BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Konsep Efisiensi Pasar Modal

Konsep Efisiensi Pasar Modal diawali dengan penemuan sampingan hasil penelitian yang dilakukan oleh Maurice Kendall, seorang ahli statistik pada tahun 1953.Tujuan kendall melakukan penelitian ini untuk memisahkan siklus harga yang reguler,tetapi ternyata ia tidak bisa menemukan siklus tersebut.Setiap seri nampaknya seri yang "*berkelana*",yang mempunyai pola yang tidak teratur.Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa telah terjadi pergerakan harga saham yang tidak mengikuti suatu pola tertentu atau yang disebut dengan *Random Walk*, hal ini menurut Dr Ahmad Rodoni dan Prof.Dr.,Othman Yong dalam Analisis Investasi & Portfolio (2002). Harga-harga saham tersebut tampak berubah secara tidak menentu dan dapat naik atau turun setiap harinya tanpa dipengaruhi oleh harga saham pada hari sebelumnya.Apabila perubahan harga saham memang mengikuti pola *random walk*, maka perubahan harga diwaktu yang lalu tidak bisa dipergunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Dengan demikian pengetahuan tentang harga saham dimasa lalu menjadi tidak berarti karena tidak dapat lagi digunakan oleh investor untuk memperoleh abnormal *return*.Dengan kata lain , investor tidak mungkin dapat mengidentifikasi suatu pola tertentu yang dapat digunakan untuk memprediksi harga saham.

Fluktuasi harga saham tersebut mengindikasikan terjadinya efisiensi pasar dimana pada pasar modal yang sangat efisien, semua informasi yang ada baik fundamental maupun tentang perekonomian makro akan tercermin dalam harga

saham-sahamnya dan demikian sebaliknya. Bagi sebagian pihak ,seperti para pialang ,pengelola bursa dan sebagainya, pasar modal yang efisien mungkin adalah pasar modal yang bisa menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya yang minimal .

Menurut West yang dikutip oleh Mandhi Suryanto (1999) membedakan Efisiensi tersebut menjadi internal dan external efficiency.Internal efficiency menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang '*benar*' , tetapi juga memberikan jasa yanng diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin . Sementara *External Efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tesedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan diatas tingkat keuntungan keseimbangan .Sehingga apabila efisiensi pasar telah tercapai maka akan sangat sulit bagi para investor untuk memperoleh abnormal return secara konsisten karena semua harga sahamnya akan sama dengan nilai intrinsiknya yang merefleksikan segala informasi tentang prospek sekuritas.

Menurut Fama yang dikutip oleh Dr Ahmad Rodoni & Prof.Dr.Othman Yong dalam analisis Investasi& portfolio (2002) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai suatu "*fair game*" dimana harga selalu menggambarkan secara penuh seluruh informasi yang tersedia. Secara formal, pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Dari berbagai teori yang menjelaskan mengenai efisiensi pasar modal, secara umum pasar modal yang efisien akan segera

dikaitkan dengan bagaimana suatu pasar modal mampu berreaksi dengan cepat dan tepat terhadap suatu informasi yang ada untuk mencapai harga keseimbangan baru setelah adanya informasi tersebut. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar modal tersebut. Kecepatan suatu pasar dalam merespon informasi baru tersebut menjadi tidak berarti jika pasar tidak mampu merespon informasi tersebut secara akurat. Dari pengertian tersebut setidaknya terdapat dua unsur penting yang merupakan ciri dari pasar modal yang efisien, yaitu tersedianya informasi yang relevan (*information available*) serta harga yang menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru (*fully reflect*). *Fully reflect* menunjukkan pengertian bahwa harga saham dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Dengan demikian, pasar yang efisien dapat tercepat apabila dengan menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor secara akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas yang bersangkutan. Dengan kata lain, investor akan menggunakan semua informasi yang relevan untuk menganalisa dan menginterpretasikan tingkat harga dipasar untuk mengambil keputusan beli atau jual dalam bertransaksi dipasar.

