

---

## **SEASONAL EFFECTS PADA ANOMALI PASAR MODAL : SUATU REVIEW**

**Ika Indriasari<sup>1)</sup>  
Sugiarto**

STIE Cendekia Karya Utama Semarang  
Email: ika.anton@gmail.com<sup>1)</sup>

***Kata kunci:***

*Pasar efisien,  
anomali, day of the  
week effect,  
Monday effect,  
January effect*

***Abstrak***

*Penelitian berbentuk critical review ini menelaah mengenai anomali pasar sebagai salah satu bentuk dari fenomena di pasar modal. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, disini suatu peristiwa (event) dapat dimanfaatkan oleh investor untuk memperoleh abnormal return. Salah satu bentuk anomali dalam pasar modal adalah anomali musiman (seasonal anomalies). Penelitian ini berusaha untuk menelaah mengenai pasar efisien dan beberapa penelitian di berbagai negara yang telah dilakukan seputar seasonal anomalies ini, baik day of the week effect, Monday effect atau January effect.*

***Keywords:***

*efficient markets,  
anomalies, day of  
the week effect,  
Monday effect,  
January effect*

***Abstract***

*This study examined the form of the critical review of market anomalies as one form of the phenomenon in the equity markets. On anomalies found some matters that should not be there when it is considered that there is a really efficient market. So that here is an event can be exploited by investors to earn abnormal returns. One of the anomalies in the stock market is seasonal anomalies. This study sought to examine the efficient market and several studies in several countries that have done the seasonal anomalies, either the day of the week effect, Monday effect or the January effect.*

## Pendahuluan

Para investor yang melakukan investasi melalui pasar modal sudah pasti mengharapkan tingkat keuntungan (*return*) dengan besaran yang sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggungnya. Sebagai investor, tentu mengharapkan tingkat keuntungan yang optimal dan salah satu cara untuk mengoptimalkan return yang diharapkan, investor dapat mengamati perilaku saham harian (Alteza, 2007). Berdasarkan berbagai hasil penelitian, harga saham mengalami pergerakan yang bersifat musiman (*seasonal*). Kondisi tersebut sebenarnya dapat dicermati dan dimanfaatkan oleh para investor agar dapat memiliki keputusan yang tepat saat menjual atau membeli saham. Pembahasan mengenai pengujian pasar efisien tidak bisa terlepas dari membahas tentang adanya ketidak-teraturan (anomali) yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang berisi sekuritas yang nilai pasarnya selalu menyesuaikan secara cepat dan langsung apabila terjadi perubahan nilai intrinsik dari asset yang menjadi dasar dikeluarkannya sekuritas tersebut. Jadi apabila saham suatu perusahaan tidak berubah harga pasarnya, sementara perusahaan tersebut mengalami suatu kondisi yang mempengaruhi bisnisnya dan informasi tentang hal itu telah tersebar kepada publik, berarti pasar modal itu tidaklah efisien. Anomali sendiri adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar modal. Artikel ini selanjutnya

akan membahas mengenai pasar efisien dan menelaah adanya anomali pada pasar modal, khususnya yang terjadi pada waktu-waktu tertentu, atau yang disebut dengan *seasonal anomalies*.

## Pembahasan

### Pasar Efisien dan Implikasinya

Pasar efisien adalah pasar dimana semua harga sekuritas secara tepat dan cepat dapat merefleksikan informasi yang ada (Jones, 2004). Pengertian tersebut disebut juga dengan efisiensi informasional, sehingga harga saham yang ada mencerminkan hal-hal berikut: pertama, harga saham mencerminkan segala informasi yang telah diketahui baik informasi masa lampau, informasi sekarang dan kejadian yang sudah diumumkan. Kedua, harga mencakup informasi lainnya yang dianggap beralasan untuk disimpulkan. Sebagai contoh, jika ada suatu informasi mengenai kenaikan tingkat bunga dalam waktu yang tidak lama lagi maka harga saham akan merefleksikan kepercayaan investor terhadap berita tersebut meskipun kenaikan tingkat bunga belum sungguh-sungguh terjadi. Fama (1970) dalam Alteza (2007) telah mengklasifikasikan tiga kategori efisiensi pasar berdasarkan informasi yang dicerminkan sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form efficiency*). Pada pasar dengan efisiensi lemah harga sekuritas secara penuh mencerminkan informasi masa lalu. Harga saham mengikuti random walk, sehingga

