

3326

Ham

1 a

PENGARUH HARI LIBUR TERHADAP RETURN PASAR

**(Studi Empiris terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
di Bursa Efek Jakarta)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :
Syahril Hamid
NIM C4A001197**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**

UPT-PUSTAK-UNDIP



Sertifikasi

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	2160/T/00/04
Tgl.	3 Feb 04

Saya, *Syahril Hamid*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapat gelar pada Program Magister Manajemen ini ataupun pada Program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya


Syahril Hamid
Juni 2003

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

PENGARUH HARI LIBUR TERHADAP RETURN PASAR

**(Studi Empiris terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
di Bursa Efek Jakarta)**

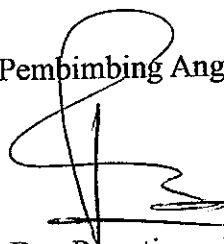
yang disusun oleh Syahril Hamid, NIM C4A001197
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 17 Juni 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. Sugeng Wahyudi, MM.

Pembimbing Anggota



Drs. Prasetiono, MSi.

Semarang, 17 Juni 2003

Direktur Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro Semarang



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Motto Dan Persembahan

*"Janganlah kamu berlaku kikir
dan jangan pula kamu berlaku boros
nanti kamu pasti akan menyesal
sesungguhnya Allah SWT
melapangkan dan membatasi
rezki buat orang
yang dikehendaki-Nya"*

(QS. AL-ISRA' : 29-30)

Dua Nikmat Yang Kebanyakan Manusia Melupakannya:

Yaitu Nikmat Sehat Dan Waktu Luang

(H.R. Bukhari)

Teruntuk :

*Ayahanda dan Ibunda,
Paudara-saudara Semua
Yang sedang berjuang di Medan Juang
Semoga Sukses dan Bahagia*

ABSTRACT

The Studies about the holiday effect in stock return conducted in various capital market yield that there are the holiday effect in stock returns. Returns earned on pre-holiday trading days (pre holiday effect) obtained very high and significant differ from acquirement of stock returns on other day. While on post-holiday trading days (post holiday effect), returns obtained to lower and significant differ from other day.

This research analyse the holiday effect in market return by raising two hypothesis and question that is first, testing what is there are pre holiday trading day and post holiday trading day influence to market return. Second, what is there are pre holiday and post holiday trading day influence to market return with trading day as control variable

From result of data processing with regressi technique to the dummy variable, for first problems obtained result of that there are pre holiday trading day significant influence to market return. While post holiday trading day do not significant influence to market return. Second, obtained result of that pre holiday trading day influence to market return because of weekend effect and weekend effect also influence acquirement of market return which are positive on post holiday trading day.

ABSTRAKSI

Beberapa penelitian tentang pengaruh hari libur terhadap return saham yang dilakukan di berbagai pasar modal menghasilkan temuan bahwa terdapat pengaruh hari libur terhadap return saham. Return saham pada hari perdagangan sebelum libur (*pre holiday effect*) diperoleh sangat tinggi dan signifikan berbeda dengan perolehan return saham pada hari hari lainnya. Sedangkan pada hari perdagangan setelah libur (*post holiday effect*) return saham diperoleh rendah dan signifikan berbeda dengan hari lainnya.

Penelitian ini menganalisis pengaruh hari libur nasional terhadap return pasar dengan mengajukan dua pertanyaan dan hipotesis yaitu pertama, menguji apakah terdapat pengaruh hari perdagangan pra libur dan pasca libur terhadap return pasar. Kedua, apakah terdapat pengaruh hari perdagangan pra dan pasca libur terhadap return pasar dengan hari perdagangan sebagai variabel kontrol.

Dari hasil pengolahan data dengan teknik regresi atas variabel dummy, untuk permasalahan pertama diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh signifikan hari perdagangan pra libur terhadap return pasar. Sedangkan hari perdagangan pasca libur tidak berpengaruh signifikan terhadap return pasar. Untuk pertanyaan kedua, diperoleh hasil bahwa pengaruh hari perdagangan pra libur terhadap return pasar disebabkan oleh efek akhir pekan dan efek akhir pekan juga mempengaruhi perolehan return pasar yang positif pada hari perdagangan pasca libur.

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, Puji Syukur kehadiran Allah SWT. berkat kelapangan dan kemudahan-Nya, penulisan Tesis ini dapat terselesaikan. Tidak lupa diucapkan terimakasih kepada seluruh yang memberikan dorongan dan masukan untuk kesempurnaan penulisan Tesis ini khususnya juga selama menempuh pendidikan di MM UNDIP ini yaitu kepada :

1. Ayahanda Abdul Hamid dan Ibunda Shafiyah serta Saudara-saudara saya yang telah memberikan dorongan dan semangat serta iringan doa dalam penyelesaian studi dan penulisan Tesis di program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. Suyudi Manguhwihardjo, selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
3. Drs. Sugeng Wahyudi, MM, Pembimbing Utama dalam penulisan Tesis yang selalu memberikan bimbingan dengan kesabaran dan mengarahkan penulisan Tesis ini.
4. Drs. Prasetiono, MSi, Pembimbing Anggota yang memberikan arahan dan masukan dalam penyempurnaan penulisan Tesis ini
5. Seluruh Teman-teman Angkatan XVI-Pagi dan Kelas Keuangan yang bertukar pikiran selama penyelesaian studi dan pengolahan data Tesis ini.

6. Seluruh Anggota Asrama Riau Hang Jebat Semarang dengan penuh canda dan tawa memberikan semangat kepada penulis dalam menyelesaikan studi di Program Studi MM-UNDIP.
7. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan moril dan materil

Semoga Allah SWT. Yang Maha Pengasih lagi Maha Penyanyang memberikan balasan pahala yang berlipat ganda atas segala usaha dan bantuan yang diberikan dalam rangka penyelesaian studi di MM dan penulisan Tesis ini, amin. Semoga apa yang disampaikan dalam penelitian ini bermanfaat bagi kita semua.

Semarang, Juni 2003



Syahril Hamid

Daftar Isi

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Pengesahan Tesis	iii
Motto dan Persembahan	iv
Abstract	v
Abstraksi	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Isi	ix
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Grafik	xiv
Daftar Lampiran.....	xv
Daftar Rumus	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Penelitian	1
1.2. Perumusan Masalah	13
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	15
1.3.1. Tujuan Penelitian	15
1.3.2. Kegunaan Penelitian	15
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	16
2.1. Tinjauan Pustaka	16
2.1.1. Perilaku Harga Saham	16
2.1.2. Pendekatan Analisis Saham.....	17
2.1.2.1. <i>Fundamental Approach</i>	18
2.1.2.2. <i>Technical Approach</i>	19
2.1.3. Pengujian Analisis Teknikal.....	23
2.1.4. Pentingnya Informasi	24

2.1.5. Return Saham	26
2.1.6. Efek Pra Libur (<i>Pre Holiday Effect</i>)	26
2.1.7. Efek Pasca Libur (<i>Post Holiday Effect</i>)	29
2.1.8. Efek Hari Perdagangan	30
2.1.9. Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Efek Pra dan Pasca Libur	31
2.2. Penelitian Terdahulu	33
2.2.1. Perbedaan Penelitian	39
2.2.2. Persamaan Penelitian	40
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis	45
2.4. Defenisi Operasional Variabel	46
2.4.1. Pra Libur	46
2.4.2. Pasca Libur.....	46
2.4.3. Return Pasar	50
2.4.4. Hari Perdagangan	51
BAB III METODE PENELITIAN	52
3.1. Jenis dan Sumber Data	52
3.2. Populasi dan Sampel	53
3.3. Metode Pengumpulan Data	53
3.4. Teknik Analisis	55
BAB IV GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN DAN ANALISIS DATA	64
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	64
4.1.1. Bursa Efek Jakarta	64
4.1.2. Perkembangan Kinerja Pasar Modal Indonesia	65
4.2. Deskriptif Statistik Return Pasar	72
4.3. Uji Asumsi Klasik.....	75
4.3.1. Uji Normalitas	75
4.3.2. Uji Autokorelasi	77
4.3.3. Uji Heteroskedastisitas	78

4.4. Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis.....	79
BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	90
5.1. Simpulan	90
5.2. Implikasi Kebijakan	91
5.2.1. Implikasi Teoritis.....	91
5.2.2. Implikasi Manajerial	94
5.3. Keterbatasan Penelitian	96
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	96
DAFTAR REFERENSI	98
Lampiran-lampiran	
Daftar Riwayat Hidup	

Daftar Tabel

Tabel 1.1.	Rata-rata Return Saham Harian di Negara Maju.....	7
Tabel 1.2.	Perolehan Rata-rata Return Saham di India.....	9
Tabel 2.1.	Ringkasan Hasil Penelitian Liano, et.al	L
Tabel 2.2.	Ringkasan Hasil Penelitian Arumugam.....	L
Tabel 2.3.	Ringkasan Temuan Penelitian Terdahulu	41
Tabel 2.4	Ringkasan Variabel dan Pengukurannya	51
Tabel 3.1	Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pra Libur	60
Tabel 3.2	Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pasca Libur	61
Tabel 3.3	Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pra Libur Dengan Variabel Kontrol Hari Perdagangan	62
Tabel 3.4	Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pasca Libur Dengan Variabel Kontrol Hari Perdagangan	63
Tabel 4.1	Beberapa Indikator Perkembangan BEJ 1992-2002	66
Tabel 4.2	Deskriptif Statistik	73
Tabel 4.3	Deskriptif Statistik Return Pasar Harian	76
Tabel 4.4	Hasil Uji Heteroskedastisitas-GARC	78
Tabel 4.5	Ringkasan Hasil Regresi Model-model Penelitian	80

Daftar Gambar

Gambar 1.1.	Pengaruh Hari Libur Nasional dan Hari Perdagangan terhadap Return Pasar	45
-------------	---	----

Daftar Grafik

Grafik 1.1.	Pergerakan IHSG Periode 1992-2002	12
Grafik 4.1.	Beberapa Indikator Perkembangan BEJ 1992-2002	67

Daftar Lampiran

- Lampiran 1 Tanggal Hari Libur Nasional Tahun 1992-2002
- Lampiran 2 Deskriptif Statistika
- Lampiran 2.a Deskriptif Statistik Efek Hari Libur
- Lampiran 2.b Deskriptif Statistik Efek Hari Perdagangan Saham
- Lampiran 2.c Deskriptif Statistik Efek Hari Perdagangan Saham dan Efek Hari Libur
- Lampiran 2.d Deskriptif Statistik Efek Hari Perdagangan Saham dan Efek Hari Libur Nasional
- Lampiran 3 Uji Autokorelasi
- Lampiran 4 Uji Heteroskedastisitas-GARC
- Lampiran 5 Model 1 : Pengaruh Pra Libur
- Lampiran 6 Model 2 : Pengaruh Pasca Libur
- Lampiran 7 Model 3 : Pengaruh Efek Hari Perdagangan terhadap Efek Pra Libur
- Lampiran 8 Model 4: Pengaruh Efek Hari Perdagangan terhadap Efek Pasca Libur
- Lampiran 9 Hasil Penelitian Liano et.al (1992)
- Lampiran 10 Hasil Penelitian Arumugam (1999)

Daftar Rumus

Rumus 1	Rumus Return Pasar	51
Rumus 2	Rumus Rasio Skewness	56
Rumus 3	Rumus Rasio Kurtosis	57
Rumus 4	Rumus Uji Heteroskedastisitas-GARC.....	58
Rumus 5	Model Efek Pra Libur	60
Rumus 6	Model Efek Pasca Libur.....	61
Rumus 7	Model Efek Pra Libur dengan Variabel Kontrol Hari Perdagangan	62
Rumus 8	Model Efek Pasca Libur dengan Variabel Kontrol Hari Perdagangan	63

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Kemajuan ekonomi suatu negara membawa implikasi ke berbagai bidang, seperti pendapatan masyarakat mengalami peningkatan dan begitu juga dengan kebutuhan rekreasi. Hari kerja bukan lagi enam hari tetapi telah menjadi lima hari yaitu Senin sampai Jumat sedangkan Sabtu dan Minggu menjadi hari libur. Disamping hari libur Sabtu dan Minggu, juga terdapat hari libur lain yang bersifat institusi dan kenegaraan sehingga menambah jumlah hari libur yang berlaku di suatu negara.

Perayaan dan penyambutan akan suatu hari-hari libur dapat membawa pengaruh terhadap emosional dan persepsi positif atau negatif masyarakat sehingga selanjutnya akan mempengaruhi kinerja dari aktivitas yang mereka lakukan pada hari-hari kerja. Dalam literatur psikologi dijelaskan bahwa seseorang kurang *confident* ketika mereka berada dalam *negative mood* dan *bad mood* sehingga akhirnya akan berpengaruh negatif pada kinerja seseorang (Samuel, 1993 dalam Frieder dan Subrahmanyam, 2002).

Emosional dan persepsi positif terjadi pada masyarakat yang merayakan dan menyambut suatu hari libur dengan bersuka cita, seperti pada perayaan Natal dan Tahun Baru, Imlek atau pun Hari Raya Idul Fitri dan Idul Adha ataupun perayaan dan penyambutan hari libur lainnya.

Pada masyarakat di negara maju beberapa hari-hari libur dimanfaatkan untuk berekreasi dan beristirahat dari pekerjaan-pekerjaan yang rutin dikerjakan. Sedangkan pada hari libur keagamaan, seperti hari Natal dan penyambutan tahun baru, bagi umat Kristiani disibukkan dengan berbagai macam aktivitas perayaan dan penyambutan tahun baru dengan suka cita.

Pada masyarakat di negara-negara Asia berbagai macam aktivitas perayaan dan penyambutan hari libur juga dilakukan khususnya pada hari libur keagamaan dan bersifat budaya suatu bangsa. Masyarakat Cina di berbagai negara merayakan dengan besar-besaran hari libur Tahun Baru Imlek, tahun baru dalam kalender Cina. Masyarakat Muslim di berbagai negara juga merayakan hari raya Idul Fitri atau Idul Adha dengan saling berkunjung ke rumah keluarga dan teman-teman mereka, begitu juga perayaan hari libur kenegaraan dan keagamaan di negara India dan Thailand yang dirayakan dengan perayaan dan penyambutan yang meriah dan suka cita (Chan, et al., 1996).

