

DAY OF THE WEEK DAN MONDAY EFFECT: FENOMENA YANG TERBUKTIKAN TIDAK KONSISTEN DI PASAR MODAL INDONESIA

Sumiyana¹

Universitas Gadjah Mada

Abstract

This research critiques Sumiyana (2007a) that is actually weak methodological research design. Sumiyana (2007a) investigates trading and nontrading periods return only, or it doesn't split intra-day return into short interval period. Although Sumiyana (2007a) found strongly the phenomenon of the Monday effect, but it could not capture the inside occurrence in the intra-trading periods. This study examines the day of the week and Monday effect phenomena in the Indonesian Stock Exchange using intraday data in every 30 minutes interval. Samples of the data are the firms listed in LQ45. Sequentially, samples are filtered to stocks that actively traded in the Indonesian Stock Exchange based on trading frequency in observation period from January to December 2006. This study uses regression analysis with multiple dummies constructed by separating trading periods in every day into 12 return periods. This research finds that day of the week phenomena occur consistently in Indonesian Stock Exchange, but the occurrence are not evenly in the same day. In addition, this study concludes that Monday effect exists partially and incidentally only.

Keywords: day of the week, Monday effect, intraday data, 30 minutes interval

PENDAHULUAN

Penelitian ini mengkritisi terhadap metodologi penelitian yang dilakukan Sumiyana (2007a) dan Cahyaningdyah (2004) yang menemukan bukti terjadinya anomali *day of the week* ataupun *Monday effect* di Bursa Efek Indonesia. Kritik berfokus pada penggunaan metode pengujian yang membasiskan pada return sesi perdagangan dan nonperdagangan secara keseluruhan dalam hari. Pengujian yang membasiskan data return secara keseluruhan dalam hari tidak mampu mendeteksi

¹ **Ucapan terima kasih penulis berikan kepada yang telah berkontribusi pada penelitian ini:** Jogiyanto Hartono, Suwardjono, Samsubar Saleh, Slamet Sugiri, Eko Suwardi, Setiyono Miharjo, Irfan Nursasmito, Andreas Budi Purnomo, Ertambang Nahartyo, Sony Warsono, & Nofie Iman (UGM, Yogyakarta), I Made Narsa, Ardianto, & Rahmat Setyawan (Unair, Surabaya), Rahmat Febrianto (Andalas, Padang), Sri Suryaningsum, & Zuhrotun (UPN Yogyakarta), Dody Hapsara, & Efraim Fredinand Giri (STIE YKPN, Yogyakarta), Abdullah Taman, Dennies Supratinah, & Ratna Candrasari (UNY Yogyakarta), Dwi Ratmono (Sugiyopranoto, Semarang), Yavida Nurima (Janabadra, Yogyakarta), Muhammad Syafiq (STIE Indonesia, Jakarta). **Kritik, komentar dan koreksi yang membangun** dapat dihubungkan langsung ke sumiyana@fe.ugm.ac.id atau (0274)7842513.

secara valid terhadap kejadian riil pergerakan harga saham, khususnya *day of the week* ataupun *Monday effect*.

Sumiyana (2007a) membuktikan bahwa keberadaan *Monday effect* secara riil ada yang disebabkan oleh adanya rata-rata return negatif yang eksekif dari penutupan Jum'at sampai dengan penutupan Senin (*nontrading weekend effect*). Return periode nonperdagangan istirahat malam pada hari Senin menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistis dalam bandingannya dengan return periode malam pada hari-hari yang lainnya. Terbukti valid bahwa perbedaan yang signifikan secara statistis secara total. Return negatif yang eksekif pada periode malam mengindikasikan pengaruh periode nonperdagangan akhir minggu. Demikian juga, return periode perdagangan dan nonperdagangan pada hari Senin untuk sesi pertama, sesi istirahat siang, dan sesi kedua menunjukkan perbedaan yang signifikan secara statistis dalam bandingannya dengan sesi-sesi yang sesuai pada hari-hari yang lainnya.

Cahyaningdyah (2004) menguji fenomena *day of the week* dan terbukti terjadi di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh selama periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2003 menunjukkan adanya kesamaan dengan pola return saham harian di bursa efek US yang menunjukkan bukti bahwa rata-rata return terendah terjadi pada hari Senin (*Monday effect*) dan rata-rata return tertinggi terjadi pada hari perdagangan Jum'at (*weekend effect*). Hasil penelitian ini menyajikan bukti empiris tentang pengaruh hari perdagangan terhadap return saham di Bursa Efek Indonesia.

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*. Penelitian 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 untuk memperkuat fenomena *Monday effect* yang menggunakan berbagai periode waktu dan berbagai indeks return saham yang berbeda. Anomali ini tidak hanya terjadi di pasar modal Amerika, tetapi juga di pasar modal negara-negara lain di luar Amerika Serikat (Wang, Li & Erickson 1997).

Sejumlah penjelasan telah dikembangkan untuk mengungkapkan teka-teki adanya return negatif yang persisten pada perdagangan hari Senin. Lakonishok & Maberly (1990) menemukan bahwa investor institusional melakukan lebih sedikit transaksi pada hari Senin sementara investor individual melakukan lebih banyak transaksi dengan penjualan lebih dominan. Abraham & Ikenberry (1994) melakukan penelitian secara lebih mendalam. Mereka menemukan bahwa tekanan jual dari

investor secara substansial lebih tinggi jika ada informasi yang tidak baik (*bad news*) pada hari Jum'at yang negatif.

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 Jum'at sampai dengan penutupan Senin lebih negatif yang disebabkan oleh adanya periode nonperdagangan dari penutupan Jum'at sampai dengan pembukaan Senin yang lebih panjang. Inti masalah dari penelitian Rogalski tersebut membuktikan bahwa return untuk hari Senin adalah paling rendah di antara return-return hari yang lain.

Rogalski (1984) juga menyatakan bahwa nilai return negatif pada hari Senin hanya terjadi pada awal-awal perdagangan (30 menit awal perdagangan), tidak pada keseluruhan hari Senin. Return *close-to-open* pada hari Senin (return penutupan Jum'at sampai dengan pembukaan Senin) lebih negatif apabila dibandingkan dengan return *close-to-close* (penutupan Jum'at 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 Jum'at sampai dengan penutupan Senin dan return *close-to-close* 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.

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 kontinyus (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 *day of the week* dan *Monday effect* haruslah mengarah ke data *intraday*. Selanjutnya fenomena *day of the week* dan *Monday effect* ini juga perlu dikontrol terhadap ukuran perusahaan (*size*), volume perdagangan (*trading volume*) dan bentang tawar-minta (*bid-ask spread*).

Tujuan Penelitian

Penelitian ini menguji fenomena *day of the week effect* dan *Monday effect* di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan data *return intraday*. Secara lebih spesifik, studi ini mengkritisi dan menguji kembali dengan metodologi penelitian yang lebih detail dan rinci (*methodological refinement*) atas penelitian Sumiyana (2007a). Pengembangan metodologi yang lebih baik mampu menyanggah hasil penelitian Sumiyana (2007a).

Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi investor dan calon investor untuk menganalisis terhadap investasi dan keputusan investasi yang hendak dilakukan. Informasi yang diperolehnya berwujud perilaku variabilitas harga saham selama periode 2006. Manfaat lain dari penelitian ini adalah penyajian reliabilitas informasi *return* 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 teoritis dan hipotesis penelitian yang telah ada, tujuan penelitian dan manfaat penelitian. Bagian 2 membahas tentang tinjauan pustaka dan pengembangan hipotesis. Bagian 3 membahas tentang metode 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 peneliti.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Banyak penelitian telah menunjukkan adanya pola dalam pergerakan harga saham. Pola tersebut menunjukkan adanya tingkat return yang lebih tinggi atau lebih rendah pada saat tertentu. Salah satu pola tersebut adalah adanya perbedaan return untuk hari-hari tertentu dalam seminggu. Cross (1973) meneliti tentang perilaku return saham pada hari Jum'at dan senin dengan menggunakan data S&P 500 Index selama periode 1952. Penelitian ini menemukan bukti bahwa return saham negatif pada hari Senin. Gibbons & Hess (1981) juga menemukan bahwa return saham pada hari Senin akan lebih rendah dibanding hari perdagangan lainnya di NYSE. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan data harian selama periode 1962 sampai 1978, dan menemukan adanya return yang negatif pada hari perdagangan Senin sebesar -0.33%. Selanjutnya, mereka juga membagi periode tersebut menjadi dua subperiode dan memperoleh hasil yang sama, yaitu terjadinya return yang negatif pada hari perdagangan Senin. Lakonishok & Maberly (1990) meneliti faktor-faktor yang dapat mempengaruhi return saham harian di NYSE. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return saham di NYSE dipengaruhi oleh pola aktivitas perdagangan harian yang dilakukan oleh investor. Keinginan investor untuk melakukan transaksi pada hari Senin relatif lebih tinggi dibanding hari perdagangan lainnya, sehingga aktivitas transaksi pada hari Senin lebih tinggi dibanding hari lainnya. Hal ini dipicu oleh adanya hasrat investor untuk menjual saham lebih tinggi dibanding hasratnya untuk membeli saham, sehingga harga saham cenderung lebih rendah.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Miller (1988) memperkuat argumentasi atas kecenderungan return saham terendah pada hari Senin dibanding hari perdagangan lainnya. Menurut Miller, return saham terendah terjadi pada perdagangan hari Senin yang disebabkan oleh lamanya akhir pekan hingga pada hari perdagangan Senin, investor memiliki kecenderungan untuk menjual saham melebihi kecenderungan untuk membeli saham. Pada perdagangan hari Senin, pasar mengalami surplus permintaan jual (*sell order*) yang merupakan akumulasi dari permintaan jual selama pasar tutup pada akhir pekan.

Rystorm & Benson (1989) meneliti pengaruh hari perdagangan terhadap return saham melalui pendekatan psikologis. Pendekatan ini diarahkan pada pengamatan terhadap perilaku perubahan harga saham yang disebabkan oleh perilaku investor individual. Menurut mereka, investor individual dalam membuat keputusan finansialnya tidak hanya dipengaruhi oleh pertimbangan rasionalitas ekonomis dan data obyektif saja, namun juga dipengaruhi oleh tindakan yang tidak rasional seperti emosi, kebiasaan psikologis tertentu dan mood investor individual. Psikologis investor tidak menyukai hari Senin (*bad day*) karena hari Senin merupakan hari pertama dalam seminggu. Hal ini membuat mereka sering melakukan tindakan yang tidak rasional. Tindakan yang tidak rasional dalam melakukan transaksi cenderung memperoleh return terendah pada hari perdagangan Senin dibanding hari perdagangan lainnya. Pola musiman mingguan ini juga didokumentasikan pada beberapa pasar Asia. Ho (1990) meneliti pola musiman intra hari untuk sepuluh pasar saham Asia Pasifik, yaitu Australia, Hongkong, Jepang, Korea, Malaysia, Selandia Baru, Filipina, Singapura, Taiwan dan Thailand. Hasil penelitiannya menunjukkan pola musim mingguan yang unik ada untuk pasar Asia Pasifik, return Selasa yang negatif dan return Jum'at yang positif. Penjelasan yang mungkin adalah hipotesa zone waktu yang diberikan (Ho 1990), yaitu Selasa di wilayah Asia Pasifik adalah sama dengan Minggu di pasar Amerika. Aggrawal & Rivoli (1989) juga menemukan adanya return negatif pada hari Selasa untuk pasar modal Hongkong, Singapura, Malaysia dan Filipina. Mereka menyatakan bahwa adanya perbedaan waktu selama 13 jam antara New York dan pasar-pasar tersebut merupakan penyebab terjadinya return negatif pada hari Selasa. Sementara itu, Athanassakos & Robinson (1994) dalam Cahyaningdyah (2004) mengemukakan adanya kemungkinan *thin trading* yang sangat tinggi di pasar modal Kanada merupakan penyebab munculnya *Tuesday effect* di pasar modal Kanada. *Thin trading* ini menyebabkan informasi yang diumumkan sepanjang akhir pekan diserap hanya oleh harga saham-saham perusahaan besar Kanada pada hari Senin dan terrefleksikan dalam harga saham perusahaan kecil dengan senjang waktu.

Barument & Kiyamaz (2001) melakukan penelitian tentang pengaruh hari perdagangan terhadap return saham dengan menggunakan Standard and Poor's 500. *Market Index* selama periode Januari 1973 sampai dengan Oktober 1997. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return tertinggi terjadi pada hari Rabu sedangkan

return terendah terjadi pada hari Senin. Temuan ini juga mendukung bukti empiris terdahulu tentang adanya efek akhir pekan.

Penelitian *day of the week* di Bursa Efek Indonesia menunjukkan hasil yang bervariasi. Algifari (1998) menguji hari perdagangan terhadap return saham-saham LQ 45 dengan periode pengamatan Januari sampai dengan Desember 1996. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jum'at berpengaruh terhadap return saham sedangkan hari perdagangan Senin dan Kamis tidak berpengaruh terhadap return saham di BEJ. Pada hari perdagangan Senin terdapat return positif yang artinya pada hari perdagangan Senin investor memperoleh *capital gain*. Namun demikian, *capital gain* yang diperoleh investor pada perdagangan Senin tidaklah signifikan.

