

**MONDAY EFFECT: PENALARANAN LOGIS SEBAGAI AKIBAT  
DARI PENGARUH PSIKOLOGIS, PENGARUH PERIODE  
NONPERDAGANGAN, ATAU PENGARUH  
KOMBINASIAN KEDUANYA  
(Studi Empiris Berbasis Data *Intraday*, Bursa Efek Jakarta 1999-2005)**

Sumiyana<sup>1</sup>

Universitas Gadjah Mada

**ABSTRACT**

*This research tested Monday effect over day of the week. Especially, this research investigated the existence or not of excessively negative intraday return on Monday which are not identical in comparison with the same periods in others day. Having identified the existence of Monday effect, this research continued to investigate the intraday returns on Monday trading and nontrading periods in comparison with intraday return in others day. This study used mean comparison F-test. This research resulted that nontrading weekend effect and psychological effect were not fully supported, or the both effects were partially and incidentally only. Finally, this research evidenced that Monday effect influenced by combination of nontrading weekend effect and psychological effect.*

**Keywords:** *monday effect, intraday data, trading and nontrading period, nontrading weekend effect, psychological effect*

**PENDAHULUAN**

Perubahan harga saham yang sangat menarik untuk selalu diteliti adalah fenomena pengaruh *day of the week*. Hanya saja, penelitian dalam fenomena-fenomena yang terkait dengan *return* harus difokuskan pada data *intraday*, yakni yang mendasarkan pada kejadian transaksi riil detik per detik secara kontinu (Huang, Liu & Fu, 2000). Konsep ini sebenarnya telah dikemukakan oleh Rogalski (1984) yang menyatakan bahwa nilai *return* negatif pada hari Senin hanya terjadi pada 30 menit awal perdagangan, dan bukan terjadi pada keseluruhan hari Senin. Bukti ini

mengisyaratkan bahwa penelitian *Monday effect* haruslah mengarah ke data *intraday*. *Day of the week* merupakan suatu anomali dari teori efisiensi pasar modal secara informasi yang khususnya bagi pasar modal dalam bentuk *semi strong*. Menurut fenomena ini, *return* harian rata-rata tidak sama untuk semua hari dalam seminggunya, dan juga tidak sama untuk semua sesi dalam seminggunya. Sementara itu, menurut teori efisiensi pasar modal secara informasi, *return* saham semestinya tidak berbeda untuk setiap harinya ataupun sesinya di dalam seminggu.

Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan adanya *return* negatif untuk hari Senin dan *return* positif terjadi selama pertengahan minggu. Oleh karena itu, anomali ini dikenal dengan *Monday effect*. Cross (1973), French (1980), Gibson & Hess (1981), Lakonishok & Levi (1982) mendokumentasikan terjadinya

---

<sup>1</sup> Ucapan terima kasih penulis berikan kepada yang telah berkontribusi pada penelitian ini, Jogiyanto Hartono, Suwardjono, Slamet Sugiri, Eko Suwardi, Ertambang Nahartyo, I Made Narsa (Unair), Sri Suryaningsum (UPN Yogyakarta).

anomali tersebut di NYSE, USA. Sedangkan, penelitian yang dilakukan oleh Cahyaningdyah (2004) di BEJ, Indonesia mengindikasikan bahwa fenomena anomali *Monday effect* tersebut juga terjadi untuk periode 2001-2003.

Rystorm & Benson (1989) menyatakan bahwa *Monday effect* lebih banyak disebabkan oleh psikologis para investor. Para pedagang saham cenderung merasa tidak sesemangat di hari Senin, karena hari Senin adalah hari yang mengawali hari kerja panjang selama seminggu. Alasan investor tidak sesemangat untuk berdagang pada hari Senin telah diteliti oleh Christie & Venables (1973) yang menyatakan bahwa pada hari Senin rata-rata karyawan untuk semua perusahaan di Amerika mengalami *psychological makeup*. Artinya dalam kondisi tersebut, perilaku dan sikap karyawan terwarnai secara persepsian dan secara nyata oleh keberadaan hari Senin, sebagai kelesuan hari permulaan kerja setelah libur panjang selama dua hari.

Akibatnya, para investor merasa pesimis terhadap saham yang dipegang dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain. Investor cenderung merasa lebih tepat untuk menjual dengan harga yang rendah pada hari Senin dalam bandingannya dengan memegang saham tersebut untuk dijual kembali pada hari-hari perdagangan berikutnya. Akibatnya terjadi *return* negatif untuk periode perdagangan pada hari Senin. Sebaliknya, Rogalski (1984) menyatakan bahwa *Monday effect* tidak disebabkan oleh psikologis para investor pada hari Senin, tetapi disebabkan adanya periode *nontrading* akhir minggu yang cukup panjang, yaitu panjangnya waktu dari penutupan Jumat sampai dengan pembukaan Senin (*nontrading weekend effect*).

### Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang secara logis mempengaruhi terjadinya *Monday effect*. Oleh karena terdapat dua pengaruh yaitu faktor psikologis atau faktor periode nonperdagangan

akhir minggu yang panjang, maka salah satu faktor ini secara terpisah dapat menyebabkan terjadinya *Monday effect*. Sehingga, penelitian ini untuk pertama kalinya bertujuan untuk:

1. Menguji *Monday effect* yang disebabkan oleh pengaruh perilaku psikologis investor (Rogalski, 1984),
2. Menguji *Monday effect* yang disebabkan oleh pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu yang panjang (Rystorm & Benson, 1989), atau

Kedua hipotesis tersebut di atas belum tentu dapat dipercaya (*plausible*). Alasannya, kedua hipotesis tersebut dapat berpengaruh secara simultan, atau dapat juga tidak berpengaruh secara simultan sama sekali bagi keduanya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kedua pengaruh tersebut di atas bukan hanya dapat mempengaruhi secara terpisah (*mutually exclusive*), tetapi juga dapat mempengaruhi secara kombinasian. Oleh karena itu, penelitian ini selanjutnya menguji secara kombinasian kedua pengaruh tersebut yang menyebabkan terjadinya *Monday effect*. Secara rinci penelitian ini juga bertujuan untuk:

1. Menguji *Monday effect* yang disebabkan oleh kombinasian pengaruh psikologis dan periode nonperdagangan.

### Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi investor dan calon investor untuk menganalisis terhadap investasi dan keputusan investasi yang hendak dilakukan (FASB, SFAC No. 1, 1993). Informasi yang diperolehnya berwujud perilaku variabilitas harga saham selama periode perdagangan dan nonperdagangan di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1999 sampai dengan 2005. Manfaat lain dari penelitian ini adalah penyajian reliabilitas informasi *return*, baik *return* selama periode perdagangan maupun nonperdagangan dalam kaitannya dengan keputusan yang hendak diambil oleh investor dan calon investor (FASB, SFAC No. 1, 1993).

### Sistematika Pembahasan

Penelitian ini membahas dalam rangkaian urutan pembahasan sebagai berikut. Bagian 1 membahas tentang pendahuluan yang berisi kandungan konsep teoretis dan hipotesis penelitian yang telah ada, tujuan penelitian dan manfaat penelitian. Bagian 2 membahas tentang tinjauan pustaka dan pengembangan hipotesis. Hipotesis yang dikembangkan sebanyak tiga hipotesis utama dan diuji kembali dengan basis-basis pengendalian yang lain. Bagian 3 membahas tentang metoda penelitian yang digunakan untuk menguji seluruh hipotesis. Bagian 4 membahas tentang hasil dan temuan penelitian. Yang terakhir, Bagian 5 membahas tentang simpulan yang diperoleh dari hasil analisis dan temuan penelitian.

### LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Perdebatan tentang efisiensi pasar secara informasi masih terjadi sampai saat ini. Di satu sisi banyak penelitian yang mengemukakan bukti empiris yang mendukung konsep pasar yang efisien, tetapi di sisi yang lain muncul sejumlah penelitian yang mengemukakan adanya anomali pasar yang merupakan penyimpangan terhadap hipotesis pasar efisien secara informasi. Salah satu anomali tersebut adalah *Monday effect* (Rystrom & Benson, 1989; Hartono, 2003).

Kelly adalah orang pertama yang mendokumentasikan tentang *Monday effect* pada tahun 1931 (Maberly, 1995). Perhatian terhadap fenomena ini meningkat setelah Cross (1973) dan French (1980) mengemukakan adanya *return* saham yang tidak normal sepanjang akhir minggu. Sejumlah penelitian kemudian muncul memperkuat fenomena *Monday effect* menggunakan berbagai periode waktu dan berbagai indeks *return* saham yang berbeda. Anomali ini tidak hanya terjadi di pasar modal Amerika tapi juga di pasar modal negara-negara lain di luar Amerika Serikat (Wang, Li & Erickson, 1997).

Fenomena *day of the week* ini juga terjadi di BEJ. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Cahyaningdyah (2004) selama periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2003 menunjukkan adanya kesamaan dengan pola *return* saham harian di bursa efek AS yang menunjukkan bukti bahwa rata-rata *return* terendah terjadi pada hari Senin (*Monday effect*) dan rata-rata *return* tertinggi terjadi pada hari perdagangan Jumat (*weekend effect*). Hasil penelitian ini menyajikan bukti empiris tentang pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham di BEJ.

### Hipotesis Identifikasi Awal: *Return* Negatif untuk Senin

Beberapa penelitian telah membuktikan secara empiris fenomena *Monday effect*. Permulaan awal pernyataan munculnya *Monday effect* diajukan oleh Fama (1965). Penelitian Fama tersebut menyatakan bahwa rata-rata *return* hari Senin memiliki variansi *return* negatif 20 persen lebih besar dalam bandingannya dengan variansi *return* hari-hari yang lain. Pernyataan empiris dari penelitian ini yang memicu penelitian-penelitian *Monday effect* berikutnya. Simpulan yang sama juga dihasilkan oleh penelitian Godfrey, Granger & Morgenstern (1964).

Rogalski (1984) menjawab fenomena tersebut dengan mengelompokkan *return* harian ke dalam *return* untuk *trading day* dan *nontrading day*. Berdasarkan penelitiannya, rata-rata *return* negatif dari penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin lebih negatif yang disebabkan oleh adanya periode nonperdagangan dari penutupan Jumat sampai dengan pembukaan Senin yang lebih panjang. Inti masalah dari penelitian Rogalski ini membuktikan bahwa *return* untuk hari Senin adalah paling rendah di antara *return* hari yang lain. Oleh karena itu, pembuktian awal adanya *Monday effect* dapat dihipotesiskan dengan pernyataan sebagai berikut.

H<sub>A1</sub>: Return penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin lebih rendah dalam bandingannya dengan return penutupan hari tertentu yang lain sampai dengan penutupan hari berikutnya

### Hipotesis Pengaruh Periode Nonperdagangan Akhir Minggu

Rogalski (1984) dan menyatakan bahwa nilai *return* negatif pada hari Senin hanya terjadi pada awal-awal perdagangan (30 menit awal perdagangan), tidak pada keseluruhan hari Senin. *Close-to-open return* pada hari Senin (*return* penutupan Jumat sampai dengan pembukaan Senin) lebih negatif apabila dibandingkan dengan *close-to-close return* (penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin). Bahkan nilai *return* periode perdagangan pada hari Senin (*open-to-close*) bernilai positif. Artinya, *return* hari Senin pada periode nonperdagangan lebih negatif apabila dibandingkan dengan nilai absolut antara *return* penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin dan *close-to-close return* periode perdagangan yang lainnya. Oleh karena itu, nilai *return* yang negatif pada hari Senin disebabkan hanya oleh periode nonperdagangan (Rogalski, 1984). Cheung (1995) membuktikan pengujiannya yang dilakukan di pasar modal Hongkong dan mendukung simpulan dari penelitian Rogalski tersebut.

*Return* negatif yang hanya dipengaruhi oleh periode nonperdagangan akhir minggu yang cukup panjang dapat dihipotesiskan dalam bentuk pernyataan sebagai berikut.

H<sub>A2</sub>: Return periode nonperdagangan untuk penutupan Jumat sampai dengan pembukaan Senin lebih rendah dalam bandingannya dengan return periode nonperdagangan untuk penutupan hari tertentu sampai dengan pembukaan hari tertentu berikutnya pada hari-hari yang lainnya

### Hipotesis Pengaruh Perilaku Psikologis

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

Faktor-faktor psikologis individual investor antara satu hari dengan hari yang lainnya tidak sama, sehingga tingkat optimisme setiap hari juga berbeda. Orang lebih merasa *bad mood* pada hari Senin, sehingga mereka merasa lebih pesimistik terhadap saham yang mereka pegang apabila dibandingkan dengan hari-hari lainnya Christie & Venables (1973). Para investor cenderung merasa lebih tepat menjual dengan harga yang lebih rendah di hari perdagangan Senin dalam bandingannya dengan memegang saham tersebut untuk dijual kembali pada hari perdagangan yang lainnya (Algifari, 1999).

