitungan statistik yang disajikan dalam Tabel 2, untuk keseluruhan observasi menunjukkan adanya *return* terendah dan signifikan negatif terjadi pada hari Senin karena nilai signifikasinya 0,000 lebih kecil dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05 dan *return* tertinggi terjadi pada hari Jumat dengan nilai signifikansi 0,001 lebih kecil dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05, sedangkan *return* hari Selasa, Rabu dan Kamis menunjukkan nilai positif tetapi tidak signifikan karena nilai signifikasinya lebih besar dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. *Return* negatif pada hari Senin ini disebut sebagai *Monday effect*.

Hasil ini mengindikasikan untuk keseluruhan periode pengamatan bahwa hari Senin dan Jumat mempunyai pengaruh terhadap *return* saham sedangkan hari Selasa, Rabu dan Kamis tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham di BEI. Oleh karena itu, *Monday effect* berhasil teridentifikasi pada keseluruhan observasi dimana *return* hari Jumat merupakan *return* tertinggi dibandingkan *return* hari perdagangan lainnya.

**Pengujian Hipotesis 2**

Pengujian hipotesis dua bertujuan untuk pengujian *week four effect* berdasarkan kategorisasi minggu dapat dilihat pada Tabel 3.

**Tabel 3. Hasil Uji Signifikansi Return Saham Hari Senin Berdasarkan Kategorisasi Minggu**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	Beta	Std.Error		
SEN1	-4.66E-02	.005	-8.621	.000
SEN2	6.150E-04	.006	.109	.913
SEN3	-8.24E-03	.006	-1.463	.144
SEN4	-7.67E-03	.006	-1.346	.178
SEN5	1.304E-02	.013	1.018	.309

Sumber data: Diolah, 2007

Data hari perdagangan Senin minggu pertama sampai minggu kelima diubah menjadi variabel *dummy* yaitu variabel penjelas dengan skala nominal yang bernilai 1 atau 0 dengan menggunakan analisis regresi berganda tanpa *intercept*. Pola *return* berdasarkan kategori minggu menunjukkan bahwa *return* minggu keempat yang negatif namun tidak signifikan atau tidak berpengaruh, sedangkan minggu kelima terjadi *return* positif dan tidak signifikan. Dengan melihat Tabel 3, dapat disimpulkan bahwa hanya Senin minggu pertama saja yang mempengaruhi *return* saham di BEI.

**Tabel 4. Hasil Uji Signifikansi Week Four Effect**

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	Beta	Std.Error		
SEN123	-1.89E-02	.003	-5.818	.000
SEN45	-4.25E-03	.005	-.807	.420

Sumber data: Diolah, 2007

Hasil pengujian efek minggu keempat dan kelima dapat dilihat pada tabel 4 Pada tabel 4 nampak bahwa pada hari Senin tiga minggu pertama (Senin minggu pertama, kedua dan ketiga) menunjukkan nilai negatif yang signifikan dengan nilai signifikansi 0,000 lebih kecil dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. Hal ini dapat dikatakan bahwa hari Senin minggu pertama, kedua dan ketiga mempunyai *return* yang negatif secara signifikan sedangkan pada hari Senin dua minggu terakhir (Senin minggu keempat dan kelima) juga negatif. Walaupun pada hari Senin minggu keempat dan kelima adalah bernilai negatif tetapi apabila dilihat dari nilai signifikasinya adalah tidak signifikan karena nilai signifikasinya 0,420 lebih besar dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. Hal ini tidak membuktikan bahwa *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 pertama,

kedua dan ketiga mempunyai *return* yang rendah secara signifikan dibandingkan dengan *return* pada hari Senin minggu-minggu lainnya.

**Pengujian Hipotesis 3**

Ringkasan statistik pengujian pengaruh *return* Jumat yang negatif (*bad Friday*) terhadap *Monday effect* di BEI dapat dilihat pada Tabel 5 dan 6.