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 Jum'at (*weekend effect*). Hasil penelitian ini menambah bukti empiris tentang pengaruh hari perdagangan terhadap return saham di BEJ. Menurut Gibbons & Hess (1981) fenomena return terendah pada hari Senin (*Monday effect*) terjadi karena *measurement error*. Hal ini disebabkan return Senin hanya dihitung dari *close to close* Jum'at sampai Senin. Rogalski (1984) mencoba membagi return penutupan Jum'at sampai dengan penutupan Senin menjadi dua komponen yaitu penutupan Jum'at sampai pembukaan Senin dan pembukaan Senin sampai penutupan Senin. Hasilnya menunjukkan bahwa return Senin yang negatif terjadi pada periode non trading yaitu penutupan Jum'at sampai dengan pembukaan Senin. Sedangkan, untuk pembukaan Senin sampai dengan penutupan Senin tidak terjadi return yang negatif.

Haris (1986) menemukan bahwa pada hari Senin terdapat return yang negatif tetapi empat hari lainnya returnnya positif. Return yang negatif pada hari Senin tidak terjadi sepanjang hari itu, tetapi setengahnya terjadi pada penutupan pasar di hari Jum'at dan pembukaan pasar di hari Senin. Penurunan return yang terbesar terjadi pada 45 menit pertama perdagangan di hari Senin. Sesudah itu, return di hari Senin sama dengan hari-hari lainnya. Berdasarkan temuannya tersebut menyarankan bahwa investor bertindak untuk menjual saham pada hari Jum'at dan melakukan pembelian sesudah 45 menit pertama perdagangan di hari Senin. Hal ini didukung Cheung (1995) yang meneliti perilaku harga saham di pasar modal Hongkong dengan periode pengamatan 26 April 1986 sampai dengan 31 Desember 1990. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *Monday effect* sebenarnya terjadi hanya pada 30 menit pertama di hari Senin, yang tidak pada keseluruhan hari Senin. Dari hasil penelitian-penelitian di atas dapat hipotesiskan sebagai berikut.

- H₁:** Hari perdagangan berpengaruh terhadap return saham di Bursa Efek Indonesia
- H₂:** Hari Senin berpengaruh terhadap return saham di Bursa Efek Indonesia dan merupakan return yang terendah dalam bandingannya dengan return 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 2006. 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 hari perdagangan. Adanya saham yang tidak aktif mengganggu akurasi penelitian yang dilakukan ini. Metode pemilihan sampel ini dilakukan karena Bursa Efek Indonesia merupakan pasar modal yang masih dangkal (*thin market*) yang ditandai dengan banyaknya saham tidur (Hartono 2003, 2005).

Return

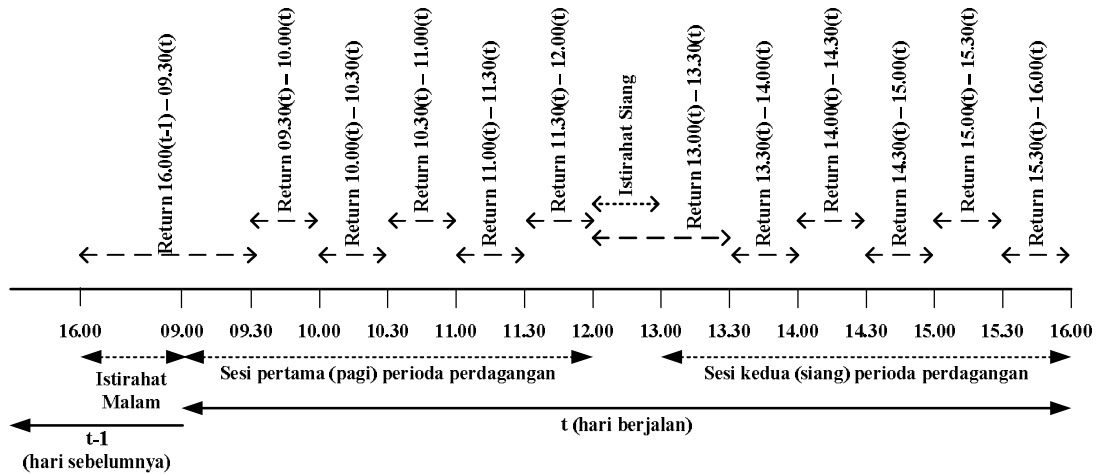
Harga pembukaan dan penutupan untuk setiap interval 30 menit return terletak pada hari perdagangan yang diperoleh dari data *intraday*. Return ditentukan dengan logaritma natural dari harga relatif $R_{i,30',(t)} = \ln(P_{i,30',(t)} / P_{i,30'-1,(t)})$ yang i menunjukkan perusahaan dan t menunjukkan hari untuk masing-masing perusahaan. Untuk menghitung return interval 30 menit per masing-masing perusahaan dibagi menjadi 12 interval, dan dalam perumusan sebagai berikut.

Return interval 30' ke-01	: $R_{i,16.00(t-1)-09.30(t)} = \ln(P_{i,09.30(t)} / P_{i,16.00(t-1)})$
Return interval 30' ke-02	: $R_{i,09.30(t)-10.00(t)} = \ln(P_{i,10.00(t)} / P_{i,09.30(t)})$
Return interval 30' ke-03	: $R_{i,10.00(t)-10.30(t)} = \ln(P_{i,10.30(t)} / P_{i,10.00(t)})$
Return interval 30' ke-04	: $R_{i,10.30(t)-11.00(t)} = \ln(P_{i,11.00(t)} / P_{i,10.30(t)})$
Return interval 30' ke-05	: $R_{i,11.30(t)-11.00(t)} = \ln(P_{i,11.30(t)} / P_{i,11.00(t)})$
Return interval 30' ke-06	: $R_{i,12.00(t)-11.30(t)} = \ln(P_{i,12.00(t)} / P_{i,11.30(t)})$
Return interval 30' ke-07	: $R_{i,13.30(t)-13.00(t)} = \ln(P_{i,13.30(t)} / P_{i,13.00(t)})$
Return interval 30' ke-08	: $R_{i,14.00(t)-13.30(t)} = \ln(P_{i,14.00(t)} / P_{i,13.30(t)})$
Return interval 30' ke-09	: $R_{i,14.30(t)-14.00(t)} = \ln(P_{i,14.30(t)} / P_{i,14.00(t)})$
Return interval 30' ke-10	: $R_{i,15.00(t)-14.30(t)} = \ln(P_{i,15.00(t)} / P_{i,14.30(t)})$
Return interval 30' ke-11	: $R_{i,15.30(t)-15.00(t)} = \ln(P_{i,15.30(t)} / P_{i,15.00(t)})$
Return interval 30' ke-12	: $R_{i,16.00(t)-15.30(t)} = \ln(P_{i,16.00(t)} / P_{i,15.30(t)})$

Waktu Perdagangan dan Return

Waktu perdagangan tidak sama untuk setiap harinya. Perdagangan dibuka pertama kali pukul 09.00. setiap harinya, tetapi untuk penutupan sesi pertama

berakhir pukul 12.00 untuk Hari Senin sampai dengan Kamis, sedangkan Hari Jum'at ditutup pukul 11.30. Pembukaan sesi kedua pada pukul 13.30 untuk Hari Senin sampai dengan Hari Kamis, sedangkan Hari Jum'at dibuka pada pukul 14.00. Penutupan sesi kedua dilakukan pada pukul 16.00 untuk setiap harinya. **Gambar 1** menunjukkan hari perdagangan dan periode perdagangan dalam kaitannya dengan pembentukan return untuk setiap interval 30 menit tersebut untuk hari Senin sampai Kamis. Sedangkan untuk Jum'at return 12.00 dan 13.30 dihilangkan dari analisis, karena istirahat (break) hari Jum'at adalah jam 11.30-14.00.



Gambar 1

Periode Transaksi di Bursa Efek Indonesia Beserta Pembagian Interval 30 Menitan

Penyesuaian dan Pengendalian Basis Portofolio

Penyesuaian dilakukan terhadap *stock dividen*, *stock split*, *bonus share* dan *stock reserve split* dan pengumuman dividen. Selanjutnya, penelitian ini melakukan pembentukan portofolio yang digunakan untuk pengendalian uji regresi 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 nilai kapitalisasi pasar yang merupakan perkalian antara jumlah saham yang beredar dan harga penutupan saham akhir tahun, (2) volume perdagangan (*trading volume*) yang merupakan jumlah transaksi yang diperdagangkan pada satu hari, serta (3) bentang tawar-minta yang merupakan selisih antara harga penawaran dan harga permintaan yang dibentuk ke dalam *quintiles* bentang tawar-minta dengan bentang relatif (*relative spread*) dengan pembagian kisaran (a) 0,00%-1,00%, (b) 1,00-2,00%, (c) 2,00%-3,00%, (d) 3.00-4,00%, dan (e) lebih besar dari 4,00%.

Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan langkah prosedural sebagai berikut:

1. Dari data *intra-day* diperoleh 12 seri harga yaitu harga berbasis interval waktu 30 menitan. Harga dalam pisah batas waktu 30 menitan tersebut digunakan untuk mengkalkulasi return.
2. Mengkalkulasi return dengan $R_{i,30',(t)} = \ln(P_{i,30',(t)} / P_{i,30'-1,(t)})$, yang merupakan return periode interval menitan dari yang pertama sampai dengan yang ke duabelas.
3. Membentuk 12 seri return interval 30 menitan dari hari Senin sampai dengan Jum'at. Analisis di dalam pengujian hanya difokuskan untuk membedakan return interval 30 menitan yang satu dalam bandingannya dengan interval-interval 30 menitan yang lain.
4. Menghilangkan hari di sekitar pengumuman dividen dari sampel dengan alasan untuk mengeliminasi terjadinya fluktuasi harga yang sangat tajam (H-3 dan H+3), serta melakukan penyesuaian terhadap *stock dividen*, *stock split*, *bonus share* dan *stock reserve split*.
5. Melakukan uji regresi dan pengujian statistik uji-t untuk masing-masing koefisien variabel interval waktu dengan membandingkan antara return hari Senin sampai Jum'at dari ke dua belas return tersebut. Pengujian regresi dilakukan dengan model tanpa konstanta. Hal ini digunakan untuk mengeliminasi pengaruh variansi multikolinearitas (Gujarati, 2003). Sehingga, perumusan model regresinya adalah sebagai berikut.

$$R_t = \beta_1 R_{\text{Senin}} + \beta_2 R_{\text{Selasa}} + \beta_3 R_{\text{Rabu}} + \beta_4 R_{\text{Kamis}} + \beta_5 R_{\text{Jum'at}} + \epsilon_t$$

Persamaan regresi tersebut dimaknakan sebagai berikut. R_t adalah *return* saham pada hari t , β_1 adalah koefisien *dummy* regresi untuk hari Senin, R_{Senin} adalah return Senin, R_{Selasa} adalah return hari Selasa dan seterusnya sampai $R_{\text{Jum'at}}$ yang merupakan return hari Jum'at.

Proses peregresian dilakukan dengan peletakkan variabel *dummy* dengan cara sebagai berikut. R_{Senin} bernilai 1 untuk return Senin dan bernilai 0 untuk hari yang lainnya, R_{Selasa} bernilai 1 untuk return Selasa dan bernilai 0 untuk return hari yang lainnya. Demikian juga, proses dilakukan seterusnya sampai dengan $R_{\text{Jum'at}}$ yang bernilai 1 untuk return hari Jum'at dan bernilai 0 untuk return hari yang lainnya.

Membentuk *quintiles* ukuran perusahaan untuk menganalisis sensitivitas perilaku return interval 30 menitan. Pengelompokan perusahaan dilakukan berdasar ukuran perusahaan yang dikalkulasi dengan jumlah lembar saham beredar dikalikan dengan harga penutupan akhir tahun. *Quintiles* ukuran perusahaan ini digunakan untuk uji sensitivitas.

6. Membentuk *quintiles* untuk volume perdagangan dengan mengelompokan perusahaan berdasar volume perdagangan harian menurut volume perdagangan tahun berjalan secara keseluruhan. Selanjutnya, volume perdagangan ini digunakan untuk pengendali di dalam pengujian sensitivitas.
7. Membentuk *quintiles* untuk bentang tawar-minta dengan mengelompokan perusahaan berdasar bentang relatif menurut persentase tertentu sebagaimana yang telah disajikan dalam subbab sebelumnya. Selanjutnya, bentang relatif ini digunakan untuk pengendali di dalam pengujian sensitivitas.
8. Setelah berhasil mengelompokan ke dalam lima kelompok *quintiles* yang sesuai dengan langkah nomor 7, 8, dan 9, selanjutnya dilakukan langkah nomor 6 kembali dengan melakukan uji regresi per masing-masing *quintiles*.

HASIL PENELITIAN DAN TEMUAN

Bagian pertama subbagian ini menguji *day of the week* dengan menganalisis return yang dibentuk berdasar interval waktu 30 menit. Selanjutnya, bagian kedua dan ketiga penelitian ini menguji dan menganalisis hubungan antara *day of the week* dan faktor pengendalian yang berupa ukuran perusahaan, volume perdagangan dan bentang tawar-minta. Bahasan selengkapnya adalah sebagai berikut.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa dalam interval 30 menit yang terjadi untuk tahun 2006 sangat bervariasi. Besaran mean return interval 30 menit dengan angka terendah berada pada periode penutupan hari sebelumnya sampai dengan 09.30 sebesar -0,00093. Angka mean return terendah ini terletak di interval 30 menit paling awal. Sedangkan, mean return interval 30 menit tertinggi berada pada periode waktu 15.30-16.00 sebesar 0,00424. Inferensi yang dapat dipetik dari besaran mean ini adalah telah tertunjukkan dengan basis statistik deskriptif bahwa mean tertinggi terletak pada interval 30 menit terakhir di akhir hari perdagangan. Hal ini menyajikan bukti bahwa return melonjak naik cukup tajam dalam bandingannya dengan interval-interval 30 menit sebelum-sebelumnya.