Untuk itu, investor yang rasional sudah seharusnya menggunakan semua informasi yang relevan dalam membuat keputusan, baik keputusan membeli maupun keputusan menjual saham. Informasi merupakan faktor penentu dari perubahan harga saham dan menjadi isu sentral dalam konsep efisiensi pasar modal. Harga-harga saham baru akan berbeda apabila informasi baru tersebut

muncul. Oleh karena itu efisiensi pasar modal juga sering disebut dengan efisiensi informasional.

Menurut Dr.Ahmad Rodoni & Prof.Dr. Othman Yong dalam analisis Investasi & Portfolio (2002), ada beberapa aspek yang dapat mendorong terciptanya pasar modal yang efisien yaitu :

1. Penyingkapan Informasi

   Informasi tidak tertangguh / diawasi oleh pihak tertentu dan dapat diperoleh pihak umum secara cuma-cuma.Informasi dapat diperoleh secepat mungkin dan tanggapan yang berlaku adalah sekaligus dan berlangsung terus menerus sehingga informasi mencerminkan harga saham secara keseluruhan.

2. Pasar Modal senantiasa dalam keseimbanngan

   Hanya Informassi baru saja yannng di serap ke dalam harga dan dapat mengubah nilai intrinsik saham dan proses ini berlaku secara terus-menerus selama informasi baru masih diperoleh.

3. Turun naik harga adalah secara bebas

   Harga tidak diawasi pihak manapun baik oleh pihak pembeli maupun penjual.

2.2. Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Hipotesis pasar yang efisien (E*fficient market hypothesis*) menyatakan bahwa pasar sekuritas dikatakan efisien dimana semua informasi secara penuh direfleksikan dalam harga saham dengan cepat. Karenanya, kunci untuk mencapai pasar modal yang efisien adalah informasi. Konsep ini menekankan pada sejauh mana harga dari sekuritas-sekuritas tersebut secara penuh dan cepat mampu

merefleksikan seluruh jenis informasi yang berbeda-beda yang ada dalam perusahaan. Dalam prakteknya para investor banyak sekali mendapatkan informasi yang mungkin relevan dan mungkin saja tidak. Menurut Fama yang dikutip oleh Dr. Rodoni & Prof.Dr.Yong (2002) informasi yang relevan diklasifikasikan menjadi tiga type, yaitu :

- Informasi mengenai perubahan harga-harga sekuritas diwaktu yang lalu
- Informasi yang tersedia bagi masyarakat umum
- Informasi yang tersedia bagi masyarakat umum maupun tidak (public and private information)

Tingkatan efisiensi pasar modal dihubungkan dengan relevansi antara berbagai type informasi yang dianggap relevan oleh pasar dengan perubahan harga sebagai konsekuensi penyesuaian munculnya informasi tersebut. Atas dasar tersebut maka bentuk pasar modal yang efisien menurut Fama yang di kutip oleh Dr. Rodoni & Prof.Dr. othman Yong (2002) dapat dikelompokkan menjadi 3 tingkatan , yaitu:

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah *(weak form efficiency)*

   Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga – harga dari sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang maka nilai – nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk

memprediksi harga sekuritas sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisiensi bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan abnormal return

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semistrong form efficiency*)

   Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika tidak hanya mencerminkan harga – harga saham di waktu lalu tetapi juga mencerminkan semua informasi yang di publikasikan yang berasal dari ber bagai sumber.

3. Efisiensi dalam bentuk kuat .

   menunjukkan suatu keadaan dimana harga-harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan tetapi juga mencerminkan informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental mengenai perusahaan dan perekonomian. Jika pasar dalam kondisi efisien, tingkat harga akan selalu wajar dan tidak ada kelompok investor yang mampu mendapatkan abnormal return dengan menggunakan informasi publik yang tersedia dalam *superior manner*. Efisiensi pasar modal bentuk ini merupakan bentuk ideal dai penilaian tingkat efisiensi informasional pasar modal karena telah menggunakan semua variabel informasi, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak.