harga saham yang sudah terjadi tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga saham saat ini, sehingga strategi perdagangan dengan memanfaatkan dasar hubungan historis tidak dapat menghasilkan abnormal return bagi investor.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*), adalah jika harga saham secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, sehingga investor tidak akan memperoleh abnormal return hanya dengan memanfaatkan informasi publik seperti pengumuman laba dan dividen, pengumuman merger, pemecahan saham dan pengumuman-pengumuman lainnya.
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form efficiency*), yaitu harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia, baik informasi privat maupun yang dipublikasikan. Dalam bentuk efisiensi ini, tidak akan ada investor yang memperoleh *abnormal return* hanya karena memiliki informasi privat. Pada efisiensi kuat ini, pasar modal seperti pasar lelang ideal karena harga akan selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperkirakan dengan baik mengenai harga saham.

Pada pasar efisien, investor yang tidak percaya terhadap pasar efisien akan cenderung melakukan strategi perdagangan

aktif, dengan maksud untuk memperoleh return yang lebih tinggi dibandingkan investor lainnya. Investor akan menggunakan analisis teknikal, fundamental atau gabungan diantara keduanya. Dengan analisis teknikal, investor mempercayai bahwa pola-pola pergerakan harga saham di masa datang akan diketahui. Hal ini sebenarnya bertentangan dengan konsep pasar efisien yang menyatakan bahwa informasi masa lalu telah tercermin dalam harga saham.

Strategi investasi yang tepat menurut Jones (2004) dapat berupa strategi pemilihan saham, rotasi sektor dan market timing. Strategi pemilihan saham adalah strategi investor dengan cara melakukan seleksi untuk mendapatkan saham terbaik dengan berdasarkan pada analisis fundamental. Strategi ini merupakan strategi yang paling rasional dan populer. Strategi lainnya, yaitu strategi rotasi sektor dapat dilakukan oleh investor melalui dua cara (Tandelilin dalam Alteza, 2007) yaitu: (1) melakukan investasi pada saham-saham yang bergerak pada sektor tertentu untuk mengantisipasi pergerakan siklus ekonomi di kemudian hari, dan (2) melakukan modifikasi terhadap bobot portofolio saham-saham pada sektor industri yang berbeda-beda. Strategi ketiga, yaitu strategi market timing. Strategi ini dilakukan dengan cara aktif mengamati pergerakan di pasar saham sehingga dapat menentukan waktu yang tepat untuk masuk pasar dan keluar dari pasar untuk memperoleh return yang lebih baik, atau menghindari kerugian.

Investor yang mempercayai

kebenaran pasar efisien tidak akan menggunakan strategi-strategi di atas untuk memperoleh *abnormal return*. Investor ini akan cenderung bersikap pasif dalam investasinya. Strategi yang dipilih akan cenderung pada strategi *buy and hold* atau strategi mengikuti indeks pasar (Jones, 2004). Meskipun disebut pasif, namun bukan berarti investor tidak melakukan strategi apapun. Investor pasif biasanya secara rasional akan menyeleksi saham dalam portofolionya dan melakukan penyesuaian jika risiko portofolio berubah melebihi batas toleransinya.

### Seasonal anomali dalam Pasar Saham

Dalam praktik perdagangan di pasar saham, dari hasil berbagai penelitian ditemukan bahwa konsep pasar efisien sering mengalami penyimpangan, yang disebut sebagai anomali pasar. Faktor penyebab dari anomali ini sulit dijelaskan secara tepat, bahkan dengan berbagai penelitian yang telah dilakukan. Pada kejadian anomali pasar ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak terjadi bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, disini suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan oleh investor untuk memperoleh *abnormal return*. Bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat (Gumanti dan Utami, 2002)

Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali

perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*) (Levy, 1996 dalam Gumanti dan Utami, 2002). Penjelasan mengenai anomali pasar tersebut adalah sebagai berikut (Cahyaningdyah, 2004).