Sementara itu, jumlah observasi untuk interval 30 menit pertama sebanyak 10.845 dan dari sebanyak ini yang dapat digunakan hanya sebanyak 9.956 atau mengeliminasi data sebanyak 889. Jumlah observasi dan observasi yang digunakan berlaku sama untuk semua interval 30 menit yang lainnya. Pengeliminasian data disebabkan oleh tidak terdapatnya transaksi yang berakibat tidak adanya perbedaan harga atau return. Demikian seterusnya untuk data observasi dan realitas data yang digunakan di dalam penelitian sesuai dengan masing-masing interval 30 menit.

Deviasi standar untuk masing-masing periode interval 30 menit berkisar dalam besaran yang relatif sama. Untuk interval 30 menit periode 15.30-16.00 sebesar

0,00708. Nilai minimum, nilai maksimum dan kisaran nilai tersaji secara berturut-turut dalam kolom setelah kolom deviasi standar. Sebagai misal, nilai minimum untuk interval 30 menitan terakhir di hari perdagangan sebesar -0,03, nilai maksimum sebesar 0,04 dan kisaran nilai yang merupakan jarak terjauh dari nilai minimum dan nilai maksimum sebesar 0,07. Informasi selengkapnya tersajikan di **Tabel 1**.

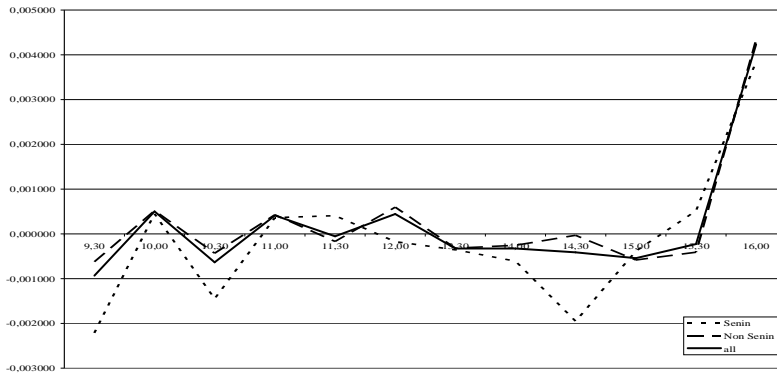
Tabel 1
Statistik Deskriptif

Return	Mean	N(\$)	N(&)	Dev. Std.	Min	Max	Kisaran
Periode 16.00 [^] -09.30	-0,00093	10.845	9.956	0,00783	-0,05	0,02	0,07
Periode 09.30-10.00	0.00050	10.890	10.029	0,00477	-0,02	0,02	0,04
Periode 10.00-10.30	-0,00063	10.890	9.176	0,00586	-0,05	0,02	0,07
Periode 10.30-11.00	0,00041	10.890	8.639	0,00678	-0,04	0,05	0,09
Periode 11.00-11.30	-0,00005	10.890	8.313	0,00771	-0,06	0,05	0,11
Periode 11.30-12.00	0,00055	8.820	6.464	0,00458	-0,01	0,04	0,05
Periode 12.00-13.30	-0,00040	8.820	6.671	0,00317	-0,02	0,01	0,04
Periode 13.30-14.00	-0,00033	10.890	9.385	0,00413	-0,02	0,03	0,05
Periode 14.00-14.30	-0,00041	10.890	8.677	0,00808	-0,07	0,04	0,11
Periode 14.30-15.00	-0,00054	10.890	8.456	0,00900	-0,05	0,08	0,13
Periode 15.00-15.30	-0,00023	10.890	8.795	0,00856	-0,03	0,05	0,09
Periode 15.30-16.00	0,00424	10.890	9.735	0,00708	-0,03	0,04	0,07

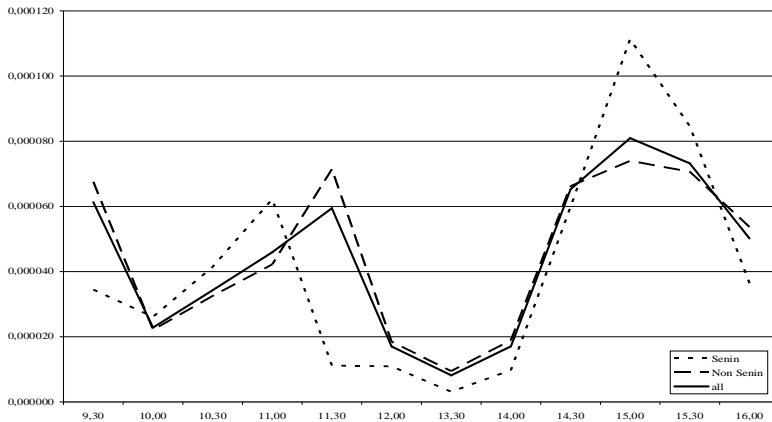
Keterangan: [^]: hari sebelumnya; **N(\$)**: Jumlah Observasi; **N(&)**: Yang Digunakan

Pengaruh hari perdagangan menjadi teramati secara jelas dalam perspektif grafis yang tersaji ke dalam **Gambar 2**. Secara keseluruhan (*all day*) mean return interval 30 menitan selama hari perdagangan dalam bandingannya dengan seluruh sampel tertunjukkan bahwa 30 menit terakhir menaik secara tajam serta tertinggi secara grafis. Sementara itu, mean return interval 30 menitan awal hari perdagangan dalam bandingannya dengan seluruh sampel tertunjukkan bahwa 30 menit permulaan terendah secara grafis. Sedangkan untuk return hari Senin (ditunjukkan oleh garis yang berupa titik-titik) secara umum terletak di bawah rerata harian (garis), kecuali untuk return 11.30 dan return 15.30. Hal ini lebih terlihat apabila dibandingkan dengan return hari non-Senin (Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at) yang ditunjukkan oleh garis putus-putus.

Nilai variansi yang menunjukkan tingkat volatilitas return saham (**Gambar 3**) menunjukkan bahwa pada awal perdagangan volatilitas return pada hari Senin lebih rendah apabila dibandingkan dengan volatilitas return saham pada hari yang lain. Pada periode 10.30 sampai 11.00 volatilitas pada hari Senin relatif lebih tinggi apabila dibandingkan dengan hari-hari lain. Selanjutnya pada periode 11.30 sampai dengan 14.30 volatilitas hari Senin lebih rendah, sampai dengan periode 15.00 dan 15.30 yang menjadi relatif lebih tinggi. Pada penutupan (16.00) volatilitas pada hari Senin lebih rendah apabila dibandingkan dengan hari-hari yang lain (Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at).



Gambar 2
Pergerakan Mean Return dari Sampel Penuh, Senin dan Non-Senin



Gambar 3
Pergerakan Volatilitas dari Sampel Penuh, Senin dan Non-Senin

Uji Day of the Week dan Monday Effect

Dua belas seri return digunakan untuk menganalisis *day of the week* ini, yaitu return interval 30 menit untuk masing-masing periode. Selanjutnya tiap periode diregresikan sendiri-sendiri, sehingga ada 12 regresi dengan hari sebagai variabel independennya (*dummy variable*). Hipotesis *day of the week* (H_1) terdukung apabila hari berpengaruh signifikan terhadap return. Sedangkan, hipotesis *Monday effect* (H_2) terdukung apabila return pada hari Senin adalah paling rendah dan signifikan apabila dibandingkan dengan return hari-hari yang lainnya. Hasil pengujian untuk seluruh sampel tertunjukkan ke dalam **Tabel 2**.

Hasil uji menunjukkan bahwa pada periode pembukaan (return 09.30) terjadi fenomena *day of the week* yang tertunjukkan bahwa return 09.30 dipengaruhi oleh hari Senin dan Selasa. Sedangkan pada periode kedua (return 10.00) juga terjadi fenomena ini karena return pada periode kedua ini dipengaruhi oleh hari Jum'at. Pada periode 10.30 dan 11.00 dipengaruhi oleh hari Kamis. Periode 11.30 dan 12.00 dipengaruhi oleh hari Rabu. Pada periode 13.30 dipengaruhi oleh hari Selasa dan Kamis. Hari Senin dan Jum'at mempengaruhi return periode 14.30. Sedangkan pada penutupan semua hari mempengaruhi return. Fenomena *day of the week* tidak terjadi pada periode 14.00, 15.00 dan 15.30. Secara umum fenomena *day of the week* terjadi pada setiap periode, tetapi harinya tidak konsisten.

Tabel 2
Hasil Uji *Day of the Week* dan *Monday Effect*

		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-22,1180	-18,1290	-4,2907	1,1930	-14,5760
	Std Dev	5,8700	6,6170	7,0680	10,0100	8,7710
	t-value	-1,9440 *	-1,6270 *	-0,3930	1,0600	-1,2680
return 10.00	Mean	0,4468	0,5218	0,5485	-3,3654	1,3680
	Std Dev	5,1090	4,4840	4,9550	4,0590	5,2270
	t-value	0,6470	0,7640	0,8190	-0,4870	1,9400 *
return 10.30	Mean	-14,5140	-9,7975	0,2729	-16,5240	0,6398
	Std Dev	6,4370	4,2470	3,2390	8,7600	4,9750
	t-value	-1,7240 *	-1,1760	0,3340	-1,9630 *	0,7440
return 11.00	Mean	0,3634	0,4425	0,1167	1,8030	-6,8968
	Std Dev	7,8860	7,3140	4,4430	6,7810	7,1070
	t-value	0,3710	0,4570	0,1230	1,8410 *	-0,6890
return 11.30	Mean	0,4087	0,4498	-20,6950	-4,2493	1,5460
	Std Dev	3,3420	8,3380	10,3300	5,3740	8,7100
	t-value	0,3690	0,4100	-1,9250 *	-0,3830	1,3650
return 12.00	Mean	-1,7255	0,6705	1,1670	0,4906	
	Std Dev	3,3040	3,3220	7,0030	3,4170	
	t-value	-0,2890	1,1360	2,0180 **	0,8230	
return 13.30	Mean	-3,5597	-17,9050	-1,3886	0,6826	
	Std Dev	1,7700	4,8330	2,5190	2,1820	
	t-value	-0,8930	-4,5360 ***	-0,3590	1,7120 *	
return 14.00	Mean	-6,0953	-4,9905	-1,8940	-2,6171	-0,6313
	Std Dev	3,1180	5,9920	3,9860	4,1800	2,6200
	t-value	-1,0150	-0,8390	-0,3250	-0,4360	-0,1030
return 14.30	Mean	-19,5370	1,1750	0,7781	-1,9257	-20,4750
	Std Dev	7,7340	6,6850	6,4300	6,8870	11,5900
	t-value	-1,6850 *	1,0230	0,6920	-0,1660	-1,7280 *
return 15.00	Mean	-3,8604	-14,9380	-14,1970	-11,2860	1,8860
	Std Dev	10,5500	5,9520	9,3060	5,5910	11,9300
	t-value	-0,2980	-1,1640	-1,1280	-0,8700	1,4230
return 15.30	Mean	0,5134	-2,1512	-0,6453	-4,1463	-9,9568
	Std Dev	9,1980	9,0060	10,1100	8,0820	5,8470
	t-value	0,4130	-0,1750	-0,0530	-0,3330	-0,7840
return 16.00	Mean	3,8460	4,6960	4,3780	3,9580	4,2810
	Std Dev	6,0350	9,7290	7,0960	5,7350	6,2270
	t-value	3,7350 ***	4,6080 ***	4,3820 ***	3,8440 ***	4,0690 ***

Keterangan:

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

Fenomena *Monday Effect* terjadi jika return hari Senin merupakan return terkecil dibandingkan dengan return hari-hari lain dan hari Senin mempengaruhi return. Return terkecil yang terjadi pada hari Senin terdapat pada periode 09.30, 12.00 dan 16.00, tetapi pada periode 12.00 hari Senin tidak mempengaruhi return. Oleh karena itu, fenomena *Monday Effect* hanya terjadi pada harga pembukaan dan harga penutupan (return 09.30 dan return 16.00). Hasil selengkapnya tersaji pada **Tabel 3**.

Tabel 3
Rekapitulasi Hasil Uji *Day of the Week* dan *Monday Effect*

Peroide	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat	Day of the Week	Return Terkecil	Monday Effect
Return 09.30	*	*				*	Senin	*
Return 10.00					*	*	Kamis	
Return 10.30	*			*		*	Kamis	
Return 11.00				*		*	Jumat	
Return 11.30			*			*	Rabu	
Return 12.00			**			**	Senin	
Return 13.30		***		*		***	Selasa	
Return 14.00							Senin	
Return 14.30	*				*	*	Jumat	
Return 15.00							Selasa	
Return 15.30							Jumat	
Return 16.00	***	***	***	***	***	***	Senin	***

Keterangan:

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

Pengendalian dengan Basis Ukuran Perusahaan

Fama & French (1992) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan lebih konsisten dan signifikan dibandingkan dengan beta dalam mempengaruhi return. Hubungan antara ukuran perusahaan dan return merupakan hubungan yang berkebalikan. Saham-saham dari perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai return yang lebih tinggi daripada saham-saham dari perusahaan yang lebih besar, sehingga investor akan memilih *small firm* jika dia mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan.