Dengan kata lain, jika investor menganggap Senin merupakan hari terburuk sepanjang minggu karena merupakan hari kerja pertama dan mereka menanggapi hari Jumat merupakan hari terbaik karena merupakan hari kerja terakhir, sehingga mereka merasa pesimis pada hari Senin dan optimis pada hari Jumat. Kondisi yang demikian mempengaruhi aktivitas perdagangan. Akibatnya, harga jatuh pada hari Senin berkaitan dengan peningkatan *supply* dan harga meningkat pada hari Jumat berkaitan dengan peningkatan *demand* (Angelidis & Lyroudi, 2003). Oleh karena itu, *return* yang terjadi pada periode perdagangan hari Senin lebih negatif dalam bandingannya dengan *return* pada periode perdagangan hari-hari

yang lain. Sehingga, penelitian ini menghipotesiskan pengaruh psikologis dalam pernyataan sebagai berikut.

**H<sub>A3</sub>:** Return *periode perdagangan sesi pertama, periode nonperdagangan istirahat siang dan periode perdagangan sesi kedua pada hari Senin lebih rendah dalam bandingannya dengan return pada periode yang sama pada hari-hari yang lain*

## METODE PENELITIAN

Sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam daftar indeks LQ45 baik pada semester pertama maupun semester kedua untuk tahun 1999 dan 2005. Sampel yang berbeda dari perusahaan yang berbeda dan dalam interval waktu yang berbeda untuk memastikan bahwa perusahaan sampel tidak secara khusus pada satu sampel dan satu periode waktu (Chan, Christie & Schultz, 1995). Pemilihan LQ45 dilakukan dengan alasan bahwa perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam LQ45 mempunyai likuiditas yang tinggi, sehingga mampu mengurangi adanya saham tidur baik pada sesi pertama maupun pada sesi kedua pada hari perdagangan. Adanya saham yang tidak aktif mengganggu akurasi penelitian yang dilakukan ini. Metoda pemilihan sampel ini dilakukan karena BEJ merupakan pasar modal yang masih dangkal (*thin market*) yang ditandai dengan banyaknya saham tidur (Hartono, 2004).

### Return

Harga pembukaan dan penutupan baik pada sesi pertama dan kedua diperoleh dari data *intraday*. Return ditentukan dengan logaritma natural dari harga relatif  $R_t = \ln(P_t/P_{t-1})$ . Untuk menghitung *return* hari perdagangan

dibagi menjadi empat periode, yang meliputi dua sesi perdagangan ( $R_2$  dan  $R_4$ ) dan dua sesi nonperdagangan yang meliputi istirahat malam hari dan istirahat siang ( $R_1$  dan  $R_3$ ), dan dalam perumusan ( $t =$  hari ke-)

Return istirahat malam ( $R_1$ ) :

$$R_{1,t} = \ln(P_{O1,t}/P_{C2,t-1})$$

Return sesi pertama ( $R_2$ ) :

$$R_{2,t} = \ln(P_{C1,t}/P_{O1,t})$$

Return istirahat siang ( $R_3$ ) :

$$R_{3,t} = \ln(P_{O2,t}/P_{C1,t})$$

Return sesi kedua ( $R_4$ ) :

$$R_{4,t} = \ln(P_{C2,t}/P_{O2,t})$$

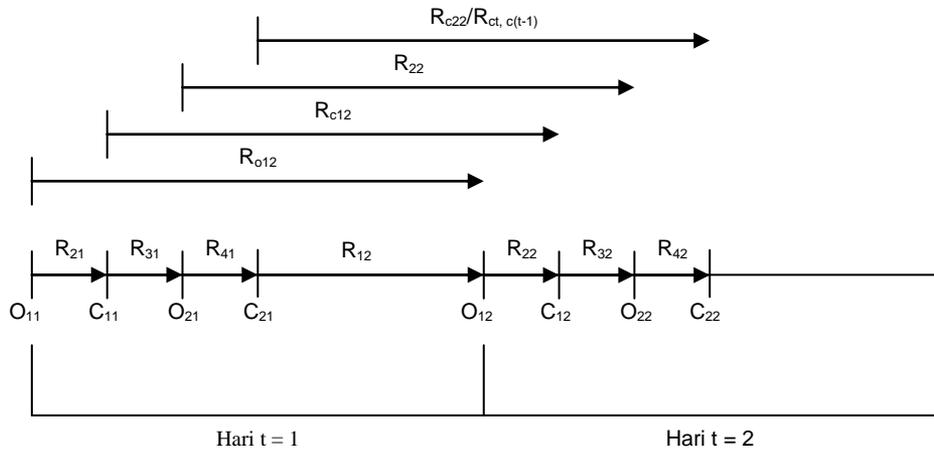
Sedangkan analisis terhadap *return* harian menggunakan *close-to-close return*, yang dirumuskan dengan:

*Close-to-close return* :

$$R_{C2,t} = \ln(P_{C2,t}/P_{C2,t-1})$$

### Waktu Perdagangan dan Return

Waktu perdagangan tidak sama untuk setiap harinya. Perdagangan dibuka pertama kali pukul 09.30. setiap harinya, tetapi untuk penutupan sesi pertama berakhir pukul 12.00 untuk Hari Senin sampai dengan Kamis, sedangkan Hari Jumat ditutup pukul 11.30. Pembukaan sesi kedua pada pukul 13.30 untuk Hari Senin sampai dengan Hari Kamis, sedangkan Hari Jumat dibuka pada pukul 14.00. Penutupan sesi kedua dilakukan pada pukul 16.00 setiap harinya. **Gambar 1** menunjukkan periode perdagangan (sesi pertama dan sesi kedua), serta periode nonperdagangan (sesi istirahat siang dan sesi istirahat malam) dalam kaitannya dengan *return* untuk setiap periode tersebut.



Sumber: Chang, Hsu, Huang & Rhe (1999); Guner & Onder (2002)

Gambar 1. Periode Transaksi di BEJ

Keterangan:

- O<sub>1</sub> pembukaan sesi pertama, pukul 09.30
- C<sub>1</sub> penutupan sesi pertama, pukul 12.00 untuk Senin-Kamis dan 11.30 untuk Jumat
- O<sub>2</sub> pembukaan sesi kedua, pukul 13.30 untuk Senin-Kamis dan 14.00 untuk Jumat
- C<sub>2</sub> penutupan sesi kedua, pukul 16.00
- R<sub>ijt</sub>  $\ln(P_{ij,t}/P_{ij,t-1})$  adalah *return* untuk transaksi ij ( $i = O$  untuk pembukaan, C untuk penutupan;  $j = 1$  untuk sesi pertama, 2 untuk sesi kedua) dari hari ( $t_{.1}$ ) ke hari  $t$ .
- R<sub>kt</sub> *return* pada interval ke-k di hari  $t$ , di mana:
  - K 2, untuk sesi pertama (09.30-12.00 untuk Senin-Kamis, dan 09.30-14.00 untuk Jumat)
  - K 3, untuk sesi istirahat siang (12.00-12.30 untuk Senin-Kamis, dan 13.30-14.00 untuk Jumat)
  - K 4, untuk sesi kedua (12.30-16.00 untuk Senin-Kamis, dan 14.00-16.00 untuk Jumat)
  - K 1, untuk sesi istirahat malam hari (dari 16.00 di hari ( $t_{.1}$ ) sampai 09.00 hari  $t$ )

### Penyesuaian dan Pengendalian Basis Portofolio

Penyesuaian dilakukan terhadap *stock dividen*, *stock split*, *bonus share* dan *stock reserve split* dan pengumuman dividen. Selanjutnya dibentuk portofolio pasar dibentuk dengan metode *equal-weighted* dengan berdasar harian. Uji F dilakukan untuk menguji perbedaan *return* antahari. Demikian juga, pembentukan portofolio untuk pengendalian uji beda dilakukan. Portofolio pasar dibentuk dengan metode *equal-weighted* dengan berdasar harian. Adapun pembentukan portofolio dilakukan dengan mengambil variabel-variabel operasional, yakni (1) ukuran perusahaan diprosikan dengan total aktiva, dan (2) volume perdagangan (*trading volume*) yang merupakan jumlah transaksi yang diperdagangkan pada satu hari.

### Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan langkah prosedural sebagai berikut:

1. Dari data *intra-day* diperoleh empat seri harga yaitu harga pembukaan sesi pertama ( $P_{O1}$ ), harga penutupan sesi pertama ( $P_{C1}$ ), harga pembukaan sesi kedua ( $P_{O2}$ ) dan harga penutupan sesi kedua ( $P_{C2}$ ).
2. Membentuk lima seri *close-to-close return* ( $R_{ct,c(t-1)}$ ) dari hari Senin sampai dengan Jumat untuk menentukan tingkat sensitivitas terhadap *day of the week*. Analisis di dalam pengujian hanya difokuskan untuk membedakan variansi *return* antara Senin dan nonSenin saja untuk kendali di dalam pengujian.
3. Membentuk empat seri *return*, yaitu:

- a. dua *return* perioda perdagangan untuk sesi perdagangan pagi dan sesi perdagangan siang, serta
  - b. dua *return* perioda nonperdagangan untuk sesi istirahat malam dan sesi istirahat siang.
4. Membuang sampel yang tidak mempunyai sesi perdagangan dari perhitungan.
  5. Menghilangkan hari di sekitar pengumuman dividen dari sampel dengan alasan untuk mengeliminasi terjadinya fluktuasi harga yang sangat tajam (H-3 dan H+3).
  6. Melakukan penyesuaian terhadap *stock dividen*, *stock split*, *bonus share* dan *stock reserve split*.
  7. Membentuk portofolio pasar saham dengan berdasar *return* intraharian yang berguna untuk menganalisis perilaku harga saham selama perioda perdagangan dan nonperdagangan.
  8. Tingkat volatilitas *return* dilihat dari variansi *return* perioda perdagangan, variansi *return* perioda nonperdagangan dan variansi *open-to-open return* dan variansi *close-to-close return* baik untuk sesi pertama maupun kedua.
  9. Melakukan uji F antara *return* harian yang berdasar *close-to-close return* ( $R_{ct,c(t-1)}$ ), *return* perioda perdagangan ( $R_2$ , dan  $R_4$ ), dan *return* perioda nonperdagangan ( $R_1$ , dan  $R_3$ ).
  10. Membentuk *quintiles* ukuran perusahaan untuk menganalisis sensitivitas perilaku harga perioda perdagangan dan nonperdagangan serta rasio antara *open-to-open return* dan *close-to-close return* dengan pengendali ukuran perusahaan.
  11. Membentuk *trading volume quintiles* dengan mengelompokan perusahaan berdasar *trading volume* harian menurut *trading volume* tahun berjalan secara

keseluruhan. Selanjutnya, *trading volume* ini digunakan untuk pengendali di dalam pengujian.

## HASIL PENELITIAN DAN TEMUAN

Bagian pertama subseksi ini menguji *Monday effect* dengan menganalisis *trading periods* dan *nontrading periods*. Selanjutnya, bagian kedua dan ketiga penelitian ini menguji dan menganalisis hubungan antara *Monday effect* dan *nontrading weekend effect* dengan pengendali faktor *size* dan faktor *trading volume*. Bahasan selengkapnya adalah sebagai berikut.