Kebanyakan pengujian dalam bentuk ini dilakukan terhadap prestasi berbagai portofolio yang dikelola secara profesional. Studi-studi ini menunjukkan bahwa setelah kita mempertimbangkan perbedaan resiko , tidak ada satu lembagapun yang mampu mengungguli pasar secara konsisten dan

bahkan perbedaan prestasi masing-masing portofolio tidaklah lebih besar dari apa yang kita harapkan secara kebetulan.

2.3. Implikasi Hipotesis Pasar yang Efisien

Persepsi investor tentang kemampuan harga sekuritas dalam mencerminkan informasi yang relevan akan sangat mempengaruhi *investment styles* mereka. Investor dikatakan menganut *investment styles* apabila investor tersebut mendasarkan diri pada asumsi bahwa :

- Pasar modal melakukan kesalahan dalam penentuan harga sekuritas (*mispriced*)
- Para investor yakin mereka dapat mengidentifikasi dan memanfaatkan kondisi ini untuk mendapatkan abnormal return.

Mereka yang menganut *style* pada dasarnya tidak percaya terhadap konsep pasar modal yang efisien. Para investor ini akan berusaha secara aktif mengidentifikasikan kesalahan dalam penentuan harga sekuritas untuk kemudian dimanfaatkan semaksimjal mungkin. Berkaitan dengan hal tersebut, terdapat 3 tipe analisis yang mengkin digunakan oleh *active investment style*, yaitu :

1) *Technical analysis*, dimana para analisis pasar modal mempelajari catatan harga sekuritas pada waktu yang lalu kemudian mencoba mencari pola siklus-siklus tertentu dari fluktuasi harga-harga tersebut. Mereka juga mempelajari grafik-grafik harga saham dimasa lalu untuk mencari pola-pola yang menguntungkan mereka, sehingga mereka sering disebut *chartists*. Berdasarkan pola yang telah ditemukannya maka analisis

tersebut akan memperkirakan harga saham yang akan terjadi di masa yang akan datang. Namun demikian persaingan antara para analis teknis ini akan cenderung membuat harga saat ini mencerminkan semua informasi dalam urutan harga di waktu yang lalu dan bahwa perubahan harga tidak bisa diperkirakan dari harga di waktu yang lalu.

2) *Fundamental Analysis*, dimana para anlis pasar modal mempelajari bisnis perusahaan yang telah *go public*, mencoba menggali informasi-informasi baru, memperhitungkan prospek pendapatan dan dividen perusahaan, memperkirakan tingkat suku bunga kredit, mengevaluasi risiko perusahaan, dimana kesemuannya itu akan memberikan informasi baru dalam penentuan harga saham yang sesuai di pasar modal.

3) *Market Timing*, dimana para analis secara aktif memperhatikan setiap kesempatan yang menguntungkan dengan menentukan kapan sebaiknya investor membeli dan menjual sahamnya. Adakalanya investor harus melakukan *short selling*, yaitu dengan menjual terlebih dahulu sahamnya, baru kemudian membelinya kembali. Tipe analis ini sebenarnya merupakan pengembangan dari tipe analisis teknikal.

Sebaiknya, investor dikatakan menganut *passive investment style* apabila investor tersebut mendasarkan diri pada asumsi bahwa :

- Pasar modal tidak melakukan kesalahan dalam penentuan harga
- Meskipun terjadi *misprised*, mereka tidak akan mampu mengidentifikasikan dan memanfaatkan karena publik akan segera mengembalikan ke status semula (*recovery*) dan kemudian harga akan kembali normal.

Mereka yang menganut *passive investment style* bertujuan untuk menyusun portofolio yang sesuai dengan preferensi risiko, atau pola arus kas yang mereka inginkan. Misalnya dengan membentuk portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mempunyai beta rendah atau dengan memilih saham-saham yang membagikan dividen secara teratur.