**Tabel 5. Pengaruh Return Bad Friday terhadap Monday Effect (Return Hari Senin Didahului oleh Return Negatif Hari Jumat)**

Variabel	Unstandardized Coefficients		T	Sig.
	Beta	Std.Error		
NFM1	-1.48	.013	-11.864	.000
NFM2	-1.926E-02	.012	-1.614	.107
NFM3	-3.04E-02	.011	-2.695	.007
NFM4	-3.26E-02	.012	-2.712	.007
NFM5	-1.87E-02	.041	-.451	.652

Sumber data: Diolah, 2007.

Berdasarkan hasil perhitungan statistik pada Tabel 5 menunjukkan bahwa *return* Jumat minggu pertama dengan nilai signifikansi 0,000, minggu ketiga dan minggu keempat dengan nilai signifikansi 0,007 lebih kecil dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05, hanya minggu kedua dan kelima yang nilai signifikasinya tidak signifikan.

**Tabel 6. Pengaruh Return Bad Friday Terhadap Monday Effect**

Variabel	Unstandardized Coefficients		T	Sig.
	Beta	Std.Error		
PFM1	1.311E-02	.001	11.243	.000
PFM2	1.640E-02	.001	12.674	.000
PFM3	1.331E-02	.001	9.926	.000
PFM4	1.253E-02	.001	9.535	.000
PFM5	2.078E-02	.002	8.538	.000

Sumber data: Diolah, 2007

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 6 menunjukkan *return* Jumat positif pada minggu pertama sampai minggu kelima dengan nilai signifikansi 0,000 lebih kecil dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa tidak hanya *return* Jumat yang negatif yang menggerakkan *return* Senin yang negatif. Secara keseluruhan *return* Jumat yang positif juga akan diikuti oleh terjadinya *return* Senin yang negatif. Dengan demikian tidak ada perbedaan antara *return* Jumat yang negatif dan *return* Jumat yang positif dalam menggerakkan terjadinya *Monday effect* (*return* Senin yang negatif).

**Pengujian Hipotesis 4**

Pengujian terakhir dalam penelitian ini adalah untuk membuktikan bahwa rata-rata *return* pada hari Senin pada bulan April lebih tinggi (positif) daripada *return* hari Senin pada bulan-bulan lainnya berkaitan dengan *earning management* yang dilakukan oleh perusahaan LQ45. Data hari perdagangan Senin pada bulan Januari sampai Desember diubah menjadi variabel *dummy* yaitu variabel penjelas dengan skala nominal yang bernilai 1 atau 0 dengan menggunakan analisis regresi berganda tanpa *intercept*.

**Tabel 7. Hasil Pengujian Earning Management Effect**

Variabel	Unstandardized Coefficients		T	Sig.
	Beta	Std.Error		
JAN	1.087E-02	.009	1.212	.226
FEB	2.369E-03	.009	.264	.792
MAR	6.664E-03	.009	.743	.458
APR	1.122E-04	.010	.011	.991
MEI	-2.42E-02	.008	-3.012	.003
JUN	-3.10E-03	.009	-.346	.729
JUL	-.123	.008	-15.321	.000
AGS	-1.23E-03	.010	-.119	.905
SEP	-1.71E-03	.009	-.191	.849
OKT	-1.21E-03	.009	-.135	.893
NOP	-1.27E-03	.009	-.142	.887
DES	-3.07E-03	.010	-.298	.767

Sumber data: Diolah, 2007.



pada minggu keempat dan kelima. Hal ini bisa terjadi karena masalah tuntutan likuiditas tidak berkaitan dengan investasi di bursa, artinya dana yang diinvestasikan di bursa tidak digunakan untuk memenuhi tuntutan likuiditas pada setiap akhir bulan.

Pengujian pengaruh *return* Jumat yang negatif (*bad Friday*) terhadap *Monday effect* dengan menggunakan uji regresi linier berganda tanpa *intercept* menunjukkan bahwa tidak hanya *return* Jumat yang negatif yang menggerakkan *return* Senin yang negatif. Secara keseluruhan *return* Jumat yang positif juga akan diikuti oleh terjadinya *return* Senin yang negatif. Dengan demikian tidak ada perbedaan antara *return* Jumat yang negatif dan *return* Jumat yang positif dalam menggerakkan terjadinya *Monday effect* (*return* Senin yang negatif). Tetapi hasil ini menunjukkan bahwa adanya korelasi antara *return* Jumat (negatif dan positif) dan *return* Senin (negatif).