1. *Size effect*, adalah anomali perusahaan yang diungkapkan oleh Banz (1981) yang menunjukkan bahwa kelebihan return perusahaan yang memiliki size lebih kecil justru cenderung lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan size yang lebih besar.
2. *Market to book effect*, yang merupakan anomali dimana saham yang memiliki market to book yang tinggi cenderung memiliki tingkat return yang lebih besar dibandingkan dengan saham yang memiliki *market to book value* rendah.
3. *P/E ratio effect*, yaitu anomali yang menunjukkan bahwa saham dengan P/E ratio rendah justru memiliki return yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan P/E ratio tinggi. Hal ini berlawanan dengan teori pasar efisien, sebab mestinya tidak ada hubungan antara rasio P/E dengan return. Fama dan French (1981) menemukan bahwa efek P/E ini akan hilang apabila ada kontrol yang baik atas ukuran perusahaan dan *market to book* perusahaan.
4. *Seasonal effect*, yaitu anomali yang terkait dengan waktu-waktu

perdagangan pasar yang terjadi pada pasar modal, dan dapat berupa anomali-anomali di bawah ini:

- a. *January effect*, yaitu anomali yang menunjukkan bahwa return di bulan Januari ditemukan cenderung lebih tinggi dibandingkan bulan lain. Hal ini lebih besar terjadi pada perusahaan kecil dan pada lima hari pertama perdagangan di awal bulan.
- b. *Holiday effect*, yaitu adanya kecenderungan bahwa return saham pada satu hari menjelang libur dan return saham sehari setelah libur lebih tinggi jika dibandingkan pada hari biasa.
- c. *Intraday effect*, yaitu adanya perbedaan return saham pada suatu jam perdagangan tertentu pada hari yang sama.
- d. *The day of the week effect*. Yaitu perbedaan hari perdagangan yang berpengaruh terhadap pola return saham dalam sepekan. Kasus yang biasa terjadi pada jenis anomali ini adalah Monday effect dan weekend effect.
- e. *Turn of the month effect*. Anomali yang terjadi dimana tingkat pengembalian pada awal bulan selalu lebih tinggi atau positif jika dibandingkan pengembalian akhir bulan

yang bisa negatif. Jika terjadi pada masa sekitar pergantian tahun maka disebut pula *turn off the year effect*.

Secara umum, banyak peneliti yang telah menyelidiki kejadian seputar *seasonal* anomali, misalnya mengenai fenomena pendapatan akhir pekan (*weekend effect*) yang menunjukkan adanya pendapatan negatif setelah akhir pekan. Pendapatan negatif ini diperkirakan karena adanya efek penyelesaian dan kesalahan pengukuran. Diungkap pula, bahwa pendapatan negatif sesungguhnya terjadi selama periode non-perdagangan. Fenomena lainnya adalah *January effect*, yang menunjukkan adanya kecenderungan kenaikan harga sekuritas di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama (Levy, 1996), efek *day of the week*, *day of the month*, juga *holidays effect*. Penelitian seputar anomali tersebut juga telah dilakukan oleh banyak peneliti di berbagai negara (misalnya Kohers dan Kohli, 1991; Lee dan Chang, 1988 dll)

Meskipun telah diteliti cukup lama dan dilakukan di berbagai negara, hasil yang disimpulkan dari masing-masing penelitian menunjukkan perbedaan (Kohers dan Kohli, 1991). Perbedaan-perbedaan hasil penelitian ini menunjukkan adanya peluang yang masih terbuka luas untuk menggali lebih dalam mengenai fenomena anomali pasar modal *seasonal* tersebut, khususnya yang terjadi pada pasar modal di Indonesia. Schwert (2003) dalam Cooper dan Ovtchinnikov (2006) menyatakan bahwa anomali lain seperti *weekend effect*

dan *weekday effect* terbukti makin mengecil hingga menjadi kurang signifikan untuk tahun 2002. Namun, tidak demikian dengan *January effect*. Temuan ini menunjukkan bahwa dinamika yang ada pada pasar modal dapat menyebabkan perubahan-perubahan reaksi investor yang memungkinkan untuk menjadi pemicu terjadinya anomali di pasar modal.