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

Oleh karena itu, variabel ukuran perusahaan merupakan suatu variabel kendali yang dapat digunakan untuk meneliti fenomena day of the week.

Tabel 4
Hasil Uji Day of the Week yang Dikendalikan dengan Ukuran Perusahaan

Terkecil		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-0,0004	0,0003	0,0016	0,0016	0,0003
	Std Dev	0,0062	0,0074	0,0078	0,0101	0,0078
	t-value	-0,3300	0,2420	1,4280	1,3510	0,2980
return 10.00	Mean	0,0020	0,0020	0,0013	0,0004	0,0035
	Std Dev	0,0061	0,0067	0,0065	0,0061	0,0065
	t-value	2,1460 **	2,1900 **	1,4560	0,4590	3,7450 ***
return 10.30	Mean	-0,0010	0,0003	0,0006	-0,0031	0,0001
	Std Dev	0,0045	0,0044	0,0051	0,0184	0,0044
	t-value	-0,7610	0,2640	0,4600	-2,3340 **	0,0710
return 11.00	Mean	-0,0001	-0,0007	0,0003	0,0000	-0,0003
	Std Dev	0,0045	0,0064	0,0062	0,0170	0,0036
	t-value	-0,0470	-0,5680	0,2090	0,0230	-0,2120
return 11.30	Mean	-0,0001	-0,0001	-0,0035	-0,0004	0,0009
	Std Dev	0,0042	0,0071	0,0206	0,0158	0,0047
	t-value	-0,0360	-0,0440	-1,9730 **	-0,2030	0,4710
return 12.00	Mean	0,0000	-0,0003	0,0003	-0,0004	
	Std Dev	0,0044	0,0089	0,0048	0,0032	
	t-value	-0,0420	-0,3130	0,3670	-0,4510	
return 13.30	Mean	0,0003	-0,0031	0,0011	0,0009	
	Std Dev	0,0040	0,0170	0,0058	0,0025	
	t-value	0,2280	-2,3090 **	0,8480	0,6450	
return 14.00	Mean	-0,0004	0,0014	-0,0009	0,0000	0,0003
	Std Dev	0,0050	0,0171	0,0043	0,0041	0,0027
	t-value	-0,3160	1,1410	-0,7250	0,0140	0,2700
return 14.30	Mean	-0,0005	0,0004	-0,0010	-0,0003	0,0001
	Std Dev	0,0048	0,0074	0,0150	0,0068	0,0036
	t-value	-0,3860	0,3490	-0,8460	-0,2120	0,0870
return 15.00	Mean	-0,0036	-0,0023	-0,0030	-0,0013	0,0000
	Std Dev	0,0179	0,0091	0,0299	0,0085	0,0049
	t-value	-1,4830	-0,9360	-1,2510	-0,5280	-0,0080
return 15.30	Mean	0,0014	-0,0014	0,0036	-0,0010	-0,0023
	Std Dev	0,0185	0,0123	0,0335	0,0082	0,0074
	t-value	0,5040	-0,5120	1,3670	-0,3740	-0,8150
return 16.00	Mean	0,0023	0,0050	0,0032	0,0019	0,0029
	Std Dev	0,0074	0,0124	0,0091	0,0077	0,0075
	t-value	1,7240 *	3,8740 ***	2,5520 **	1,4690	2,1930 **
B						
return 09.30	Mean	-0,0015	-0,0021	-0,0001	0,0021	-0,0039
	Std Dev	0,0064	0,0094	0,0061	0,0103	0,0213
	t-value	-0,8480	-1,2620	-0,0490	1,2070	-2,2130 **
return 10.00	Mean	0,0011	0,0004	0,0008	-0,0004	0,0020
	Std Dev	0,0058	0,0053	0,0055	0,0049	0,0055
	t-value	1,4660	0,5690	1,0220	-0,5530	2,4610 **
return 10.30	Mean	-0,0016	-0,0011	0,0003	-0,0018	0,0007
	Std Dev	0,0057	0,0072	0,0035	0,0133	0,0061
	t-value	-1,4410	-0,9900	0,2410	-1,6040	0,6280
return 11.00	Mean	-0,0003	0,0010	0,0004	0,0029	-0,0001
	Std Dev	0,0053	0,0083	0,0035	0,0169	0,0087
	t-value	-0,1810	0,7200	0,3090	2,0840 **	-0,0350
return 11.30	Mean	0,0011	0,0000	0,0004	-0,0022	-0,0005
	Std Dev	0,0081	0,0064	0,0077	0,0124	0,0054
	t-value	0,9500	-0,0100	0,3100	-1,8100 *	-0,3710
return 12.00	Mean	-0,0010	0,0007	-0,0006	0,0014	
	Std Dev	0,0073	0,0040	0,0057	0,0111	
	t-value	-0,9720	0,6510	-0,5290	1,2590	
return 13.30	Mean	-0,0002	-0,0013	-0,0006	0,0008	
	Std Dev	0,0024	0,0058	0,0028	0,0028	
	t-value	-0,4450	-2,4120 ***	-1,1290	1,5570	
return 14.00	Mean	-0,0009	-0,0005	0,0002	0,0000	0,0009
	Std Dev	0,0036	0,0069	0,0032	0,0043	0,0085
	t-value	-1,1180	-0,5940	0,2930	0,0500	1,1110
return 14.30	Mean	-0,0004	0,0003	0,0000	-0,0008	-0,0063
	Std Dev	0,0051	0,0076	0,0040	0,0048	0,0273
	t-value	-0,2190	0,1610	0,0260	-0,4120	-3,3080 ***
return 15.00	Mean	0,0006	0,0001	-0,0009	-0,0007	0,0054
	Std Dev	0,0050	0,0064	0,0060	0,0075	0,0273
	t-value	0,3370	0,0290	-0,5090	-0,3620	2,7670 ***
return 15.30	Mean	-0,0009	0,0011	-0,0009	0,0001	-0,0010
	Std Dev	0,0147	0,0094	0,0108	0,0130	0,0156
	t-value	-0,4670	0,5760	-0,4950	0,0690	-0,5210
return 16.00	Mean	0,0031	0,0019	0,0032	0,0027	0,0030
	Std Dev	0,0142	0,0105	0,0107	0,0059	0,0156
	t-value	1,8180 *	1,1060	1,9640 *	1,5560	1,6960 *

Lanjutan Tabel

C		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-0,0028	-0,0014	-0,0014	0,0004	-0,0010
	Std Dev	0,0065	0,0071	0,0083	0,0108	0,0080
	t-value	-2,3020 **	-1,2230	-1,1890	0,3350	-0,8160
return 10.00	Mean	0,0005	-0,0009	0,0012	-0,0008	0,0008
	Std Dev	0,0065	0,0067	0,0075	0,0064	0,0066
	t-value	0,5160	-0,9210	1,2230	-0,7790	0,7710
return 10.30	Mean	-0,0016	-0,0011	-0,0001	0,0007	0,0010
	Std Dev	0,0046	0,0047	0,0047	0,0044	0,0040
	t-value	-2,3930 **	-1,7580 *	-0,0980	1,0360	1,5610
return 11.00	Mean	-0,0008	0,0011	0,0005	0,0007	0,0005
	Std Dev	0,0066	0,0056	0,0045	0,0045	0,0065
	t-value	-0,9660	1,3630	0,6530	0,8090	0,6380
return 11.30	Mean	-0,0002	-0,0002	-0,0037	-0,0012	-0,0002
	Std Dev	0,0071	0,0062	0,0270	0,0089	0,0049
	t-value	-0,1000	-0,1240	-1,9330 *	-0,6030	-0,1220
return 12.00	Mean	-0,0003	0,0016	0,0023	0,0004	
	Std Dev	0,0058	0,0059	0,0203	0,0073	
	t-value	-0,1620	0,9470	1,4220	0,2520	
return 13.30	Mean	-0,0004	-0,0012	-0,0005	0,0004	
	Std Dev	0,0038	0,0046	0,0030	0,0034	
	t-value	-0,7470	-2,3320 **	-0,9790	0,7540	
return 14.00	Mean	0,0006	-0,0004	-0,0002	0,0005	-0,0001
	Std Dev	0,0053	0,0068	0,0056	0,0047	0,0027
	t-value	0,8180	-0,5730	-0,2170	0,7240	-0,0660
return 14.30	Mean	-0,0017	0,0011	0,0015	-0,0008	0,0005
	Std Dev	0,0058	0,0070	0,0064	0,0057	0,0037
	t-value	-2,0100 **	1,2820	1,8300 *	-0,9090	0,6170
return 15.00	Mean	0,0000	-0,0003	-0,0011	-0,0003	-0,0008
	Std Dev	0,0072	0,0069	0,0079	0,0049	0,0044
	t-value	0,0320	-0,3690	-1,1990	-0,3680	-0,8670
return 15.30	Mean	0,0000	-0,0001	-0,0007	-0,0018	-0,0002
	Std Dev	0,0087	0,0106	0,0094	0,0073	0,0065
	t-value	-0,0140	-0,0670	-0,6070	-1,4620	-0,1260
return 16.00	Mean	0,0033	0,0044	0,0037	0,0047	0,0049
	Std Dev	0,0075	0,0103	0,0081	0,0064	0,0059
	t-value	2,9100 ***	3,9680 ***	3,3970 ***	4,1930 ***	4,2230 ***
D						
return 09.30	Mean	-0,0035	-0,0032	-0,0021	0,0014	-0,0021
	Std Dev	0,0075	0,0075	0,0084	0,0140	0,0123
	t-value	-2,3510 **	-2,1870 **	-1,4410	0,9700	-1,4130
return 10.00	Mean	-0,0011	-0,0002	-0,0008	-0,0015	-0,0011
	Std Dev	0,0099	0,0059	0,0065	0,0067	0,0099
	t-value	-0,9600	-0,2150	-0,7490	-1,2700	-0,9510
return 10.30	Mean	-0,0032	-0,0024	0,0008	-0,0015	0,0002
	Std Dev	0,0299	0,0116	0,0063	0,0155	0,0134
	t-value	-1,2980	-0,9890	0,3130	-0,6160	0,0820
return 11.00	Mean	0,0043	0,0028	-0,0019	0,0020	-0,0068
	Std Dev	0,0415	0,0169	0,0133	0,0187	0,0543
	t-value	0,9070	0,6100	-0,4220	0,4170	-1,4070
return 11.30	Mean	0,0004	-0,0005	0,0020	0,0003	0,0074
	Std Dev	0,0070	0,0127	0,0120	0,0117	0,0448
	t-value	0,1360	-0,1450	0,6490	0,0940	2,3030 **
return 12.00	Mean	-0,0004	0,0010	-0,0005	0,0004	
	Std Dev	0,0080	0,0052	0,0054	0,0076	
	t-value	-0,4510	1,0960	-0,4950	0,4480	
return 13.30	Mean	-0,0012	-0,0020	-0,0009	0,0020	
	Std Dev	0,0037	0,0098	0,0094	0,0081	
	t-value	-1,0160	-1,7270 *	-0,8180	1,6990 *	
return 14.00	Mean	-0,0011	-0,0015	0,0013	-0,0043	-0,0011
	Std Dev	0,0050	0,0084	0,0100	0,0138	0,0110
	t-value	-0,7890	-1,0490	0,9350	-2,9690 ***	-0,7430
return 14.30	Mean	-0,0028	0,0023	0,0008	0,0047	-0,0025
	Std Dev	0,0138	0,0123	0,0089	0,0244	0,0321
	t-value	-0,9570	0,7950	0,3030	1,6250 *	-0,8510
return 15.00	Mean	0,0003	-0,0043	-0,0009	-0,0027	0,0047
	Std Dev	0,0181	0,0221	0,0106	0,0171	0,0302
	t-value	0,0980	-1,4550	-0,2970	-0,9160	1,5720
return 15.30	Mean	-0,0019	-0,0011	-0,0015	0,0008	-0,0078
	Std Dev	0,0157	0,0304	0,0106	0,0162	0,0600
	t-value	-0,4240	-0,2360	-0,3430	0,1740	-1,6790 *
return 16.00	Mean	0,0079	0,0101	0,0057	0,0040	0,0066
	Std Dev	0,0134	0,0220	0,0129	0,0148	0,0167
	t-value	3,3500 ***	4,3360 ***	2,5030 **	1,6930 *	2,7450 ***