Tetapi pada hari libur Rosh Hasanna, emosional dan persepsi negatif terjadi pada orang Yahudi yang berada dalam *negative mood*. Karena pada hari tersebut orang-orang Yahudi berada dalam suasana pertobatan dan penyesalan. Hari raya Rosh Hassana dirayakan dalam bentuk festival selama 10 hari dimulai Rosh Hasanna dan berakhir pada hari Yom Kippur (Pettengill, 1989). Pada hari raya Rosh Hassana masyarakat Yahudi berada dalam perasaan sedih (*bad mood*) dengan melakukan pertobatan dan penyesalan terhadap dosa-dosa yang telah mereka lakukan, kemudian

perayaan dilanjutkan pada hari berikutnya dengan saling berkunjung ke rumah keluarga dan teman-teman mereka sampai pada penyambutan tahun baru yaitu pada hari Yom Kippur (Frieder dan Subrahmanyam, 2002).

Barangkali *negative mood* atau *bad mood* juga terjadi pada seseorang ketika permulaan hari kerja setelah menjalani hari-hari libur dan apalagi libur tersebut dijalani dalam waktu yang cukup panjang. Kelelahan dan keletihan yang dialami seseorang setelah hari libur menjadi penyebab *bad mood*. Seperti hasil temuan penelitian Christie dan Venables (1973) dalam Rystom dan Benson (1989) tentang *mood* seseorang terutama pada hari-hari kerja yaitu *mood* seseorang pada hari Senin setelah libur dua hari Sabtu Minggu dan *mood* seseorang pada hari Jumat yang akan menghadapi libur pada Sabtu Minggu. Cristie dan Venables menemukan bahwa seseorang berada dalam mood yang rendah (*lowest mood*) pada Senin pagi dan seseorang akan berada dalam mood yang tinggi (*highest mood*) pada Jumat sore.

Beberapa penelitian dilakukan dengan menghubungkan mood seseorang dengan aktivitas perdagangan di pasar modal yaitu bagaimana mood seseorang investor dapat berpengaruh terhadap emosional dan persepsi mereka dalam bertransaksi saham di pasar modal. Aktivitas perdagangan investor berupa membeli dan menjual saham dilakukan untuk memperoleh return saham yang positif dan menghindari return saham yang negatif. Di antara penelitian yang berkaitan dengan mood tersebut adalah penelitian tentang pengaruh hari perdagangan atau efek hari Senin dan efek

hari Jumat (*the weekend effect*) (Pearce, 1995) dan penelitian tentang pengaruh hari libur (*holiday effect*) atau efek pra libur (*pre holiday effect*) dan efek pasca libur (*post holiday effect*) (Liano, et.al, 1992 dan Frieder dan Subahmanyam, 2002).

Penelitian yang dilakukan Liano et.al (1992) mencoba menganalisis pengaruh hari libur terhadap return saham dengan memakai return harian dari indeks harga saham harian seperti indeks harga saham pada pasar OTC (NASDAQ). Nasdaq merupakan salah satu indeks harga saham yang terdapat di pasar modal Amerika Serikat. Indeks harga saham merupakan salah satu indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham (Darmaji dan Fakhruddin, 2001) dan merupakan suatu nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja saham yang tercatat di suatu bursa efek (Ang, 1997).

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan pada pasar modal negara maju seperti AS, Inggris dan Jepang ditemukan bahwa terdapat pengaruh hari libur terhadap return saham. Pengaruh hari libur terhadap return saham dijelaskan dari hasil analisis terhadap perolehan return saham pada hari perdagangan sebelum libur atau efek pra libur (*pre holiday effect*) dan perolehan return saham pada hari perdagangan setelah hari libur atau efek pasca libur (*post holiday effect*) (Liano, et.al, 1992 dan Kim dan Park, 1994). Berbagai macam penelitian di berbagai pasar saham dengan metode analisis yang berbeda, menemukan hasil yang sama, bahwa perolehan return saham pada hari perdagangan sebelum libur (*pre holiday effect*) adalah tinggi dan

rata-rata return saham tersebut signifikan berbeda dibandingkan dengan rata-rata return saham yang diperoleh pada hari perdagangan lainnya. Sedangkan rata-rata return saham yang diperoleh pada hari perdagangan setelah libur (*post holiday effect*) terdapat perbedaan temuan penelitian. Liano et al. (1992) dengan memakai metode regresi terhadap *dummy variable* menemukan bahwa rata-rata return saham pada hari perdagangan setelah libur adalah rendah atau negatif dan signifikan berbeda dengan rata-rata return saham yang diperoleh pada hari perdagangan lainnya sehingga didapat hasil bahwa pasca libur berpengaruh terhadap return saham. Sementara Kim dan Park (1994) dengan memakai analisis uji beda rata-rata, menemukan bahwa pasca libur tidak berpengaruh terhadap return saham. Perbedaan hasil penelitian Liano dengan Kim dan Park mungkin disebabkan obyek penelitian yang berbeda bukan karena perbedaan alat analisis yang dipakai. Liano hanya meneliti return saham pada indeks harga saham pada pasar OTC (NASDAQ) sedangkan Kim dan Park menguji pengaruh hari libur terhadap return saham pada indeks harga saham AMEX, NYSE, NASDAQ, S&P 500, indeks FT Inggris dan indeks Nikkei Jepang.

Perolehan return yang signifikan tinggi dan positif pada hari perdagangan sebelum libur disebabkan oleh beberapa faktor seperti faktor psikologi investor baik investor institusi maupun investor individual dalam bertransaksi saham terutama pada saat pasar akan tutup (*closing market effect*) pada hari perdagangan saham sebelum libur. Sebelum pasar ditutup kegiatan transaksi saham meningkat, hal ini ditandai dengan banyaknya

volume perdagangan saham dan aksi permintaan beli (*buy order*). Keim (1989) dalam Ariel (1990) menjelaskan bahwa perolehan return saham yang tinggi pada hari perdagangan sebelum libur mungkin disebabkan oleh perubahan sistematis dari harga yang ditawarkan oleh pembeli (*bid price*) ke harga yang ditawarkan oleh penjual (*ask price*). Alasan tersebut juga didukung oleh Ariel (1990) bahwa perolehan return saham yang tinggi pada hari pra libur disebabkan oleh frekuensi dari transaksi saham terakhir yang tidak seimbang pada harga yang ditawarkan oleh penjual (*ask price*). *Market timing activity* juga bisa menyebabkan perolehan retrun yang positif dari hari (-2) sampai hari (-1), yaitu apabila pada hari (-2) saham yang ditawarkan oleh pembeli (*bid*) lebih banyak dibandingkan saham yang ditawarkan oleh penjual (*ask*) pada hari (-1) sebelum libur. Keputusan investasi investor individu untuk mengambil posisi *short-position*, yaitu menunggu waktu yang tepat bertransaksi saham baik untuk menjual atau membeli saham juga bisa mempengaruhi perolehan return saham yang positif sebelum libur. Tingginya perolehan return pada hari perdagangan sebelum libur ini juga dikarenakan terjadinya penundaan pengumuman informasi buruk (*bad news*) sebelum pasar ditutup menjelang libur, membuat pasar belum bereaksi terhadap berita buruk tersebut sehingga posisi beli pada saat-saat pasar akan tutup menjadi sangat tinggi (Arumugam, 1999).

Perolehan return saham yang negatif pada hari perdagangan setelah libur disebabkan oleh faktor informasi (buruk) yang sudah masuk dan

diserap oleh pasar apabila pengumumannya dilakukan pada saat libur. Faktor lain adalah mood investor. Investor memasuki hari pertama transaksi saham setelah libur dalam kondisi *bad mood*. Apalagi kalau hari pertama transaksi saham tersebut terjadi pada hari Senin sehingga efek hari Senin (*the day of the week effect*) terjadi pada transaksi saham di pasar saham setelah libur (Liano et al., 1992). Pada hari Senin, hasrat investor individual untuk menjual saham lebih tinggi dari pada hasrat investor individual membeli saham. Akibatnya harga saham cenderung rendah pada perdagangan Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Hal ini disebabkan pada hari Jumat investor tidak sempat melakukan penjualan.

Untuk menggambarkan perolehan return saham yang diperoleh pada hari perdagangan sebelum libur dan pada hari perdagangan setelah libur maupun pada hari perdagangan lainnya, berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan di beberapa pasar modal di negara maju, berikut ini Tabel 1.1 memberikan gambaran rata-rata perolehan return saham tersebut:

Tabel 1.1
Rata-rata Return Saham Harian
dari Indeks Harga Saham di Negara Maju

Rata-rata return	AMEX	NYSE	NASDAQ	S&P 500	FT (UK)	NIKKEI
Pra Libur	0,459	0,314	0,383	0,299	0,2228	0,1897
Pasca Libur	0,099	0,022	-0,112	0,0024	-0,1405	0,0711
Hari Lain	0,017	0,035	0,035	0,0194	0,0397	0,0435

Sumber : Kim dan Park, 1994

Berdasarkan Tabel 1.1 di atas bahwa selama periode penelitian, rata-rata return saham yang diperoleh dari indeks harga saham di pasar modal AS pada hari perdagangan pra libur sebesar 30% sampai 46%. Hal ini

mengindikasikan bahwa perolehan return pada hari perdagangan sebelum libur sangat diutamakan oleh investor dibandingkan dengan perolehan return pada hari perdagangan setelah libur atau pada hari perdagangan lainnya. Tetapi rata-rata return saham yang diperoleh dari indeks harga saham harian Nikkei Jepang pada hari perdagangan sebelum libur adalah cukup tinggi sebesar 22% dan sangat rendah sebesar negatif 14% pada hari perdagangan setelah libur dan begitu juga dengan indeks harga saham pada FT Inggris. Pengaruh hari libur terhadap return saham di pasar modal Jepang maupun Inggris bukan karena dipengaruhi oleh pengaruh hari libur yang terjadi di AS (Kim dan Park, 1994).

Penelitian yang dilakukan di pasar modal India, ditemukan bahwa terdapat pengaruh hari libur terhadap return saham pada *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (BSE SENSEX). Sebagaimana tergambar dalam Tabel 1.2, perolehan return pada hari perdagangan pra libur positif dan signifikan berbeda dengan return saham yang diperoleh pada hari perdagangan lainnya. Tetapi terjadi perbedaan dengan temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan di pasar modal AS, bahwa return saham yang diperoleh pada hari perdagangan setelah hari libur di pasar modal India adalah positif (tinggi) dan signifikan berbeda dengan return saham yang diperoleh pada hari perdagangan lainnya (Arumugam, 1999).

Tabel 1.2
Perolehan Rata-rata Return Saham Harian
Di Negara yang Berkembang (India)

Keterangan	Rata-rata return
Return Pra Libur	0,19151
Return Pasca Libur	0,13718
Return Hari Lain	-0,00328

Sumber : Arumugam, 1999

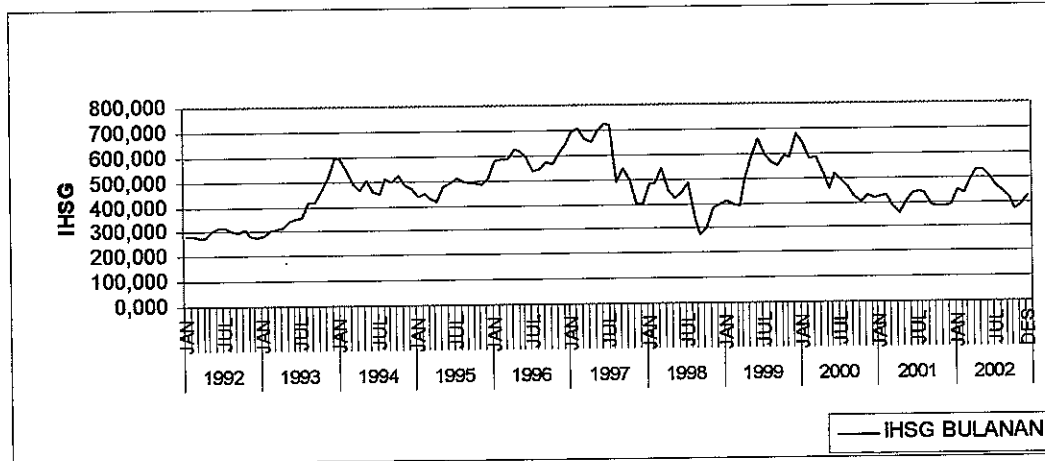
Arumugam menjelaskan bahwa perolehan return positif pada hari perdagangan setelah libur disebabkan oleh faktor psikologi investor India. Faktor yang biasanya menyebabkan perolehan return saham negatif pada hari perdagangan setelah libur yaitu permintaan jual (*sell order*) tinggi yang akhirnya menyebabkan harga saham turun dan return akan diperoleh negatif (rendah) tidak terjadi di India. Walaupun pada hari perdagangan setelah libur informasi buruk telah memasuki pasar, investor India tidak melakukan *sell order*. Hal ini disebabkan antara lain oleh *market imperfection* seperti biaya transaksi dan biaya pajak yang cukup tinggi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor India memfokuskan transaksi saham pada hari perdagangan setelah libur sebagaimana juga pada hari perdagangan sebelum libur sehingga return saham pada hari perdagangan setelah libur pun juga diperoleh tinggi dan signifikan berbeda dengan return saham yang diperoleh pada hari lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa investor India tidak mempunyai pengetahuan dalam membuat keputusan investasi di pasar modal (Arumugam, 1999).

Dibandingkan dengan India, negara Indonesia juga mempunyai karakter yang hampir sama. Kesamaan karakter tersebut terletak pada kesamaan sebagai negara yang berkembang dan dengan pasar modal yang

juga sedang mengalami perkembangan. Pasar modal Indonesia yang memulai transaksi pada tahun 1977 terus mengalami perkembangan seiring dengan perkembangan dalam perekonomian. Perekonomian bangsa Indonesia dalam satu dasa warsa terakhir, mengalami perkembangan yang signifikan. Salah satu indikator perkembangan ekonomi tersebut terlihat pada perkembangan Indeks Harga Saham di pasar modal, seperti di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sebelum terjadi masa krisis ekonomi dan moneter pertengahan tahun 1997, perkembangan Indeks Harga Saham seperti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menunjukkan kenaikan. Hal ini disebabkan kondisi perekonomian bangsa dan perekonomian global mulai bangkit serta diikuti dengan perkembangan teknologi dan regulasi di pasar modal.

Sebagaimana digambarkan dalam Grafik 1.1, bahwa pada tahun 1992 sampai beberapa tahun sebelum pertengahan tahun 1997 terlihat pergerakan IHSG mulai mengalami kenaikan (*bullish*) sampai pada puncak tertinggi pada level 741 bulan Juli 1997. Tetapi pada saat tersebut sudah mulai ada berita bahwa Thailand, Malaysia dan Korea mulai mengalami krisis. Sedangkan di Indonesia, krisis dimulai ketika pemerintah mengambil kebijakan dengan mengeluarkan band dollar menjadi 12% pada tanggal 14 Agustus 1997. Pada saat band tersebut diperbesar, IHSG mengalami penurunan sebesar kurang lebih 31 poin sampai dengan 52 poin. Penurunan yang cukup tajam ini merupakan pertanda ekonomi yang mengalami krisis dan perusahaan-perusahaan mengalami kesulitan (Hermanto dan Manurung, 2002).