Selanjutnya akan dibahas mengenai beberapa penelitian yang telah ada seputar anomali musiman di pasar modal. Hal ini dimaksudkan sebagai suatu bentuk telaah terhadap hasil yang telah ditemukan oleh berbagai riset mengenai anomali, yang diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi penelitian sejenis di masa datang. Penelitian ulang yang akan datang ini dimaksudkan untuk melengkapi temuan-temuan sebelumnya dan mencoba menemukan bukti baru seputar anomali pasar modal khususnya di Indonesia, mengingat bahwa dinamika pasar modal terus berlangsung dan fungsi utama dari pasar modal adalah menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar (Nuryanti, 2007), diharapkan bukti yang diperoleh dari temuan-temuan penelitian terbaru ini akan memberikan kontribusi yang berarti bagi pasar modal di Indonesia.

### ***Weekend Effect***

Dyl dan Maberly (1988) telah melakukan suatu penelitian mengenai anomali yang dikenal sebagai fenomena akhir pekan ( *weekend phenomenon/ weekend effect* ) yang manjadi topik

populer bagi penelitian pasar modal pada tahun 1980an. Dalam upaya meneliti *weekend effect* ini Dyl dan Maberly telah mempelajari beberapa penjelasan yang mungkin menjadi penyebab fenomena tersebut, dan termotivasi untuk menemukan penyebab sesungguhnya dari *weekend effect*.

Pada penelitian ini Dyl dan Maberly (1988) menetapkan dua hipotesis yang akan diuji, yaitu H1 : berita baik dengan berita yang kurang baik adalah sama (seimbang) untuk masing-masing periode non-perdagangan dan H2 yang menyatakan bahwa hasil yang kurang baik dan hasil yang baik secara seragam didistribusikan selama hari-hari dalam sepekan. Dari pengujian yang dilakukan, hipotesis satu sebagian ditolak, berarti bahwa pada periode non perdagangan terdapat perbedaan untuk berita baik dan berita kurang baik, yang ditemukan pada sebagian sampel. Namun, peneliti tidak bisa menolak mengenai kemungkinan bahwa ada kemungkinan informasi yang sama untuk periode non perdagangan yang lain selama seminggu.

Hipotesis kedua, ditemukan ada hasil yang kuat bahwa informasi yang kurang baik tidak secara merata didistribusikan selama sepekan, meskipun tidak terdapat bukti bahwa informasi yang baik juga tidak terdistribusi dengan merata. Bukti dari penelitian ini menunjukkan bahwa ada kejadian yang tidak biasa dari informasi secara umum dan dari informasi yang kurang baik secara khusus , yang muncul pada saat akhir pekan. Fenomena ini

menyediakan penjelasan sebagian bagi *weekend effect*, dan mungkin masih belum dapat dijelaskan sepenuhnya. Penelitian ini, masih menyisakan pertanyaan, mengapa *weekend effect* tetap terjadi, dan memerlukan penelitian lebih lanjut.

### **January Effect dan Day of week effect**

Lee dan Chang (1988) meneliti mengenai anomali-anomali yang terjadi pada pendapatan saham selama periode perdagangan dan non perdagangan di pasar modal Korea. Penelitian tersebut dimaksudkan untuk meneliti tiga fenomena anomali, yaitu efek ukuran perusahaan, efek Januari, dan efek hari dalam sepekan (*day of week*). Lee dan Chang (1988) lebih termotivasi untuk meneliti mengenai anomali pasar modal di Korea karena adanya beberapa perbedaan karakter pasar modal antara Amerika dengan Korea.

Perbedaan tersebut terkait dengan empat hal. Yang pertama, mengenai perdagangan saham, dimana perdagangan saham di Amerika didominasi oleh para dealer (pialang saham), meskipun pada dasarnya perdagangan dilakukan dengan proses lelang. Dengan adanya peran pialang tersebut, harga saham menjadi terdeviasi dari harga yang sebenarnya jika transaksi mencerminkan permintaan pasar publik hanya pada satu sisi. Sementara, di Korean Stock Exchange (KSE) permintaan perdagangan dieksekusi dengan dasar proses lelang murni, baik untuk pialang maupun *bid-ask spread*, sehingga data pasar modal Korea tidak mengandung bias karena pengaruh penyebaran saham.