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa *return* yang terjadi selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2005 sangat bervariasi. Fluktuasi *return* secara keseluruhan tertunjukkan bahwa nilai minimum untuk *close-to-close return* untuk semua hari di dalam seminggunya sebesar -0,14177 dan nilai maksimum sebesar 0,10344. Rata-rata *return* dalam bandingannya dengan mediannya tidak menunjukkan kesamaan, atau bahkan berjarak cukup jauh. Misalnya, untuk *return* harian dengan rata-rata *return* sebesar 0,00043 dan median *return* sebesar 0,00050. Di sisi lain, deviasi standar atas *return* juga cukup besar dengan angka sebesar 0,01975. Demikian juga, untuk seluruh *return* sesi pertama perdagangan, sesi istirahat siang, sesi kedua perdagangan dan sesi istirahat malam yang selengkapnya tertunjukkan di dalam tabel di bawah ini. Perbedaan mean, median, standar deviasi, minimum dan maksimum menunjukkan bahwa *return* yang terjadi di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1999 sampai dengan 2005 berfluktuasi cukup tajam. Informasi selengkapnya disajikan ke dalam **Tabel 1** sebagai berikut.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	$R_1$	$R_2$	$R_3$	$R_4$	$R_{(Ct-C(t-1))}$
Mean	-0,00295	-0,00020	-0,00138	0,00496	0,00043
Median	-0,00217	-0,00038	-0,00110	0,00439	0,00050
Standar Deviasi	0,01059	0,01183	0,00540	0,01135	0,01975
Minimum	-0,09633	-0,06483	-0,05806	-0,09790	-0,14177
Maksimum	0,07057	0,04980	0,02806	0,07753	0,10344

Keterangan:

$R_1$  : *return* periode nonperdagangan sesi istirahat malam;

$R_2$  : *return* periode perdagangan sesi pertama;

$R_3$  : *return* periode nonperdagangan sesi istirahat siang;

$R_4$  : *return* periode perdagangan sesi kedua;

$R_{(Ct-C(t-1))}$ : *return* harian yang dihitung dari penutupan periode hari t sampai dengan penutupan hari sebelumnya

### Uji Monday Effect

*Return* harian didefinisikan sebagai *logarithma natural* dari rasio harga penutupan (*close-to-close return*). Empat seri *return* digunakan untuk menganalisis *close-to-close return* ini yaitu *return* periode malam ( $R_1$ ), *return* sesi pertama ( $R_2$ ), *return* istirahat siang ( $R_3$ ) dan *return* sesi kedua ( $R_4$ ). Hipotesis *Monday effect* didukung apabila  $R_{ct-c(t-1)}$  hari Senin yang memiliki *return* yang berbeda dalam bandingannya dengan *close-to-close return* hari-hari yang lain. Hipotesis pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu (*nontrading weekend effect*) didukung jika  $R_1$  pada hari Senin lebih rendah dalam bandingannya dengan *return* periode yang sama ( $R_1$ ) untuk hari-hari yang lain. Sedangkan, hipotesis pengaruh psikologis didukung, apabila  $R_2$ ,  $R_3$  dan  $R_4$  pada hari Senin lebih rendah dalam bandingannya dengan  $R_2$ ,  $R_3$  dan  $R_4$  hari-hari yang lain.

Rata-rata *return* harian ditunjukkan pada **Tabel 2** yang menyajikan komparasi *close-to-close return* pada hari Senin yang lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain. Hal ini berarti bahwa fenomena *Monday effect* terjadi di BEJ selama 1999-2005. Untuk menguji *equality of means accross day of the week* digunakan *analysis of variance (F-test)*. Nilai *F*-hitung ditunjukkan dengan dua kolom terakhir pada **Tabel 2**. Nilai  $F_5$  merupakan nilai *F-test* untuk semua hari untuk satu

minggu (5 hari) yang diuji secara simultan, sedangkan nilai  $F_4$  merupakan nilai *F-test* untuk semua hari dalam seminggu dengan *return* hari Senin dikeluarkan dari sampel, atau dengan kata lain nilai *F-test* untuk *return* hari Selasa sampai Jumat (4 hari) yang dilakukan secara simultan.

Hasil uji menunjukkan bahwa rata-rata *close-to-close return* hari Senin selalu berangka negatif lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya. Hari Senin untuk tahun 1999, rata-rata *return* sebesar -0,0061 dengan nilai-*F* sebesar 5,342 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Hari Senin untuk tahun 2000, rata-rata *return* sebesar -0,0078 dengan nilai-*F* sebesar 4,375 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Hari Senin untuk tahun 2001, rata-rata *return* sebesar -0,0055 dengan nilai-*F* sebesar 3,822 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen. Hari Senin untuk tahun 2002, rata-rata *return* sebesar -0,0065 dengan nilai-*F* sebesar 5,438 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Hari Senin untuk tahun 2004, rata-rata *return* sebesar -0,0059 dengan nilai-*F* sebesar 10,117 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Hari Senin untuk tahun 2005, rata-rata *return* sebesar -0,0048 dengan nilai-*F* sebesar 7,8133 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Tidak terjadi perbedaan *return* yang negatif secara statistik signifikan hanya untuk

hari Senin tahun 2003, sekalipun rata-rata *return* tetap negatif sebesar -0,0004. Secara total, rata-rata *return* hari Senin sebesar -0,0053 dengan nilai-F sebesar 35,208 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Artinya, rata-rata *return* harian yang menyajikan komparasi *close-to-close return* pada hari Senin yang lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain terbukti secara statistik signifikan. Hal ini berarti bahwa fenomena *Monday effect* benar-benar terjadi di BEJ selama 1999-2005.

Uji kelanjutan juga dibuktikan dengan nilai  $F_5$  dan  $F_4$ . Nilai  $F_5$  menunjukkan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan untuk *close-to-close return* hari Senin sampai dengan

Jumat. Sebaliknya, apabila hari Senin dikeluarkan maka perbedaan itu menjadi tidak signifikan secara statistik ( $F_4$ ). Secara total, nilai *F-test* untuk *close-to-close return* pada hari Senin yang berbeda secara statistik signifikan dengan hari yang lain, dengan nilai  $F_5$  sebesar 8,864 yang signifikan pada level 1 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,112 yang tidak signifikan secara statistik. Perbandingan antara  $F_5$  dan  $F_4$  berarti bahwa *close-to-close return* pada hari Senin yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya untuk kurun waktu 1999-2005, yang berarti juga bahwa hasil analisis ini mendukung kembali *Monday effect*.

**Tabel 2.** Komparasi *Close-to-close return* Harian

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	$F_5$	$F_4$
1999	<i>Mean</i> -0,0061 <i>N</i> 49 <i>SD</i> 0,02962 <i>F hitung</i> 5,342 **	0,0066 50 0,03174 1,23	-0,0004 50 0,0286 0,626	0,0104 48 0,02657 4,328 **	0,0022 48 0,02808 0,006	2,328 *	1,331
2000	<i>Mean</i> -0,0078 <i>N</i> 49 <i>SD</i> 0,02549 <i>F hitung</i> 4,375 **	-0,002 48 0,01883 0,068	-0,0023 50 0,01675 0,015	-0,0008 44 0,01992 0,497	0 47 0,01406 1,065	1,192	0,181
2001	<i>Mean</i> -0,0055 <i>N</i> 44 <i>SD</i> 0,019 <i>F hitung</i> 3,822 *	-0,0009 49 0,01747 0,006	0,0011 52 0,01724 0,715	0,0003 51 0,01764 0,208	0,0007 49 0,01805 0,377	1,035	0,123
2002	<i>Mean</i> -0,0065 <i>N</i> 50 <i>SD</i> 0,02721 <i>F hitung</i> 5,483 **	0,0016 48 0,01546 0,632	-0,0002 50 0,01995 0,014	0,0016 49 0,01955 0,651	0,0012 47 0,01647 0,395	1,42	0,11
2003	<i>Mean</i> -0,0004 <i>N</i> 48 <i>SD</i> 0,01605 <i>F hitung</i> 2,196	0,0008 51 0,01587 0,756	0,005 47 0,01494 1,739	0,0024 48 0,01389 0	0,0045 47 0,01311 1,151	1,17	0,866
2004	<i>Mean</i> -0,0059 <i>N</i> 43 <i>SD</i> 0,02191 <i>F hitung</i> 10,117 ***	0,0029 49 0,01403 0,494	0,0054 50 0,0153 3,646 *	-0,0011 47 0,01468 1,245	0,0047 47 0,01629 2,185	3,64 ***	1,756
2005	<i>Mean</i> -0,0048 <i>N</i> 49 <i>SD</i> 0,01839 <i>F hitung</i> 7,813 ***	0,0029 50 0,01482 1,531	0,0014 49 0,01388 0,21	0,0016 49 0,01478 0,307	0,0016 44 0,01344 0,267	2,007 *	0,115
<b>Total</b>	<i>Mean</i> -0,0053 <i>N</i> 332 <i>SD</i> 0,023 <i>F hitung</i> 35,208 ***	0,0017 345 0,01922 1,88	0,0014 348 0,01874 1,054	0,0021 336 0,01876 2,948 *	0,0021 329 0,01773 2,966 *	8,864 ***	0,112

Keterangan: \*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

### Uji Monday Effect – dari Pengaruh Periode Nonperdagangan Akhir Minggu

Uji yang digunakan untuk membuktikan bahwa *return* pada hari Senin yang bernilai negatif dipicu oleh *nontrading weekend effect*. Nilai *return* istirahat periode malam pada hari Senin bervariasi secara lebih besar dalam bandingannya dengan *close-to-close return*. *Return* periode nonperdagangan malam pada hari Senin bervariasi dengan nilai negatif dalam bandingannya dengan periode nonperdagangan malam pada hari-hari yang lainnya. Hal ini ditunjukkan secara rinci ke dalam **Tabel 3** di halaman berikut.

Hasil uji menunjukkan bahwa rata-rata *close-to-open return* ( $R_1$ ) hari Senin tidak selalu berangka negatif lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya. Hari Senin untuk tahun 1999, rata-rata *return* sebesar -0,0012 dengan nilai-F sebesar 0,089 yang secara statistik tidak signifikan. Hari Senin untuk tahun 2000, rata-rata *return* sebesar -0,0064 dengan nilai-F sebesar 1,802 yang secara statistik tidak signifikan. Hari Senin untuk tahun 2001, rata-rata *return* sebesar -0,0056 dengan nilai-F sebesar 3,892 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Hari Senin untuk tahun 2002, rata-rata *return* sebesar -0,0058 dengan nilai-F sebesar 3,146 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen. Hari Senin untuk tahun 2003, rata-rata *return* sebesar -0,0046 dengan nilai-F sebesar 1,974 yang secara statistik tidak signifikan. Hari Senin untuk tahun 2004, rata-rata *return* sebesar -0,0052 dengan nilai-F sebesar 1,112 yang secara statistik tidak signifikan. Hari Senin untuk tahun 2005, rata-rata *return* sebesar -0,0022 dengan nilai-F sebesar 1,308 yang secara statistik juga tidak signifikan. Perbedaan *close-to-open return* yang negatif secara statistik signifikan hanya terjadi untuk hari Senin tahun 2001 dan 2002,

sementara tahun yang lain secara statistik tidak signifikan. Secara total, rata-rata *close-to-open return* hari Senin sebesar -0,0044 dengan nilai-F sebesar 7,696 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Artinya, rata-rata *return* harian yang menyajikan komparasi *close-to-open return* pada hari Senin yang lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain terbukti secara statistik signifikan dalam kejadian yang insidental. Hal ini berarti bahwa fenomena *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu terjadi secara tidak konsisten atau hanya insidental di BEJ selama 1999-2005.

Uji kelanjutan juga dibuktikan dengan nilai  $F_5$  dan  $F_4$ . Nilai  $F_5$  menunjukkan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan untuk *close-to-open return* untuk hari Senin sampai dengan Jumat. Sebaliknya, apabila hari Senin dikeluarkan maka perbedaan itu menjadi tidak signifikan secara statistik ( $F_4$ ). Secara total, nilai *F-test* untuk *close-to-open return* pada hari Senin yang berbeda secara statistik signifikan dengan hari yang lain, dengan nilai  $F_5$  sebesar 2,407 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,738 yang tidak signifikan secara statistik. Perbandingan antara  $F_5$  dan  $F_4$  berarti bahwa *close-to-open return* pada hari Senin yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya, yang berarti juga bahwa *Monday effect* terdukung lagi. Akan tetapi, pengaruh *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu tidak secara konsisten terbukti untuk setiap tahunnya untuk kurun waktu 1999-2005. Oleh karena itu, *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu dapat disimpulkan hanyalah bersifat insidental.