Grafik 1.1
Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan
Periode 1992-2002



Sumber : Data sekunder, diolah, 2003

Penurunan IHSG di tahun 1997 sampai pada level 401 diakhir tahun tidak diikuti selanjutnya, karena pada bulan Januari terjadi kenaikan IHSG sampai level 541 pada akhir bulan Maret 1998 dan kelihatan akan terjadi pemulihan ekonomi. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi penguatan IHSG pada tahun 1998 diantaranya adalah langkah reformasi sektor perbankan dengan pembekuan operasi dan mengambil alih manajemen beberapa bank disamping beberapa faktor ekonomi dan politik lainnya. Begitu juga pada tahun 1999 terjadi kenaikan IHSG sebesar 70% dari level 398 diakhir tahun 1998 menjadi 676 pada akhir tahun 1999. Tetapi pada tahun 2000 terjadi penurunan IHSG ke level 435 diakhir tahun 2000 karena beberapa faktor ekonomi dan politik terjadi di negara Indonesia, begitu juga pada tahun 2001, penurunan IHSG sampai pada kisaran stabil 418 dan terus turun sampai akhir tahun karena kondisi ekonomi politik Indonesia dan internasional memanas. Memasuki tahun 2002, bursa mulai bangkit dan

IHSG mengalami kenaikan mencapai puncak 550 walaupun akhirnya juga berfluktuasi pada bulan-bulan pada akhir tahun seiring faktor internal yang masih kuat berpengaruh pada IHSG.

Perubahan harga saham secara keseluruhan yang terkumpul dalam IHSG dipengaruhi oleh beberapa faktor. Selain faktor makro seperti krisis moneter dan ekonomi diatas, pergerakan dan perubahan IHSG dipengaruhi oleh faktor mikro seperti perilaku investor dalam membuat keputusan investasi terutama pada hari perdagangan sebelum dan sesudah libur.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan di pasar modal Indonesia dalam hubungan antara mood investor Indonesia dan return saham, Manurung (2001) menemukan bahwa efek hari perdagangan (*the day of the week effect*) dan efek Januari (*January effect*) tidak terjadi di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 1993-2000. Manurung menjelaskan bahwa return pasar yang negatif dan positif tidak signifikan terjadi pada hari perdagangan selama periode penelitian sehingga return negatif pada hari Senin yang terjadi pada bursa-bursa yang telah maju tidak terjadi di BEJ. Dengan teknik analisis regresi dummy, Manurung juga menemukan bahwa return pasar bulan Januari bukan yang tertinggi tetapi volatilitasnya termasuk tinggi di antara bulan lainnya.

Berdasarkan latar belakang yang dijelaskan di atas, penelitian ini akan menganalisis pengaruh hari libur terhadap return saham untuk kasus pasar modal di Indonesia. Penelitian ini akan menganalisis pengaruh pra libur dan pasca libur terhadap return saham dengan memakai return IHSG atau return

pasar sebagai obyek penelitian dan hari libur yang diteliti adalah hari libur nasional yang resmi berlaku di Indonesia sebanyak 12 hari libur nasional, yaitu Tahun Baru Maschi, Idul Fitri, Wafat Isa, Idul Adha, Kenaikan Isa, Nyepi, Waisak, Kemerdekaan RI, Isra' Mi'raj, Maulid Nabi, Tahun Baru Hijriah, dan Natal. Selanjutnya penelitian ini akan menguji pengaruh hari perdagangan sebagai variabel kontrol terhadap pengaruh pra libur dan pasca libur.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, bahwa terdapat perbedaan hasil penelitian tentang efek pra dan pasca libur yang dilakukan di berbagai pasar modal di dunia. Efek pra libur terjadi pada pasar modal Amerika Serikat, Inggris, dan Jepang (Kim dan Park, 1994) tetapi efek pasca libur hanya terjadi pada pasar OTC (NASDAQ) dengan ditandai perolehan return yang negatif dan signifikan berbeda dengan perolehan return pada hari lainnya (Liano et al, 1992). Sedangkan pada pasar modal negara yang sedang berkembang, efek pra dan pasca hari libur terdapat hasil yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan di pasar modal AS. Di India, Arumugam (1999) menemukan bahwa terdapat pengaruh pra libur terhadap return saham, yaitu perolehan return signifikan positif pada hari perdagangan sebelum libur (*pre holiday effect*) tetapi return saham positif juga diperoleh pada hari perdagangan setelah libur. Hasil penelitian yang dilakukan di India ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan pada pasar modal negara maju. Bahkan ditemukan bahwa pengaruh hari libur terhadap

return saham relatif tidak terjadi untuk pasar modal KLSE, SET, SES, dan SEB (Chan, et.al, 1996). Dengan adanya *research gap* di atas penelitian ini berusaha menelaah pengaruh hari libur terhadap return saham untuk pasar modal Indonesia, yaitu pengaruh hari perdagangan sebelum libur (efek pra libur) dan pengaruh pada hari perdagangan setelah libur (efek pasca libur), dengan return pasar sebagai proksinya sehingga pertanyaan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh hari perdagangan sebelum dan sesudah libur nasional terhadap return pasar.
2. Apakah terdapat pengaruh hari perdagangan sebelum dan sesudah libur nasional terhadap return pasar dengan memakai hari perdagangan sebagai variabel kontrol.

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah, penelitian ini mempunyai tujuan sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh hari perdagangan sebelum dan sesudah libur nasional terhadap return pasar.
2. Menganalisis pengaruh hari perdagangan sebelum dan sesudah libur nasional terhadap return pasar dengan memakai hari perdagangan sebagai variabel kontrol.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan akan berguna dalam memberikan kontribusi bagi pengembangan teori keilmuan terutama dalam bidang pasar modal sebagai bahan pertimbangan para peneliti yang tertarik untuk meneliti kajian yang sama dalam pasar modal. Bagi investor, penelitian ini dapat dijadikan referensi dalam menetapkan keputusan investasi di pasar modal khususnya di Bursa Efek Jakarta.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Pada bab ini akan dijelaskan telaah pustaka berupa teori dasar yang berhubungan dengan topik penelitian dan peninjauan terhadap hasil dari beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang berkaitan dengan pengaruh hari libur terhadap return (pasar) saham. Selanjutnya dikemukakan kerangka pemikiran teoritis serta merumuskan hipotesis-hipotesis penelitian yang akan diuji secara empiris terhadap obyek penelitian yaitu pasar modal Indonesia (BEJ).

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Perilaku Harga Saham

Berdasarkan penelitian Brockman dan Michayluk (1997) dijelaskan bahwa fenomena efek hari libur dalam return saham adalah fenomena dari harga saham. Karena biasanya dalam penelitian tentang pola return dalam saham dihubungkan dengan pendekatan analisis saham yaitu teknikal analisis yang menganalisis saham berdasarkan pergerakan harga dan volume perdagangan.

Harga saham ialah nilai dari suatu saham yang ditentukan oleh kekuatan penawaran jual (*offer*) dan kekuatan penawaran beli (*bid*) akan sesuatu saham pada suatu mekanisme pasar tertentu.

Perilaku harga saham ini berubah-ubah secara drastis baik menaik ataupun menurun yang mana setiap perubahan dapat disebabkan oleh karena dua faktor analisis yaitu faktor analisis fundamental dan faktor analisis teknikal (Suad Husnan, 1989).

2.1.2. Pendekatan Analisis Saham

Investor dalam mengambil suatu keputusan investasi di pasar modal selalu mempertimbangkan tingkat resiko dan perolehan yang diharapkan. Resiko didefinisikan dengan fluktuasi atau ketidakpastian. Walaupun pertumbuhan dari perolehan yang diharapkan, tetapi fluktuasi tajam yang memunculkan resiko tinggi yang selalu diupayakan ditekan.

Analisis saham dibutuhkan untuk menentukan kelas resiko dan perolehan surat berharga sebagai dasar keputusan investasi. Analisis tersebut dilakukan berdasarkan pada sejumlah informasi yang diterima investor, yaitu informasi yang berhubungan dengan suatu jenis saham tertentu. Keputusan investasi akan berbeda apabila keputusan investasi tersebut merupakan hasil investasi yang berbeda dari susunan informasi yang berbeda, selama dengan kondisi yang berbeda dan preferensi yang relevan untuk berbagai investor.

Francis (1988) mengemukakan dua pendekatan dalam penilaian sekuritas, yaitu *fundamental approach* dan *technical approach*.

2.1.2.1. *Fundamental Approach*

Pendekatan fundamental merupakan analisis saham yang mempelajari tentang keuangan mendasar dan fakta ekonomi dari perusahaan sebagai langkah penilaian nilai saham suatu perusahaan. Asumsi yang digunakan adalah nilai suatu saham sangat dipengaruhi oleh kinerja perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Jika prospek suatu perusahaan publik sangat kuat dan baik, maka harga saham perusahaan tersebut diperkirakan akan merefleksikan kekuatan tersebut dan harganya akan meningkat.

Asumsi lainnya yang dipakai untuk analisis fundamental ini adalah:

1. Investor adalah rasional dan berperilaku *risk averse*

Investor tersebut akan mencari saham yang memberikan hasil maksimal apabila resiko yang dihadapi sama besarnya, atau akan mencari saham yang memberikan resiko terkecil apabila yang diperoleh adalah sama.

2. *The Theory of Random Walk*

Berita akan datang secara acak, berita baik secara teoritis akan mengangkat harga saham bersangkutan serta sebaliknya berita jelek akan mendorong harga saham untuk turun.

3. *The Theory of Efficient Market*

Pasar dapat dikatakan efisien apabila berita-berita yang datang secara cepat beredar ke seluruh investor yang ada.

2.1.2.2. *Technical Approach*

Pendekatan teknikal merupakan suatu studi yang dilakukan untuk mempelajari berbagai kekuatan yang berpengaruh di pasar saham dan implikasi yang ditimbulkannya pada harga saham. Analisis teknikal dapat dilakukan untuk saham-saham individual maupun untuk kondisi pasar secara keseluruhan. Analisis teknikal menggunakan grafik (*charts*) maupun beberapa indikator teknis. Informasi tentang harga dan volume perdagangan merupakan alat utama untuk analisis. Pada dasarnya, analisis teknikal saham yang dilakukan dengan menggunakan data historis mengenai perkembangan harga saham dan volume perdagangan saham dalam pola grafik, dan kemudian digunakan sebagai model pengambilan keputusan. *Supply* dan *demand* akan digunakan untuk memprediksi tingkat harga mendatang dan pergerakannya. Asumsi pada pendekatan ini adalah bahwa harga saham merupakan refleksi masa lalu, sehingga model pasar yang pernah terjadi akan berulang. Pendekatan ini dapat diterapkan pada pasar modal yang memiliki efisiensi bentuk lemah.

Asumsi dari pemakai analisis teknikal ini antara lain (New York Institut of Finance, 1989)

1. *Market action discount everything*

Reaksi pasar akan terjadi sesuai dengan kondisi pasar tersebut, dimana apabila tawaran jual (*offer*) lebih banyak dibandingkan tawaran beli (*bid*) maka harga akan bergerak turun. Demikian pula sebaliknya apabila *offer* lebih sedikit dibandingkan dengan *bid* maka harga akan bergerak naik.

2. *Price move in trend*

Harga saham akan bergerak sesuai dengan keadaan pasar, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Apabila suatu harga saham telah bergerak baik naik ataupun turun, maka harga saham tersebut untuk selanjutnya akan mengikuti pola sebelumnya sampai berita atau isu yang terbaru ada.

3. *History repeats itself*

Pergerakan harga saham yang pernah terjadi akan selalu melekat di benak seorang investor dan cenderung untuk menjadi acuan bagi seorang investor untuk mengambil keputusan investasi.

Analisis teknikal pada dasarnya merupakan upaya untuk menentukan kapan akan membeli (masuk ke pasar) atau menjual saham (keluar dari pasar), dengan memanfaatkan indikator-indikator teknis ataupun menggunakan analisis grafis.

Beberapa indikator teknis yang sering dipergunakan adalah *moving average*, *new high and lows*, volume perdagangan dan *short-interest ratio*.

Moving average

Teknik ini cukup banyak dipergunakan baik untuk saham-saham individual maupun kondisi pasar secara keseluruhan. *Moving average* dihitung berdasarkan atas sejumlah hari atau periode tertentu, banyaknya periode yang sering digunakan untuk perhitungan ini adalah 5, 20, dan 100 periode. Pedoman yang dipergunakan adalah bahwa apabila harga saham asli berada di bawah harga *moving average*, dan harga tersebut kemudian naik memotong harga *moving average* dengan volume perdagangan yang cukup tinggi, maka saham tersebut merupakan kandidat untuk dibeli. Sebaliknya apabila harga saham di atas *moving average*, dan harga saham tersebut turun memotong *moving average* dari atas, sebaiknya saham tersebut dijual.

New high and lows

Suatu bursa mungkin melaporkan saham-saham yang mencapai harga tertinggi (atau terendah) selama 52 minggu terakhir. Para analis teknikal menyimpulkan bahwa pasar akan *bullish* apabila sejumlah besar saham mencapai harga tertinggi selama 52

minggu terakhir. Sebaliknya, para analis teknis akan khawatir kalau indeks pasar meningkat tetapi tidak banyak saham yang mencapai harga tertinggi selama beberapa minggu terakhir.

Volume Perdagangan

Volume perdagangan merupakan bagian yang diterima dalam analisis teknikal. Kegiatan perdagangan dalam volume yang sangat tinggi di suatu bursa akan ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik (*bullish*). Peningkatan volume perdagangan dibarengi dengan peningkatan harga merupakan gejala yang makin kuat akan kondisi yang *bullish*.

Short-interest ratio

Short interest untuk suatu saham menunjukkan jumlah saham yang dilakukan *short selling* tetapi belum dilakukan pembelian kembali. *Short-interest ratio* didefinisikan sebagai ratio jumlah saham yang *dishort-selling* dengan rata-rata volume perdagangan harian.

Pemodal melakukan *short selling* dengan harapan bahwa harga saham akan turun di masa yang akan datang. Dengan demikian, nampaknya *ratio short interest* yang besar menunjukkan pengharapan yang cukup besar bahwa harga akan turun. Meskipun demikian para analis teknikal justru menafsirkan hal secara berlawanan. *Rasio short interest* yang tinggi justru

ditafsirkan kondisi akan *bullish* karena berarti akan banyak pemodal yang terpaksa melakukan pembelian untuk menutup *short sellingnya*. Karena itu, semakin besar rasio *short interest* akan ditafsirkan makin besar potensial *demand*.