4

Lanjutan Tabel 4

Terbesar		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-0,0026	-0,0024	-0,0004	0,0003	-0,0010
	Std Dev	0,0070	0,0086	0,0082	0,0102	0,0078
	t-value	-2,1450 **	-1,9810 **	-0,3050	0,2810	-0,8140
return 10.00	Mean	-0,0001	0,0012	0,0004	0,0003	0,0017
	Std Dev	0,0082	0,0059	0,0074	0,0056	0,0062
	t-value	-0,0870	1,2740	0,3840	0,3320	1,7440 *
return 10.30	Mean	-0,0007	-0,0008	0,0002	-0,0029	0,0008
	Std Dev	0,0053	0,0081	0,0057	0,0155	0,0068
	t-value	-0,5350	-0,6370	0,1770	-2,2310 **	0,6020
return 11.00	Mean	-0,0001	-0,0022	0,0007	0,0041	-0,0015
	Std Dev	0,0048	0,0264	0,0074	0,0175	0,0083
	t-value	-0,0290	-1,0120	0,3180	1,8570 *	-0,6810
return 11.30	Mean	0,0008	0,0037	-0,0017	0,0005	0,0014
	Std Dev	0,0040	0,0255	0,0082	0,0052	0,0057
	t-value	0,4370	2,0300 **	-0,9750	0,2740	0,7320
return 12.00	Mean	0,0008	0,0007	0,0018	0,0007	
	Std Dev	0,0068	0,0069	0,0077	0,0045	
	t-value	0,8220	0,7590	1,9780 **	0,7050	
return 13.30	Mean	-0,0001	-0,0015	0,0004	-0,0005	
	Std Dev	0,0034	0,0056	0,0039	0,0052	
	t-value	-0,1290	-2,3370 **	0,5630	-0,7410	
return 14.00	Mean	-0,0015	-0,0014	-0,0012	0,0016	-0,0003
	Std Dev	0,0046	0,0060	0,0095	0,0096	0,0038
	t-value	-1,4630	-1,3490	-1,2360	1,5660	-0,2630
return 14.30	Mean	-0,0047	0,0017	0,0011	-0,0026	-0,0027
	Std Dev	0,0302	0,0092	0,0180	0,0128	0,0169
	t-value	-1,7250 *	0,6190	0,4050	-0,9740	-0,9810
return 15.00	Mean	0,0002	-0,0006	0,0005	-0,0013	-0,0002
	Std Dev	0,0347	0,0051	0,0145	0,0158	0,0052
	t-value	0,0810	-0,2440	0,2060	-0,4810	-0,0850
return 15.30	Mean	0,0049	-0,0001	-0,0015	0,0002	0,0002
	Std Dev	0,0302	0,0088	0,0094	0,0192	0,0109
	t-value	1,9200 *	-0,0290	-0,6210	0,0900	0,0670
return 16.00	Mean	0,0026	0,0027	0,0059	0,0058	0,0028
	Std Dev	0,0122	0,0133	0,0113	0,0147	0,0105
	t-value	1,4440	1,4960	3,3970 ***	3,2100 ***	1,5490

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

Gibbons & Hess (1981) menyatakan bahwa *day of the week* berhubungan erat dengan ukuran perusahaan. Perusahaan dalam ukuran besar cenderung tidak terpengaruh *day of the week*, sedangkan perusahaan kecil cenderung untuk terpengaruh. Untuk menguji hubungan *day of the week* dengan *ukuran perusahaan* ini dibentuk *ukuran perusahaan quintile portofolio*. Dalam penelitian ini *ukuran perusahaan* diprosikan dengan besaran nilai kapitalisasi pasar. **Tabel 4** menunjukkan rata-rata return per periode dan nilai-t untuk kelima portofolio ukuran perusahaan pada kelima hari perdagangan.

Tabel 4 menunjukkan bahwa secara umum return dipengaruhi oleh hari perdagangan. Hasil uji ini tetap mengindikasikan bahwa fenomena *day of the week* tetap terbukti valid dalam berbagai ukuran perusahaan. Simpulan atas hasil analisis ini mendukung kembali terhadap *day of the week*. Hanya saja, hari yang

berpengaruh terhadap return tidak sama, atau dengan kata lain fenomena *day of the week* ini tidaklah konsisten harinya. Hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at secara bergantian mempengaruhi return. Demikian juga, hasil uji penelitian ini menunjukkan bahwa return pada hari Senin dalam bandingannya dengan return hari-hari yang lainnya tidak selalu terbukti memiliki return negatif yang eksekusif. Artinya fenomena *Monday effect* tidak persisten terjadi di Bursa Efek Jakarta. Secara umum *Monday Effect* terjadi pada perusahaan-perusahaan besar pada awal-awal perdagangan.

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 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, serta Admati & Pfleiderer 1988). Oleh karena itu, dengan menggunakan silogisma yang sama, maka *day of the week* juga dapat dikendalikan dengan basis volume perdagangan.

Tabel 5 menjelaskan rata-rata return dan nilai-t yang dikendalikan dengan besaran volume perdagangan untuk kelima portofolio. Hasil uji ini mengindikasikan bahwa secara umum fenomena *day of the week* tetap terbukti valid dalam berbagai volume perdagangan, kecuali untuk portofolio perusahaan dengan volume perdagangan terkecil, dimana *day of the week* hanya terjadi pada periode 11.00, 13.30 dan 15.00. Hasil ini merupakan kebalikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gibbon & Hess (1981). Hari yang berpengaruh terhadap return juga tidak selalu sama, atau dengan kata lain fenomena *day of the week* ini tidaklah konsisten harinya. Selain itu hasil uji menunjukkan bahwa return pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya tidak selalu terbukti memiliki return negatif yang eksekusif. *Monday Effect* terjadi pada volume perdagangan terbesar pada awal perdagangan dan akhir perdagangan.

Tabel 5
 Hasil Uji Day of the Week yang Dikendalikan dengan Volume Perdagangan

Terkecil		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-0,0017	-0,0001	0,0010	0,0014	-0,0013
	Std Dev	0,0059	0,0075	0,0089	0,0096	0,0101
	t-value	-1,3610	-0,1120	0,8370	1,1600	-1,0250
return 10.00	Mean	0,0008	0,0005	-0,0010	0,0003	0,0009
	Std Dev	0,0052	0,0049	0,0070	0,0051	0,0047
	t-value	1,0000	0,6810	-1,2920	0,3740	1,1150
return 10.30	Mean	-0,0011	0,0000	0,0005	-0,0025	0,0019
	Std Dev	0,0038	0,0038	0,0068	0,0209	0,0135
	t-value	-0,6800	0,0210	0,2960	-1,4960	1,1120
return 11.00	Mean	-0,0005	0,0010	-0,0007	-0,0010	-0,0031
	Std Dev	0,0047	0,0052	0,0072	0,0234	0,0123
	t-value	-0,2480	0,5410	-0,4100	-0,5450	-1,6500 *
return 11.30	Mean	-0,0002	0,0008	-0,0014	0,0010	-0,0006
	Std Dev	0,0050	0,0090	0,0047	0,0223	0,0034
	t-value	-0,1360	0,4880	-0,8590	0,6090	-0,3450
return 12.00	Mean	-0,0004	0,0000	-0,0003	0,0008	
	Std Dev	0,0053	0,0038	0,0048	0,0046	
	t-value	-0,6450	-0,0050	-0,5250	1,1960	
return 13.30	Mean	0,0002	-0,0025	-0,0004	0,0007	
	Std Dev	0,0046	0,0123	0,0054	0,0055	
	t-value	0,1890	-2,3150 **	-0,3630	0,6160	
return 14.00	Mean	0,0000	0,0009	0,0007	-0,0008	0,0002
	Std Dev	0,0031	0,0076	0,0056	0,0029	0,0042
	t-value	0,0340	1,2340	0,9300	-1,0420	0,2850
return 14.30	Mean	-0,0010	-0,0009	0,0021	0,0019	-0,0019
	Std Dev	0,0045	0,0039	0,0235	0,0241	0,0144
	t-value	-0,4290	-0,3590	0,8930	0,7710	-0,7600
return 15.00	Mean	-0,0009	0,0002	-0,0003	-0,0021	-0,0023
	Std Dev	0,0084	0,0059	0,0320	0,0126	0,0153
	t-value	-0,3650	0,0740	-2,5280 **	-0,8100	-0,8970
return 15.30	Mean	-0,0004	0,0015	0,0026	-0,0008	0,0007
	Std Dev	0,0170	0,0084	0,0263	0,0093	0,0097
	t-value	-0,1580	0,6420	1,1520	-0,3700	0,2900
return 16.00	Mean	0,0021	0,0005	0,0010	0,0013	0,0001
	Std Dev	0,0141	0,0127	0,0094	0,0057	0,0080
	t-value	1,3850	0,3040	0,6670	0,8480	0,0800

B		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-0,0015	-0,0032	-0,0002	0,0017	0,0001
	Std Dev	0,0071	0,0105	0,0074	0,0102	0,0074
	t-value	-1,1500	-2,5900 ***	-0,1530	1,3820	0,0690
return 10.00	Mean	-0,0009	0,0008	0,0009	-0,0008	0,0006
	Std Dev	0,0083	0,0051	0,0052	0,0053	0,0049
	t-value	-1,0820	0,9520	1,0790	-0,9510	0,6500
return 10.30	Mean	-0,0005	-0,0011	-0,0008	0,0001	0,0002
	Std Dev	0,0072	0,0045	0,0067	0,0047	0,0035
	t-value	-0,6430	-1,3420	-1,0510	0,0960	0,2020
return 11.00	Mean	-0,0001	-0,0004	0,0014	0,0003	0,0000
	Std Dev	0,0060	0,0067	0,0079	0,0047	0,0062
	t-value	-0,0560	-0,3850	1,6070 *	0,3690	0,0150
return 11.30	Mean	0,0008	0,0002	-0,0036	-0,0033	0,0008
	Std Dev	0,0066	0,0048	0,0153	0,0130	0,0066
	t-value	0,5300	0,1510	-2,5200 **	-2,2510 **	0,5040
return 12.00	Mean	-0,0007	0,0012	0,0030	0,0013	
	Std Dev	0,0068	0,0070	0,0129	0,0111	
	t-value	-0,5150	0,8280	2,1680 **	0,8810	
return 13.30	Mean	-0,0010	-0,0114	0,0003	0,0016	
	Std Dev	0,0031	0,0695	0,0031	0,0072	
	t-value	-0,2040	-2,2750 **	0,0630	0,3120	
return 14.00	Mean	-0,0003	0,0049	-0,0006	0,0015	-0,0007
	Std Dev	0,0034	0,0492	0,0044	0,0189	0,0046
	t-value	-0,0780	1,4350	-0,1810	0,4290	-0,1850
return 14.30	Mean	-0,0005	0,0009	-0,0012	-0,0031	-0,0072
	Std Dev	0,0051	0,0072	0,0140	0,0181	0,0553
	t-value	-0,1230	0,2420	-0,3240	-0,8000	-1,8380 *
return 15.00	Mean	-0,0010	-0,0009	0,0008	-0,0006	0,0107
	Std Dev	0,0115	0,0067	0,0125	0,0056	0,0689
	t-value	-0,2300	-0,2030	0,1770	-0,1310	2,3230 **
return 15.30	Mean	0,0010	0,0007	0,0005	0,0018	-0,0013
	Std Dev	0,0141	0,0077	0,0076	0,0182	0,0067
	t-value	0,6080	0,3930	0,2770	1,0540	-0,7600
return 16.00	Mean	0,0019	0,0009	-0,0005	0,0003	0,0028
	Std Dev	0,0103	0,0095	0,0088	0,0121	0,0054
	t-value	1,3690	0,6900	-0,3410	0,2390	1,9990 **