Tabel 3. Komparasi *Close-to-open return* Harian ( $R_1$ )

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>
1999 <i>Mean</i>	-0,0012	-0,0023	-0,0042	-0,0004	-0,0006		
<i>N</i>	49	50	50	48	48		
<i>SD</i>	0,01491	0,01575	0,01757	0,01338	0,01524		
<i>F hitung</i>	0,089	0,083	1,629	0,485	0,346	0,521	0,654
2000 <i>Mean</i>	-0,0064	-0,0045	-0,005	-0,0046	-0,002		
<i>N</i>	49	48	50	44	47		
<i>SD</i>	0,01538	0,00933	0,01039	0,00785	0,00948		
<i>F hitung</i>	1,802	0	0,11	0,005	3,11 *	0,998	0,989
2001 <i>Mean</i>	-0,0056	-0,0035	-0,0027	-0,0002	-0,0025		
<i>N</i>	44	49	52	51	49		
<i>SD</i>	0,01537	0,0096	0,0107	0,00816	0,00672		
<i>F hitung</i>	3,892 **	0,238	0,014	4,031 **	0,049	1,655	1,23
2002 <i>Mean</i>	-0,0058	-0,0019	-0,0029	-0,0005	-0,0038		
<i>N</i>	50	48	50	49	47		
<i>SD</i>	0,01724	0,01092	0,01153	0,01193	0,00984		
<i>F hitung</i>	3,146 *	0,456	0,002	2,365	0,228	1,233	0,774
2003 <i>Mean</i>	-0,0046	-0,0038	-0,0023	-0,0037	-0,002		
<i>N</i>	48	51	47	48	47		
<i>SD</i>	0,00913	0,0078	0,00605	0,00648	0,00678		
<i>F hitung</i>	1,974	0,337	1,061	0,145	1,875	1,08	0,907
2004 <i>Mean</i>	-0,0052	-0,0042	-0,0025	-0,0042	-0,004		
<i>N</i>	43	49	50	47	47		
<i>SD</i>	0,00723	0,0095	0,00754	0,00799	0,00806		
<i>F hitung</i>	1,122	0,053	2,066	0,05	0	0,651	0,475
2005 <i>Mean</i>	-0,0022	-0,0005	-0,0012	-0,0012	-0,0016		
<i>N</i>	49	50	49	49	44		
<i>SD</i>	0,00642	0,00593	0,00572	0,00623	0,00466		
<i>F hitung</i>	1,308	1,116	0,042	0,045	0,125	0,52	0,276
<b>Total</b> <i>Mean</i>	-0,0044	-0,003	-0,003	-0,0021	-0,0024		
<i>N</i>	332	345	348	336	329		
<i>SD</i>	0,013	0,01023	0,01064	0,00932	0,00926		
<i>F hitung</i>	7,696 ***	0,001	0,004	3,008 *	1,274	2,407 **	0,738

Keterangan: \*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

### Uji Monday Effect – dari Pengaruh Psikologis

Analisis komparasi terhadap *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya tidak menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup eksefif. Nilai rata-rata *return* yang negatif pada hari Senin dikategorikan sebagai penunjuk *bad mood* para pedagang saham di bursa yang dalam arti meunjukkan pengaruh psikologis. Tabel 4 menyajikan hasil analisis *return* untuk setiap sesi-sesi tersebut. *Return* sesi pertama ( $R_2$ ) berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan secara statistik yang signifikan dalam

bandingannya dengan *return* sesi pertama hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi pertama hanya terjadi untuk (1) tahun 1999 (Panel: 1999), rata-rata *return* sebesar -0,0037, nilai-F sebesar 2,639 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen, (2) tahun 2001 (Panel: 2001), rata-rata *return* sebesar -0,0038, nilai-F sebesar 6,756 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, (3) tahun 2002 (Panel: 2002), rata-rata *return* sebesar -0,0028, nilai-F sebesar 3,577 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen, (4) tahun 2004 (Panel: 2004), rata-rata *return* sebesar -0,0029, nilai-F sebesar 3,041 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen, dan (5) untuk total (Panel: Total), rata-

rata *return* sebesar -0,0025, nilai-F sebesar 16,348 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen.

*Return* sesi istirahat siang ( $R_3$ ) berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan secara statistik yang signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi istirahat siang hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi istirahat siang hanya terjadi untuk (1) tahun 2003 (Panel: 2003), rata-rata *return* sebesar -0,0023, nilai-F sebesar 4,132 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen, dan (2) untuk total (Panel: Total), rata-rata *return* sebesar -0,0019, nilai-F sebesar 3,185 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen. Sedangkan, *return* sesi kedua ( $R_4$ ) berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *return* negatif secara statistik yang signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi kedua hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi kedua tidak terjadi untuk setiap tahunnya dan untuk total.

Simpulan sementara yang diperoleh dari komparasi *return* untuk masing-masing sesi pada hari Senin dalam bandingannya dengan masing-masing sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya membuktikan bahwa *return* negatif yang eksekif hanya terjadi untuk sesi pertama periode perdagangan ( $R_2$ ) dalam sifat kejadian yang insidental. Oleh karena itu, pengaruh psikologis yang ditunjukkan dengan adanya *bad mood* hanya terbukti secara parsial dan insidental di sesi pertama periode perdagangan saja. Untuk itu, hasil pengujian

ini mendukung hipotesis *psychological effect* dalam sifat yang insidental dan parsial.

Uji dengan nilai  $F_5$  dan  $F_4$  menunjukkan bahwa untuk *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya tidak menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup eksekif hari Senin sampai dengan Jumat. Perbedaan *return* negatif yang cukup eksekif untuk *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya hanya terjadi pada (1) *return* istirahat siang tahun 2000 (Panel: 2000), nilai  $F_5$  sebesar 2,719 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 3,437 yang signifikan secara statistik pada level 5 persen, (2) *return* istirahat siang tahun 2004 (Panel: 2004), nilai  $F_5$  sebesar 1,954 yang signifikan pada level 10 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 1,545 yang tidak signifikan secara statistik, (3) *return* istirahat siang tahun total (Panel: Total), nilai  $F_5$  sebesar 4,471 yang signifikan pada level 1 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,523 yang tidak signifikan secara statistik, (4) *return* sesi istirahat siang tahun 2002 (Panel: 2002), nilai  $F_5$  sebesar 1,981 yang signifikan pada level 10 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 2,371 yang signifikan secara statistik pada level 10 persen. Informasi tambahan untuk *return* negatif yang cukup eksekif untuk sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya sama sekali tidak terjadi.

Tabel 4. Komparasi Return Periode Perdagangan dan Nonperdagangan (R<sub>2</sub>, R<sub>3</sub> dan R<sub>4</sub>)

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>	
<b>Panel: 1999</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0037	0,0018	0,0003	0,0023	-0,0014		
	N	49	50	50	48	48		
	SD	0,0183	0,01658	0,01539	0,01693	0,01754		
	F hitung	2,693 *	0,792	0,037	1,233	0,315	1,011	0,476
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0026	-0,0011	-0,0019	-0,0016	-0,0009		
	N	49	50	50	48	48		
	SD	0,00762	0,0057	0,00609	0,00639	0,00509		
	F hitung	1,598	0,443	0,109	0,003	0,776	0,582	0,283
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,0014	0,0083	0,0054	0,01	0,0051		
	N	49	50	50	48	48		
	SD	0,01493	0,01662	0,02117	0,01639	0,01392		
	F hitung	4,624 **	1,091	0,08	3,313 *	0,186	1,868	0,902
<b>Panel: 2000</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0021	-0,0037	-0,0022	0,004	-0,0033		
	N	49	48	50	44	47		
	SD	0,01165	0,01295	0,01447	0,01359	0,01068		
	F hitung	0,12	1,655	0,165	10,435 ***	1,05	2,719 **	3,437 **
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0012	-0,0009	-0,001	-0,0027	-0,0014		
	N	49	48	50	44	47		
	SD	0,00498	0,00447	0,00435	0,00593	0,00577		
	F hitung	0,142	0,535	0,471	3,46 *	0	0,925	1,171
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,0019	0,0072	0,0058	0,0026	0,0067		
	N	49	48	50	44	47		
	SD	0,00876	0,01453	0,01161	0,00987	0,01029		
	F hitung	4,272 **	2,49	0,465	2,27	1,607	2,251 *	1,423
<b>Panel: 2001</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0038	0,0013	0,0003	0,0007	0,0012		
	N	44	49	52	51	49		
	SD	0,01049	0,01034	0,01062	0,01286	0,00963		
	F hitung	6,756 ***	0,868	0,052	0,211	0,692	1,739	0,091
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0015	-0,002	-0,002	-0,0024	-0,0017		
	N	44	49	52	51	49		
	SD	0,0054	0,00431	0,00503	0,0047	0,00432		
	F hitung	0,428	0,007	0,008	0,625	0,121	0,236	0,185
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,0055	0,0033	0,0055	0,0023	0,0038		
	N	44	49	52	51	49		
	SD	0,0089	0,00948	0,01159	0,011	0,00926		
	F hitung	1,124	0,357	1,347	1,905	0,042	0,95	0,85
<b>Panel: 2002</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0028	-0,0013	0,0014	0,0005	0,0015		
	N	50	48	50	49	47		
	SD	0,0112	0,01249	0,01021	0,01149	0,01045		
	F hitung	3,577 *	0,602	1,215	0,206	1,254	1,368	0,638
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0017	-0,0018	-0,0021	-0,0002	0,0004		
	N	50	48	50	49	47		
	SD	0,00532	0,00631	0,00483	0,00458	0,00617		
	F hitung	0,696	0,886	2,29	1,598	4,326 **	1,981 *	2,371 *
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,0039	0,0065	0,0035	0,0018	0,0031		
	N	50	48	50	49	47		
	SD	0,01339	0,014	0,01179	0,01158	0,00979		
	F hitung	0,006	3,136 *	0,032	1,518	0,176	0,97	1,362

Tabel 4. Lanjutan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>	
<b>Panel: 2003</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0008	0,0004	0,0014	0,0013	0,0017	0,717	0,247
	N	48	51	47	48	47		
	SD	0,00883	0,00844	0,00872	0,00839	0,00768		
	F hitung	2,168	0,163	0,321	0,22	0,732		
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0023	-0,001	-0,0004	-0,0015	-0,001	1,47	0,641
	N	48	51	47	48	47		
	SD	0,00476	0,00437	0,00448	0,00336	0,00357		
	F hitung	4,132 **	0,208	2,568	0,231	0,205		
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,0074	0,0053	0,0063	0,0063	0,0058	0,509	0,172
	N	48	51	47	48	47		
	SD	0,00542	0,00902	0,00796	0,00766	0,00704		
	F hitung	1,473	0,908	0,006	0,012	0,181		
<b>Panel: 2004</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0029	0	0,0019	-0,0025	0,0005	1,954 *	1,545
	N	43	49	50	47	47		
	SD	0,00945	0,00976	0,00933	0,01168	0,00977		
	F hitung	3,041 *	0,156	3,693 *	2,164	0,621		
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0028	-0,001	-0,0017	-0,0006	-0,0013	0,588	0,184
	N	43	49	50	47	47		
	SD	0,00531	0,00705	0,00916	0,00589	0,00814		
	F hitung	1,761	0,211	0,057	0,885	0,014		
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,005	0,0082	0,0077	0,0062	0,0095	1,3	0,841
	N	43	49	50	47	47		
	SD	0,01089	0,00955	0,01173	0,01021	0,00846		
	F hitung	2,76 *	0,39	0,08	0,776	2,437		
<b>Panel: 2005</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0017	0	0,0008	0,0001	0,0017	0,736	0,324
	N	49	50	49	49	44		
	SD	0,01194	0,01098	0,00939	0,00995	0,00856		
	F hitung	2,079	0,021	0,28	0,002	1,307		
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0009	-0,0007	-0,0003	-0,0012	-0,0011	0,37	0,448
	N	49	50	49	49	44		
	SD	0,00338	0,00311	0,00456	0,00548	0,00336		
	F hitung	0,03	0,031	1,177	0,441	0,195		
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0	0,0042	0,002	0,0039	0,0024	2,533 **	1,086
	N	49	50	49	49	44		
	SD	0,00781	0,00965	0,00562	0,00708	0,0062		
	F hitung	6,951 ***	3,302 *	0,289	2,068	0,014		
<b>Panel: Total</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	Mean	-0,0025	-0,0002	0,0006	0,0009	0,0003	4,471 ***	0,523
	N	332	345	348	336	329		
	SD	0,01205	0,01191	0,01142	0,01239	0,01111		
	F hitung	16,348 ***	0	1,774	3,486 *	0,65		
<b>R<sub>3</sub></b>	Mean	-0,0019	-0,0012	-0,0013	-0,0014	-0,001	1,082	0,381
	N	332	345	348	336	329		
	SD	0,00538	0,00516	0,00573	0,00528	0,00543		
	F hitung	3,185 *	0,346	0,012	0,064	1,78		
<b>R<sub>4</sub></b>	Mean	0,0035	0,0061	0,0052	0,0047	0,0052	2,363 *	0,91
	N	332	345	348	336	329		
	SD	0,01069	0,01219	0,01253	0,01117	0,00978		
	F hitung	6,647 ***	4,607 **	0,163	0,196	0,188		

Ket. : \* : signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

R<sub>2</sub>: return perioda perdagangan sesi pertama; R<sub>3</sub>: return perioda nonperdagangan sesi istirahat siang;

R<sub>4</sub>: return perioda perdagangan sesi kedua

Perbandingan antara  $F_5$  dan  $F_4$  memiliki arti bahwa *return* setiap sesi-sesi pada hari Senin yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan *return* sesi-sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya. Kejadiannya hanya terbukti dalam jumlah frekuensi sebanyak empat kali. Hal ini bermakna bahwa *Monday effect* terdukung secara insidental. Oleh karena itu, *Monday effect* dari pengaruh psikologis dapat disimpulkan bahwa terjadinya hanyalah secara insidental.