Technical analysis lain yang terdapat di pasar modal adalah dengan memperhatikan dan mempelajari siklus-siklus yang ada ataupun *market anomaly*.

2.1.3. Pengujian Analisis Teknikal

Dalam menguji akurasi analisis teknikal tersebut ada beberapa hal yang perlu diperhatikan (Suad Husnan, 1998) :

1. *Resiko*. Resiko saham bisa berbeda satu sama lain, dengan demikian suatu strategi investasi yang menanggung resiko lebih tinggi mungkin akan menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Apabila dengan menerapkan teknik analisis teknikal tertentu ternyata memang menghasilkan return yang lebih tinggi, apakah hal tersebut bukan disebabkan karena resiko yang lebih tinggi.
2. *Biaya transaksi*. Dengan teknik analisis teknikal tertentu, mungkin saja mengakibatkan biaya transaksi sangat tinggi karena menyangkut keputusan beli jual yang berkali-kali. Biaya transaksi seperti : komisi pialang, pajak dan biaya kliring. Biaya transaksi tersebut dapat meniadakan keuntungan yang diperoleh karena analisis teknikal yang dipergunakan

3. *Konsistensi*. Apakah hasil analisis akan konsisten untuk periode yang cukup lama, misalnya 5 atau 10 tahun.
4. *Validitas di luar sampel yang dipergunakan*. Apakah teknik analisis terbukti benar pula untuk saham-saham di luar sampel yang dipergunakan untuk merumuskan suatu teknik analisis.

2.1.4. Pentingnya Informasi

Informasi merupakan kunci investasi di pasar modal. Informasi yang dipublikasikan terbagi dua: informasi yang mengandung berita buruk (*bad news*) dan informasi yang mengandung berita baik (*good news*). Reaksi pasar terhadap pengumuman berita buruk adalah dengan aksi penjualan saham sehingga menyebabkan harga saham yang bersangkutan menjadi turun, begitu sebaliknya dengan pengumuman berita baik akan direspon dengan aksi pembelian saham sehingga dapat meningkatkan harga saham. Tetapi kadang terjadi fenomena yang sebaliknya, pada waktu pengumuman berita yang baik ternyata mengakibatkan penurunan harga saham dan saat berita buruk dipublikasikan malah mendongkrak harga saham ke level yang lebih tinggi.

Fenomena tersebut dapat dijelaskan karena investor yang berpartisipasi dalam pasar modal selalu melihat jauh ke depan dan mengantisipasi semua berita maupun kejadian penting yang berhubungan dengan perseroan. Dengan adanya antisipasi dini tersebut, berarti berita baik emiten tersebut telah termasuk komponen

harga pasar yang berlaku. Sehingga pada waktu diumumkan, maka para investor malah menggunakan pengumuman tersebut sebagai langkah untuk merealisasikan penjualan yang harus dilakukan. Para investor yang tidak menyadari dan mengantisipasi dari awal tentang berita tersebut, menanggapi pengumuman tersebut sebagai kesempatan dan memutuskan untuk membeli.

Antisipasi dini atas berita baik emiten yang dilakukan oleh para investor adalah dengan memprediksi berdasarkan analisis atas informasi yang diterima. Sehingga para investor memasang posisi beli jauh sebelum pengumuman tersebut dipublikasikan. Karena adanya antisipasi dini tersebut dengan kekuatan pembelian yang relatif besar, maka meningkatkan harga saham tersebut. Jadi informasi yang mengandung di dalamnya berita baik tersebut sudah ditransformasikan ke dalam komponen harga yaitu dengan adanya kenaikan harga saham.

Pada waktu pengumuman dipublikasikan, maka hal tersebut sesuai dengan antisipasi dan ekspektasi para investor. Dan para investor menggunakan kesempatan tersebut untuk merealisasi keuntungan dengan menjualnya. Pihak pembeli adalah pihak yang tidak mengantisipasi dari awal dan melakukan aksi beli atas pengumuman tersebut. Pada umumnya harga akan turun kalau tidak jatuh. Namun jika hasil yang diumumkan oleh emiten ternyata jauh lebih rendah dari harapan para investor, maka aksi jual akan semakin gencar dan tentunya akan menyebabkan harga anjlok. Jadi jelas bahwa

keuntungan didapatkan melalui aksi pembelian yang dilakukan jauh hari sebelum hari pengumuman, bukan pada hari pengumuman.

2.1.5. Return Saham

Menurut Ang (1997), return saham atau kembalian adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukan. Salah satu komponen return tersebut adalah *capital gain* yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak akan mau untuk melakukan investasi.

2.1.6. Efek Pra Hari Libur (*Pre Holiday Effect*)

Perdagangan saham pada hari perdagangan saham sepekan mungkin diwarnai dengan aksi jual dan beli yang dianggap biasa. Namun, berdasarkan beberapa penelitian yang dilakukan terhadap pasar modal di berbagai negara terutama negara maju, ditemukan bahwa pada hari perdagangan sekitar libur yaitu pada hari perdagangan sebelum dan sesudah libur, aktivitas transaksi tersebut terjadi tidak normal atau disebut juga dengan *holiday effect*.

Lakonishok dan Smidt (p.411: 1988) dalam Liano, et al (1992) mendefenisikan arti *holiday* adalah:

“...a day when trading would normally have occurred but did not”

Menurut Lakonishok dan Smidt (1989) dalam Ariel (1990) menjelaskan bahwa perdagangan saham pada hari perdagangan sekitar libur terjadi tidak normal sebagaimana semestinya.

Perdagangan saham yang tidak normal tersebut dapat dilihat dari perolehan return yang tinggi pada hari perdagangan disekitar hari libur menunjukkan perbedaan yang signifikan dibandingkan dengan perolehan return pada hari perdagangan lainnya. Bahkan perolehan return saham pra libur tersebut mencapai 50% dari rata-rata perolehan return saham selama periode penelitian (Ariel, 1990).

Perolehan return saham yang signifikan tinggi dan positif pada hari perdagangan sebelum libur disebabkan oleh beberapa faktor seperti faktor psikologi investor baik investor institusi maupun investor individual dalam bertransaksi saham terutama pada saat pasar akan tutup (*closing market effect*). Sebelum pasar ditutup kegiatan transaksi saham meningkat, hal ini ditandai dengan banyaknya volume perdagangan saham dan aksi permintaan beli (*buy order*). Keim (1989) dalam Ariel (1990) menjelaskan bahwa perolehan return saham yang tinggi pada hari perdagangan sebelum libur mungkin disebabkan oleh perubahan sistematis dari harga yang ditawarkan oleh pembeli (*bid price*) ke harga yang ditawarkan oleh penjual (*ask price*). Alasan tersebut juga didukung oleh Ariel (1990) bahwa perolehan return

saham yang tinggi pada hari pra libur disebabkan oleh frekuensi dari transaksi saham terakhir yang tidak seimbang pada harga yang ditawarkan oleh penjual (*ask price*).

Lebih lanjut Ariel (1992) menjelaskan bahwa *market timing activity* juga bisa menyebabkan perolehan return yang positif dari hari (-2) sampai hari (-1), yaitu apabila pada hari (-2) saham yang ditawarkan oleh pembeli (*bid*) lebih banyak dibandingkan saham yang ditawarkan oleh penjual (*ask*) pada hari (-1) sebelum libur. Keputusan investasi investor individu untuk mengambil posisi *short-position*, yaitu menunggu waktu yang tepat bertransaksi saham baik untuk menjual atau membeli saham sehingga bisa mempengaruhi perolehan return saham yang positif sebelum libur. Sedangkan menurut Arumugam (1999), perolehan return yang tinggi pada pra libur disebabkan oleh penundaan pengumuman informasi buruk (*bad news*) dari perusahaan sebelum pasar ditutup menjelang libur, sehingga posisi beli pada saat-saat pasar akan tutup sangat tinggi karena pasar belum bereaksi terhadap berita buruk tersebut.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Lakonishok dan Smidt (1989) dalam Ariel (1990), perolehan return yang tinggi terjadi pada hari perdagangan sebelum menghadapi libur panjang Natal dan tahun baru. Karena pada hari perdagangan sebelum libur panjang tersebut mungkin kebanyakan investor (*individual*) suka membeli atau menghindari menjual saham pada hari perdagangan sebelum hari libur

(Ritter's, 1988 ; Haris dan Gurel's, 1986, dalam Ariel, 1990) dan bahkan melakukan aksi *profit taking* dalam bertransaksi saham untuk kebutuhan keuangan menghadapi libur panjang.

2.1.7. Efek Pasca Hari Libur (*Post Holiday Effect*)

Efek pasca hari libur (*post holiday effect*) terjadi pada hari perdagangan setelah libur. Pada hari perdagangan setelah libur return saham diperoleh negatif dan rendah dibandingkan dengan perolehan return pada hari perdagangan lainnya (Liano, et.al, 1992).

Menurut Arumugam (1999), perolehan return saham yang negatif pada hari perdagangan setelah hari libur dan signifikan berbeda dibandingkan dengan hari lain disebabkan oleh faktor informasi (buruk) yang sudah masuk dan diserap oleh pasar apabila pengumumannya dilakukan pada saat libur.

Faktor *mood investor* membawa pengaruh terhadap perolehan return saham pasca libur. Menurut Manurung (2001) biasanya investor memasuki hari pertama transaksi saham setelah libur dalam kondisi *bad mood*. Apalagi kalau hari pertama transaksi saham tersebut terjadi pada hari Senin sehingga efek hari Senin (*the day of the week effect*) terjadi pada transaksi saham (Liano et al., 1992). Pada hari Senin, hasrat investor individual untuk menjual saham lebih tinggi dari pada hasrat investor individual membeli saham. Akibatnya harga saham cenderung rendah sehingga perolehan return pun akan menjadi rendah

atau negatif. Aksi jual saham pada hari Senin disebabkan pada hari Jumat investor tidak sempat melakukan penjualan.

2.1.8. Efek Hari Perdagangan

Efek hari perdagangan merupakan suatu kecenderungan lebih rendahnya perolehan return saham pada hari Senin dibandingkan dengan hari-hari lain dalam satu minggu perdagangan saham di pasar modal (French, 1980; Gibbons dan Hess, 1981 dalam Pearce, 1995).

Rystrom dan Benson (1989) dalam Pearce (1995) menjelaskan alasan terjadinya efek hari perdagangan adalah investor merasa kurang optimis pada hari Senin sehingga lebih cenderung untuk menjual saham mereka pada hari Senin dan dikarenakan tidak adanya perdagangan mulai hari penutupan Jumat sampai dengan pembukaan Senin (*Weekend Effect*) maka aksi menjual saham tersebut terjadi (Rogalski, 1984).

Lakonishok dan Levi (1982) menjelaskan bahwa terjadinya return negatif dikarenakan adanya penundaan antara perdagangan dan penyelesaian (*settlement*) transaksi dalam saham. Oleh karena tidak ada perdagangan dan penyelesaian transaksi pada dua hari di akhir pekan maka investor melakukan tindakan yang dapat memperbaiki kinerjanya. Lakonishok dan Maberly (1990) melaporkan bahwa investor cenderung meningkatkan aktifitas perdagangannya (transaksi jual) pada hari Senin. Hal ini dikarenakan pada Jumat investor tidak

sempat melakukan penjualan. Misalnya, pada hari Jumat investor meningkatkan penjualan dikarenakan adanya libur dua hari berikutnya.

2.1.9. Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Efek Pra dan Pasca Libur.

Untuk mengetahui pengaruh hari perdagangan pra libur dan pasca libur terhadap return saham perlu dilakukan metodologi untuk dapat memisahkan dampak peristiwa efek pra libur dengan faktor lain yang mungkin mempengaruhinya. Metodologi untuk menghindari bercampurnya suatu peristiwa yang diamati dengan peristiwa lain disebut *confounding effect* (Wahyudi, 2003).

Pengukuran dengan metode *confounding effect* tersebut seperti yang dilakukan dalam penelitian Ariel (1990), Liano et.al (1992) ataupun Arumugam (1999) bertujuan untuk mengetahui perolehan return saham pada hari perdagangan sebelum libur bukan dipengaruhi oleh faktor lain. Karena metode pengukuran return saham dengan berpedoman jangka waktu pendek yaitu pada hari perdagangan sehari sebelum atau sesudah libur dilakukan dengan pertimbangan untuk menetralkan return saham yang berasal dari faktor lain selain faktor hari libur. Salah satu metodologi untuk menghindari bercampurnya peristiwa efek pra dan pasca libur yang dilakukan adalah dengan memakai beberapa variabel kontrol diantaranya adalah variabel kontrol hari perdagangan (Ariel, 1990; Liano, et.al, 1992, Kim dan Park, 1994 dan Arumugam, 1999).

Berdasarkan pada penelitian yang dilakukan Ariel (1990) dan Pettingill (1989) didapat hasil bahwa perolehan return saham yang tinggi pada hari perdagangan sebelum libur (efek pra libur) bukan disebabkan oleh efek hari perdagangan, atau pun efek lainnya. Ariel (1990) menjelaskan bahwa perolehan return saham yang tinggi disebabkan oleh perilaku investor yang melakukan aksi *profit taking* mengantisipasi libur dimana tidak terjadi perdagangan saham (efek penutupan pasar). Sehingga aksi permintaan beli sangat banyak dibandingkan aksi permintaan jual sebelum perdagangan saham ditutup pada sehari sebelum libur. Hal tersebut juga didukung dengan hasil penelitian Liano et.al (1992) dan Arumugam (1999). Arumugam (1999) menjelaskan banyaknya aksi jual beli pada hari perdagangan sebelum libur disebabkan oleh adanya *market imperfection* seperti karena tingginya biaya transaksi.

Sedangkan penyebab terjadinya efek pasca libur, Liano, et.al (1992) menjelaskan bahwa perolehan return saham yang rendah pada hari perdagangan pasca libur disebabkan oleh efek hari perdagangan. Perolehan return saham negatif pada hari perdagangan pasca libur dipengaruhi oleh hari perdagangan Senin (*Monday effect*). Karena hari pertama perdagangan saham setelah libur dalam penelitian Liano et.al (1992) kebanyakan terjadi pada hari Senin. Sehingga efek hari Senin sangat kuat mempengaruhi perolehan return saham pada hari perdagangan pasca libur.