Pengujian *earning management effect* dengan menggunakan uji regresi linier berganda tanpa *intercept* menunjukkan bahwa *return* pada hari Senin di bulan April adalah positif. Walaupun koefisien untuk hari Senin pada bulan April adalah bernilai positif namun apabila dilihat dari nilai signifikansinya adalah tidak signifikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa tidak terjadi *earning management effect* di BEI. Seperti yang telah diketahui bahwa pada penelitian sebelumnya oleh Cahyaningdyah (2005) yang menemukan adanya *Rogalski effect* (*earning management effect*) yang disebabkan oleh pada bulan April. Hal ini disebabkan karena adanya keharusan para emiten untuk menyampaikan laporan keuangan tahunan yang selambat-lambatnya 120 hari setelah periode tutup buku. Penyampaian laporan keuangan tersebut memberikan reaksi positif terhadap pasar. Akan tetapi pada penelitian ini, penulis tidak menemukan adanya *Rogalski effect* (*earning management effect*) pada bulan April selama Februari 2006 – Januari 2007 dimana periode tersebut berbeda dengan periode

penelitian yang dilakukan Cahyaningdyah pada periode 2001 – 2003. Ada beberapa faktor yang menjadi penyebab pada bulan April 2006 tidak ditemukan adanya fenomena *earning management effect*. Hal ini berkaitan dengan masalah penyampaian laporan keuangan tahunan yang didalamnya menggambarkan jumlah nominal laba yang diperoleh perusahaan selama satu tahun. Dari hasil pengujian terlihat bahwa pada bulan April terdapat *return* yang positif, tetapi *return* tersebut masih lebih rendah jika dibandingkan dengan bulan Januari, Maret dan Februari. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan memang menyampaikan laporan tahunan tepat pada waktunya karena bulan April memiliki *return* yang positif. Dimana para investor jika akan menginvestasikan dananya semakin besar maka mereka melihat keadaan perusahaan melalui salah satu fungsi laporan keuangan, yaitu laba. Laba merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham akan ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran. Apabila harga saham mengalami kelebihan permintaan, maka harga saham cenderung naik, demikian pula sebaliknya apabila terjadi kelebihan penawaran maka harga saham cenderung turun. Reaksi pada pasar ini diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga saham. Faktor yang lain adalah mengenai manajemen laba (*earning management*) yang dilakukan perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan berkaitan dengan adanya penyampaian laporan keuangan tahunan ke publik. Manajemen laba (*earning management*) dilakukan dengan memanfaatkan asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak luar yang berkepentingan terhadap perusahaan. Apabila perusahaan melakukan *earning management* maka relevansi laba suatu perusahaan akan mengalami penurunan daripada perusahaan yang tidak melakukan *earning management*. Hal ini disebabkan oleh anggapan pasar bahwa ketika perusahaan melakukan

manajemen laba, maka angka laba yang dilaporkan tidak mencerminkan nilai intrinsiknya sehingga angka tersebut tidak dapat dipercaya. Akibatnya, gambaran laba tidak dapat mewakili kinerja perusahaan secara *fair* sehingga akan mengurangi reliabilitas dari laba itu sendiri. Dengan demikian informasi laba tidak menjadi kurang relevan sehingga dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasi mereka di pasar modal.

---

## KESIMPULAN DAN SARAN

---

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan: (1) untuk membuktikan secara empiris apakah hari perdagangan berpengaruh terhadap *return* saham di BEI, (2) untuk membuktikan secara empiris apakah *return* saham yang terendah (negatif) pada hari Senin di BEI terkonsentrasi pada Senin dua minggu terakhir setiap bulannya (minggu keempat dan kelima), (3) untuk membuktikan secara empiris apakah *return* negatif pada hari Senin dipengaruhi oleh adanya *return* negatif pada hari Jumat minggu sebelumnya, (4) untuk membuktikan secara empiris apakah *return* saham hari Senin di bulan April lebih tinggi (positif) daripada *return* saham hari Senin pada bulan non April berkaitan dengan *earning management* yang dilakukan oleh perusahaan LQ-45.