### Pengendalian dengan Basis Ukuran Perusahaan

Gibbons & Hess (1981) menyatakan bahwa *Monday effect* berhubungan erat dengan ukuran perusahaan. Perusahaan dalam ukuran besar cenderung tidak terpengaruh *Monday effect*, sedangkan perusahaan kecil cenderung untuk terpengaruh. Untuk menguji hubungan *Monday effect* dengan *size* ini

dibentuk *size quintile portofolio*. Dalam penelitian ini *size* diprosikan dengan besaran nilai total aktiva per emiten per tahun. **Tabel 5** menunjukkan rata-rata *close-to-close return* dan nilai-F untuk kelima portofolio ukuran perusahaan pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya.

Hasil uji untuk seluruh sampel dari tahun 1999 sampai dengan 2005 menunjukkan bahwa *close-to-close return* pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya selalu terbukti memiliki *return* negatif yang eksekif. Hasil uji statistik *close-to-close return* untuk kuintil portofolio terkecil dengan rata-rata sebesar -0,0035, nilai-F sebesar 15,761 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Perusahaan yang di antara portofolio terkecil dan terbesar (B, C, dan D), *close-to-close return* pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain juga terbukti dalam indikasi yang sama. Demikian juga, *close-to-close return* untuk kuintil

**Tabel 5.** Komparasi *Close-to-close return* Harian yang Dikendalikan dengan Ukuran Perusahaan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	$F_5$	$F_4$	
<b>Portofolio Terkecil</b>	Mean N SD F hitung	-0,0035 332 0,02567 15,761***	0,0018 344 0,01995 0,81	0,002 347 0,02096 1,219	0,0012 336 0,02158 0,161	0,0025 329 0,02246 2,316	4,068***	0,195
<b>B</b>	Mean N SD F hitung	-0,0058 332 0,03284 16,514***	0,0022 345 0,0293 2,016	0,0002 348 0,03095 0,001	0,0007 336 0,02772 0,119	0,0035 329 0,02771 4,995**	4,757***	0,887
<b>C</b>	Mean N SD F hitung	-0,0065 332 0,02437 35,263***	0,0011 345 0,02307 0,782	0,0006 347 0,02202 0,198	0,0037 335 0,0236 10,1***	0,0017 329 0,02084 1,833	9,714***	1,237
<b>D</b>	Mean N SD F hitung	-0,0062 332 0,02608 29,877***	0,0012 345 0,02359 0,442	0,003 347 0,0235 4,861**	0,0021 335 0,02463 1,863	0,0018 329 0,02498 1,302	7,706***	0,338
<b>Portofolio Terbesar</b>	Mean N SD F hitung	-0,0065 332 0,03114 28,206***	0,0021 345 0,02545 2,402	0,0011 347 0,0231 0,541	0,002 335 0,02486 1,995	0,0022 329 0,02242 2,365	7,137***	0,146

Keterangan:

\*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%  
B, C dan D menunjukkan ukuran perusahaan yang di antara Portofolio Terkecil dan Terbesar

portofolio terbesar dengan rata-rata sebesar -0,0065, nilai-F sebesar 28,206 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Sekalipun hasil uji *close-to-close return* untuk portofolio terkecil dan terbesar ini terbalik, hasil uji ini tetap mengindikasikan bahwa fenomena *Monday effect* tetap terbukti valid dalam berbagai ukuran perusahaan.

Hasil uji nilai *F-test* untuk *close-to-close return* pada hari Senin-Jumat yang berbeda secara statistik signifikan dengan Selasa-Jumat, dengan nilai  $F_5$ , untuk portofolio terkecil sebesar 4,068 yang signifikan pada level 1 persen dan portofolio terbesar sebesar 7,137 yang signifikan pada level 1 persen. Sedangkan nilai  $F_4$  untuk portofolio terkecil sebesar 0,195 yang tidak signifikan secara statistik dan untuk portofolio terbesar sebesar 0,146 yang tidak signifikan secara statistik. Sekalipun hasil uji besaran nilai-F untuk

portofolio terkecil dan terbesar terbalik, perbandingan antara nilai- $F_5$  dan nilai- $F_4$  memiliki arti bahwa *close-to-close return* pada hari Senin-Jumat yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan Selasa-Jumat untuk kurun waktu 1999-2005. Simpulan atas hasil analisis ini mendukung kembali terhadap *Monday effect*.

**Tabel 6** digunakan untuk menunjukkan rata-rata *close-to-open return* dan nilai-F yang dikendalikan dengan ukuran perusahaan untuk kelima portofolio ukuran perusahaan pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya.

Hasil uji menunjukkan bahwa *return* perioda malam ( $R_1$ ) pada hari Senin untuk portofolio terkecil cenderung lebih rendah dibandingkan dengan *return* perioda malam hari-hari yang lainnya. Hasil uji statistik *close-to-open return* untuk kuintil portofolio terkecil

**Tabel 6.** Komparasi *Close-to-open return* Harian ( $R_1$ ) yang Dikendalikan dengan Ukuran Perusahaan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	$F_5$	$F_4$	
<b>Portofolio Terkecil</b>	Mean	-0,0032	-0,0027	-0,0019	-0,0021	-0,0017		
	N	332	344	347	336	329		
	SD	0,01344	0,01106	0,01056	0,01043	0,01189		
	F hitung	2,372	0,427	0,529	0,155	1,146	0,928	0,491
<b>B</b>	Mean	-0,0052	-0,0034	-0,0047	-0,0024	-0,002		
	N	332	345	348	336	329		
	SD	0,02318	0,0176	0,02168	0,01958	0,01892		
	F hitung	2,669	0,037	1,44	1,321	2,276	1,553	1,277
<b>C</b>	Mean	-0,0042	-0,0031	-0,0024	-0,0016	-0,0023		
	N	332	345	347	335	329		
	SD	0,01449	0,01321	0,01247	0,01263	0,01006		
	F hitung	5,387 **	0,407	0,362	2,996 *	0,384	1,913	0,818
<b>D</b>	Mean	-0,0058	-0,0032	-0,0032	-0,0027	-0,0038		
	N	332	345	347	335	329		
	SD	0,02323	0,02057	0,02117	0,02184	0,01525		
	F hitung	4,347 **	0,307	0,319	1,119	0,013	1,223	0,197
<b>Portofolio Terbesar</b>	Mean	-0,0061	-0,0042	-0,0054	-0,0038	-0,0035		
	N	332	345	347	335	329		
	SD	0,01883	0,01535	0,01837	0,01624	0,01604		
	F hitung	3,323 *	0,235	0,94	0,999	1,736	1,451	0,875

Keterangan:

\*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

B, C dan D menunjukkan ukuran perusahaan yang di antara Portofolio Terkecil dan Portofolio Terbesar

dengan rata-rata *return* sebesar -0,0032, nilai-F sebesar 2,372 yang secara statistik tidak signifikan. Perusahaan yang di antara portofolio terkecil dan terbesar, yakni portofolio B, *close-to-open return* pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain juga terbukti dalam indikasi yang sama. Sementara yang lain untuk portofolio C, rata-rata *return* sebesar -0,0042, nilai-F sebesar 5,387 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Portofolio D memiliki rata-rata *return* sebesar -0,0058, nilai-F sebesar 4,347 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Demikian juga, *close-to-open return* untuk kuintil portofolio terbesar dengan rata-rata sebesar -0,0061, nilai-F sebesar 3,323 yang secara statistik signifikan pada level 10 persen. Terbukti juga bahwa perbedaan *return* periode malam pada hari Senin semakin besar untuk perusahaan berukuran kecil. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa sekalipun ukuran perusahaan terbukti terbalik, *Monday effect* tetap terbukti valid secara insidental untuk portofolio C, D, dan terbesar. Sehingga, penelitian ini tetap mendukung kembali fenomena *Monday effect* yang lebih banyak dipicu oleh adanya periode nonperdagangan akhir minggu.

Nilai *F-test* untuk *close-to-open return* pada hari Senin yang berbeda secara statistik signifikan dengan hari yang lain, dengan nilai  $F_5$  yang diperbandingkan dengan nilai  $F_4$  menunjukkan bahwa *close-to-open return* untuk portofolio terkecil sampai dengan portofolio terbesar pada hari Senin-Jumat secara statistik tidak signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan hari Selasa-Jumat. Hal ini memiliki arti juga bahwa *Monday effect* tidak terdukung. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengaruh *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu tidak secara konsisten terbukti untuk setiap portofolio ukuran perusahaan untuk kurun waktu 1999-2005.

Analisis komparasi terhadap *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya yang dikendalikan dengan ukuran perusahaan tidak menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup eksekusif. **Tabel 7** menyajikan bukti untuk *return* setiap sesi yang dikendalikan dengan ukuran perusahaan.

Hasil analisis *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya secara konsisten menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup eksekusif. *Return* sesi pertama ( $R_2$ ) untuk setiap portofolio hari Senin berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *return* secara statistik yang signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi pertama hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi pertama terjadi untuk (1) portofolio terkecil, rata-rata *return* sebesar -0,0017, nilai-F sebesar 9,198 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, (2) portofolio B, rata-rata *return* sebesar -0,0038, nilai-F sebesar 4,839 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen, (3) portofolio C, rata-rata *return* sebesar -0,002, nilai-F sebesar 9,246 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, (4) portofolio D, rata-rata *return* sebesar -0,0029, nilai-F sebesar 12,15 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, dan (5) portofolio terbesar, rata-rata *return* sebesar -0,0032, nilai-F sebesar 7,921 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen.

*Return* sesi istirahat siang ( $R_3$ ) berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan secara statistik yang signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi istirahat siang hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi istirahat siang hanya terjadi satu kali untuk portofolio C, rata-rata *return* sebesar -0,0025, nilai-F sebesar 7,773 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Sedangkan, *return* sesi

kedua ( $R_4$ ) berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *return* negatif secara statistik yang signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi kedua hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi kedua tidak terjadi untuk setiap tahunnya dan untuk total.

Simpulan sementara yang diperoleh dari komparasi *return* untuk masing-masing sesi pada hari Senin dalam bandingannya dengan masing-masing sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya membuktikan bahwa *return* negatif yang ekksesif hanya terjadi untuk sesi pertama periode perdagangan ( $R_2$ ) dalam sifat kejadian yang konsisten. Oleh karena itu, pengaruh psikologis yang ditunjukkan dengan adanya *bad mood* hanya terbukti secara konsisten di sesi pertama periode perdagangan saja. Untuk itu, hasil pengujian ini mendukung hipotesis *psychological effect* dalam sifat yang konsisten. Sebaliknya, dengan menggunakan *return* sesi istirahat siang dan sesi kedua perdagangan dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian ini mendukung hipotesis *psychological effect* dalam sifat yang parsial dan insidental, karena hanya didukung satu kali untuk *return* istirahat siang portofolio C.

Uji dengan nilai  $F_5$  dan  $F_4$  menunjukkan bahwa untuk *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin sampai dengan Jumat dalam bandingannya dengan Selasa sampai dengan Jumat tidak menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup ekksesif hari Senin sampai dengan Jumat. Perbedaan *return* negatif yang cukup ekksesif untuk *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin-Jumat dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada Selasa-Jumat hanya terjadi pada (1) *return* sesi pertama portofolio terkecil, nilai  $F_5$  sebesar 2,534 yang signifikan

pada level 10 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,0078 yang tidak signifikan secara statistik, (2) *return* sesi pertama periode perdagangan portofolio C, nilai  $F_5$  sebesar 2,7044 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,518 yang tidak signifikan secara statistik, (3) *return* istirahat siang portofolio C, nilai  $F_5$  sebesar 2,489 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,667 yang tidak signifikan secara statistik, (4) *return* sesi sesi kedua perdagangan portofolio D, nilai  $F_5$  sebesar 2,735 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 1,434 yang tidak signifikan secara statistik, (5) *return* sesi pertama portofolio D, nilai  $F_5$  sebesar 3,979 yang signifikan pada level 1 persen dan nilai  $F_4$  sebesar 1,291, dan yang tidak signifikan secara statistik, (6) *return* sesi pertama periode perdagangan portofolio terbesar, nilai  $F_5$  sebesar 2,858 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,713 yang tidak signifikan secara statistik. Informasi tambahan untuk *return* negatif yang cukup ekksesif untuk sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin-Jumat dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada Selasa-Jumat sama sekali tidak terjadi.