2.2 Penelitian Terdahulu

Ariel (1990) meneliti pengaruh hari perdagangan sebelum libur terhadap return saham. Data diperoleh dari *Center for Research in Security Price (CRSP)* yaitu *value weighted indeces* dan *equally weighted indeces* untuk 19 tahun periode penelitian dari 1963 sampai dengan 1982. Dalam penelitian tersebut, Ariel menemukan bahwa rata-rata return saham pada hari perdagangan sebelum libur sangat tinggi yaitu 50 % dan secara statistik signifikan berbeda dengan return *non-holiday*. Perolehan return saham yang tinggi pada hari perdagangan pra libur tersebut disebabkan efek penutupan pasar (*market closed effect*). Karena perolehan return saham yang positif mulai terjadi pada pasar akan tutup dimana banyak terjadi aksi *short selling* yang dilakukan oleh investor yaitu menunggu saat tepat untuk memperoleh keuntungan (*market timing activity*). Hal itu terlihat pada hari dua hari sampai sehari sebelum libur pada hari (-2), saham yang ditawarkan oleh pembeli (*bid*) lebih banyak dibandingkan saham yang ditawarkan oleh penjual (*ask*) pada hari (-1). Perolehan return saham yang tinggi pada hari perdagangan pra libur tersebut tidak dipengaruhi oleh efek lain. Dengan variabel kontrol efek hari perdagangan dan efek pergantian tahun perolehan return saham pada hari perdagangan pra libur tetap signifikan tinggi.

Liano, et.al (1992) menguji pengaruh hari libur terhadap return indeks di pasar *Over the Counter (OTC)* periode 1973-1989 yaitu *value-weighted (VWID)* dan *the equally weighted (EWID) return indices*. Liano et.al melakukan pengujian pengaruh hari libur dengan teknik regresi untuk

mengetahui efek pra libur (*pre holiday*) dan efek pasca libur (*post holiday*). Untuk menguji efek pra libur di pasar OTC, Liano et.al menggunakan model regresi dimana return indeks harian (dalam persen) diregres terhadap variabel dummy *pre holiday*. Intersep (atau konstanta) dalam persamaan regresi merupakan rata-rata return pada hari-hari perdagangan biasa, dan konstanta yang positif menunjukkan rata-rata return pada hari-hari perdagangan biasa lebih besar dari nol. Koefisien dari variabel dummy *pre holiday* merupakan return yang diperoleh pada pra libur. Koefisien yang positif dari variabel dummy *pre holiday* menunjukkan bahwa return pra libur lebih besar dari pada return pada hari perdagangan biasa dan nilai t hitung yang signifikan menunjukkan bahwa terjadi efek pra libur di pasar OTC sebagaimana terlihat dalam Tabel 2.1 di halaman Lampiran. Untuk menguji efek pasca libur (*post holiday*) di pasar OTC, dilakukan teknik regresi yang sama dengan model regresi untuk variabel dummy *pre holiday*. Selanjutnya, dengan pengujian terhadap efek-efek yang lain, Liano et.al menemukan bahwa return yang tinggi pada hari perdagangan sebelum hari libur bukan karena pengaruh yang kuat dari efek dalam return saham seperti efek pergantian tahun (*turn of the year effect*), efek bulan perdagangan (*month of the year effect*), dan efek hari perdagangan (*day of the week effect*). Liano et.al melakukan pengujian dengan memakai efek pergantian tahun, efek bulan perdagangan, dan efek hari perdagangan sebagai variabel kontrol terhadap efek pra dan pasca hari libur menghasilkan tidak terdapat pengaruh dari efek bulan perdagangan atau efek pergantian tahun maupun efek hari

perdagangan terhadap efek pra libur. Namun efek hari perdagangan berpengaruh signifikan terhadap efek pasca libur.

Kim dan Park (1994) menemukan bahwa efek hari libur terjadi pada pasar modal Amerika Serikat seperti : NYSE, AMEX, NASDAQ, S&P 500 dan pasar modal di Inggris dan Jepang periode 1963-1986. Pengujian yang dilakukan adalah uji beda rata-rata return saham pada hari perdagangan sebelum hari libur, sesudah hari libur dengan hari perdagangan lainnya. Efek hari perdagangan dan efek Januari dipakai sebagai variabel kontrol terhadap efek pra libur. Dari hasil pengujian tersebut didapati bahwa kuatnya pengaruh pra libur terhadap return saham bukan karena dipengaruhi oleh efek hari perdagangan maupun efek Januari. Kemudian hasil penelitian menemukan bahwa efek hari libur terjadi pada saham perusahaan berskala kecil dan besar dengan melihat hubungan yang terjadi antara *variabel pre-holiday, post holiday, dan ordinary day* dengan kelompok saham yang dibagi kedalam beberapa ukuran *decile portfolio*.

Chan, Khanthavit, dan Thomas (1996) menguji pola musiman dalam return saham musiman mempergunakan return harian *Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE), Stock Exchange Bombay (SEB), Stock Exchange of Singapore (SES), dan Stock Exchange of Thailand (SET)*. Penelitian ini menghasilkan bahwa terdapat efek hari perdagangan pada keempat pasar modal tersebut. Efek bulan perdagangan hanya terjadi pada KLSE, SES tidak pada SET dan SEB. Efek Tahun Baru Cina terbukti kuat pada SES dan KLSE, sedangkan pada SET terjadi pada saham berukuran kecil. Penelitian

ini juga menemukan bahwa terjadi efek Tahun Baru Islam di KLSE dan SES dan efek hari libur Waisak di SET tetapi Efek Idul Fitri di KLSE maupun di SES tidak terjadi. Di India hanya terdapat pengaruh hari libur yang lemah terhadap return saham. Secara umum penelitian mereka mengindikasikan bahwa hari libur kultural memberikan bukti efek yang kuat daripada hari libur kenegaraan sehingga dapat disimpulkan bahwa kultural atau budaya berpengaruh terhadap harga suatu saham.

Brockman (1997) menganalisis fenomena efek hari libur dalam pasar NYSE, AMEX, dan NASDAQ. Apakah efek hari libur merupakan fenomena harga saham atau ukuran perusahaan. Data penelitian menggunakan indeks NYSE, AMEX periode 1963-1994 dan NASDAQ periode 1973-1994. Dengan memakai klasifikasi dari *Center for Research in Security Prices (CRSP)*, semua saham yang diperdagangkan dalam indeks ini dirangking menurut perubahan kenaikan menjadi lima kelompok ukuran perusahaan dari terkecil sampai terbesar (S1, S2, S3, S4, dan S5), dan dirangking menurut lima kelompok harga saham dari terendah sampai tertinggi (P1, P2, P3, P4, dan P5). Penelitian tersebut menghasilkan bahwa return saham dengan harga yang murah signifikan memperoleh return yang tinggi pada hari perdagangan sebelum hari libur. Sedangkan return yang rendah pada hari perdagangan setelah hari libur terjadi pada saham yang mempunyai harga murah dan perusahaan berukuran kecil.

Arumugam (1999) menguji perilaku return saham pada hari perdagangan saham sekitar hari libur seperti sebelum hari libur dan setelah

hari libur serta hari-hari perdagangan lainnya yang berlaku di India. Data return saham diperoleh berdasarkan pada harga penutupan *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (BSE-SENSEX) dari 4 April 1979 sampai dengan 31 Maret 1997. Data tersebut diuji dalam beberapa periode, antara lain 1979-1985, 1985-1991 dan 1991-1997 (sebagaimana tergambar dalam Tabel 2.2). Periode pertama 1979-1985 adalah periode sebelum liberalisasi pasar modal India. Pada periode ini, penelitian menghasilkan bahwa tidak terdapat efek hari libur kecuali terdapat efek pasca libur. Periode kedua 1985-1991 adalah periode dilaksanakan liberalisasi ekonomi. Dalam periode ini pengaruh hari libur (efek pra dan pasca libur) tidak terjadi dalam return saham. Periode ketiga 1991-1997 adalah periode reformasi ekonomi. Periode ini hanya terdapat efek pra libur. Pengujian dilakukan dengan memakai teknik analisis regresi variabel dummy *preholiday*, *post holiday* dan *rest of day* Dibandingkan dengan return hari lainnya, return saham signifikan tinggi diperoleh pada hari perdagangan sebelum hari libur hanya pada tahun 1991-1997. Arumugam menjelaskan bahwa perolehan return yang positif pada pra dan pasca libur di pasar modal India menunjukkan bahwa investor India memfokuskan keputusan investasi mereka pada hari perdagangan sebelum libur dan sesudahnya. Pada hari perdagangan setelah libur, aksi beli dilakukan sama banyaknya dengan yang dilakukan pada hari perdagangan sebelum libur sehingga return signifikan positif juga terjadi pada hari pasca libur. Lebih lanjut Arumugam menduga bahwa perolehan

return positif pasca libur mungkin disebabkan *market imperfection* seperti dikarenakan biaya transaksi yang tinggi di India.

Ahmad dan Hussain (2001) menguji perilaku musiman dari return saham pasar modal Malaysia, Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) yang merupakan salah satu *emerging market* di Asia Tenggara periode 1986-1996. Dengan teknik regresi dari pengaruh variabel dummy bulan perdagangan terhadap return saham, menghasilkan bahwa return saham yang tinggi diperoleh pada bulan Januari dan bulan Februari. Tingginya return pada bulan Februari mengindikasikan terdapat pengaruh hari libur China terhadap return saham di KLSE.

Frieder dan Subrahmanyam (2002) menguji pengaruh hari libur agama Yahudi terhadap return dan volume perdagangan saham di pasar modal Amerika Serikat. Hari libur yang diteliti adalah hari libur Rosh Hashanah dan Yom Kippur serta Chanukah. Rosh Hashanah merupakan tahun baru Yahudi dan hari dimana Tuhan menciptakan dunia. Yom Kippur merupakan hari pertobatan sebelum memasuki tahun baru, sedangkan Chanukah merupakan festival pada malam hari selama delapan hari dimana orang-orang Yahudi saling membagikan hadiah dan mengunjungi kerabat dan teman. Penelitian Frieder dan Subrahmanyam mempergunakan return saham harian S&P periode Juli 1962-Desember 2000. Dengan pengujian t-test dari variabel hari perdagangan sekitar libur dengan return hari perdagangan lainnya, hasil penelitian memperlihatkan bahwa return saham signifikan positif disekitar hari raya Rosh Hashanah dan signifikan negatif disekitar

Yom Kippur, sehingga jelas bahwa hari libur agama Yahudi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal Amerika Serikat.

Dari pembahasan beberapa penelitian di atas, maka terlihat perbedaan dan persamaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian terdahulu yang telah dijelaskan di atas.

2.2.1. Perbedaan Penelitian.

Pada penelitian terdahulu, dilakukan pengujian pengaruh hari libur terhadap return saham. Liano et.al (1992) menggunakan model regresi variabel dummy pra dan pasca libur terhadap return indeks harian di pasar OTC dan menggunakan efek hari perdagangan, efek bulan perdagangan dan efek pergantian tahun sebagai variabel kontrol untuk mengetahui apakah efek-efek tersebut yang mempengaruhi efek pra dan pasca libur di pasar OTC. Sedangkan Kim dan Park (1994), Ariel (1990) menggunakan uji beda rata-rata dari return indeks AMEX, NYSE, NASDAQ dan S&P untuk mengetahui perolehan return di sekitar hari libur serta regresi variabel dummy efek hari perdagangan, efek pergantian tahun dan efek ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol untuk mengetahui pengaruh efek-efek tersebut terhadap perolehan return positif pada hari perdagangan sebelum libur.

Pada penelitian ini meneliti pengaruh hari libur terhadap return pasar yaitu return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan periode penelitian 11 tahun dari tahun 1992-2002 dan hanya menggunakan variabel dummy efek hari perdagangan sebagai variabel

kontrol untuk mengetahui pengaruhnya terhadap efek pra dan pasca libur.

Alasan menggunakan hari perdagangan sebagai variabel kontrol karena dalam penelitian tentang efek perdagangan saham, Manurung (2001) menemukan bahwa efek hari perdagangan dan efek Januari tidak terbukti terjadi di BEJ

2.2.2. Persamaan Penelitian

Penelitian ini memakai variabel-variabel penelitian yang sama dengan apa yang direkomendasikan oleh penelitian sebelumnya. Sebagaimana variabel dependent yang dipakai oleh peneliti sebelumnya yaitu return harian indeks yang ada di pasar modal Amerika Serikat seperti : AMEX, NYSE, NASDAQ, maupun S&P 500, penelitian ini memakai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) untuk menghitung return indeks atau return pasar sebagai variabel dependent. Kemudian untuk variabel independent adalah variabel dummy pra hari libur nasional dan pasca hari libur nasional. Untuk mengetahui terdapatnya pengaruh efek hari perdagangan terhadap efek pra hari libur dan pasca hari libur, variabel dummy hari perdagangan dipakai sebagai variabel kontrol. Pemakaian teknik analisis regresi dengan variabel dummy yang didalam variabel independennya adalah variabel kualitatif sebenarnya model tersebut disebut model *analysis of variance* (ANOVA), karena dengan penggunaan teknik ini akan diketahui perbedaan signifikan antara kategori yang dipakai sekaligus

mengetahui pengaruh suatu variabel dummy terhadap variabel dependennya (Gujarati, 1990).