Namun demikian, seorang investor tidak sepenuhnya bertindak hanya dengan satu macam gaya saja (*mutually exclusive*). Biasanya investor akan menginvestasikan sebagian dana mereka dengan menganut *active style* dan sisanya mendasarkan diri pada passive *style*.

2.4. Anomali Pasar

Dari beberapa penelitian tahun-tahun terakhir ini ternyata menunjukkan adanya suatu ketidakteraturan yang terdeteksi dalam pasar modal yang tidak sesuai dengan apa yang diharapkan dari hipotesis efisiensi pasar modal. Ketidakteraturan ini berlangsung terus menerus dan memiliki dampak yang cukup luas sehingga disebut sebagai suatu anomali pasar (*market anomalies*).Namun demikian, hinggga saat ini belum ada penjelasan yang memuaskan mengenai terjadinya anomali pasar di suatu pasar modal negara tertentu tetapi tidak terjadi di pasar modal negara lain.Para investor harus berhati-hati dalam memahami masalah anomali pasar ini sebagai suatu alat dalam mengambil keputusan investasi sekuritas. Kalaupun anomali ini eksis di suatu pasar modal tertentu maka investor sebaiknya tetap melakukan portofolio dan tidak memfokuskan saham pada salah satu fenomena tertentu yang dapat dimanfaatkan.

Beberapa anomali pasar yang menarik perhatian dan belum dapat dijelaskan secara memuaskan , antara lain :

1) Pengumuman Earnings *(Earnings Announcement*)

Penyesuain harga saham terhadap pengumuman earnings telah dilakukan oleh banyak peneliti. Pengumuman earnings merupakan hal yang penting bagi investor dan mempunyai peranan yang besar dalam proses penilaian saham.Pada pasar modal yang efisien seharusnya harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi tersebut ,tanpa adanya suatu *lag time*. Dalam kenyataannya, ternyata investor mungkin saja mendapatkan *excess return* pada suatu kejadian tertentu.

2) PER yang rendah (*low PER*)

Beberapa investor menyakini bahwa saham yang memiliki PER rendah akan memiliki performance yang lebih tinggi sehingga akan memberikan keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan saham yang memilki PER yang tinggi. Menurut Basu yang dikutip oleh Dr Rodoni & Prof.Dr.Othman Yong (2002) mengadakan penelitian terhadap hal tersebut dengan merangking PER saham dan membandingkan hasilnya antara kelompok saham yang memiliki PER saham tinggi dengan yang rendah selama pembelian dalam setahun.Dari penelitian ini disimpulkan bahwa saham yang memiliki PER yang rendah pada umumnya memiliki *risk – adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki PER yang lebih tinggi, selain itu saham yang mempunyai PER yang rendah

terbukti memberikan *positive excess return* untuk semua resiko. Hasil penelitian ini menarik perhatian mengingat PER merupakan strategi yang potensial dalam berinvestasi yang akan menghasilkan *return superior* untuk berbagai alternatif yang mungkin dapat mereka gunakan. Apabila pasar modal dalam keadaan efisien, maka seharusnya tidak ada hubungan antara PER dengan *return* yang akan dihasilkan kemudian karena PER ini merupakan informasi yang diketahui secara umum dan diduga akan terefleksikan pada harga saham.

3) Efek ukuran perusahaan (*Size Effect*)

Adanya suatu kecenderungan saham-saham dari perusahaan yang berskala kecil ternyata memberikan return yang relatif besar dibandingkan saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi yang besar secara rata-rata. Menurut Banz yang di kutip oleh Dr.Rodoni & Prof.Dr Othman Yong (2002) menemukan bahwa saham-saham perusahaan kecil di NSYE memperoleh *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham perusahaan yang lebih besar yang tercatat di NSYE. Sementara Menurut Reinanum yang di kutip oleh Dr Rodoni & Prof.Dr Othman Yong(2002) menemukan adanya *abnormally large risk adjusted return* untuk perusahaan – perusahanan kecil .