Perbandingan antara nilai- $F_5$  dan nilai- $F_4$ , yang nilai  $F_5$  secara statistik lebih signifikan dalam bandingannya dengan  $F_4$ , memiliki arti bahwa *return* setiap sesi-sesi pada hari Senin sampai dengan Jumat yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan *return* sesi-sesi yang sesuai pada Selasa sampai dengan Jumat. Kejadiannya hanya terbukti dalam jumlah frekuensi sebanyak enam kali dari 15 kali kesempatan. Hal ini bermakna bahwa *Monday effect* untuk setiap sesi perdagangan dan nonperdagangan terdukung hanya secara insidental. Oleh karena itu, *Monday effect* dari pengaruh psikologis dapat disimpulkan hanyalah bersifat insidental.

**Tabel 7.** Komparasi *Return* Periode Perdagangan dan Nonperdagangan ( $R_2$ ,  $R_3$  dan  $R_4$ ) yang Dikendalikan dengan Ukuran Perusahaan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	$F_5$	$F_4$
<b>Portofolio terkecil</b>							
$R_2$	Mean	-0,0017	0,0008	0,0007	0,0012	0,0009	
	N	332	344	347	336	329	
	SD	0,01408	0,0151	0,01352	0,01525	0,01382	
	F hitung	9,198***	0,348	0,25	1,415	0,529	2,354*
$R_3$	Mean	-0,0015	-0,0012	-0,001	-0,0013	-0,001	
	N	332	344	347	336	329	
	SD	0,00897	0,00912	0,00917	0,00764	0,00827	
	F hitung	0,479	0,002	0,198	0,097	0,256	0,207
$R_4$	Mean	0,0029	0,0048	0,0042	0,0034	0,0042	
	N	332	344	347	336	329	
	SD	0,01401	0,01402	0,01386	0,01387	0,01351	
	F hitung	2,242	1,814	0,139	0,524	0,233	0,99
<b>B</b>							
$R_2$	Mean	-0,0031	-0,0016	0,0004	0,0004	-0,0007	
	N	332	345	348	336	329	
	SD	0,02319	0,02042	0,01969	0,01938	0,0177	
	F hitung	4,839**	0,549	1,763	1,853	0,054	1,814
$R_3$	Mean	-0,0014	-0,0001	-0,0015	-0,0012	0,0002	
	N	332	345	348	336	329	
	SD	0,0159	0,01598	0,01444	0,0138	0,01307	
	F hitung	0,721	0,967	1,001	0,253	1,905	0,97
$R_4$	Mean	0,0039	0,0073	0,0061	0,0038	0,006	
	N	332	345	348	336	329	
	SD	0,01963	0,02253	0,02356	0,02158	0,02127	
	F hitung	2,029	3,212*	0,37	2,304	0,264	1,636
<b>C</b>							
$R_2$	Mean	-0,002	0,0006	0,0001	0,001	0,0015	
	N	332	345	347	335	329	
	SD	0,01445	0,01418	0,01451	0,01776	0,01299	
	F hitung	9,246***	0,216	0,032	1,136	2,825*	2,704**
$R_3$	Mean	-0,0025	-0,0011	-0,0004	-0,0011	-0,0013	
	N	332	345	347	335	329	
	SD	0,00693	0,00991	0,00816	0,01129	0,00681	
	F hitung	7,773***	0,245	4,263**	0,126	0,03	2,489**
$R_4$	Mean	0,0021	0,0047	0,0033	0,0055	0,0039	
	N	332	345	347	335	329	
	SD	0,01279	0,017	0,01451	0,01454	0,01237	
	F hitung	6,412**	1,426	0,803	4,987**	0	2,735**
<b>D</b>							
$R_2$	Mean	-0,0029	-0,0004	0,0018	0,0013	0,0002	
	N	332	345	347	335	329	
	SD	0,01779	0,01784	0,01497	0,01757	0,01579	
	F hitung	12,15***	0,288	5,055**	2,29	0,048	3,979***
$R_3$	Mean	-0,0021	-0,0009	-0,0022	-0,0013	-0,0015	
	N	332	345	347	335	329	
	SD	0,01161	0,01047	0,01194	0,01217	0,01258	
	F hitung	0,825	1,638	1,162	0,317	0,02	0,789
$R_4$	Mean	0,0047	0,0057	0,0065	0,0048	0,0068	
	N	332	345	347	335	329	
	SD	0,0234	0,0234	0,02272	0,02535	0,02103	
	F hitung	0,788	0,001	0,561	0,682	0,976	0,602

Tabel 7. Lanjutan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>
<b>Portofolio terbesar</b>							
<b>R<sub>2</sub></b> Mean	-0,0032	-0,0011	0,0002	0,0008	-0,0001		
N	332	345	347	335	329		
SD	0,02049	0,01669	0,01765	0,01876	0,01686		
F hitung	7,921***	0,264	0,94	2,758*	0,464	2,478**	0,713
<b>R<sub>3</sub></b> Mean	-0,0025	-0,0023	-0,0016	-0,0018	-0,0011		
N	332	345	347	335	329		
SD	0,01857	0,01355	0,01346	0,01475	0,01314		
F hitung	0,825	0,373	0,151	0,022	0,974	0,47	0,409
<b>R<sub>4</sub></b> Mean	0,0054	0,0098	0,0079	0,0067	0,0069		
N	332	345	347	335	329		
SD	0,02038	0,01937	0,01684	0,0156	0,01625		
F hitung	5,093**	7,904***	0,461	0,533	0,304	2,858**	2,285*

Keterangan:

\*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

B, C dan D menunjukkan ukuran perusahaan yang di antara Portofolio Terkecil dan Portofolio Terbesar

R<sub>2</sub>: return perioda perdagangan sesi pertama; R<sub>3</sub>: return perioda nonperdagangan sesi istirahat siang;

R<sub>4</sub>: return perioda perdagangan sesi kedua

### Pengendalian dengan Basis Volume Perdagangan

Volume perdagangan memberikan indikasi terjadi pergerakan harga. Tingkat volume yang tinggi mengindikasikan bahwa harga saham cenderung bergeser ke harga yang lebih tinggi. Sebaliknya, tingkat volume perdagangan yang rendah mengindikasikan harga berpindah ke tingkat harga yang lebih rendah. Kecenderungan ini dipengaruhi oleh ekspektasi para pelaku saham untuk bertindak ataupun tidak bertindak untuk bertransaksi. Selanjutnya, volume transaksi perdagangan ini berkaitan dengan *return* (Easley & O'Hara, 1997). Sehingga, *return* saham baik dalam perioda perdagangan maupun nonperdagangan dan *return* harian terkendali secara sistematis oleh adanya volume transaksi perdagangan yang terjadi.

Volume transaksi perdagangan berhubungan dengan kedatangan informasi. Kedatangan informasi mengakibatkan permintaan untuk beli lebih banyak ketimbang transaksi untuk jual. Kondisi yang demikian ini mengakibatkan meningkatnya volume transaksi perdagangan. Saat volume transaksi perdagangan tinggi terjadilah variansi *return*

yang meningkat pula. Sebaliknya, ketika volume transaksi perdagangan melemah maka variansi *return* ikut berkurang (Karpoff, 1987; Admati & Pfleiderer, 1988). Oleh karena itu, dengan menggunakan silogisma yang sama, maka *Monday effect* juga dapat dikendalikan dengan basis volume perdagangan.

Tabel 8 menjelaskan rata-rata *close-to-close return* dan nilai-F yang dikendalikan dengan besaran volume perdagangan untuk kelima portofolio pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya.

Hasil uji untuk seluruh sampel dari tahun 1999 sampai dengan 2005 menunjukkan bahwa *close-to-close return* pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya selalu terbukti memiliki *return* negatif yang eksekif. Hasil uji statistik *close-to-close return* untuk kuintil portofolio volume perdagangan terkecil dengan rata-rata sebesar -0,0062, nilai-F sebesar 26,935 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Perusahaan yang di antara portofolio volume perdagangan terkecil dan terbesar (B, C, dan D), *close-to-close return* pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain juga terbukti dalam indikasi yang sama.

**Tabel 8.** Komparasi *Close-to-close return* Harian yang Dikendalikan dengan Volume Perdagangan

Hari		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>
<b>Portofolio volume terkecil</b>	<i>Mean</i>	-0,0062	0,0014	0,0016	0,0028	0,0023		
	<i>N</i>	332	342	343	334	328		
	<i>SD</i>	0,03074	0,0236	0,02313	0,02751	0,02427		
	<i>F hitung</i>	26,935***	0,581	0,901	3,659*	2,281	6,901***	0,261
<b>B</b>	<i>Mean</i>	-0,0054	0,0012	0,0013	0,0022	0,0028		
	<i>N</i>	330	343	342	334	323		
	<i>SD</i>	0,02857	0,02317	0,02618	0,02452	0,02731		
	<i>F hitung</i>	20,417***	0,388	0,45	1,878	3,312*	5,313***	0,303
<b>C</b>	<i>Mean</i>	-0,0069	0,0021	0,0019	0,0019	0,0031		
	<i>N</i>	329	344	346	335	327		
	<i>SD</i>	0,0261	0,02568	0,02555	0,02359	0,02539		
	<i>F hitung</i>	34,392***	1,71	1,469	1,338	4,348**	8,711***	0,17
<b>D</b>	<i>Mean</i>	-0,0074	0,0031	0,0012	0,0022	0,002		
	<i>N</i>	329	344	343	334	327		
	<i>SD</i>	0,03014	0,03019	0,02696	0,02685	0,02372		
	<i>F hitung</i>	31,012***	4,416**	0,516	1,923	1,599	7,936***	0,27
<b>Portofolio volume terbesar</b>	<i>Mean</i>	-0,004	0,0018	0,0002	0,0028	0,001		
	<i>N</i>	324	343	338	332	320		
	<i>SD</i>	0,02909	0,02705	0,02503	0,02633	0,02398		
	<i>F hitung</i>	11,135***	1,25	0,022	3,429*	0,221	3,224**	0,623

Keterangan:

\*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

B, C dan D menunjukkan besaran volume perdagangan yang di antara Portofolio Volume Perdagangan Terkecil dan Terbesar

Demikian juga, *close-to-close return* untuk quintil portofolio volume perdagangan terbesar dengan rata-rata sebesar -0,004, nilai-F sebesar 11,135 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen. Hasil uji *close-to-close return* untuk portofolio volume perdagangan terkecil dan terbesar ini sesuai dengan hipotesis volume perdagangan. Demikian juga, hasil uji ini tetap mengindikasikan bahwa fenomena *Monday effect* tetap terbukti valid dalam berbagai portofolio volume perdagangan.

Hasil uji nilai *F-test* untuk *close-to-close return* pada hari Senin-Jumat yang berbeda secara statistik signifikan dengan Selasa-Jumat, dengan nilai F<sub>5</sub>, untuk portofolio volume perdagangan terkecil sebesar 6,9061 yang signifikan pada level 1 persen dan portofolio terbesar sebesar 3,224 yang

signifikan pada level 5 persen. Sedangkan nilai F<sub>4</sub> untuk portofolio terkecil sebesar 0,261 yang tidak signifikan secara statistik dan untuk portofolio terbesar sebesar 0,623 yang tidak signifikan secara statistik. Perbandingan antara nilai-F<sub>5</sub> dan nilai-F<sub>4</sub> memiliki arti bahwa *close-to-close return* pada hari Senin-Jumat yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan Selasa-Jumat untuk kurun waktu 1999-2005. Simpulan atas hasil analisis ini mendukung kembali terhadap *Monday effect*.

**Tabel 9** digunakan untuk menunjukkan rata-rata *close-to-close return* dan nilai-F yang dikendalikan dengan volume perdagangan untuk kelima portofolio volume perdagangan pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya.