Adapun ringkasan temuan penelitian terdahulu sebagaimana tergambar dalam Tabel 2.3 sebagai berikut:

Tabel 2.3
Ringkasan Temuan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti (th)	Judul dan Tujuan Penelitian	Variabel dan Periode Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
1	Ariel (1990)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : <i>High Stock Returns before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes</i> - Tujuan: Mengetahui pola return saham sekitar pra libur. 	Rata-rata return pra libur dan hari lain dengan variabel kontrol <i>weekend</i> , <i>January</i> dan <i>Small Firm Effect</i> terhadap return harian indeks Equally Weighted dan Value Weighted CRSP. Periode penelitian: 19 tahun.	Uji beda rata-rata (t-test)	Return pra libur diperoleh sangat tinggi dan signifikan berbeda dengan hari lainnya. return tinggi tersebut bukan disebabkan oleh efek Januari, akhir pekan atau efek small firm.
2	Liano, Marchand dan Huang (1992)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : <i>"The Holiday effect in Stock returns : Evidence from the OTC Market"</i> - Tujuan : Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan return harian sebelum, sesudah hari libur dengan return hari lainnya dan Untuk mengetahui apakah efek hari perdagangan, efek bulan 	Variabel Dummy Pra, Pasca Libur dan dengan variabel kontrol hari perdagangan, pergantian tahun, dan bulan perdagangan terhadap return harian indeks OTC. Periode Penelitian : 16 tahun	regresi dan uji t-test	Return pra libur diperoleh tinggi dan signifikan berbeda dengan perolehan return pada hari lainnya. Return pasca libur diperoleh rendah dan signifikan berbeda dengan perolehan return pada hari lainnya. dianantara variabel kontrol hanya efek

		perdagangan, dan efek pergantian tahun berpengaruh pada efek libur.			hari perdagangan yang berpengaruh pada pasca libur sedangkan bulan perdagangan dan pergantian tahun tidak berpengaruh.
3	Kim dan Park (1994)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : <i>"Holiday Effect and Stock Returns : Future Evidence"</i> - Tujuan : untuk mengetahui pola return saham pada hari perdagangan sebelum hari libur pada pasar modal Amerika Serikat : NYSE, AMEX, dan NASDAQ. Dan mengetahui hubungan antar pola return saham pada hari perdagangan sebelum hari libur di pasar modal Inggris dan Jepang dan pasar modal Amerika Serikat dan menguji hubungan antara efek hari libur dengan ukuran perusahaan dan efek Januari dan efek akhir pekan. 	<p>Rata-rata pada pra, pasca libur dan pada hari lainnya dengan return harian indeks NYSE, AMEX, NASDAQ, FT, dan NIKKEI.</p> <p>Periode Penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> - 23 th untuk pasar AS - 15 th untuk pasar Jepang dan Inggris 	Uji beda rata-rata (t-test)	<p>Return yang tinggi pada pra libur dan signifikan berbeda dengan return hari lainnya.</p> <p>Return pasca libur positif pada NYSE dan AMEX dan NIKKEI. Pada Indeks FT dan NASDAQ return rendah dan negatif. Efek hari libur di Inggris dan Jepang tidak dipengaruhi oleh hari libur yang ada di Amerika Serikat.</p>
4	Brockman dan Michayluk (1997)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : <i>"The Holiday Anomaly: an Investigation on Firm Size versus Share"</i> 	<p>Variable independent:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ukuran perusahaan 	Regressi dan korelasi	Menemukan bahwa return saham efek hari libur merupakan

		<p><i>Price Effect</i>"</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tujuan : untuk menguji fenomena pada efek hari libur apakah merupakan fenomena harga saham atau ukuran perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> - Harga saham. <p>Variable dependent : return indeks NYSE dan AMEX.</p> <p>Periode Penelitian : 21 tahun</p>		fenomena harga saham bukan fenomena dari ukuran perusahaan.
5	Arumugham (1999)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : "<i>Focus on High Stock Returns before Holidays New Evidence from India</i>" - Tujuan : untuk menguji perilaku return saham sekitar hari libur. 	<p>Variabel dummy pra, pasca, dengan variabel kontrol hari perdagangan terhadap return harian indeks BSE-SESEX.</p> <p>Periode Penelitian : 18 tahun</p>	regresi	Terdapat pengaruh hari libur di pasar modal India pada periode tahun 1979-1985, 1985-1991 dan 1991-1997, tetapi terdapat perbedaan bahwa pengaruh hari setelah hari libur tahun 1985-1991 tidak terjadi.
6	Chan, Khanthavit, dan Thomas (1996)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : "<i>Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Market</i>" - Tujuan : untuk menguji pola musiman return saham harian: hari perdagangan, dan efek hari libur di berbagai pasar modal Asia : India (SEB), Singapura (SES), Malaysia (KLSE), dan Thailand (SET) 	<p>Variabel independent :</p> <ul style="list-style-type: none"> - return sebelum hari libur - return saham sesudah libur - return saham hari biasa - return saham pada hari-hari perdagangan - return saham bulan perdagangan. <p>Periode penelitian : 18 th (KLSE); 13 th (SEB); 23 th (SES)</p>	t-test dan regresi	Terdapat pengaruh hari libur terhadap return saham terutama pada hari libur tahun baru China di Singapura, Malaysia; pengaruh hari libur agama Budha di Thailand; pengaruh hari libur agama Hindu di India, dan pengaruh hari libur tahun baru Hijriah di Malaysia dan

			dan 16 th (SET).		Singapura tetapi tidak ada pengaruh hari libur Idul Fitri.
7	Ahmad dan Hussain (2001)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : <i>"KLSE Long Run Overreaction and the Chinese New Year Effect"</i> - Tujuan : untuk menguji perilaku return saham pasar modal Malaysia (KLSE) yaitu menguji efek bulan perdagangan 	<ul style="list-style-type: none"> - Variable independent: bulan perdagangan. - Variabel dependent : return saham KLSE. <p>Periode Penelitian : 10 tahun</p>	t-test dan regresi	Terdapat perbedaan signifikan return saham pada bulan Januari dan Februari dibandingkan dengan return pada bulan lainnya. Hasil ini mengindikasikan adanya efek hari libur tahun baru China pada bulan Februari di indeks KLSE.
8	Frieder dan Subrahmanyam (2002)	<ul style="list-style-type: none"> - Judul : <i>"Non-Secular Regularities in Stock Returns : The Impact of the High Holy Days on the US Equity Market"</i> - Tujuan : untuk menguji pengaruh hari raya agama Yahudi : Rosh Hashana dan Yom Kippur pada pasar modal Amerika Serikat. 	<p>Variabel independent :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Return pada hari raya Rosh Hashana - Return pada hari raya Yom Kippur. - Return pada hari raya Chanukah <p>Variable dependent : return saham dan Volume Saham indek S&P 500</p> <p>Periode penelitian : 38 tahun</p>	t-test dan regresi dengan variabel dummy	Menemukan bahwa perbedaan signifikan pada return saham di sekitar hari libur agama Yahudi di indeks NYSE, S&P, AMEX, dan NASDAQ.

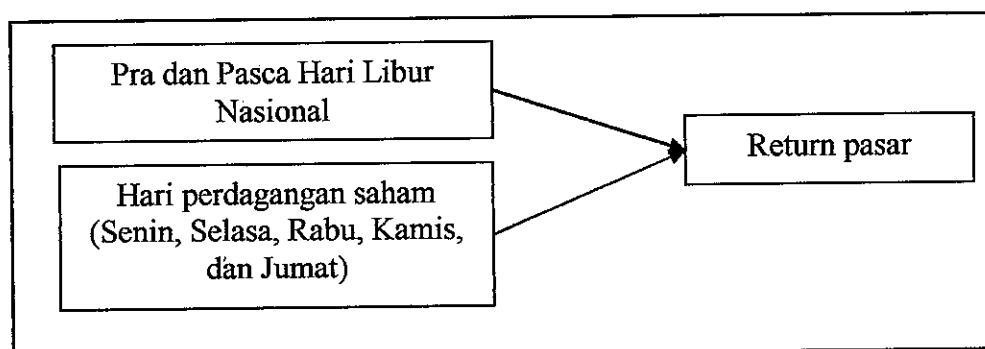
Sumber : Untuk dikembangkan dalam penelitian ini.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu yang menjelaskan adanya pengaruh hari libur berupa pengaruh hari pra libur dan pasca libur terhadap return saham dan terdapatnya perbedaan yang signifikan antara return saham pada hari perdagangan sebelum hari libur, return saham pada hari perdagangan sesudah hari libur dengan return saham yang diperoleh pada hari-hari lainnya pada periode penelitian (Ariel, 1990; Kim dan Park, 1994 dan Liano et.al., 1992). Maka variabel dependent yang dipakai dalam penelitian ini adalah Return Pasar Harian dan variabel independennya merupakan variabel dummy dari return pasar pra hari libur nasional, return pasar pasca libur nasional dan return pasar pada hari perdagangan lainnya. Masing-masing variabel independent tersebut akan dianalisis pengaruhnya terhadap return pasar. Maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1

Pengaruh Hari Libur Nasional dan Hari Perdagangan terhadap Return pasar



Sumber : Beberapa penelitian, dikembangkan untuk penelitian.

Berdasarkan Kerangka pemikiran teoritis yang digambarkan pada gambar di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H1 : Terdapat pengaruh signifikan hari perdagangan sebelum dan sesudah libur nasional terhadap return pasar.

H2 : Terdapat pengaruh signifikan hari perdagangan sebelum dan sesudah hari libur nasional terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari perdagangan.

2.4 Defenisi Operasional Variabel

Untuk dapat memahami variabel-variabel yang dipakai dalam penelitian ini, berikut ini akan dijelaskan defenisi dan operasional variabel-variabel tersebut:

2.4.1. Pra Libur

Pra libur merupakan return pasar yang diperoleh pada hari perdagangan sebelum libur nasional. Hari perdagangan saham yang dimaksud adalah satu hari perdagangan sebelum libur.

Variabel pra libur merupakan variabel dummy dengan memakai kategori 1 untuk pra libur dan 0 untuk hari lain.

2.4.2. Pasca Libur

Pasca libur merupakan return pasar yang diperoleh pada hari perdagangan setelah hari libur nasional. Hari perdagangan saham yang dimaksud adalah satu hari perdagangan setelah libur.

Variabel pasca libur merupakan variabel dummy dengan memakai kategori 1 untuk pasca libur dan 0 untuk hari lain.

Untuk menjelaskan hari-hari libur yang dipakai dalam penelitian ini berikut ini akan dijelaskan beberapa pengertian hari libur nasional yang resmi berlaku secara nasional di Indonesia.

Hari Raya Idul Fitri

Hari raya Idul Fitri adalah hari libur agama Islam yang resmi berlaku di kalender Indonesia. Idul Fitri merupakan hari raya, kembali kepada kesucian yang diyakini oleh umat Islam sebagai hari kembali pada kesucian setelah satu bulan melaksanakan puasa bulan Ramadhan. Hari raya ini jatuh pada tanggal 1 Syawal bulan kesembilan di tahun Hijriah.

Hari Raya Idul Adha

Hari raya Idul Adha adalah hari raya agama Islam yang jatuh pada tanggal 10 Dzulhijjah, bulan kedua belas di tahun Hijriah. Sebagai mana dijelaskan di atas tanggal hijriah disesuaikan dengan kalender masehi. Idul Adha sebagai hari raya dimana umat Islam melaksanakan salat sunat Idul Adha bersama-sama dan melaksanakan penyembelihan binatang ternak (kurban) yang dibagikan kepada orang yang tidak mampu (fakir dan miskin) sebagai salah satu aplikasi keimanan dan hubungan sosial seorang muslim.

Tahun Baru Hijriah

Tahun Baru Hijriah adalah peringatan tahun baru pada bulan Muharram, bulan pertama di kalender Hijriah. Tahun ini ditetapkan berdasarkan sejarah awal pindahnya (*hijriyah*) Nabi Muhammad SAW dari kota Makkah ke kota Madinah di Negara Arab Saudi Sekarang. Dalam kalender Indonesia, hari tahun baru hijriah ditetapkan satu hari libur.

Maulid (Kelahiran) Nabi Muhammad SAW

Maulid (kelahiran) Nabi Muhammad SAW jatuh pada tanggal 12 Rabi'ul Awal, bulan ketiga di kalender Hijriah. Hari libur ini resmi ditetapkan sebagai satu hari libur nasional.

Isra' Mi'raj Nabi Muhammad SAW

Isra' Mi'raj adalah perjalanan Nabi Muhammad pada malam hari yang jatuh pada tanggal 27 Rajab, bulan ketujuh pada kalender hijriah. Dalam sejarah riwayat hidup Nabi, perjalanan Isra' Mi'raj merupakan peristiwa perjalanan nabi Muhammad untuk memperoleh perintah salat wajib lima kali semalam. Dalam bahasa Arab, Isra' artinya perjalanan malam hari. Isra' diartikan sebagai perjalanan nabi dari Masjid Haram di Makkah (Arab Saudi) ke Masjid al-Aqsa (Palestina). Sedangkan Mi'raj artinya naik, maksudnya adalah nabi dari Masjid al-Aqsa ke langit (*Sidratul Muntaha*) dan akhirnya mendapatkan perintah salat lima waktu.

Hari Raya Natal

Hari raya ini jatuh pada tanggal 25 Desember disetiap tahun Masehi. Hari raya Natal adalah hari yang diyakini oleh agama Kristen sebagai hari kelahiran Nabi Isa AS yang dijadikan sebagai hari libur nasional di kalender Indonesia. Pengukuran variabel dilakukan seperti pengukuran variabel Idul Fitri.

Wafat Isa Al-Masih

Wafat Isa al-Masih (*Good Friday*) yang jatuh pada hari Jumat, biasanya beberapa bulan setelah tahun baru masehi. *Good Friday* diyakini oleh agama Kristen sebagai hari dimana Nabi Isa Wafat di tiang salib.

Kenaikan Isa Al-Masih

Kenaikan Isa al-Masih (*Ascension of Jesus*) adalah hari dimana Yesus (Nabi Isa) naik ke langit setelah bangkit dari kematian. Diyakini oleh umat Kristiani sebagai hari naiknya Jesus (Isa) ke surga.

Hari Raya Nyepi

Hari raya Nyepi adalah hari raya agama Hindu Bali, merupakan awal tahun baru di kalender agama Hindu Bali, yaitu tahun Saka. Dalam kalender Indonesia, hari raya Nyepi dijadikan sebagai hari libur nasional yang jatuhnya disesuaikan dengan kalender Masehi yang dipakai di Indonesia.

Hari Libur Agama Budha: Hari Raya Waisak

Hari Raya Waisak sebagai hari raya agama Budha adalah hari kelahiran pembawa agama Budha Sidharta Gauthama. Hari raya ini dijadikan sebagai hari libur nasional dalam kalender Indonesia.

Hari Libur Umum Nasional Lainnya

Hari libur umum nasional lainnya adalah hari libur Tahun Baru Masehi yang terjadi setiap tanggal 1 Januari dan hari Ulang Tahun Kemerdekaan RI setiap tanggal 17 Agustus.

2.4.3. Return pasar

Return Pasar merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh pasar. Di antara indeks pasar tersebut adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Adapun pengukuran variabel dependent, return pasar harian saham dihitung berdasarkan persentase IHSG pada saat penutupan kemarin ($IHSG_{t-1}$) terhadap perubahan IHSG hari ini ($IHSG_t$).

$$\text{Rumus : } R_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan : R_t = Return pasar harian
 $IHSG_t$ = IHSG hari ke-t
 $IHSG_{t-1}$ = IHSG hari ke t-1

2.4.4. Hari Perdagangan

Hari perdagangan dijadikan sebagai variabel dummy dalam penelitian ini adalah hari perdagangan saham sepekan yaitu Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat.

Variabel dummy untuk hari perdagangan Senin dengan memakai kategori 1 untuk hari Senin dan 0 untuk hari lainnya, begitu juga dengan variabel dummy untuk hari Selasa, Rabu, Kamis dan Jumat.