4) Pengaruh Hari Perdagangan(*Day-of – the week effect*)

Walaupun tidak terlalu besar, sampai saat ini fenomena tersebut sulit dijelaskan dalam kerangka pasar modal yang efisien. Kesadaran akan adanya hari perdagangan seharusnya digunakan untuk melakukan penyesuaian terhadap waktu untuk melakukan pembelian dan penjualan guna mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham tersebut.

5) Pengaruh akhir pekan (*Weekend Effect*)

Efek yang kecil tapi signifikan ini hadir dalam pergerakan harga-harga saham. Dimana harga saham akan cenderung naik sepanjang minggu sampai mencapai puncaknya pada hari Jumat. Kemudian, saham akan diperdagangkan lagi pada hari Senin dengan harga yang lebih rendah daripada hari Jumat. Kecenderungan ini sangat kecil bila investor membeli sahamnya pada hari Senin dan menjualnya pada hari Jumat.

2.5. **Weekend Effect**

Weekend Effect merupakan suatu fenomena yang terjadi karena adanya fluktuasi harga saham yang menghasilkan *return* yang tidak seperti biasanya (*abnormal return*) yang sering terjadi pada hari Senin dan Jumat. Fluktuasi harga saham ini mempunyai dampak secara langsung terhadap return saham yang diperdagangkan di bursa. Fenomena ini menunjukkan bahawa rata-rata *return* saham hari Jumat akan selalu lebih tinggi dibandingkan hari-hari perdagangan

lainnya, sedangkan sebaliknya pada hari Senin rata-rata *return* saham akan selalu lebih rendah dan cenderung negatif.

Berbagai penelitian yang telah dilakukan di beberapa pasar modal dunia menunjukkan eksisnya *weekend effect* ini. Menurut French yang di kutip oleh Dr.Rodoni & Prof.Dr.Othman Yong (20020 menguji *return* yang dihasilkan dari index S&P 500 untuk setiap hari perdagangan dalam seminggu dengan periode penelitian dari tahun 1953 hingga 1977. Dengan mengabaikan hari libur , *return* pada hari Senin menunjukkan investasi pada 3 hari kalender , dimulai dari penutupan perdagangan pada hari Jumat hingga penutupan perdagangan hari Senin. Sedangkan *return* untuk hari-hari perdagangan lainnya dalam seminggu menunjukkan investasi periode harian. Apabila *return* yang diharapkan merupakan fungsi linier dari periode investasi, yang diukur bedasarkan hari kalender, maka rata-rata *return* untuk hari Senin seharusnya adalah sebesar 3 kali dari rata-rata *return* untuk hari – hari perdagangan lainnya dalam seminggu. Meski demikian, jika *return* dihitung berdasarkan hari perdagangan, maka *return* untuk semua 5 hari perdagangan tersebut seharusnya adalah sama. Berkaitan dengan hal tersebut, *return* untuk hari Senin tidak hanya lebih kecil dari 4 hari perdagangan yang lain dalam seminggu, tetapi juga bernilai negatif. Dari penelitian yang dilakukan oleh French ini, satu kemungkinan yang dapat dijadikan strategi perdagangan, berdasarkan pada fenomena *weekend effect* adalah membeli saham paada saat penutupan hari Senin lalu menjualnya pada hari penutupan (Jumat).