**Tabel 9.** Komparasi *Close-to-open return* Harian ( $R_1$ ) yang Dikendalikan dengan Volume Perdagangan

Hari		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>
<b>Portofolio volume terkecil</b>	Mean	-0,0044	-0,0038	-0,0033	-0,0012	-0,0021		
	N	332	342	343	334	328		
	SD	0,0164	0,01276	0,0155	0,01402	0,01301		
	F hitung	4,018**	1,571	0,228	6,568***	1,427	2,772**	2,539*
<b>B</b>	Mean	-0,0048	-0,0033	-0,0027	-0,0027	-0,0025		
	N	330	343	342	334	323		
	SD	0,01443	0,01468	0,01397	0,01338	0,01386		
	F hitung	5,498**	0,016	0,477	0,608	0,99	1,522	0,201
<b>C</b>	Mean	-0,0056	-0,0038	-0,0037	0,0001	-0,003		
	N	329	344	346	335	327		
	SD	0,01872	0,01622	0,01674	0,0453	0,01812		
	F hitung	3,637*	0,278	0,153	7,099***	0,026	2,244*	1,597
<b>D</b>	Mean	-0,0056	-0,0029	-0,0041	-0,0051	-0,0042		
	N	329	344	343	334	327		
	SD	0,027	0,02678	0,0252	0,02114	0,01569		
	F hitung	1,12	1,741	0,044	0,412	0,023	0,666	0,557
<b>Portofolio volume terbesar</b>	Mean	-0,0044	-0,0035	-0,0044	-0,0022	-0,0039		
	N	324	343	338	332	320		
	SD	0,01815	0,01649	0,01825	0,01974	0,01899		
	F hitung	0,622	0,054	0,63	2,524	0,06	0,777	0,824

Keterangan:

\*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

B, C dan D menunjukkan besaran volume perdagangan yang di antara Portofolio Volume Perdagangan Terkecil dan Terbesar

Hasil uji menunjukkan bahwa *return* perioda malam ( $R_1$ ) pada hari Senin untuk portofolio volume perdagangan terkecil tidak cenderung lebih rendah dibandingkan dengan perioda malam hari-hari yang lainnya. Hasil uji statistik *close-to-open return* untuk quintil portofolio volume perdagangan terkecil dengan rata-rata *return* sebesar -0,0044, nilai-F sebesar 4,018 yang secara statistik signifikan pada level 5 persen. Perusahaan yang di antara portofolio volume perdagangan terkecil dan terbesar, yakni portofolio volume perdagangan B dan C, *close-to-open return* pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lain juga terbukti dalam indikasi yang sama. Sementara yang lain untuk portofolio volume perdagangan D dan terbesar, rata-rata *return* sebesar -0,0056 dan -0,0044, nilai-F sebesar 1,12 dan 0,662 yang secara statistik tidak signifikan. Terbukti juga

bahwa perbedaan *return* perioda malam pada hari Senin tidak semakin besar untuk portofolio volume perdagangan besar. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa sekalipun volume perdagangan terbukti tidak konsisten, *Monday effect* tetap terbukti valid secara insidental untuk portofolio terkecil, B, dan C. Sehingga, penelitian ini tetap mendukung kembali fenomena *Monday effect* yang lebih banyak dipicu oleh adanya perioda nonperdagangan akhir minggu.

Nilai *F-test* untuk *close-to-open return* pada hari Senin yang berbeda secara statistik signifikan dengan hari yang lain, dengan nilai  $F_5$  yang diperbandingkan dengan nilai  $F_4$  menunjukkan bahwa *close-to-open return* untuk portofolio terkecil saja yang membuktikan bahwa nilai  $F_5$  yang sebesar 2,772 secara statistik signifikan pada level 5

persen dalam bandingannya dengan nilai-  $F_4$  yang sebesar 2,539 secara statistik signifikan pada level 5 persen. Sementara, empat portofolio volume perdagangan yang lain dari portofolio volume perdagangan B sampai dengan portofolio terbesar pada hari Senin-Jumat secara statistik tidak signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan pada hari Selasa-Jumat. Hal ini memiliki arti juga bahwa *Monday effect* tidak terdukung. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengaruh *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu tidak secara konsisten terbukti untuk setiap portofolio volume perdagangan untuk kurun waktu 1999-2005.

**Tabel 10** menyajikan bukti untuk *return* setiap sesi yang dikendalikan dengan volume perdagangan. Hasil analisis *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya secara konsisten menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup eksekusif. *Return* sesi pertama ( $R_2$ ) untuk setiap portofolio volume perdagangan hari Senin menunjukkan perbedaan *return* negatif yang eksekusif secara statistik signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi pertama hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi pertama terjadi untuk (1) portofolio terkecil, rata-rata *return* sebesar -0,0027, nilai-F sebesar 13,857 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, (2) portofolio B, rata-rata *return* sebesar -0,0026, nilai-F sebesar 9,186 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, (3) portofolio C, rata-rata *return* sebesar -0,0025, nilai-F sebesar 6,194 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, (4) portofolio D, rata-rata *return* sebesar -0,003, nilai-F sebesar 12,662 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen, dan (5)

portofolio terbesar, rata-rata *return* sebesar -0,0036, nilai-F sebesar 8,642 yang secara statistik signifikan pada level 1 persen.

*Return* sesi istirahat siang ( $R_3$ ), meskipun semuanya bernilai negatif untuk setiap portofolio volume perdagangan, tetapi menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik dalam bandingannya dengan *return* sesi istirahat siang pada hari-hari yang lainnya. Sedangkan, *return* sesi kedua ( $R_4$ ) berbasis hasil uji nilai *F-test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *return* negatif secara statistik yang signifikan dalam bandingannya dengan *return* sesi kedua hari-hari yang lainnya. Perbedaan *return* negatif sesi kedua tidak terjadi untuk setiap portofolio volume perdagangan.

Simpulan sementara yang diperoleh dari komparasi *return* untuk masing-masing sesi pada hari Senin dalam bandingannya dengan masing-masing sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya membuktikan bahwa *return* negatif yang eksekusif hanya terjadi untuk sesi pertama periode perdagangan ( $R_2$ ) secara total. Oleh karena itu, pengaruh psikologis yang ditunjukkan dengan adanya *bad mood* hanya terbukti secara konsisten di sesi pertama periode perdagangan saja. Untuk itu, hasil pengujian ini mendukung hipotesis *psychological effect* dalam sifat yang konsisten dengan hipotesis volume perdagangan. Sebaliknya, tidak terbukti untuk *return* sesi istirahat siang dan sesi kedua perdagangan yang tidak signifikan secara statistik. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian ini mendukung hipotesis *psychological effect* secara parsial dan insidental, karena hanya didukung untuk *return* sesi pertama perdagangan untuk semua portofolio volume perdagangan.

**Tabel 10.** Komparasi *Return* Periode Perdagangan dan Nonperdagangan ( $R_2$ ,  $R_3$  dan  $R_4$ ) yang Dikendalikan dengan Volume Perdagangan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	$F_3$	$F_4$	
<b>Portofolio Volume Terkecil</b>								
$R_2$	Mean	-0,0027	0,0007	0,0004	0,0024	0,0004		
	N	332	342	343	334	328		
	SD	0,01535	0,01785	0,01522	0,01703	0,01515		
	F hitung	13,857***	0,352	0,028	7,25***	0,06	4,326***	1,121
$R_3$	Mean	-0,0013	-0,0013	-0,0008	-0,0021	-0,0006		
	N	332	342	343	334	328		
	SD	0,01011	0,01292	0,00938	0,0107	0,01105		
	F hitung	0,014	0,032	0,653	2,838*	1,386	0,986	1,266
$R_4$	Mean	0,0022	0,0058	0,0053	0,0037	0,0046		
	N	332	342	343	334	328		
	SD	0,01958	0,01834	0,01721	0,01958	0,01683		
	F hitung	5,713**	2,749*	1,158	0,451	0,088	2,033*	0,835
<b>Portofolio Volume B</b>								
$R_2$	Mean	-0,0026	-0,0007	0,0013	0,0013	0,0012		
	N	330	343	342	334	323		
	SD	0,01891	0,01972	0,01443	0,02013	0,01693		
	F hitung	9,186***	0,856	1,975	1,924	1,333	3,065**	1,047
$R_3$	Mean	-0,0023	-0,0013	-0,0015	-0,0014	-0,0007		
	N	330	343	342	334	323		
	SD	0,00951	0,01086	0,0141	0,01075	0,01184		
	F hitung	2,205	0,103	0,003	0	1,513	0,768	0,269
$R_4$	Mean	0,0043	0,0064	0,0041	0,0049	0,0048		
	N	330	343	342	334	323		
	SD	0,01654	0,01803	0,02085	0,01727	0,02265		
	F hitung	0,425	2,641	0,806	0	0,009	0,771	0,834
<b>Portofolio Volume C</b>								
$R_2$	Mean	-0,0025	0,0008	0,0006	-0,0003	0,0005		
	N	329	344	346	335	327		
	SD	0,01861	0,01844	0,0167	0,01991	0,01571		
	F hitung	6,94***	1,202	0,76	0,023	0,611	1,912	0,244
$R_3$	Mean	-0,0024	-0,0011	-0,0023	-0,0004	-0,001		
	N	329	344	346	335	327		
	SD	0,02251	0,0113	0,01126	0,01405	0,00993		
	F hitung	1,957	0,295	1,367	2,038	0,362	1,205	1,454
$R_4$	Mean	0,0037	0,0062	0,0073	0,0025	0,0066		
	N	329	344	346	335	327		
	SD	0,02714	0,01693	0,01909	0,04709	0,01377		
	F hitung	1,311	0,465	2,411	4,158**	0,852	1,841	2,003
<b>Portofolio Volume D</b>								
$R_2$	Mean	-0,003	0,0002	0,0006	0,0027	0,0016		
	N	329	344	343	334	327		
	SD	0,01897	0,01724	0,0197	0,02317	0,01556		
	F hitung	12,662***	0,073	0,036	5,728**	1,51	4,025***	1,141
$R_3$	Mean	-0,002	-0,0018	-0,0013	-0,0016	-0,0016		
	N	329	344	343	334	327		
	SD	0,01418	0,01297	0,01114	0,01187	0,01257		
	F hitung	0,335	0,062	0,374	0,01	0,012	0,158	0,107
$R_4$	Mean	0,0032	0,0075	0,006	0,0061	0,0062		
	N	329	344	343	334	327		
	SD	0,02739	0,02857	0,0263	0,01815	0,0213		
	F hitung	4,723**	2,062	0,029	0,062	0,084	1,393	0,302

Tabel 10. Lanjutan

Hari	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	F <sub>5</sub>	F <sub>4</sub>	
<b>Portofolio Volume Terbesar</b>								
<b>R<sub>2</sub></b>	<i>Mean</i>	-0,0036	-0,0014	-0,0001	0,0001	-0,0005		
	<i>N</i>	324	343	338	332	320		
	<i>SD</i>	0,0189	0,01739	0,01695	0,01707	0,01593		
	<i>F hitung</i>	8,642***	0,137	1,338	2,02	0,498	2,537**	0,53
<b>R<sub>3</sub></b>	<i>Mean</i>	-0,0021	-0,0009	-0,0014	-0,0014	-0,0011		
	<i>N</i>	324	343	338	332	320		
	<i>SD</i>	0,03039	0,01295	0,01196	0,01419	0,01134		
	<i>F hitung</i>	0,665	0,332	0	0,001	0,081	0,216	0,129
<b>R<sub>4</sub></b>	<i>Mean</i>	0,0061	0,0076	0,0061	0,0063	0,0065		
	<i>N</i>	324	343	338	332	320		
	<i>SD</i>	0,03255	0,02079	0,01695	0,01786	0,01887		
	<i>F hitung</i>	0,151	1,048	0,188	0,031	0,001	0,282	0,455

Keterangan:

\*signifikan pada level 10,00%; \*\*signifikan pada level 5,00%; \*\*\*signifikan pada level 1,00%

B, C dan D menunjukkan besaran volume perdagangan yang di antara Portofolio Volume Perdagangan Terkecil dan Terbesar

Uji dengan nilai  $F_5$  dan  $F_4$  menunjukkan bahwa untuk *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin sampai dengan Jumat dalam bandingannya dengan Selasa sampai dengan Jumat tidak menunjukkan perbedaan *return* negatif yang cukup ekseesif hari Senin sampai dengan Jumat. Perbedaan *return* negatif yang cukup ekseesif untuk *return* sesi pertama ( $R_2$ ), istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin-Jumat dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada Selasa-Jumat hanya terjadi pada (1) *return* sesi pertama portofolio volume terkecil, nilai  $F_5$  sebesar 4,326 yang signifikan pada level 1 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 1,121 yang tidak signifikan secara statistik, (2) *return* sesi pertama periode perdagangan portofolio B, nilai  $F_5$  sebesar 3,065 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 1,047 yang tidak signifikan secara statistik, (3) *return* sesi pertama portofolio D, nilai  $F_5$  sebesar 4,025 yang signifikan pada level 1 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 1,141 yang tidak signifikan secara statistik, dan (4) *return* sesi pertama periode perdagangan portofolio terbesar, nilai  $F_5$  sebesar 2,537 yang signifikan pada level 5 persen, dan nilai  $F_4$  sebesar 0,53 yang tidak signifikan secara statistik. Informasi tambahan

untuk *return* negatif yang cukup ekseesif untuk sesi istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) pada hari Senin-Jumat dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada Selasa-Jumat sama sekali tidak terjadi.