Berikut ini disajikan ringkasan variabel dan pengukurannya yang tergambar dalam Tabel 2.4

Tabel 2.4
Ringkasan Variabel dan Pengukurannya

No	Variabel	Defenisi	Pengukuran / Rumus	Skala
1.	Return pasar	Return pasar (IHSG)	$Rmt = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	Rasio
2.	Pra Libur Nasional	Return pasar pada hari perdagangan sebelum hari libur nasional	Variabel dummy, 1 = return pasar pada pra hari libur nasional, 0 = hari perdagangan lainnya	Nominal
3.	Pasca Libur Nasional	Return pasar pada hari perdagangan setelah hari libur nasional	Variabel dummy, 1 = return pasar pasca hari libur nasional, 0 = hari perdagangan lainnya	Nominal
4.	Hari perdagangan Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat	Return pasar pada hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, atau Jumat	Variabel dummy, 1 = return pada hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, atau Jumat, 0 = hari perdagangan lainnya	Nominal

Sumber : Untuk dikembangkan dalam penelitian ini.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara. Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan. (Indriantoro dan Supomo, 1999).

Sumber data penelitian merupakan faktor penting yang menjadi pertimbangan dalam penentuan metode pengumpulan data. Data yang dipakai dalam penelitian berupa Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari tahun Januari 1992 sampai dengan Desember 2002 yang diperoleh dari *JSX Statistic*, *JSX Fact Book*, dan Daftar Kurs Efek yang dikeluarkan Divisi Riset Pengembangan BEJ, dan data tersebut juga diperoleh dari Harian Bisnis Indoensia untuk IHSG periode Juli 2002- Desember 2002.

Menurut klasifikasi pengumpulannya, jenis data penelitian adalah data *time series*, yaitu data yang dikumpulkan dari beberapa tahapan waktu (kronologis).

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi merupakan sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu, sedangkan sampel merupakan bagian dari populasi (Indriantoro dan Supomo, 1999). Populasi dalam penelitian ini merupakan Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) harian yang resmi dikeluarkan oleh BEJ. Sedangkan sampel dalam penelitian ini adalah IHSG harian periode Januari 1992 sampai dengan Desember 2002. Pemilihan periode penelitian sebelas tahun dari Januari 1992 sampai dengan Desember 2002 karena pertimbangan mudah diperoleh peneliti (*convenience sampling*). Selain itu berdasarkan penelitian yang dilakukan Liano et.al (1992), periode penelitian 11 tahun sudah dapat mewakili dan dapat untuk menjustifikasi pengaruh hari libur terhadap return pasar.

Pemilihan IHSG harian sebagai sampel penelitian karena IHSG merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga semua saham yang tercatat dan indeks tersebut mempunyai fungsi antaranya sebagai indikator trend pasar dan sebagai indikator tingkat keuntungan (Darmaji dan Fakhruddin, 2001).

3.3. Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dan pengolahan data statistik tidak terlepas dari prosedur penelitian secara statistik sebagai keseluruhan. Dalam penelitian ini terdiri dari beberapa langkah dasar, yakni dari perencanaan penelitian, pengumpulan, pengolahan, dan penataan data, penyajian data dalam bentuk tabel maupun grafik, serta analisis dan interpretasi data.

Metode pengumpulan data yang dipakai adalah dokumentasi, dimana dilakukan pengumpulan data yang tertulis dari dokumen-dokumen yang sudah ada maupun dari koran, majalah, jurnal dan internet.

Untuk perhitungan return pasar dilakukan dengan mengambil data harga saham secara harian yang terkumpul dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Setelah didapat return pasar secara harian, kemudian disusun dan dikelompokkan menurut hari dalam seminggu mulai hari Senin sampai dengan Jum'at, menurut hari perdagangan sebelum dan setelah hari libur nasional.

Alasan digunakannya return pasar harian dibandingkan dengan menggunakan data return pasar mingguan atau return pasar bulanan adalah data return pasar harian akan meningkatkan kekuatan statistik melalui menambah derajat kebebasannya. Selain itu, penggunaan return pasar harian lebih dapat menangkap reaksi dari pengumuman (Ball dan Brown, 1986).

Dalam mengelompokkan data, dipakai beberapa kriteria :

1. Data atau return saham di kelompokkan berdasarkan hari perdagangan saham sepekan dan berdasarkan hari perdagangan satu hari sebelum dan satu hari sesudah libur nasional.
2. Untuk data IHSG dimana terdapat hari perdagangan saham sebelum dua hari libur nasional yang bertepatan tanggalnya, maka data atau return saham yang dipakai adalah satu hari perdagangan sebelum libur saja.

3.4. Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi terhadap variabel-variabel dummy dengan beberapa model yang ada sebagaimana teknik yang dipakai oleh Liano et.al (1992) dalam penelitiannya.

Adapun langkah-langkah analisis data yang dilakukan adalah sebagai berikut:

Langkah pertama : Menghitung return pasar harian dan kemudian dikelompokkan ke dalam variabel dummy berdasarkan hari perdagangan saham sepekan, hari perdagangan satu hari sebelum libur dan satu hari sesudah libur.

Metode penghitungan return pasar harian IHSG adalah berdasarkan prosentase IHSG pada saat penutupan kemarin ($IHSG_{t-1}$) terhadap perubahan IHSG hari ini ($IHSG_t$).

$$\text{Rumus :} \quad R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

$$\begin{aligned} R_{mt} &= \text{Return pasar harian periode } t \\ IHSG_t &= \text{IHSG hari ke-}t \\ IHSG_{t-1} &= \text{IHSG hari ke } t-1 \end{aligned}$$

Langkah Kedua: Menghitung Statistika Deskriptif Return pasar Harian.

Untuk mengetahui return pasar hari perdagangan, return pasar pra hari libur dan return pasar pasca hari libur dilakukan dengan teknik

pengelompokan dari masing-masing return pasar pada variabel diatas yaitu hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat, atau hari perdagangan sebelum dan sesudah hari libur nasional yang disesuaikan dengan kalender perdagangan saham tahunan di BEJ.

Tahap ini dilakukan agar dapat diperoleh gambaran mengenai rata-rata dan resiko yang dilihat dari simpangan baku pada setiap hari perdagangan saham yang dikelompokan dalam kelompok variabel return pasar harian.

Langkah Ketiga : Uji Asumsi Klasik yang terdiri uji normalitas, uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas.

Uji Normalitas. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak (Ghozali, 2001). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal.

Adapun uji normalitas data yang dilakukan adalah menggunakan uji statistik. Dari statistika deskriptif diperoleh gambaran data return pasar harian saham. Statistika deskriptif ini meliputi nilai mean, simpangan baku, *skewness*, dan *kurtosis*. Uji statistik sederhana adalah berdasarkan nilai rasio *kurtosis* atau *skewness*. Distribusi data normal apabila nilai rasio untuk *skewness* dan *kurtosis* berada di antara -2 sampai dengan +2 (Santoso, 2002:142). Untuk mencari rasio *kurtosis* dan *skewness* memakai rumus sebagai berikut:

$$\text{Rasio Skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\text{Standar error skewness}} \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{Rasio Kurtosis} = \frac{\text{Kurtosis}}{\text{Standar error kurtosis}} \dots\dots\dots(3)$$

Uji Autokorelasi. Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode t-1 (sebelumnya). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain (Ghozali, 2001). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Adapun cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Box Ljung.

Uji Box Ljung untuk mengetahui pola dari *time series* data (*stasioner* atau *unstasioner*) dan dapat digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi. Pengujian dengan Box Ljung akan menghasilkan 16 lag. Kriteria ada tidaknya autokorelasi adalah jika jumlah lag yang signifikan lebih dari dua, maka dikatakan ada terjadi autokorelasi. Jika lag yang signifikan dua atau kurang dari dua, maka dikatakan tidak ada autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah homokedastisitas atau tidak terjadi heteoskedastisitas (Ghozali, 2001).

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, sebagaimana yang dilakukan oleh Pearce (1995) yaitu melalui uji GARCH (*Generated Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*). Uji GARCH dilakukan

dengan cara meregres variabel lag residual yang dikuadratkan dengan lag variabel dependen terhadap variabel dependen (Pearce, 1995:10), dengan rumus sebagai berikut:

$$R_t = \alpha + \beta_1 \text{Res}_{t-1}^2 + \beta_2 R_{t-1} \dots\dots\dots(4)$$

Hipotesis nol yaitu tidak ada heteroskedastisitas apabila tidak terdapat nilai t-hitung yang signifikan pada level 5%. Apabila nilai t-hitung tidak signifikan pada level 5%, maka model yang digunakan lolos dari masalah heteroskedastisitas.

Langkah Keempat : Analisis Regresi dan Uji Hipotesis

Setelah memperoleh return pasar harian secara keseluruhan maka return pasar tersebut digunakan sebagai variabel terikat dalam persamaan regresi dan variabel independennya adalah variabel dummy.

Uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh hari libur nasional terhadap return pasar. Tahapan untuk menguji hipotesis dimulai dengan menilai *goodness of fit* suatu model. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai statistik t, nilai statistik F, dan koefisien determinasinya (R^2).

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen. Tetapi Insukindro (1998) dalam Ghozali (2002) menjelaskan bahwa koefisien determinasi salah satu dan bukan satu-satunya kriteria memilih model yang baik, karena apabila R^2 tinggi tetapi tidak lolos uji asumsi klasik misalnya,

maka model tersebut bukanlah model penaksi yang baik dan seharusnya tidak dipilih menjadi model empirik.

Uji statistik F menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Sedangkan uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individu dalam menerangkan variasi variabel dependen.

Suatu perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada di daerah kritis (daerah dimana H_0 ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana H_0 diterima (Ghozali : 44, 2001) .

Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan statistik hitung dengan statistik tabel pada $\alpha=5\%$. *Pertama*, jika statistik t hitung < statistik t tabel, maka H_0 diterima dan H_a ditolak. *Kedua*, jika statistik t hitung > statistik t tabel, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Atau dapat dilihat langsung pada tingkat signifikansinya. Apabila nilai probabilitasnya < dari 0,05 maka H_a diterima dan H_0 ditolak artinya terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, begitu sebaliknya bila nilai probabilitasnya > dari 0,05 maka H_a ditolak dan menerima H_0 yaitu tidak terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Untuk menjawab **hipotesis pertama**, yaitu terdapat pengaruh hari libur terhadap return pasar maka model yang dipakai dengan menggunakan variabel independennya merupakan variabel dummy. Untuk membuat

model penelitian tentang pengaruh pra libur, pasca libur dan pengaruh hari perdagangan terhadap efek pra dan pasca libur tersebut kategori yang dipakai dalam setiap variabel non metrik (dummy) dengan k kategori dapat dinyatakan dalam $k-1$ variabel dummy (Ghozali, 2001). Cara pemberian kode dummy umumnya menggunakan kategori yang dinyatakan dengan angka 1 atau 0. kelompok yang diberi nilai dummy 0 (nol) disebut *excluded group*, sedangkan kelompok yang diberi nilai dummy 1 (satu) disebut *included group*. Adapun untuk mengetahui pengaruh hari perdagangan sebelum hari libur terhadap return pasar (efek pra hari libur) mempergunakan variabel dummy dan cara menyusun variabel dummy tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1. Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pra Hari Libur

Variabel	D1
Pra Hari Libur	1
Hari lainnya	0

Sumber : Untuk dikembangkan dalam penelitian ini.

Model yang dibuat adalah sebagai berikut :

$$R_t = \alpha + \beta_1 D_1 + e_t \dots \dots \dots (5)$$

dimana :

R_t = Return pasar harian saham pada periode t.

α = Konstanta, merupakan return pada hari lainnya

$\beta_1 \dots$ = Koefisien regresi

D_1 = variabel dummy, 1 = jika hari pra hari libur, 0 = hari lainnya.

e_t = Nilai residual.

Adapun untuk mengetahui pengaruh hari perdagangan setelah hari libur terhadap return saham (efek pasca hari libur) mempergunakan variabel dummy dan cara menyusun variabel dummy tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 3.2. Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pasca Hari Libur

Variabel	D1
Pasca Hari Libur	1
Hari lainnya	0

Sumber : Untuk dikembangkan dalam penelitian ini.

Model yang dibuat adalah sebagai berikut :

$$R_t = \alpha + \beta_1 D_1 + e_t \dots \dots \dots (6)$$

dimana :

R_t = Return pasar harian saham pada periode t.

α = Konstanta, merupakan return pada hari lainnya

$\beta_1 \dots$ = Koefisien regresi

D_1 = Variabel dummy, 1 = jika hari pasca hari libur, 0 = hari lainnya.

E_t = Nilai residual.

Untuk menjawab **hipotesis kedua** yaitu pengaruh hari perdagangan sebagai variabel kontrol terhadap pengaruh pra dan pasca libur nasional terhadap return pasar, variabel dummy ada 5 variabel dummy. Adapun cara menyusun variabel dummy adalah sebagai berikut :

**Tabel 3.3 Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pra Hari Libur
Dengan variabel kontrol Efek Hari Perdagangan**

Variabel	D1	D2	D3	D4	D5
Pra hari libur	1	0	0	0	0
Hari perdagangan Senin	0	1	0	0	0
Hari perdagangan Selasa	0	0	1	0	0
Hari perdagangan Kamis	0	0	0	1	0
Hari perdagangan Jumat	0	0	0	0	1
Hari perdagangan Rabu	0	0	0	0	0

Sumber : Untuk dikembangkan dalam penelitian ini.

Dan model regresi yang dirumuskan adalah sebagai berikut :

$$R_t = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 D_4 + \beta_5 D_5 + e_t \dots \dots \dots (7)$$

dimana :

R_t = Return pasar harian saham pada periode t.

α = Konstanta, hari perdagangan hari Rabu

$\beta_1 \dots \beta_6$ = Koefisien regresi

D_1 = variabel dummy, 1 = jika hari pra hari libur, 0 = hari lainnya.

D_2 = variabel dummy, 1 = jika hari Senin, 0 = hari lainnya.

D_3 = variabel dummy, 1 = jika hari Selasa, 0 = hari lainnya.

D_4 = variabel dummy, 1 = jika hari Kamis, 0 = hari lainnya.

D_5 = variabel dummy, 1 = jika hari Jumat, 0 = hari lainnya.

E_t = Nilai residual.

Tabel 3.4. Cara Menyusun Variabel Dummy Efek Pasca Hari Libur dengan Variabel Kontrol Efek Hari Perdagangan

Variabel	D1	D2	D3	D4	D5
Pasca hari libur	1	0	0	0	0
Hari perdagangan Senin	0	1	0	0	0
Hari perdagangan Selasa	0	0	1	0	0
Hari perdagangan Kamis	0	0	0	1	0
Hari perdagangan Jumat	0	0	0	0	1
Hari perdagangan Rabu	0	0	0	0	0

Sumber : Untuk dikembangkan dalam penelitian ini.