Menurut Gibbons dan Hess yang di kutip oleh M.Dubois&P.louvet (1996) meneliti *return* harian mereka menemukan pola musiman. Dari penelitian tersebut, disimpulkan bahwa rata-rata *return* pada hari Senin adalah rendah dan negatif, yang didasarkan dengan bukti-bukti yang kuat. Penelitian ini menggambarkan adanya *return* yang berbeda yang dihasilkan oleh hari yang berbeda dalam seminggu selama 17 tahun pengamatan dari tahun 1962 hingga 1978, dengan total pengamatan lebih dari 4000 *return* harian. Selain itu, perbedaan ini kelihatannya berlangsung dalam tiap periode ketika data dibagi menjadi *dua sub-periode.* Hari Senin memberikan *return* yang negatif secara konsisten, sedangkan hari Rabu dan Jum'at memberikan *return* harian yang positif dan lebih besar dibanding dengan hari Selasa dan Jum'at. Perbedaan itu diantara keduanya tidaklah kecil, bahkan terlihat cukup signifikan .

Menurut Kein dan Staumbugh yang di kutip oleh M. Dubois & P.Louvet (1996) dengan menggunakan periode penelitian selama 55 tahun, dari tahun 1928 hingga 1982, rentang waktu yang sedemikian panjang ini sengaja digunakan untuk menguji apakah gejala *weekend effect* ini merupakan perilaku saham pada jangka waktu tertentu ataukah merupakan perilaku yang tidak dipengaruhi oleh rentang waktu. Data yang diperoleh dikelompokkan dengan interval 5 tahun, lalu dicari rata-ratanya selama 55 tahun. Dari penelitian tersebut, terlihat bahwa secara konsisten dari tahun ke tahun, pada hari perdagangan Senin dihasilkan *return* rata-rata negatif terkecil.

Pola weekend effect ini juga ditemukan di pasar modal lain. Menurut Jaffe dan Westerfield yang di kutip oleh Teppo Martikenan & Vesa Puttonan (1996)

menemukan bahwa *return* hari Senin lebih rendah dari hari-hari perdagangan lainnya di pasar modal kanada dan Inggris. Selain itu ditemukan juga bahwa *return* pada hari Selasa merupakan yang terrendah selama seminggu di pasar modal Jepang dan Australia, meskipun *return* pada hari Senin tetap negatif .

Menurut Smirlock dan Starks yang di kutip oleh M.Dubois&P.Louvet(1996) menemukan adanya *the day of the week effect* untuk 30 saham di the Dow Jones yang berubah setiap waktu dimana *negatif mean return* pada hari Senin dari tahun 1963 hingga 1968 terjadi hampir dalam seluruh perdagangan pada hari tersebut. Dari tahun 1974 hingga 1983 sebagian besar *negatif Monday return* terjadi antara penutupan pada hari perdagangan Jum'at hingga pembukaan pada hari perdagangan Senin.

Pada tahun yang sama, penelitian lain mengenai fenomena ini di lakukan juga oleh Hariss.Menurut Harris yang di kutip oleh M.Dubois & P. Louvet (1996) selama 14 bulan dari bulan Desember 1981 hingga Januari 1983, yang menemukan bahwa *return* pada hari Senin masih terus negatif. Empat hari perdagangan lainnya dalam seminggu memberikan *return yang positif* dengan besar yang hampir sama. Selain itu, Hariss juga menemukan bahwa setengah dari *return negatif* antara penutupan pada hari Jum'at dan penutupan pada hari Senin terjadi selama akhir pekan. Dengan demikian, setengah dari *weekend effect* terkait dengan penutupan harga antara penutupan pada hari Jum'at dan panutupan pada hari Senin. Ditemukan pula suatu gejala bahwa dalam sehari, pola *return* tersebut tidaklah konstan. *Return* akan meningkat dalam 45 menit pertama dalam hari itu, kecuali pada hari Senin, dan meningkat lagi dalam 30 menit terakhir. *Return* akan

mendekati nol selama hari penutupan rata-rata, selama periode yang diteliti. Pada hari Senin kebanyakan penurunan harga selama hari perdagangan terjadi pada 4 menit pertama. Ada beberapa implikasi strategi dalam hal ini. Jika faktor lainnya tetap (*ceterisparibus*), perlu diperhatikan adanya strategi untuk membeli pada saat pembukaan setiap hari kecuali pada hari Senin, atau membeli pada saat setidaknya 30 menit sebelum saat penutupan setiap hari termasuk hari Senin.Walau demikian, tentu saja terdapat protes berkaitan dengan penelitian tersebut, yaitu : (1) angka yang digunakan tersebut hanya menggambarkan periode yang pendek yaitu 14 bulan, (2) pasar siap menyesuaikan diri untuk meniadakan pula yang dibentuk oleh Hariss, dan (3) mungkin kesimpulan yang dihasilkan tersebut disebabkan oleh masalah pengukuran.