Lanjutan Tabel

C		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0014	-0,0009	-0,0003	0,0019	-0,0026
	<i>Std Dev</i>	0,0064	0,0082	0,0080	0,0117	0,0187
	<i>t-value</i>	-0,8530	-0,5680	-0,2050	1,1530	-1,5810
return 10.00	<i>Mean</i>	-0,0011	0,0001	0,0013	-0,0007	0,0010
	<i>Std Dev</i>	0,0090	0,0053	0,0056	0,0059	0,0052
	<i>t-value</i>	-1,1500	0,0960	1,4900	-0,7370	1,0320
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0030	-0,0012	0,0000	-0,0022	-0,0003
	<i>Std Dev</i>	0,0201	0,0069	0,0042	0,0184	0,0040
	<i>t-value</i>	-1,6010	-0,6300	-0,0220	-1,2160	-0,1340
return 11.00	<i>Mean</i>	0,0020	0,0012	-0,0013	0,0027	0,0010
	<i>Std Dev</i>	0,0246	0,0082	0,0077	0,0221	0,0062
	<i>t-value</i>	0,8640	0,5190	-0,5830	1,1770	0,4270
return 11.30	<i>Mean</i>	-0,0005	-0,0003	-0,0041	-0,0003	-0,0006
	<i>Std Dev</i>	0,0072	0,0071	0,0465	0,0083	0,0056
	<i>t-value</i>	-0,1650	-0,1060	-1,3250	-0,0820	-0,1940
return 12.00	<i>Mean</i>	0,0018	0,0000	0,0047	-0,0001	
	<i>Std Dev</i>	0,0101	0,0042	0,0388	0,0070	
	<i>t-value</i>	0,5840	0,0100	1,5980	-0,0280	
return 13.30	<i>Mean</i>	-0,0007	-0,0010	-0,0007	0,0000	
	<i>Std Dev</i>	0,0063	0,0034	0,0031	0,0039	
	<i>t-value</i>	-1,1010	-1,6350 *	-1,0770	0,0760	
return 14.00	<i>Mean</i>	-0,0016	-0,0010	-0,0006	-0,0015	0,0004
	<i>Std Dev</i>	0,0060	0,0047	0,0059	0,0088	0,0067
	<i>t-value</i>	-1,6950 *	-1,0680	-0,6170	-1,5460	0,3970
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0064	0,0018	0,0015	-0,0006	-0,0018
	<i>Std Dev</i>	0,0376	0,0083	0,0070	0,0057	0,0072
	<i>t-value</i>	-2,4610 **	0,7060	0,6060	-0,2480	-0,6790
return 15.00	<i>Mean</i>	0,0050	-0,0056	-0,0041	-0,0022	0,0004
	<i>Std Dev</i>	0,0405	0,0322	0,0179	0,0123	0,0057
	<i>t-value</i>	1,3600	-1,5430	-1,1650	-0,6080	0,1140
return 15.30	<i>Mean</i>	0,0019	0,0047	0,0024	0,0012	0,0007
	<i>Std Dev</i>	0,0184	0,0329	0,0169	0,0136	0,0212
	<i>t-value</i>	0,6040	1,5190	0,7860	0,3850	0,2110
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0023	0,0030	0,0036	0,0022	0,0016
	<i>Std Dev</i>	0,0081	0,0097	0,0080	0,0090	0,0218
	<i>t-value</i>	1,3130	1,7170 *	2,1030 **	1,2500	0,9010
D						
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0025	-0,0009	0,0002	0,0014	-0,0018
	<i>Std Dev</i>	0,0067	0,0064	0,0073	0,0102	0,0149
	<i>t-value</i>	-1,7840 *	-0,6430	0,1170	1,0240	-1,2800
return 10.00	<i>Mean</i>	0,0027	0,0013	0,0006	-0,0014	0,0017
	<i>Std Dev</i>	0,0063	0,0074	0,0056	0,0058	0,0071
	<i>t-value</i>	2,8960 ***	1,4170	0,6340	-1,4760	1,8200 *
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0013	-0,0008	0,0001	-0,0018	0,0006
	<i>Std Dev</i>	0,0043	0,0064	0,0042	0,0154	0,0052
	<i>t-value</i>	-1,0630	-0,6890	0,1190	-1,5370	0,4590
return 11.00	<i>Mean</i>	0,0000	-0,0008	0,0003	0,0013	-0,0002
	<i>Std Dev</i>	0,0036	0,0158	0,0051	0,0194	0,0045
	<i>t-value</i>	0,0090	-0,4630	0,1600	0,7840	-0,1130
return 11.30	<i>Mean</i>	0,0013	0,0018	-0,0008	0,0004	0,0002
	<i>Std Dev</i>	0,0043	0,0150	0,0034	0,0117	0,0045
	<i>t-value</i>	1,0270	1,4130	-0,6070	0,3170	0,1630
return 12.00	<i>Mean</i>	-0,0004	-0,0012	-0,0006	0,0005	
	<i>Std Dev</i>	0,0042	0,0102	0,0045	0,0065	
	<i>t-value</i>	-0,4580	-1,2250	-0,6250	0,5390	
return 13.30	<i>Mean</i>	0,0000	0,0004	-0,0015	0,0000	
	<i>Std Dev</i>	0,0020	0,0098	0,0104	0,0027	
	<i>t-value</i>	-0,0400	0,4250	-1,4130	-0,0380	
return 14.00	<i>Mean</i>	-0,0001	-0,0018	0,0006	-0,0002	0,0001
	<i>Std Dev</i>	0,0038	0,0056	0,0102	0,0039	0,0033
	<i>t-value</i>	-0,1340	-2,0770 **	0,7100	-0,1980	0,1130
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0009	0,0013	0,0010	-0,0006	-0,0009
	<i>Std Dev</i>	0,0049	0,0086	0,0081	0,0049	0,0044
	<i>t-value</i>	-0,9700	1,4290	1,1360	-0,6640	-0,9220
return 15.00	<i>Mean</i>	-0,0014	-0,0011	-0,0002	-0,0007	0,0004
	<i>Std Dev</i>	0,0090	0,0065	0,0082	0,0074	0,0045
	<i>t-value</i>	-1,3530	-1,0750	-0,2150	-0,6430	0,3450
return 15.30	<i>Mean</i>	0,0007	-0,0018	0,0000	-0,0010	-0,0012
	<i>Std Dev</i>	0,0094	0,0150	0,0089	0,0108	0,0062
	<i>t-value</i>	0,4290	-1,1840	0,0290	-0,6630	-0,7800
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0041	0,0061	0,0026	0,0040	0,0043
	<i>Std Dev</i>	0,0073	0,0147	0,0097	0,0081	0,0079
	<i>t-value</i>	2,8150 ***	4,3010 ***	1,8650 *	2,7900 ***	2,9280 ***

5

Lanjutan Tabel 5

Terbesar		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0048	-0,0038	-0,0028	-0,0006	-0,0028
	<i>Std Dev</i>	0,0089	0,0081	0,0090	0,0117	0,0103
	<i>t-value</i>	-3,3760 ***	-2,7380 ***	-2,0620 **	-0,4230	-1,9600 *
return 10.00	<i>Mean</i>	-0,0003	0,0003	0,0005	0,0009	0,0019
	<i>Std Dev</i>	0,0118	0,0075	0,0078	0,0078	0,0130
	<i>t-value</i>	-0,2140	0,2210	0,3720	0,6080	1,3270
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0002	-0,0011	0,0008	-0,0024	0,0007
	<i>Std Dev</i>	0,0076	0,0088	0,0058	0,0161	0,0127
	<i>t-value</i>	-0,1560	-0,7040	0,5190	-1,5440	0,4470
return 11.00	<i>Mean</i>	-0,0015	0,0017	0,0006	0,0035	-0,0031
	<i>Std Dev</i>	0,0067	0,0128	0,0056	0,0183	0,0329
	<i>t-value</i>	-0,5600	0,6650	0,2510	1,3640	-1,1590
return 11.30	<i>Mean</i>	0,0001	-0,0013	-0,0018	0,0007	0,0094
	<i>Std Dev</i>	0,0099	0,0121	0,0233	0,0099	0,0470
	<i>t-value</i>	0,0410	-0,3670	-0,5130	0,1940	2,5840 ***
return 12.00	<i>Mean</i>	-0,0005	0,0030	0,0000	0,0001	
	<i>Std Dev</i>	0,0109	0,0082	0,0079	0,0067	
	<i>t-value</i>	-0,3980	2,4800 **	0,0100	0,0670	
return 13.30	<i>Mean</i>	-0,0008	-0,0026	0,0001	0,0012	
	<i>Std Dev</i>	0,0044	0,0090	0,0044	0,0053	
	<i>t-value</i>	-0,8880	-3,0330 ***	0,1000	1,3570	
return 14.00	<i>Mean</i>	-0,0009	-0,0002	-0,0004	-0,0005	-0,0005
	<i>Std Dev</i>	0,0057	0,0105	0,0079	0,0115	0,0091
	<i>t-value</i>	-0,6460	-0,1350	-0,3160	-0,3890	-0,3460
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0017	0,0020	0,0013	0,0028	0,0026
	<i>Std Dev</i>	0,0087	0,0112	0,0074	0,0164	0,0078
	<i>t-value</i>	-1,0940	1,2660	0,8280	1,7940 *	1,6570 *
return 15.00	<i>Mean</i>	-0,0027	-0,0007	0,0004	-0,0001	0,0004
	<i>Std Dev</i>	0,0197	0,0084	0,0051	0,0083	0,0076
	<i>t-value</i>	-1,6830 *	-0,4350	0,2360	-0,0710	0,2190
return 15.30	<i>Mean</i>	-0,0003	-0,0066	-0,0042	-0,0024	-0,0020
	<i>Std Dev</i>	0,0225	0,0295	0,0127	0,0144	0,0147
	<i>t-value</i>	-0,1140	-2,3360 **	-1,5080	-0,8300	-0,6890
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0098	0,0141	0,0135	0,0107	0,0121
	<i>Std Dev</i>	0,0144	0,0263	0,0130	0,0141	0,0148
	<i>t-value</i>	3,9550 ***	5,7230 ***	5,5900 ***	4,3050 ***	4,7670 ***

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

Pengendalian dengan Basis Bentang Tawar Minta

Perdagangan saham akan berlangsung apabila terjadi harga keseimbangan antara harga penawaran dan harga permintaan. Seringkali harga penawaran dan harga permintaan tidak sama sehingga perdagangan tidak terjadi. Hal ini membuat harga saham turun atau naik karena pembeli akan menaikkan harga dan pedagang akan membuat harga turun. Frekuensi perdagangan saham akan meningkat apabila rentang (selisih) antara harga penawaran dan pembelian tidak terlalu jauh.

Dalam hubungan antara *spread* dan return saham, Amihud & Mendelson (1986) mengemukakan bahwa semakin tinggi *spread* suatu aset maka akan semakin tinggi pula tingkat return yang disyaratkan. Adanya *spread* yang semakin tinggi

menandakan bahwa tingkat likuiditas dari saham tersebut semakin rendah sehingga saham tersebut relatif sulit dan jarang untuk diperdagangkan di dalam bursa efek. Likuiditas (kemampuan suatu saham untuk melakukan pembelian atau penjualan) merupakan faktor yang menjadi bahan pertimbangan dalam investasi. Semakin mudah melakukan penjualan/pembelian terhadap suatu saham, maka saham tersebut dikatakan semakin likuid. Investor lebih suka kepada saham yang likuid dibandingkan dengan saham yang tidak likuid. Kemudahan dalam melakukan transaksi saham-saham yang likuid akan menurunkan selisih tawar menawar antar investor sehingga meningkatkan frekuensi perdagangan terhadap saham. Semakin likuid suatu saham memiliki selisih harga penawaran dan harga permintaan yang semakin kecil. Bentang tawar minta yang terlalu besar menandakan saham tersebut semakin tidak likuid.

Saham yang sering diperdagangkan memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan saham yang jarang diperdagangkan sebagai akibat adanya informasi yang berkaitan dengan perdagangan (Easley & O'Hara 1987). Semakin tidak aktif suatu saham semakin berisiko karena memiliki banyak perdagangan yang dilakukan berdasarkan informasi yang terjadi, misalnya informasi laporan keuangan, merger, akuisisi ataupun informasi lain yang memberikan kandungan informasi kepada pasar modal tersebut. Tidak seringnya saham tersebut diperdagangkan di bursa efek mengakibatkan saham tersebut lebih berisiko terhadap pengaruh informasi yang spesifik yang terdistribusi dan masuk ke dalam pasar modal.

Semakin besar *spread* suatu saham, maka semakin besar tingkat return yang diharapkan dari saham tersebut. Rata-rata *risk adjusted return* portofolio meningkat sesuai dengan *bid-ask spread* dan slope dari hubungan *return-spread* akan menurun seiring dengan peningkatan *spread* (Amihud & Mendelson 1986). Return yang disyaratkan akan meningkat sesuai dengan kenaikan *spread* suatu aset dengan kenaikan yang semakin kecil. Oleh karena itu, ada besarnya bentang tawar minta (*bid ask spread*) mempengaruhi perilaku harga saham tersebut, sehingga faktor bentang tawar minta ini perlu dikendalikan untuk melihat fenomena *day of the week*.

Tabel 6 menjelaskan rata-rata return dan nilai-t yang dikendalikan dengan besaran bentang tawar-minta untuk kelima portofolio. Hasil uji ini mengindikasikan bahwa secara umum fenomena *day of the week* tetap terbukti valid dalam berbagai bentang tawar minta, tetapi hari yang berpengaruh terhadap return juga tidak selalu sama, atau dengan kata lain fenomena *day of the week* ini tidaklah konsisten harinya. Selain itu hasil uji menunjukkan bahwa return pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya tidak selalu terbukti memiliki return negatif yang eksekutif dan berpengaruh terhadap return. Hal ini berarti *Monday Effect* terjadi hanya parsial dan insidental saja.