Perbedaan kedua adalah pialang saham di USA diatur oleh aturan bahwa masing-masing kutipan *bid-ask* harus dipertemukan dengan kriteria stabilitas dan kontinuitas untuk menjaga kerapihan pasar. Sehingga ketika terjadi suatu perubahan besar pada harga keseimbangan, harga transaksi tidak mencerminkan harga kesetimbangan secara bersamaan hingga suatu angka yang mencukupi dari suatu transaksi terjadi. Sedangkan di Korea, tidak terdapat pialang yang bertanggung jawab untuk menjaga terjadinya pasar saham yang adil dan rapi. Sehingga saat ada perubahan yang besar pada harga kesetimbangan, waktu yang mencukupi diperlukan untuk menemukan harga transaksi yang mencerminkan harga kesetimbangan. Dalam hal ini, sebagian besar perubahan harga harian terjadi pada harga transaksi yang pertama (harga pembukaan) tiap hari dan nilai absolut yang besar dari pendapatan periode non-perdagangan bisa dihasilkan selama periode penyesuaian harga.

Perbedaan karakter ketiga antara pasar modal Amerika dengan Korea adalah tidak adanya pajak pendapatan modal untuk investor individual di Korea. Sedangkan perbedaan keempat adalah pasar modal Korea buka dari hari Senin hingga Sabtu, meskipun pada hari Sabtu hanya ada sesi pagi. Sedangkan di Amerika, pasar modal buka dari Senin hingga Jum'at. Menurut pandangan hipotesis waktu perdagangan dari Rogalski, hal ini memiliki implikasi langsung ketika periode perdagangan kembali pada hari Sabtu seharusnya

separuh dari periode perdagangan kembali untuk hari-hari lain dalam suatu pekan di Korea.

Pada penelitian ini ada tiga hipotesis yang akan diuji: 1). Terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan pendapatan harian saham di Korea 2). Terdapat perbedaan *return* saham pada bulan January dibandingkan bulan-bulan lainnya pada pasar saham di Korea dan 3). Terdapat perbedaan *return* saham pada hari tertentu pada satu pekan pada pasar saham di Korea

Hasil pengujian menunjukkan bahwa perusahaan yang kecil di Korea, rata-rata menerima *return* harian yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Hal ini diindikasikan karena perusahaan kecil kurang berisiko dibandingkan perusahaan besar. Bukti adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *return* harian ini juga tidak diperoleh di pasar Amerika. Dari pengujian oleh Cohen, Hawawini, Maier, Schwartz dan Whitcomb beta, juga menunjukkan adanya perbedaan antara ukuran portofolio, namun terlalu kecil untuk menjelaskan besarnya *return* abnormal yang diterima oleh perusahaan kecil. Namun hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terjadi pada data pasar modal Korea, bahkan setelah dilakukan penyesuaian bias yang ditunjukkan dalam literatur.

Pengujian mengenai anomali yang terjadi pada bulan January juga mendapatkan bukti, bahwa *January effects* terjadi di pasar modal Korea, bahkan dengan kemungkinan yang kecil atas

terjadinya penjualan dengan kerugian pajak pada akhir tahun dan pengaruh tersebut terkait dengan tingginya *return* selama periode non-perdagangan di Januari.

Untuk pola pekanan, dalam penelitian ini dilakukan dengan menguji sepuluh ukuran portofolio. Ditemukan bahwa secara rata-rata, *mean* terendah penutupan-ke-penutupan terjadi pada pendapatan hari Selasa, dan *mean* tertinggi penutupan-ke-penutupan terjadi pada hari perdagangan terakhir pada satu pekan, yaitu Sabtu. Sedangkan rata-rata pada periode perdagangan terendah terjadi pada hari Senin, dan rata-rata tertinggi periode perdagangan terjadi pada hari Sabtu untuk hampir keseluruhan portofolio.