Hasil pengujian terhadap hipotesis pertama ternyata memberikan kesimpulan bahwa hari perdagangan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham harian di BEI pada perusahaan LQ45. Hal ini membuktikan bahwa terjadi fenomena *day of the week effect* dimana *return* terendah terjadi pada hari Senin dan tertinggi pada hari Jumat. Hasil empiris ini juga memberikan bukti bahwa terjadi *Monday effect* di BEI pada tahun 2006.

Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua memberikan simpulan bahwa fenomena *week four effect* tidak berhasil diidentifikasi. Hal ini mengindikasikan tuntutan likuiditas tidak mempengaruhi aktivitas perdagangan.

Hasil pengujian terhadap hipotesis ketiga memberikan kesimpulan bahwa *return* hari Jumat sebelumnya ditemukan mempengaruhi *return* hari Senin, akan tetapi secara keseluruhan juga tidak ada perbedaan antara *return* hari Jumat yang negatif dan *return* hari Jumat yang positif dalam menggerakkan terjadinya fenomena *Monday effect*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis keempat memberikan simpulan bahwa *earning management effect* pada bulan April tidak berhasil diidentifikasi. Hal ini mengindikasikan bahwa *earning management* yang dilakukan perusahaan yang berkaitan dengan dengan penyampaian laporan keuangan tahunan tidak berpengaruh terhadap *return* saham di BEI.

### Saran

Bagi investor/calon investor, sebaiknya memperhatikan hari perdagangan saham yang memberikan *return* terendah pada saat mengambil keputusan investasi, sehingga dapat memaksimalkan keuntungan investasinya.

Sebaiknya untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan mengambil sampel dalam jumlah yang banyak, saham-saham perusahaan tertentu atau saham kelompok perusahaan tertentu dan menggunakan periode pengamatan lebih dari satu tahun supaya hasil penelitian lebih bisa digeneralisasi mengenai munculnya gejala *Monday effect* di BEI. Mengkaji aspek-aspek yang menjadi penyebab atau penjelasan dari anomali pasar *day of the week effect* (khususnya *Monday effect*) di BEI, misalnya dikaitkan dengan *return* pasar (IHSG), *size firm*, dan variabel makro ekonomi.

---

**DAFTAR PUSTAKA**

---

- Algifari. 1998. Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Thesis* (Tidak Dipublikasikan). Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Antariksa, B. 2005. Fenomena The Monday Effect di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VII*. Solo
- Betty, N. 2004. Analisis The Day of The Week Effect pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Jakarta, *Skripsi* (Tidak Dipublikasikan). Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- 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.
- Chukwuogor, C.N. 2006. Stock Market Return Analysis, Day of The Week Effect, Volatility Return: European Financial Market. *International Journal Of Finance & Economics*.
- Iramani & Mahdi. A. 2006. Studi tentang Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham pada BEI. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, November, hal.63-70.
- Isnaini, N. F. 2005. Analisis Pengaruh Day of The Week Effect terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi* (Tidak Dipublikasikan). Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Jogiyanto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Murtini, U. & Halomoan.A.I. 2007. Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham: Pengujian Monday, Week-Four, dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*. Vol.3, No.1, Februari, hal.20-33.
- Mishartanti, E. 2005. Pengaruh Antara Earning dan Return Saham terhadap Ketidaktepatwaktuan Laporan Keuangan (Studi Empiris Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di BEI Periode 2002 – 2004). *Skripsi* (Tidak Dipublikasikan). Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta.
- Setiyo, I & Nurhatmini, E. 2003. Pengaruh Hari Perdagangan dan Exchange Rate terhadap Return Saham di BEI. *Jurnal Wahana*, Vol.6, No.1, Februari.
- Tahar, A. & Indrasari, A. 2004. Analisis Pengaruh Day of The Week Effect terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*. Juli, hal.131-146.