Selain itu juga Menurut Penmann dalam Defusco, Mc Cabe & Yook yang di kutip oleh M.Dubois & P.Louvet (1996) menemukan bahwa banyak pengumuman *negatif earnings* yang tidak diantisipasi (*anticifated negative earnings announcement*) terjadi pada hari Senin dibandingkan dengan hari lainnya dalam minggu yang bersangkutan.

Penelitian yang dilakukan oleh Lakonishok dan Maberly (1990) menyatakan bahwa infestor individual cenderung meningkatkan perdagangannya terutama dengan melakukan transaksi jual pada hari Senin, dimana menurut mereka hal tersebut merupakan bagian dari pengaruh adanya *weekend effect.* Lakonisok dan Maberly melakukan penelitian dengan mengunakan data volume perdagangan dan jumlah transaksi jual beli saham di NYSE dari tahun 1962 hingga 1986. Mereka membagi subyek penelitian berdasarkan volume

perdagangan, aktivitas perdagangan oleh investor individu serta lembaga berdasarkan hari-hari dimana terjadi transaksi tersebut. Mereka menggunakan pengujian dengan 2 macam alat analisis yaitu uji t untuk menguji hipotesis yang menyatakan bahwa volume perdagangan, aktivitas perdagangan oleh individu dan lembaga pada suat hari tertentu adalah sama dengan rata-rata keseluruhan data tersebut pada 4 hari perdagangan lainnya dalam minggu yang bersangkutan, dan ternyata dari uji t tersebut, membuktikan bahwa hari Senin memiliki volume perdagangan yang lebih kecil sebesar 10 % dan kegiatan transaksi yang dilakukan oleh lembaga individual naik sebesar 6,55% dibandingkan keempat hari lainnya yang mencapai 5,82%. Semerntara uji F dilakukan untuk menguji hipotesis yang menyatakan bahwa rata-rata volume perdagangan (*mean trading volume*). Rata-rata volume perdagangan selama 4 hari selain hari Senin dan perdagangan yang dilakukan oleh investor individu diantara hari-hari perdagangan selama seminggu adalah sama.

Penelitian pasar modal di Asia. Menurut Jaffe& Westerfield dan Lee et all yang di kutip oleh M.Dubois & P.Louvet (1996) menemukan Index Jepang menunjukkan negatif begitu juga di Korea,Hongkong,taiwan ataupun Singapura tidak significant di hari selasa. Pada tahun yang sama juga di lakukan penelitian oleh Abraham & Ikenberry (1994), yang menghasilkan kesimpulan bahwa investor individu cenderung aktif menjual sahamnya pada hari Senin terutama ketika mereka mengetahui adanya berita atau informasi di pasar. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Slamet Riyoso yang di kutip oleh Mandi Suryanto (1999) terhadap BEJ dari tahun 1994 hingga 1995, menunjukkan bahwa

ditemukan pula adanya perbedaan rata-rata *return* yang terjadi diantara hari-hari perdagangan selama satu minggu di BEJ dan menemukan bahwa mean *return* terrendah terjadi pada hari Jum'at. Selain itu ditemukan pula terjadinya negative mean *return* pada hari Senin.