Hasil pengujian secara umum menunjukkan bahwa dengan kondisi Korea yang tertutup dalam hubungan ekonomi dengan Amerika, pasar modal Korea dirasa memiliki kondisi musiman independen yang kecil. Persepsi anomali di Korea, dengan bukti internasional sebelumnya pada literatur, mengindikasikan bahwa anomali adalah fenomena umum diseluruh dunia. Karakterisasi yang lebih rinci mengenai fenomena anomali di pasar saham Korea disediakan dengan mengubah ulang *returns* penutupan-ke-penutupan harian ke *returns* periode non perdagangan (penutupan-ke-pembukaan) dan *returns* periode perdagangan (pembukaan-ke-penutupan). Efek ukuran perusahaan ditemukan untuk *returns* periode perdagangan, sementara itu tidak ditemukan untuk *returns* periode non perdagangan. Sebagian besar efek Januari

terkonsentrasi pada returns periode non perdagangan selama empat hari pertama perdagangan tahun ini. Tampaknya *weak seasonality* disebabkan oleh penyimpangan yang luas dari mean returns periode perdagangan pada hari Senin dan Sabtu dari keseluruhan mean returns periode perdagangan. Hasil di atas mengindikasikan bahwa proses yang menghasilkan return selama periode non perdagangan mungkin berbeda dari proses yang menghasilkan return selama periode perdagangan di Korea.

Hasil empiris yang dihasilkan di artikel ini ditafsirkan sebagai indikasi dari sebuah in-efisiensi di pasar saham Korea. Fenomena anomali terjadi di dalamnya, namun, tidak selalu konsisten dengan efisiensi pasar. Mungkin terdapat beberapa faktor yang hilang pada returns saham. Berdasarkan penyebaran dan kesamaan anomali di beberapa negara selain Korea, penafsiran tersebut dapat menyesatkan tanpa studi yang luas. Dengan demikian, penelitian selanjutnya dibutuhkan. Pengujian formal dari hipotesis informasi tidak dilakukan dalam penelitian ini. Dengan demikian, disarankan agar penelitian yang akan datang untuk menggunakan sampel dan informasi yang lebih lengkap dalam menyelidiki mengenai efek ukuran perusahaan, karena dalam penelitian ini dibatasi oleh terbatasnya informasi mengenai perusahaan kecil di Korea.

Penelitian ini memberi kontribusi bagi penelitian selanjutnya mengenai anomali di pasar saham Korea. Namun,

penelitian Lee dan Chang (1988) ini belum memecahkan permasalahan anomali. Demikian juga, masih ada banyak penelitian yang harus dilakukan agar dapat menghasilkan pernyataan yang konklusif mengenai fenomena dan penyebab anomali.

### *January effect*

Kohers dan Kohli (1991) menyelidiki tentang anomali perilaku pasar modal pada perusahaan besar di bulan Januari (*January effects*). Menurut efek Januari, secara umum, rata-rata bulanan untuk return Januari secara signifikan berbeda dari laba rata-rata bulanan selama bulan-bulan lainnya dalam setahun. Kohers dan Kohli (1991) telah mendokumentasikan berbagai penelitian mengenai anomali pasar modal dari berbagai peneliti, khususnya mengenai *January effect*. Mereka mencatat bahwa kebanyakan penelitian tentang efek Januari lebih terfokus pada perusahaan kecil terutama pada hari-hari awal Januari (Keim, 1983; Reinganum, 1983).

Dengan adanya berbagai dukungan terhadap efek bulan Januari, khususnya bagi perusahaan kecil, Kohers dan Kohli terdorong untuk melakukan pengujian komprehensif mengenai efek Januari terhadap saham perusahaan besar atau melengkapi dukungan terhadap hipotesis kerugian pajak penjualan. Penelitian Kohers dan Kohli (1991) ini bertujuan untuk menginvestigasi keberadaan efek Januari bagi surat berharga perusahaan besar dengan menyediakan bukti empiris yang didasarkan pada return bulanan untuk

komposit S&P dan indeks komponen yang menunjukkan bahwa return bulanan pada indeks perusahaan besar tidak sama untuk bulan yang berbeda, yang diteliti mulai bulan Januari 1930 hingga Desember 1949.

Satu hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah : Terjadi *January effect* pada saham perusahaan-perusahaan besar.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara rata-rata bukti menunjukkan bahwa ternyata efek Januari tetap eksis pada perusahaan besar, dan *ceteris paribus*, independen terhadap pengaruh ukuran perusahaan. Kemiripan hasil untuk indeks komponen S&P menunjukkan pula bahwa anomali musiman ini eksis dalam keseluruhan industri yang ditampilkan oleh indeks S&P. Namun, keterbatasan penelitian ini hanya menguatkan beberapa hasil penelitian mengenai efek Januari saja. Tidak dijelaskan dengan lebih mendalam, apa penyebab *January effect* tersebut tetap terjadi pada perusahaan besar .