Tabel 6
 Hasil Uji Day of the Week yang Dikendalikan dengan Bentang Tawar Minta

Terkecil		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0007	0,0003	0,0008	0,0021	0,0001
	<i>Std Dev</i>	0,0057	0,0052	0,0068	0,0086	0,0076
	<i>t-value</i>	-0,7000	0,2430	0,8440	1,9440 *	0,0960
return 10.00	<i>Mean</i>	0,0011	0,0014	0,0013	0,0005	0,0013
	<i>Std Dev</i>	0,0054	0,0045	0,0055	0,0046	0,0051
	<i>t-value</i>	1,4480	1,8050 *	1,8240 *	0,6470	1,6700 *
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0027	-0,0012	0,0002	-0,0019	0,0013
	<i>Std Dev</i>	0,0121	0,0048	0,0028	0,0160	0,0044
	<i>t-value</i>	-1,8560 *	-0,8600	0,1730	-1,3220	0,9050
return 11.00	<i>Mean</i>	0,0009	0,0014	-0,0001	0,0018	-0,0002
	<i>Std Dev</i>	0,0129	0,0060	0,0051	0,0105	0,0057
	<i>t-value</i>	0,6930	1,0980	-0,1070	1,3890	-0,1560
return 11.30	<i>Mean</i>	0,0000	-0,0002	0,0005	-0,0009	0,0007
	<i>Std Dev</i>	0,0039	0,0055	0,0051	0,0072	0,0079
	<i>t-value</i>	-0,0370	-0,2200	0,6150	-1,0100	0,7290
return 12.00	<i>Mean</i>	0,0007	0,0005	-0,0004	0,0013	
	<i>Std Dev</i>	0,0036	0,0029	0,0039	0,0036	
	<i>t-value</i>	1,3450	1,0190	-0,7840	2,3790 **	
return 13.30	<i>Mean</i>	-0,0006	-0,0016	-0,0001	0,0001	
	<i>Std Dev</i>	0,0022	0,0064	0,0015	0,0018	
	<i>t-value</i>	-1,0100	-3,0380 ***	-0,2370	0,2010	
return 14.00	<i>Mean</i>	-0,0005	-0,0002	-0,0006	0,0002	0,0001
	<i>Std Dev</i>	0,0037	0,0085	0,0043	0,0025	0,0018
	<i>t-value</i>	-0,7160	-0,2470	-0,9190	0,2940	0,1770
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0031	0,0011	0,0010	-0,0012	-0,0023
	<i>Std Dev</i>	0,0151	0,0064	0,0047	0,0038	0,0102
	<i>t-value</i>	-2,2850 **	0,7950	0,8010	-0,8690	-1,6080 *
return 15.00	<i>Mean</i>	0,0016	-0,0009	-0,0005	-0,0003	0,0023
	<i>Std Dev</i>	0,0153	0,0044	0,0059	0,0045	0,0124
	<i>t-value</i>	1,0840	-0,6000	-0,3930	-0,2010	1,5000
return 15.30	<i>Mean</i>	-0,0013	-0,0004	-0,0003	-0,0012	-0,0015
	<i>Std Dev</i>	0,0080	0,0083	0,0093	0,0060	0,0047
	<i>t-value</i>	-1,1340	-0,3470	-0,3090	-1,0630	-1,2270
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0028	0,0035	0,0038	0,0031	0,0028
	<i>Std Dev</i>	0,0088	0,0099	0,0078	0,0051	0,0050
	<i>t-value</i>	2,4370 **	3,0140 ***	3,4440 ***	2,5970 ***	2,3410 **
B						
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0023	-0,0012	0,0001	0,0026	-0,0032
	<i>Std Dev</i>	0,0062	0,0070	0,0072	0,0116	0,0154
	<i>t-value</i>	-1,5090	-0,8270	0,1010	1,6650 *	-2,0040 **
return 10.00	<i>Mean</i>	-0,0002	0,0005	0,0003	-0,0010	0,0016
	<i>Std Dev</i>	0,0053	0,0059	0,0059	0,0055	0,0083
	<i>t-value</i>	-0,1690	0,5370	0,3460	-1,0780	1,5980
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0006	-0,0016	0,0014	-0,0007	0,0008
	<i>Std Dev</i>	0,0040	0,0084	0,0052	0,0099	0,0097
	<i>t-value</i>	-0,5010	-1,3810	1,2540	-0,6220	0,6850
return 11.00	<i>Mean</i>	-0,0001	0,0010	-0,0002	0,0014	-0,0018
	<i>Std Dev</i>	0,0032	0,0108	0,0048	0,0101	0,0164
	<i>t-value</i>	-0,0560	0,6570	-0,1590	0,9330	-1,1220
return 11.30	<i>Mean</i>	0,0009	-0,0002	-0,0020	0,0004	0,0033
	<i>Std Dev</i>	0,0058	0,0078	0,0073	0,0062	0,0148
	<i>t-value</i>	0,6630	-0,1700	-1,5650	0,2970	2,3210 **
return 12.00	<i>Mean</i>	-0,0008	0,0002	0,0013	-0,0005	
	<i>Std Dev</i>	0,0069	0,0072	0,0072	0,0031	
	<i>t-value</i>	-0,7970	0,1910	1,4430	-0,5170	
return 13.30	<i>Mean</i>	-0,0002	-0,0003	-0,0003	0,0005	
	<i>Std Dev</i>	0,0025	0,0079	0,0061	0,0039	
	<i>t-value</i>	-0,2470	-0,3060	-0,4150	0,5960	
return 14.00	<i>Mean</i>	-0,0011	-0,0014	0,0002	0,0001	-0,0004
	<i>Std Dev</i>	0,0035	0,0068	0,0064	0,0102	0,0073
	<i>t-value</i>	-0,9850	-1,3410	0,2390	0,0470	-0,3200
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0008	0,0013	0,0010	-0,0003	-0,0029
	<i>Std Dev</i>	0,0072	0,0097	0,0099	0,0167	0,0210
	<i>t-value</i>	-0,4010	0,6550	0,4920	-0,1570	-1,3440
return 15.00	<i>Mean</i>	-0,0010	-0,0031	-0,0045	-0,0026	0,0026
	<i>Std Dev</i>	0,0089	0,0146	0,0166	0,0127	0,0168
	<i>t-value</i>	-0,4410	-1,4600	-2,1880 **	-1,2060	1,1730
return 15.30	<i>Mean</i>	-0,0005	0,0023	0,0014	0,0005	-0,0010
	<i>Std Dev</i>	0,0085	0,0142	0,0162	0,0170	0,0166
	<i>t-value</i>	-0,2420	1,0410	0,6460	0,2290	-0,4160
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0037	0,0033	0,0032	0,0022	0,0037
	<i>Std Dev</i>	0,0079	0,0114	0,0093	0,0089	0,0172
	<i>t-value</i>	2,1520 **	1,9410 *	1,9120 *	1,2850	2,0800 **

Lanjutan Tabel 6

C		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0079	-0,0067	-0,0036	-0,0018	-0,0057
	<i>Std Dev</i>	0,0115	0,0196	0,0130	0,0146	0,0155
	<i>t-value</i>	-3,0040 ***	-2,6510 ***	-1,5470	-0,6920	-2,2600 **
return 10.00	<i>Mean</i>	0,0003	0,0034	-0,0031	-0,0018	0,0030
	<i>Std Dev</i>	0,0092	0,0192	0,0107	0,0080	0,0105
	<i>t-value</i>	0,1230	1,6520 *	-1,6510 *	-0,8570	1,4930
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0016	-0,0034	0,0000	0,0005	0,0028
	<i>Std Dev</i>	0,0147	0,0114	0,0112	0,0190	0,0104
	<i>t-value</i>	-0,6600	-1,4700	0,0030	0,1920	1,2050
return 11.00	<i>Mean</i>	-0,0014	0,0008	-0,0007	0,0023	0,0020
	<i>Std Dev</i>	0,0124	0,0068	0,0115	0,0061	0,0121
	<i>t-value</i>	-0,7410	0,4170	-0,3980	1,1580	1,0980
return 11.30	<i>Mean</i>	0,0008	-0,0005	-0,0017	-0,0042	0,0002
	<i>Std Dev</i>	0,0103	0,0104	0,0082	0,0107	0,0128
	<i>t-value</i>	0,4420	-0,2520	-0,9500	-2,1200 **	0,1320
return 12.00	<i>Mean</i>	-0,0063	0,0023	0,0001	0,0006	
	<i>Std Dev</i>	0,0105	0,0137	0,0081	0,0066	
	<i>t-value</i>	-3,1240 ***	1,2460	0,0380	0,2710	
return 13.30	<i>Mean</i>	0,0007	0,0001	0,0013	0,0028	
	<i>Std Dev</i>	0,0084	0,0125	0,0079	0,0158	
	<i>t-value</i>	0,3200	0,0670	0,6290	1,3050	
return 14.00	<i>Mean</i>	-0,0004	-0,0010	-0,0004	0,0036	0,0001
	<i>Std Dev</i>	0,0102	0,0080	0,0056	0,0212	0,0098
	<i>t-value</i>	-0,1660	-0,5090	-0,2030	1,7310 *	0,0470
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0048	0,0018	0,0104	-0,0027	0,0012
	<i>Std Dev</i>	0,0179	0,0186	0,0296	0,0108	0,0078
	<i>t-value</i>	-1,4350	0,5470	3,1880 ***	-0,8090	0,3850
return 15.00	<i>Mean</i>	0,0072	0,0006	-0,0082	-0,0004	-0,0049
	<i>Std Dev</i>	0,0198	0,0138	0,0269	0,0046	0,0301
	<i>t-value</i>	1,8830 *	0,1550	-2,1810 **	-0,0980	-1,3310
return 15.30	<i>Mean</i>	0,0053	-0,0007	-0,0046	-0,0045	0,0003
	<i>Std Dev</i>	0,0431	0,0175	0,0202	0,0178	0,0175
	<i>t-value</i>	1,1840	-0,1700	-1,1460	-0,9920	0,0720
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0006	0,0053	0,0130	0,0084	0,0098
	<i>Std Dev</i>	0,0328	0,0168	0,0231	0,0143	0,0244
	<i>t-value</i>	0,1620	1,3170	3,6390 ***	2,0340 **	2,4370 **
D						
return 09.30	<i>Mean</i>	-0,0049	-0,0086	-0,0059	-0,0061	-0,0118
	<i>Std Dev</i>	0,0158	0,0130	0,0185	0,0238	0,0188
	<i>t-value</i>	-1,6250 *	-2,7610 ***	-2,0950 **	-2,0520 **	-3,8860 ***
return 10.00	<i>Mean</i>	-0,0015	-0,0031	-0,0028	-0,0020	-0,0001
	<i>Std Dev</i>	0,0145	0,0133	0,0122	0,0092	0,0069
	<i>t-value</i>	-0,8050	-1,5650	-1,6310 *	-1,0660	-0,0760
return 10.30	<i>Mean</i>	-0,0020	0,0001	0,0031	0,0015	0,0009
	<i>Std Dev</i>	0,0131	0,0137	0,0152	0,0129	0,0220
	<i>t-value</i>	-0,7640	0,0310	1,2570	0,5460	0,3540
return 11.00	<i>Mean</i>	-0,0024	0,0018	-0,0022	0,0015	-0,0023
	<i>Std Dev</i>	0,0177	0,0316	0,0152	0,0133	0,0188
	<i>t-value</i>	-0,7030	0,5040	-0,6870	0,4510	-0,6770
return 11.30	<i>Mean</i>	-0,0042	-0,0127	-0,0102	0,0006	0,0037
	<i>Std Dev</i>	0,0168	0,0382	0,0589	0,0133	0,0128
	<i>t-value</i>	-0,6950	-2,1200 **	-1,8450 *	0,1030	0,6290
return 12.00	<i>Mean</i>	0,0007	0,0073	-0,0004	0,0000	
	<i>Std Dev</i>	0,0169	0,0181	0,0141	0,0138	
	<i>t-value</i>	0,2470	2,5590 **	-0,1600	0,0160	
return 13.30	<i>Mean</i>	-0,0001	-0,0188	0,0013	0,0019	
	<i>Std Dev</i>	0,0124	0,0774	0,0165	0,0125	
	<i>t-value</i>	-0,0140	-2,5710 **	0,1910	0,2800	
return 14.00	<i>Mean</i>	0,0002	0,0041	-0,0034	-0,0016	0,0018
	<i>Std Dev</i>	0,0130	0,0184	0,0103	0,0106	0,0102
	<i>t-value</i>	0,1050	1,8270 *	-1,7080 *	-0,7200	0,7790
return 14.30	<i>Mean</i>	-0,0013	0,0030	0,0006	-0,0019	-0,0023
	<i>Std Dev</i>	0,0140	0,0138	0,0138	0,0107	0,0351
	<i>t-value</i>	-0,3700	0,7740	0,1860	-0,5230	-0,6680
return 15.00	<i>Mean</i>	0,0024	-0,0016	-0,0013	-0,0041	-0,0016
	<i>Std Dev</i>	0,0138	0,0117	0,0119	0,0117	0,0172
	<i>t-value</i>	1,0230	-0,6020	-0,5690	-1,7490 *	-0,6660
return 15.30	<i>Mean</i>	-0,0028	0,0013	-0,0019	-0,0007	-0,0037
	<i>Std Dev</i>	0,0171	0,0212	0,0202	0,0233	0,0160
	<i>t-value</i>	-0,8090	0,3570	-0,5460	-0,1990	-1,0050
return 16.00	<i>Mean</i>	0,0156	0,0153	0,0153	0,0153	0,0192
	<i>Std Dev</i>	0,0242	0,0216	0,0261	0,0272	0,0211
	<i>t-value</i>	3,8650 ***	3,7780 ***	3,9730 ***	3,8860 ***	4,5980 ***

Lanjutan Tabel 6

Terbesar		Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
return 09.30	Mean	-0,0205	-0,0179	-0,0069	-0,0058	-0,0291
	Std Dev	0,0224	0,0341	0,0261	0,0207	0,0963
	t-value	-1,9670 *	-1,4040	-0,5930	-0,5000	-2,4360 **
return 10.00	Mean	-0,0092	0,0043	-0,0011	0,0025	-0,0087
	Std Dev	0,0206	0,0359	0,0116	0,0103	0,0169
	t-value	-2,1230 **	0,7880	-0,2180	0,5050	-1,7130 *
return 10.30	Mean	0,0068	-0,0085	-0,0038	-0,0469	-0,0001
	Std Dev	0,0132	0,0422	0,0126	0,1085	0,0164
	t-value	0,5750	-0,5070	-0,2810	-3,4430 ***	-0,0040
return 11.00	Mean	-0,0075	0,0148	-0,0033	0,0561	0,0060
	Std Dev	0,0226	0,0503	0,0154	0,1272	0,0131
	t-value	-0,5130	0,9040	-0,2250	3,2780 ***	0,4090
return 11.30	Mean	0,0028	-0,0082	0,0008	-0,0033	0,0057
	Std Dev	0,0177	0,0430	0,0138	0,0225	0,0184
	t-value	0,4400	-1,1550	0,1210	-0,4010	0,8000
return 12.00	Mean	0,0014	0,0030	0,0005	0,0097	
	Std Dev	0,0121	0,0080	0,0226	0,0190	
	t-value	0,3370	0,6330	0,1210	1,7820 *	
return 13.30	Mean	-0,0067	-0,0057	-0,0029	0,0073	
	Std Dev	0,0128	0,0108	0,0116	0,0310	
	t-value	-1,4450	-1,0480	-0,6500	1,4030	
return 14.00	Mean	-0,0020	0,0027	-0,0023	-0,0008	-0,0045
	Std Dev	0,0141	0,0122	0,0096	0,0245	0,0196
	t-value	-0,5220	0,6100	-0,5830	-0,1830	-0,9880
return 14.30	Mean	-0,0109	0,0000	-0,0052	0,0175	0,0000
	Std Dev	0,0237	0,0202	0,0139	0,0655	0,0080
	t-value	-1,2920	-0,0040	-0,6190	2,0060 **	-0,0020
return 15.00	Mean	-0,0013	-0,0066	0,0070	-0,0135	0,0033
	Std Dev	0,0121	0,0186	0,0270	0,0414	0,0146
	t-value	-0,2080	-0,9790	1,0450	-2,0100 **	0,4730
return 15.30	Mean	0,0023	-0,0001	-0,0022	0,0029	-0,0028
	Std Dev	0,0106	0,0274	0,0249	0,0381	0,0215
	t-value	0,3330	-0,0120	-0,3250	0,4440	-0,3790
return 16.00	Mean	0,0060	0,0117	0,0165	0,0276	0,0152
	Std Dev	0,0297	0,0334	0,0203	0,0584	0,0287
	t-value	0,7230	1,1870	1,7860 *	3,1750 ***	1,6490 *

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

SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menguji return yang terjadi untuk membuktikan validitas keberadaan *day of the week* dan *Monday effect* dengan menggunakan data *intraday*. Dua belas periode return dibentuk untuk menjelaskan kedua fenomena ini. Terkecuali hari Jum'at dibentuk sepuluh periode karena periode 12.00 dan periode 13.30 dihilangkan. Hal ini disebabkan oleh perbedaan lamanya istirahat siang antar hari. Selanjutnya dilakukan pengujian dengan model regresi tanpa intersep yang hari sebagai variabel independen dengan metode *dummy variabel*, dan return sebagai variabel dependennya.