Dengan demikian, adanya pengetahuan mengenai *weekend effect* tetap merupakan sesuatu yang berarti dan perlu dipertimbangkan dalam menentukan waktu yang tepat untuk membeli dan menjual saham. Pembelian saham yang rencananya akan dilakukan pada hari Kamis atau Jum'at mungkin dapat ditunda hingga hari Senin sehingga mereka akan mendapatkan keuntungan dari penurunan harga saham yang diharapkan terjadi pada hari Senin. Demikian juga penjualan saham yang rencananya akan dilakukan pada hari Senin mungkin dapat ditunda hingga akhir minggu untuk mendapatkan keuntungan dari peningkatan harga saham yang diharapkan terjadi pada hari Jum'at.

2.6. Faktor-Faktor Penyebab Munculnya Weekend Effect

Hingga kini masih terdapat pertanyaan-pertanyaan yang belum dapat dijawab secara memuaskan, yaitu mengapa fenomena *weekend effect* hanya eksis di pasar modal suatu negara tetapi tidak terjadi di Pasar Modal negara lain. Berbagai penelitian dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor yang menyebabkan munculnya *weekend effect*. Dari berbagai penelitian yang pernah dilakukan, tampaknya penyebab utama dari fenomena tersebut berbeda-beda diberbagai pasar modal. Berbagai faktor yang mungkin menyebabkan *weekend effect* berdasarkan hasil penelitian yang pernah dilakukan, antara lain :

1. Perbedaan prilaku investor individual dan lembaga

   Investor individual yang secara umum tidak profesional dalam investasi di pasar modal, akan melakukan readjustment setelah menilai performance porto folio mereka selama hari perdagangan seminggu sebelumnya dan baru akan mengambil keputusan untuk membeli atau menjual pada hari Senin minggu berikutnya. Sedangkan broker yang secara profesional menangani investasi dipasar modal akan bekerja secara penuh selama bursa dibuka dan mengambil keputusan secepat mungkin untuk mendapatkan keuntungan.

2. Jenis rekomendasi broker di pasar modal

   Sebagian besar rekomendasi yang dibuat oleh broker terhadap institusional investor adalah membeli saham dengan alasan investor dapat merespon secara cepat rekomendasi tersebut. Sementara investor yang dapat merespon rekomendasi untuk menjual sahamnya hanyalah investor yang memiliki saham tertentu untuk dijual.

3. Meningkatnya aktivitas transaksi perdagangan

   Hal ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Lakonishok& Maberly (1994) dimana mereka mencatat bahwa investor individu cenderung meningkatkan transaksi perdagangan terutama untuk melakukan transakasi penjualan. Sementara Menurut Kamara yang di kutip oleh Ko Wang, Yu ming Li dan John Erickson (1997) membuktikan bahwa perdagangan yang dilakukan oleh investor individual merupakan suatu penyebab yang penting dari *weekend effect*.

4. Prosedur penyelesaian transaksi (*setlement procedures*)

   Masing–masing pasar modal di tiap negara mempunyai aturan tersendiri mengenai prosedur penyelesaian transaksi perdagangan saham. Di Bursa Efek Jakarta misalnya, dibutuhkan waktu H+4, sedangkan Taiwan penyelesaian transaksi dapat dilakukan pada hari yang sama. Hal ini dapat mengakibatkan *return* saham pada hari Jum'at menjadi tinggi dan rendah pada hari Senin. Namun hal ini disanggah Menurut Lakonishok dan Levy serta oleh Solnik dan Bousquet yang di kutip oleh Martikainen & Putton (1996) yang melaporkan penelitiannya bahwa prosedur penyelesaian bukan merupakan alasan utama munculnya *weekend effect.*

5. Kecenderungan perusahaan menyampaikan *bad news* pada hari Senin

   Sementara Menurut Penmann dalam Defusco serta McCabe dan Yook yang di kutip oleh M.Dubois & P.Louvet (1996) justru menemukan bahwa pengumuman *unanticipated negative earnings* lebih sering terjadi pada hari Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya, sehingga menghasilkan *return* yang negatif pada hari Senin.