Perbandingan antara nilai- $F_5$  dan nilai- $F_4$ , yang nilai  $F_5$  secara statistik lebih signifikan dalam bandingannya dengan  $F_4$ , memiliki arti bahwa *return* setiap sesi-sesi pada hari Senin sampai dengan Jumat yang secara statistik signifikan lebih rendah dalam bandingannya dengan *return* sesi-sesi yang sesuai pada Selasa sampai dengan Jumat. Kejadiannya hanya terbukti dalam jumlah frekuensi sebanyak empat kali dari 15 kali kesempatan. Hal ini bermakna bahwa *Monday effect* untuk setiap sesi perdagangan dan nonperdagangan terdukung hanya secara parsial dan insidental. Oleh karena itu, *Monday effect* dari pengaruh psikologis dapat disimpulkan hanyalah secara parsial dan insidental.

## SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini menguji *return* yang terjadi pada periode perdagangan dan nonperda-

gangan untuk membuktikan validitas keberadaan *Monday effect*. Hasil pengujian membuktikan bahwa keberadaan *Monday effect* secara riil ada yang disebabkan oleh adanya rata-rata *return* negatif yang eksekif dari penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin (*nontrading weekend effect*). *Return* periode nonperdagangan istirahat malam ( $R_1$ ) pada hari Senin menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik dalam bandingannya dengan *return* periode malam pada hari-hari yang lainnya. Terbukti valid bahwa perbedaan yang signifikan secara statistik secara total. *Return* negatif yang eksekif pada periode malam mengindikasikan pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu. Oleh karena kejadiannya bersifat insidental, maka *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu secara insidental dan parsial.

*Return* periode perdagangan dan nonperdagangan pada hari Senin untuk sesi pertama ( $R_2$ ), sesi istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) menunjukkan perbedaan yang signifikan secara statistik dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya. Hanya saja, kejadiannya untuk *return* ketiga sesi tersebut juga bersifat parsial dan insidental. *Return* negatif yang eksekif pada ketiga sesi ( $R_2$ ,  $R_3$ , dan  $R_4$ ) mengindikasikan pengaruh *bad mood* pelaku dagang saham. Oleh karena kejadiannya juga bersifat insidental, maka *Monday effect* dari pengaruh psikologis para pedagang saham secara insidental dan parsial.

Keberadaan *Monday effect* diuji kembali yang dikendalikan dengan basis ukuran perusahaan. Hasil uji membuktikan bahwa keberadaan *Monday effect* secara riil ada yang disebabkan oleh adanya rata-rata *return* negatif yang eksekif dari penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin baik untuk portofolio terkecil maupun portofolio terbesar. Sekalipun hasil uji yang dikendalikan dengan basis ukuran perusahaan terbalik, tetapi terbukti secara konsisten bahwa *Monday effect*

benar-benar terjadi. *Return* periode nonperdagangan istirahat malam ( $R_1$ ) yang dikendalikan dengan ukuran perusahaan dalam basis portofolio terkecil dan terbesar pada hari Senin menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik dalam bandingannya dengan *return* periode malam pada hari-hari yang lainnya. Terbukti bahwa kejadiannya bersifat insidental dan parsial, maka *Monday effect* dari pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu juga secara insidental dan parsial.

*Return* periode perdagangan dan nonperdagangan pada hari Senin untuk sesi pertama ( $R_2$ ), sesi istirahat siang ( $R_3$ ) dan sesi kedua ( $R_4$ ) yang dikendalikan dengan ukuran perusahaan menunjukkan perbedaan yang signifikan secara statistik dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya. *Return* negatif yang eksekif pada ketiga sesi ( $R_2$ ,  $R_3$ , dan  $R_4$ ) yang dikendalikan dengan portofolio ukuran perusahaan terjadi secara insidental, maka *Monday effect* dari pengaruh psikologis para pedagang saham juga disimpulkan terjadi secara insidental dan parsial.

Keberadaan *Monday effect* diuji untuk kedua kalinya kembali yang dikendalikan dengan basis besaran volume perdagangan. Hasil uji membuktikan bahwa keberadaan *Monday effect* secara riil ada yang disebabkan oleh adanya rata-rata *return* negatif yang eksekif dari penutupan Jumat sampai dengan penutupan Senin baik untuk portofolio volume perdagangan. Sekalipun hasil uji yang dikendalikan dengan volume perdagangan juga terbalik, tetapi terbukti secara konsisten bahwa *Monday effect* benar-benar valid. Demikian juga, untuk *return* periode nonperdagangan istirahat malam ( $R_1$ ) yang dikendalikan dengan volume perdagangan dalam basis portofolio terkecil dan terbesar pada hari Senin menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik dalam bandingannya dengan *return* periode malam pada hari-hari yang lainnya. Dapat

disimpulkan juga bahwa *Monday effect* dari pengaruh perioda nonperdagangan akhir minggu secara insidental dan parsial.

Hasil uji selanjutnya juga membuktikan bahwa keberadaan *Monday effect* secara riil ada yang disebabkan oleh adanya rata-rata *return* negatif yang eksekif pada ketiga sesi ( $R_2$ ,  $R_3$ , dan  $R_4$ ) baik untuk portofolio terkecil maupun portofolio terbesar. Sekalipun hasil uji yang dikendalikan dengan besaran volume perdagangan juga terbalik, tetapi terbukti secara konsisten bahwa *Monday effect* benar-benar valid tetapi secara parsial dan insidental. Hasil uji menunjukkan bahwa *Monday effect* dari pengaruh psikologis para pedagang saham juga secara insidental dan parsial.

Sebagai referensi atas hasil uji secara keseluruhan yang mendasarkan pada *return* negatif yang eksekif pada hari dan/atau sesi-sesi Senin dalam bandingannya dengan hari dan/atau sesi-sesi pada hari-hari yang lainnya, berikut disajikan ringkasan dalam **Tabel 11** yang merangkum hasil seluruh uji tersebut.

#### Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini masih dirasa kurang dalam pembuktian konsistensi *Monday effect* yang

dikendalikan dalam basis-basis yang lain, seperti kondisi *up-and-down market* dan besaran bentang tawar-minta (*bid-ask spread*). Kedua tipe pengendalian tersebut dapat digunakan untuk pembuktian konsistensi keberadaan dan pembuktian status kejadian *Monday effect* secara parsial serta insidental selanjutnya. Demikian juga, terkait dengan sampel yang dipilih di dalam penelitian ini yang hanya menggunakan LQ45 belum mampu mencerminkan kondisi bursa di Indonesia secara komprehensif. Oleh karena itu, untuk tujuan pembuktian konsistensi keberadaan *Monday effect* yang secara komprehensif, maka penelitian selanjutnya dapat menggunakan seluruh populasi emiten.

Terkait dengan metoda pengujian yang dipilih, yakni yang menggunakan uji beda *mean* atas *return* harian dan sesi-sesi perdagangan dan nonperdagangan, menunjukkan kelemahan dalam ketegaran (*robustness*) perbedaan *return* yang diperbandingkan. Untuk mencapai tingkat hasil uji yang *robust*, penelitian selanjutnya dapat menggunakan uji beda *mean* yang mendasarkan pada median atas *return*. Pengujian uji beda *mean* yang mendasarkan pada nilai median tersebut dapat dilakukan dengan *Levene's Modified F-Test*.

**Tabel 11.** Ringkasan Seluruh Hasil Uji

Ringkasan Hasil Uji*	Notasi <i>Return</i>	Identifikasi Awal: <i>Monday Effect</i>	<i>Monday Effect</i> yang Dikendalikan dengan Ukuran Perusahaan	<i>Monday Effect</i> yang Dikendalikan dengan Volume Perdagangan
<i>Return</i> Harian ( <i>close-to-close</i> )	$R_{(C_t-C_{(t-1)})}$	Terbukti Ada Secara Total	Terbukti Ada Secara Total	Terbukti Ada Secara Total
<i>Return</i> sesi istirahat malan	$R_1$	Terbukti Ada Secara Total	Terbukti Ada Secara Insidental dan Parsial	Terbukti Ada Secara Insidental dan Parsial
<i>Return</i> sesi pertama perdagangan	$R_2$	Terbukti Ada Secara Insidental	Terbukti Ada Secara Total	Terbukti Ada Secara Total
<i>Return</i> sesi istirahat siang	$R_3$	Terbukti Ada Secara Insidental	Terbukti Ada Secara Insidental dan Parsial	Terbukti Ada Secara Insidental dan Parsial
<i>Return</i> sesi kedua perdagangan	$R_4$	Terbukti Tidak Ada	Terbukti Tidak Ada	Terbukti Tidak Ada

Keterangan:

\*) Pengujian yang selalu mendasarkan terhadap *return* negatif yang eksekif pada hari dan/atau sesi-sesi Senin dalam bandingannya dengan hari dan/atau sesi-sesi pada hari-hari yang lainnya yang signifikan secara statistik

## DAFTAR PUSTAKA

- Admati, A., dan P. Pfleiderer. 1988. "A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability". *The Review of Financial Studies* 1 (1): 3-40.
- Algifari. 1999. "Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham di BEJ". *Tesis UGM*. (Tidak Dipublikasikan)
- Amihud, Y., dan H. Mendelson. 1986. "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread". *Journal of Financial Economics* 17: 223-249.
- Amihud, Y., dan H. Mendelson. 1987. "Trading Mechanism and Stock Return: an Empirical Investigations". *Journal of Finance* 42: 533-53.
- Amihud, Y., dan H. Mendelson. 1991. "Volatility, Efficiency and Trading: Evidence from the Japanese Stock Market." *Journal of Finance* 46: 369-89.
- Angelidis and Lyroudi. 2003. "Seasonalities in French Stock Market". *11<sup>th</sup> Annual Conference of the Multinational Finance Society*, July 3-8, Constantinopel, Turkey.
- Cahyaningdyah, Dwi. 2004. "Analisis Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham: Pengujian Week-Four Effect dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta". *Tesis UGM*. (Tidak Dipublikasikan)
- Chan, K.C., W. G. Christie., dan P. H. Schultz. 1995. "Market Structure and the Intraday Pattern of Bid-Ask Spreads for Nasdaq Securities". *Journal of Business* 68 (1): 35-60.
- Chang, R.P., T. H. Hsu, N. K. Huang, dan S. G. Rhe. 1999. "The Effect of Trading Methods on Volatility and Liquidity: Evidence from Taiwan Stock Exchange". *Journal of Business Finance and Accounting* 26 (1):137-170.
- Cheung, Y. L. 1995. "Intraday Return and the Day End Effect: Evidence from the Hong Kong Equity Market". *Journal of Business Finance and Accounting* 22 (7): 1023-1034.
- Cross, F. 1973. "The Behaviour of Stock Price on Friday and Monday". *Financial Analysis Journal* 29 (6): 67-69.
- FASB, SFAC No. 1: "Objectives of Financial Statements by Business Enterprises", dalam buku: FASB, *Original Pronouncements: Accounting Standards*, Vol.: 2, Illinois: Richard D. Irwin, 1993.
- French, K. 1980. "Stock Return and the Weekend Effect". *Journal of Financial Economics* 40: 31-62.
- Giibson dan Hess. 1981. "Day of the Week Effect and Asset Returns". *Journal of Business* 54: 579-596.
- Hartono, Jogiyanto M. 2001. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi 3*, Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Hartono, Jogiyanto M. 2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Hartono, Tri. 2004. "Pengaruh Perubahan Tick Size terhadap Kualitas Pasar BEJ: Pengujian Intraday Interval 30 Menit". *Tesis UGM* (Tidak Dipublikasikan)
- Huang, Y., S., D. Y. Liu, dan T. W. Fu. 2000. "Stock Price Behaviour over Trading and Non-Trading Periods: Evidence from the Taiwan Stock Exchange". *Journal Business and Financial Accounting* 51: 575-602.
- J. Christie, dan P. Venables. 1973. "Mood Changes in Relation to Age, TPI Score, Time, and Day". *British Journal of Social Science and Psychology*: 67-79.
- Lakonishok, dan Levi. 1982. "Weekend Effect on Stock Return: A Note". *Journal of Finance* 37: 883-889.
- Lakonishok, J., dan E. Maberly. 1990. "The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors". *Journal of Finance* 45: 231-243.
- Maberly, E. 1995. "Eureka! Eureka! Discovery of the Weekend Effect Belongs to the Ancient Scribes". *Financial Analysis Journal* Sept-Oct: 10-11.

- Rogalski, R. J. 1984. "New Finding Regarding Day of the Week *Return* over Trading and non Trading Periods: A Note". *Journal of Finance* 34 (5):1603-1614.
- Rystorm, dan Benson. 1989. "Investor Pschology and the Day of the Week Effect". *Financial Analysts Journal* 51.
- Wang, Li, dan Erickson. 1997. "A New Look at the Monday Effect". *Journal of Finance* 52 (5): 2171-2186.