Hasil pengujian membuktikan bahwa keberadaan *day of the week effect* secara riil ada. Sebagai referensi atas hasil uji *day of the week* secara keseluruhan disajikan ringkasan dalam **Tabel 7** yang merangkum hasil seluruh uji tersebut. Akan tetapi, hari yang berpengaruh terhadap return tidak sama, atau dengan kata lain fenomena *day of the week* ini tidaklah konsisten harinya. Hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis dan Jum'at secara bergantian mempengaruhi return. Hasil ini relatif konsisten apabila dikendalikan dengan ukuran perusahaan, volume perdagangan, dan bentang tawar-minta.

Selanjutnya dilakukan analisis terhadap *Monday effect*. Hipotesis *Monday effect* terdukung apabila return pada hari Senin adalah paling rendah dan signifikan terhadap return. Hasil uji menunjukkan bahwa return pada hari Senin dalam bandingannya dengan hari-hari yang lainnya tidak selalu terbukti memiliki return negatif yang eksekutif. Selain itu, hari Senin tidak selalu berpengaruh terhadap return. Hasil ini konsisten apabila portofolio dikendalikan dengan ukuran perusahaan, volume perdagangan dan bentang tawar minta. Hal ini berarti fenomena *Monday Effect* hanya bersifat parsial saja. Keseluruhan hasil pengujian *Monday effect* tersaji pada **Tabel 8**.

Tabel 7
Ringkasan Seluruh Hasil Uji *Day of the Week*

Periode	Return											
	09.30	10.00	10.30	11.00	11.30	12.00	13.30	14.00	14.30	15.00	15.30	16.00
Panel: semua sampel												
	+	+	+	+	+	++	+++		+			+++
Panel: ukuran perusahaan												
Terkecil		+++	++		++		++					+++
B	++	++		++	+		++		+++	+++		+
C	++		++		+		++		++			+++
D	++				++		+	+++	+		+	+++
Terbesar	++	+	++	+	++	++	++		+		+	++
Panel: volume perdagangan												
Terkecil				+			++			++		
B	+++			+	++	++	++		+	++		++
C							+	+	++			++
D	+	+++						++				+++
Terbesar	+++				+++	++	+++		+	+	+++	+++
Panel: bentang tawar minta												
Terkecil	+	+	+			++	+++		++			+++
B	++				++					++		++
C	+++	+			++	+++		+	+++	++		+++
D	+++	+			++	++	++	+		+		+++
Terbesar	++	++	+++	+++		+			++	++		+++

Keterangan:

Hipotesis *day of the week* terdukung lemah (+); terdukung sedang (++); terdukung kuat (+++)

Tabel 8
Ringkasan Seluruh Hasil Uji Monday Effect

Periode	Return											
	09.30	10.00	10.30	11.00	11.30	12.00	13.30	14.00	14.30	15.00	15.30	16.00
Panel: semua sampel												
	+											+++
Panel: ukuran perusahaan												
Terkecil												
B												
C	++		++						++			
D	++											
Terbesar	++								+			
Panel: volume perdagangan												
Terkecil												
B												
C								+	++			
D	+											
Terbesar	+++									+		+++
Panel: bentang tawar minta												
Terkecil			+						+			
B												
C	+++					+++						
D												
Terbesar		++										

Keterangan:

Hipotesis Monday effect terdukung lemah (+); terdukung sedang (++); terdukung kuat (+++)

KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Penelitian ini masih dirasa kurang dalam pembuktian konsistensi *day of the week* dan *Monday effect* yang dikendalikan dalam basis-basis yang lain, seperti kondisi *up-and-down market*. Tipe pengendalian tersebut dapat digunakan untuk pembuktian konsistensi keberadaan dan pembuktian status kejadian *day of the week* dan *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 metode pengujian yang dipilih, yakni yang menggunakan model regresi tanpa intersep. Dengan model ini semua kategori dapat dimasukkan ke dalam model untuk menghindari adanya *perfect multicollinearity*. Akan tetapi, penggunaan model ini mengandung kelemahan dalam kaitannya dengan interpretasi nilai koefisien determinasi (R^2). Nilai koefisien determinasi yang dihasilkan tidak dapat digunakan sebagai ukuran yang valid mengenai kemampuan model menjelaskan variabel dependen. Penelitian mendatang dapat menggunakan *GARCH Method*, karena metode ini lebih tepat untuk pengujian *day of the week effect* karena *expected return* di bursa bersifat *time varying* dan mengandung *conditional heteroskedasticity*.

DAFTAR REFERENSI

- Abraham, A and Ikenberry, 1994, *The Individual Investor and The Weekend Effect*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 263-277.
- Admati, A., and P. Pfleiderer, 1988, *A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 1 (1): 3-40.
- Algifari, (1999). *Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham di BEJ*, Tesis UGM, Tidak Dipublikasikan.
- Amihud, Y., and H. Mendelson, 1986, *Asset Pricing and the Bid-Ask Spread*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 17: 223-249.
- Amihud, Y., and H. Mendelson, 1987, *Trading Mechanism and Stock Return: an Empirical Investigations*, *Journal of Finance*, Vol. 42: 533-53.
- Amihud, Y., and H. Mendelson, 1991, *Volatility, Efficiency and Trading: Evidence from the Japanese Stock Market*, *Journal of Finance*, Vol. 46: 369-89.
- Angelidis and Lyrودي, 2003, *Seasonalities in French Stock Market*, 11th Annual Conference of the Multinational Finance Society, July 3-8, Constantinopel, Turkey.
- Blume, L., D. Easley, and O'Hara, 1994, *Market Statistics and Technical Analysis: the Role of Volume*, *Journal of Finance*, 49(1): 153-181.
- Cahyaningdyah, 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, H., and F. C. Nai, 1991, *Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms*, *Journal of Finance*, 46(4): 1467-1484.
- Chan, K.C., W. G. Christie., and P. H. Schultz, 1995, *Market Structure and the Intraday Pattern of Bid-Ask Spreads for Nasdaq Securities*, *Journal of Business*, Vol. 68 (1): 35-60.
- Cheung, Y. L., 1995, *Intraday Return and the Day End Effect: Evidence from the Hong Kong Equity Market*, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22 (7): 1023-1034.
- Christie, J and Venables, P., 1973, *Mood Changes in Relation to Age, TPI Score, Time, and Day*, *British Journal of Social Science and Psychology*, Vol.1, p. 67-79.
- Cushing, David, and Madhavan, Ananth, 2000, *Stock Return and Trading at The Close*, Notre Dame University Conference on Market Microstructure.
- Cross, F., 1973, *The Behaviour of Stock Price on Friday and Monday*, *Financial Analysis Journal*, Vol. 29 (6): 67-69.
- Easley, D., and O'Hara, 1987, *Price, Trade Ukuran perusahaan and Information in Securities Markets*, *Journal of Financial Economics*, 19: 69-90.
- Fama, E. F., 1970, *Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, 25: 387-417.
- Fama, E. F., 1991, *Efficient Capital Markets II*, *Journal of Finance*, 46(51): 575-617.
- Fama, E. F., and French, 1992, *The Cross Section of Expected Return*, *Journal of Finance*. 47: 427-465.

- French, K, 1980, *Stock Return and the Weekend Effect*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40: 31-62.
- Gibbons, Michael R., and Hess, Patrick, 1981, *Day of the Week Effect and Asset Returns*, *Journal of Business*, Vol. 54: 579-596.
- Gomez, X.G., J. Hodoshima, and M. Kunimura, 1998, *Does Ukuran perusahaan Really Matter in Japan?* *Association for Investment Management and Research*. Nov./Dec.: 22-34.
- Gujarati, Damodar N., 2003, *Basic Econometrics, Fourth Edition*, Boston: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Hartono, Jogiyanto M., 2003, *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 Ukuran perusahaan terhadap Kualitas Pasar BEJ: Pengujian Intraday Interval 30 Menit*, Tesis UGM, Tidak Dipublikasikan.
- Harris, Lawrence, 1986, *A Transaction Data Study of Weekly and Intradaily Patterns in Stock Returns*, *Journal of Financial Economics*, Vol.: 8: 55-69.
- Harris, Lawrence, 1989, *A Day-End Transactin Price Anomaly*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.: 24: 29-45.
- Harris, Lawrence and Gurel, E., 1986, *Price and Volume Effects Associated with Changes in The S&P 500 List: A New Evidence for The Existence of Price Pressure*, *Journal of Finance*, Vol.: 16 (September): 815-829.
- Hess, A.C., and Frost, P.A., 1982, *Tests for Price Effects of New Issues of Seasoned Securities*, *Journal of Finance*, Vol.: 36 (March): 11-25.
- Ho, Y.K., 1990, *Stock Return Seasonalities in Asia Pacific Market*, *Journal of Financial Management and Accounting*, Vol.: 2(1): 47-77.
- Ho, Y.K. and Cheung, Y.L., 1991, *Behaviour of Intra-Daily Return on Asian Emerging Market - Hongkong*, *Applied Economics*, Vol.: 23(6): 957-966.
- Huang, Y., S., D. Y. Liu, and T. W. Fu, 2000, *Stock Price Behaviour over Trading and Non-Trading Periods: Evidence from the Taiwan Stock Exchange*, *Journal Business and Financial Accounting*, Vol. 51: 575-602.
- Karpoff, J.M, 1987, *The Relation between Price Changes and Trading Volume: Survey*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 18: 109-126.
- Kraus, A., and Stoll, H.R., 1972, *Prices Impact of Block Trading on the New York Stock Exchange*, *Journal of Finance*, Vol.: 27(June): 569-588.
- Lakonishok and Levi, 1982, *Weekend Effect on Stock Return: A Note*, *Journal of Finance*, Vol. 37: 883-889.
- Lakonishok, J. and E. Maberly, 1990, *The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors*, *Journal of Finance*, Vol. 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.
- Mcnish, T. H. and R. A. Wood, 1992, *An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spread for NYSE Stocks*, *Journal of Finance*, 47(2): 753-764.
- Mikkelson, W.H., and Partch, M.M., 1985, *Stock Price Effects and Cost of Secondary Distributions*, *Journal of Financial Economics*, Vol.: 14 (June): 165-194.

- Miller, E.M., 1989, *Explaining Intraday and Overnight Price Behaviour*, *Journal of Portfolio Management*, Vol.: 15 (4): 10-16.
- Mok, M.K., 1988, *Opening and Quarter-Hour Intraday Seasonalities in HongKong's Stock Market: Pre- and Post-Market Crash*, Working Papers, No.: WP-88-06. Faculty of Business Administration, University of Hong Kong.
- Rogalski, R. J., 1984, *New Finding Regarding Day of the Week Return over Trading and non Trading Periods: A Note*, *Journal of Finance*, Vol. 34 (5):1603-1614.
- Rystorm and Benson, 1989, *Investor Psychology and the Day of the Week Effect*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 51.
- Scholes, M.S., 1972, *The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and The Effect of Information on Share Prices*, *Journal of Business*, Vol.: 45(April): 179-211.
- Sumiyana, 2007a, *Monday Effect: Penalaran Logis Sebagai Akibat dari Pengaruh Psikologis, Pengaruh Periode Nonperdagangan, atau Pengaruh Kombinasi Keduanya (Studi Empiris Berbasis Data Intraday, Bursa Efek Jakarta 1999-2005)*, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.: 22 (2): 133-161.
- Sumiyana, 2007b, *Noise atau Kedatangan Informasi: Sebuah Phenomena Spesifik Perilaku Harga Saham di Pasar Modal Indonesia (Studi Empiris Berbasis Data Intraday, Bursa Efek Jakarta 1999-2006)*, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 22 (3): 133-161.
- Stoll, H. R., 1989, *Inferring the Component of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Test*. *Journal of Finance*. 44, 115-134.
- Wang, Li, and Erickson, 1997, *A New Look at the Monday Effect*, *Journal of Finance*, Vol: 52 (5): 2171-2186.
- Wood, R. A., T. H. Mcnish, and J. K. Ord, 1985, *An Investigation of Transaction Data for NYSE Stock*, *Journal of Finance*, 40 (3): 739-741.