#### ***Day-of-the-week effect, the month of the year effect dan the day of the month effect***

Risiko return yang didasarkan pada *Sharpe Performance Measure* untuk mengevaluasi adanya tiga anomali dalam dua indeks saham masa depan, masa depan dari indeks sintesis perusahaan yang lebih kecil, dan masing-masing indeks spot yang mendasari. Tiga anomali yang diteliti disini adalah pengaruh dari *day-of-the-week, the month of the year* dan *the day of the month* . Ketiga anomali tersebut disebut

oleh Khaksari dan Bubnys (1992) sebagai yang didokumentasikan paling luas di indeks spot.

Tujuan dari penelitian ini adalah: pertama adalah untuk menguji apakah indeks saham masa depan dan harga spot yang mendasari adanya efek *day of the week, month of the year* dan *day of the month*. Dua efek yang terakhir belum pernah diuji sebelumnya dengan menggunakan data indeks saham masa depan. Disini Khaksari dan Bubnys juga menginvestigasi hubungan timbal balik antara harga spot dan *future markets* (pasar komoditas). Tujuan kedua, untuk menguji ketiga anomali tersebut dengan menggunakan tingkat penyesuaian risiko return dan juga tingkat rata-rata return.

Khaksari dan Bubnys (1992) termotivasi untuk mempertemukan beberapa metodologi yang telah diamati dan adanya ketidak-konsistenan konseptual pada penelitian-penelitian sebelumnya mengenai indeks saham masa depan dengan menggunakan variabel dan teknik yang berbeda, serta ukuran sampel yang lebih besar..

Khaksari dan Bubnys (1992) menyatakan bahwa hasil penelitiannya tidak mendukung pernyataan-pernyataan dari para otoritas yang menyatakan indeks saham komoditas (*future market*) lebih efisien dibandingkan dengan indeks spot karena adanya respon yang lebih tinggi terhadap perubahan harga, leverage yang lebih tinggi dan biaya yang lebih rendah (misal Zeckhauzer dan Neiderhoffer, 1983). Khaksari dan Bubnys (1992)

menemukan bukti lebih mengenai pengaruh *day of the week* dan *day of the month* dalam perilaku harga pada indeks komoditas dibanding pada indeks kas. Namun, *January effect* ditemukan lebih muncul pada indeks spot dibanding pada kontrak-kontrak di indeks saham komoditas dan lebih pada perusahaan kecil dibanding pada perusahaan yang lebih besar.

Pengaruh *day of the week* menurun tajam pada indeks pendapatan spot maupun future market ketika penyesuaian resiko *Sharpe Performance Measure* dibuat. Tetapi penggunaan *Sharpe Performance Measure* tidak terlalu berpengaruh dalam menurunkan *the month of the year effect*. Namun demikian, *the day of the month effect* yang tidak muncul ketika pendapatan komoditas yang belum disesuaikan dianalisis, muncul dengan kuat setelah adanya penyesuaian risiko.

Hasil temuan Khaksari dan Bubnys (1992) cenderung kurang menyepakati pernyataan yang ada pada pernyataan teori pasar efisien. Dan dari hasil penelitian ini mereka juga menunjukkan beberapa implikasi bagi investor dan regulator. Pertama, adanya anomali yang terjadi terus menerus pada pasar spot dan indeks saham pasar komoditas yang berkembang mendukung kemungkinan yang masuk akal dari strategi ketepatan portofolio jangka pendek. Satu hal yang pokok dimana pengetahuan mengenai indeks saham komoditas berguna, adalah dalam mengembangkan dan mengimplementasikan strategi *hedging* (lindung nilai) sebagaimana pada penelitian

Junkus dan Lee (1985) dalam Khaksari dan Bubnys (1992).

Bukti pada penelitian ini juga menunjukkan adanya perbedaan antara distribusi pendapatan dari indeks komoditas dengan indeks spot. Sehingga, memilih indeks komoditas yang menyediakan kesesuaian terbaik dengan portofolio spot adalah hal mendesak untuk suksesnya strategi *hedging*. Suatu upaya yang sungguh-sungguh diperlukan untuk menetapkan modifikasi strategi *hedging* yang sukses diantaranya adalah akuntansi untuk biaya transaksi.

Khaksari dan Bubnys (1992) juga menyatakan bahwa anomali yang terus terjadi juga dapat berimplikasi pada kebijakan publik bagi pasar modal. Penemuan dari pasar yang tidak efisien memberi tekanan bagi agen-agen pemerintahan untuk menetapkan regulasi pasar modal yang lebih besar, meskipun diragukan pula apakah peningkatan regulasi akan mampu menghasilkan efisiensi pasar. Penelitian ini memberikan perkembangan kontribusi yang cukup besar bagi implikasi adanya anomali pasar. Keterbatasan yang ada pada penelitian ini adalah hanya dilakukan pada satu negara, sehingga perlu dilakukan pengujian pada negara lain yang mungkin memiliki karakteristik pasar yang berbeda.

## Penutup

Penelitian pada pasar modal menunjukkan bukti bahwa anomali pada pasar modal terjadi terus menerus di berbagai negara dan menunjukkan hasil

yang seringkali tidak konsisten (Khaksari dan Bubnys, 1992). Penelitian-penelitian telah menunjukkan dukungan terhadap adanya anomali-anomali tersebut, meskipun seringkali disampaikan bahwa anomali seperti *January effect*, *day of the week* atau *day of month* belum dapat dijelaskan sepenuhnya mengenai faktor penyebab utamanya. Adanya anomali pasar di berbagai pasar dunia juga menunjukkan fenomena-fenomena yang bertentangan konsep pasar efisien yang menyebutkan bahwa semestinya pergerakan saham terjadi secara acak dan sulit diprediksi.

Penelitian selanjutnya dapat lebih dikembangkan agar tidak sekedar membuktikan terjadinya anomali pada pasar di suatu rejim pasar, namun lebih luas pada implikasi ataupun pemanfaatan dari anomali tersebut bagi para pelaku pasar modal di berbagai negara dengan karakter pasarnya masing-masing. Perlu pula dikaji lebih lanjut, penyebab utama dari berbagai anomali pasar yang terjadi, dengan mengembangkan metodologi penelitian yg tepat, mengingat anomali yang terjadi sifatnya sangat kondisional dan sangat tergantung pada karakter pasar modal yang diteliti.

#### Daftar Pustaka

- Alteza, Muniya, 2007, "Efek Hari Perdagangan Terhadap Return Saham: Suatu Telaah atas Anomali Pasar Efisien", *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol 3 No. 1, hal. 31-43.
- Cahyaningdyah, Dwi, 2004, *Analisis Hari Perdagangan Terhadap Return Saham: Pengujian Terhadap Week-Four Effect dan Rogalsky Effect di BEJ*, Thesis Program Studi Manajemen Sains Ilmu-ilmu Ekonomi UGM.
- Cooper, J. Mc Connell., A. OVtchinnikov, 2006, "The Other January Effect", *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, No. 2, hal. 315-341.
- Dyl, Edward A., Maberly, Edwin D., 1988, "Explanation of The Weekend Effect", *Financial Analyst Journal*, Vol. 4, No. 3, hal. 83-84.
- Gumanti, Tatang Ary., Utami, Elok Sri, 2002, "Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya", [puslit.petra.ac.id/journals/accounting](http://puslit.petra.ac.id/journals/accounting), diakses pada 05 April 2010.
- Jones, Charles P., 2004, *Investment Analysis and Management*, 9<sup>th</sup> Edition, John Wiley & Sons.
- Kohers, Theodor., Kohli, Raj K., 1991, "The Anomalous Stock Market Behavior of Large Firms in January : The Evidence from the S&P Composite and Component Indexes", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.30, No. 3, hal. 14-32.
- Lee, Ki-Young., Chang, Chung-Sik, 1988, "Anomalies in the Stock Returns Over Trading and Non Trading Periods: Further Evidence in The Korean Stock Market", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 27, No. 2.
- Nuryanti, Yuyun Aisyah, 2007, *Pengujian keberadaan*, Skripsi pada Universitas Indonesia, (tidak dipublikasikan).