Dan model regresi yang dirumuskan adalah sebagai berikut :

$$R_t = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 D_4 + \beta_5 D_5 + e_t \dots \dots \dots (8)$$

dimana :

R_t = Return pasar harian saham pada periode t.

α = Konstanta, hari perdagangan hari Rabu

$\beta_1 \dots \beta_6$ = Koefisien regresi

D_1 = variabel dummy, 1 = jika hari pasca hari libur, 0 = hari lainnya.

D_2 = variabel dummy, 1 = jika hari Senin, 0 = hari lainnya.

D_3 = variabel dummy, 1 = jika hari Selasa, 0 = hari lainnya.

D_4 = variabel dummy, 1 = jika hari Kamis, 0 = hari lainnya.

D_5 = variabel dummy, 1 = jika hari Jumat, 0 = hari lainnya.

E_t = Nilai residual.

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

DAN ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Penelitian ini meneliti pengaruh hari libur terhadap return pasar dengan memakai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai obyek penelitian. IHSG merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga semua saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Untuk menggambarkan obyek penelitian secara mendalam, berikut ini akan dijelaskan gambaran secara umum keberadaan perusahaan yang terdaftar di BEJ.

4.1.1. Bursa Efek Jakarta

Pasar modal Indonesia resmi melakukan aktivitas perdagangan pada tanggal 10 Agustus 1977 dengan adanya penerbitan saham PT. Semen Cibinong di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pada awal pendiriannya sampai dengan tahun 1987, perkembangan pasar modal Indonesia masih dalam kategori lambat. Hal ini dibuktikan dengan sedikitnya emiten yang tercatat di BEJ. Tetapi setelah adanya paket Desember 1987 dan paket Desember 1988 tentang deregulasi di bidang pasar modal, perkembangannya mulai tampak signifikan. Deregulasi dalam paket Desember 1987 dan Desember 1988 yaitu diperbolehkannya

investor asing melakukan akses di pasar modal Indonesia sehingga mulai merangsang beberapa emiten berlomba untuk *go public* dan menyebabkan maraknya perdagangan di pasar modal (Ang, 1997).

Indeks harga saham merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga-harga saham (Darmaji dan Fakhruddin, 2001). Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki lima fungsi yaitu:

1. sebagai indikator trend pasar,
2. sebagai indikator tingkat keuntungan,
3. sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio,
4. memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif,
5. memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

Di Bursa Efek Jakarta memiliki lima indeks harga saham, yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks Sektoral, LQ45, *Jakarta Islamic Indeks* (JII), dan Indeks Individual. Dan dua indeks baru diluncurkan pada tanggal 8 April 2002 untuk menyediakan suatu indikator untuk memantau perkembangan saham-saham yang masuk dalam masing-masing papan pencatatan, yaitu Indeks Papan Utama dan Indeks Papan Pengembangan.

4.1.2. Perkembangan Kinerja Pasar Modal Indonesia (BEJ)

Perkembangan kinerja pasar modal Indonesia (BEJ) dari tahun ke tahun selalu mengalami perubahan. Seiring dengan memburuknya kondisi perekonomian dalam tahun krisis telah membawa dampak

berupa penurunan kinerja pasar modal Indonesia seperti penurunan kinerja emiten. Penurunan kinerja emiten telah membawa akibat berupa kerugian yang dialami oleh sejumlah investor, sehingga banyak investor yang menarik dananya dari pasar modal Indonesia.

Pada Tabel 4.1 berikut ini akan dijelaskan gambaran mengenai perkembangan kinerja pasar modal Indonesia (BEJ) selama periode penelitian dari tahun 1992 sampai dengan tahun 2002. Adapun indikator-indikator yang menjelaskan perkembangan kinerja pasar modal Indonesia adalah jumlah emiten, pergerakan IHSG, nilai kapitalisasi pasar, volume perdagangan dan nilai perdagangan.

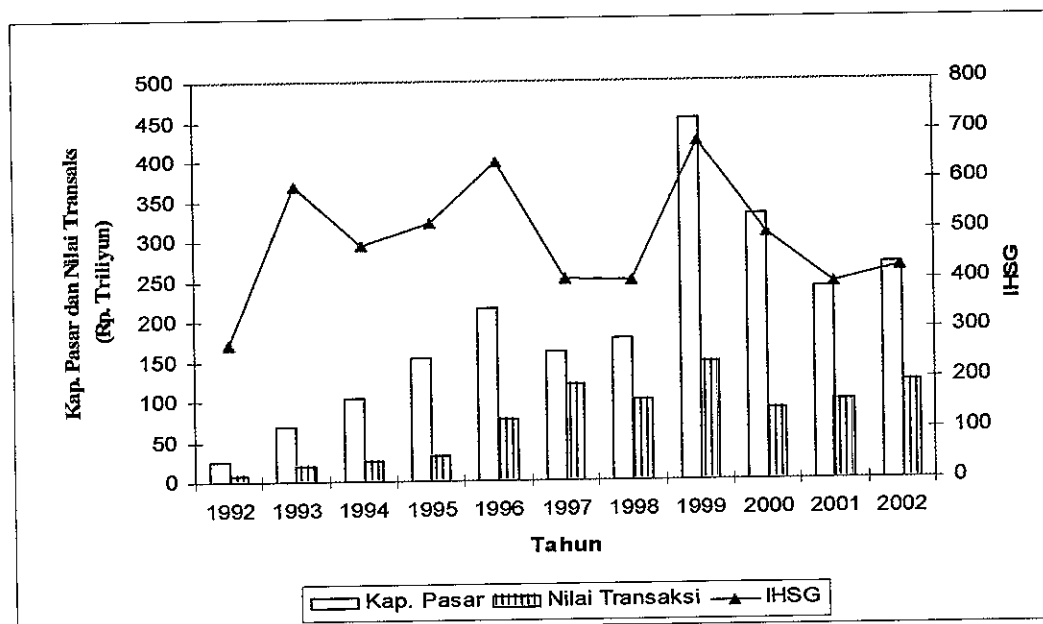
Tabel 4.1
Beberapa Indikator Perkembangan
Pasar Modal Indonesia (BEJ)
Tahun 1992-2002

Tahun	Jml. Emiten	IHSG	Kap. Pasar (Rp. Milyar)	Vol. Perdagangan (Lbr. Juta)	Nilai Perdagangan (Rp. Milyar)
1992	153	274,335	24.840	1.706	7.953
1993	172	588,765	69.300	3.844	19.036
1994	217	469,640	103.835	5.293	25.483
1995	238	513,847	152.247	10.646	32.358
1996	253	637,432	215.026	29.528	75.730
1997	282	401,712	159.930	76.599	120.385
1998	288	398,038	175.729	90.621	99.685
1999	277	676,919	451.815	178.487	147.880
2000	287	492,193	331.145	88.201	89.309
2001	316	392,036	239.259	148.381	97.523
2002	331	424,945	268.423	171.207	120.763

Sumber : Bursa Efek Jakarta

Perkembangan kinerja pasar modal Indonesia dalam tabel di atas dapat juga digambarkan dalam Grafik 4.1 berikut yang menjelaskan indikator perkembangan kinerja BEJ yaitu seperti kapitalisasi pasar, total nilai perdagangan, dan IHSG.

Grafik 4.1
Beberapa Indikator Perkembangan
Pasar Modal Indonesia (BEJ)
Tahun 1992-2002



Sumber : Bursa Efek Jakarta

Perkembangan jumlah emiten di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun selama periode penelitian mengalami perkembangan. Perkembangan jumlah perusahaan yang ingin mendaftarkan diri di BEJ juga bervariasi. Yang menarik untuk dilihat adalah minat perusahaan yang akan mendaftarkan di BEJ yang mengalami penurunan pada masa krisis dibandingkan sebelum krisis. Hal ini mengindikasikan

masa suram bagi pasar modal di Indonesia. Insiden-insiden makroekonomi, seperti penglikuidasian 16 bank, bantuan IMF, keputusan Menteri Keuangan dalam penghapusan larangan kepemilikan saham asing 100% (kecuali untuk kepemilikan di sektor perbankan yang masih 49%), dan persetujuan BAPEPAM untuk perdagangan marjin di Bursa Efek Jakarta per 1 Agustus 1977, telah menstimulasi aktivitas perdagangan bursa. Akan tetapi, krisis mata uang yang terus terjadi walaupun setelah adanya deregulasi pemerintah memberikan pengaruh negatif bagi aktivitas perdagangan bursa. Banyaknya emiten yang *delisted* dari BEJ pada tahun 1999 sebanyak 20 emiten, 12 di antaranya dari sektor perbankan, mengindikasikan sektor perbankan sedang mengalami guncangan yang cukup hebat di masa krisis. Guncangan yang dirasakan sektor perbankan juga mengakibatkan harga saham-saham perbankan mengalami penurunan yang cukup tajam.

Sedangkan perkembangan IHSG dari tahun 1992-2002 sangat fluktuatif. Sebagaimana digambarkan dalam Grafik 4.1, bahwa pada tahun 1992 sampai beberapa tahun sebelum pertengahan tahun 1997 terlihat pergerakan IHSG mulai mengalami kenaikan (*bullish*) sampai pada puncak tertinggi pada level 741 bulan Juli 1997. Tetapi pada saat tersebut sudah mulai ada berita bahwa Thailand, Malaysia dan Korea mulai mengalami krisis. Sedangkan di Indonesia, krisis dimulai ketika pemerintah mengambil kebijakan dengan mengeluarkan band

dollar menjadi 12% pada tanggal 14 Agustus 1997. Pada saat band tersebut diperbesar, IHSG mengalami penurunan sebesar kurang lebih 31 poin sampai dengan 52 poin. Penurunan yang cukup tajam ini merupakan pertanda ekonomi yang mengalami krisis dan perusahaan-perusahaan mengalami kesulitan.

Penurunan IHSG di tahun 1997 sampai pada level 401 di akhir tahun tidak diikuti selanjutnya, karena pada bulan Januari terjadi kenaikan IHSG sampai level 541 pada akhir bulan Maret 1998 dan kelihatan akan terjadi pemulihan ekonomi. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi penguatan IHSG pada tahun 1998 diantaranya adalah langkah reformasi sektor perbankan dengan pembekuan operasi dan mengambil alih manajemen beberapa bank disamping beberapa faktor ekonomi dan politik lainnya. Begitu juga pada tahun 1999 terjadi kenaikan IHSG sebesar 70% dari level 398 diakhir tahun 1998 menjadi 676 pada akhir tahun 1999. Tetapi pada tahun 2000 terjadi penurunan IHSG ke level 435 diakhir tahun 2000 karena beberapa faktor ekonomi dan politik terjadi di negara Indonesia, begitu juga pada tahun 2001, penurunan IHSG sampai pada kisaran stabil 418 dan terus turun sampai akhir tahun karena kondisi ekonomi politik Indonesia dan internasional memanas. Memasuki tahun 2002, bursa mengeliat dan IHSG mengalami kenaikan mencapai puncak 550 walaupun akhirnya juga berfluktuasi pada bulan-bulan pada akhir tahun seiring faktor internal yang masih kuat berpengaruh pada IHSG.

Meskipun dalam satuan Rupiah, nilai kapitalisasi pasar dari tahun 1997 ke tahun 1998 menunjukkan kenaikan, namun dalam satuan dolar AS, nilai tersebut mengalami penurunan sebesar 23,99%. Selain kondisi makro, tidak diterapkannya prinsip *good governance* dalam mengelola perusahaan, terutama perusahaan terbuka di Indonesia, juga dianggap sebagai penyebab menurunnya kepercayaan investor terhadap pasar modal di Indonesia. Di samping itu, krisis moneter juga berdampak pada tertundanya pengembangan infrastruktur di pasar modal Indonesia. Pengembangan infrastruktur pasar modal Indonesia yang berstandar internasional membutuhkan investor yang cukup besar. Sistem perdagangan tanpa warkat yang sebelumnya telah direncanakan akan mulai beroperasi pada tahun 1997 akhirnya mengalami penundaan. Sedangkan pada tahun 1999 sampai 2002 pergerakan harga saham nampaknya dipengaruhi oleh isu global selain isu dalam negeri berupa langkah perbaikan perekonomian dan pemulihan keamanan berinvestasi di Indonesia. Isu global yang melanda seperti perhatian dunia terhadap masalah terorisme dunia yang mengancam keamanan dalam berinvestasi. Isu tersebut muncul setelah runtuhnya *World Trade Center* (WTC) di Amerika Serikat akhir tahun 2001 dan ancaman-ancaman (teror) terhadap fasilitas yang berkaitan dengan Amerika Serikat sampai terakhir terjadinya tragedi Bom Bali akhir tahun 2002. Namun, isu-isu tersebut direspon kembali oleh investor di BEJ dengan obyektif dan selektif.

Perkembangan kinerja pasar modal Indonesia lainnya dapat dilihat pada kinerja perdagangan. Kinerja perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta dapat dilihat dari beberapa indikator seperti, total volume perdagangan, total nilai perdagangan, frekuensi perdagangan dan kapitalisasi pasar. *Pertama*, total volume perdagangan merupakan jumlah lembar saham yang diperdagangkan dalam periode bersangkutan. *Kedua*, total nilai perdagangan yaitu jumlah nilai rupiah dari seluruh saham yang diperdagangkan pada periode tersebut. *Ketiga*, frekuensi perdagangan yaitu jumlah transaksi yang terjadi dalam periode tersebut. *Keempat*, kapitalisasi pasar yaitu hasil kali harga saham dengan total saham yang beredar.

Keempat indikator di atas mampu memberikan gambaran keadaan Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian. Selama periode penelitian, volume perdagangan saham dari tahun ke tahun selalu meningkat, terkecuali pada tahun 2000 yang mengalami penurunan hampir 50% dari tahun 1999 dan begitu juga dengan nilai perdagangan yang mengalami penurunan sebesar 60% lebih. Namun pada tahun berikutnya tahun 2001 dan 2002 volume dan nilai perdagangan saham mengalami kenaikan di atas 100%. Kenaikan yang cukup tajam pada volume dan nilai perdagangan saham kelihatannya dimulai pada tahun 1996. Selama tahun 1996 transaksi perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta meningkat tajam. Hingga akhir desember 1996, volume, nilai frekuensi transaksi meningkat di atas 100%. Total volume transaksi

perdagangan meningkat 177,35%, total nilai transaksi meningkat 127% dan frekuensi transaksi meningkat 188,5% dibandingkan dengan tahun 1995. sedangkan nilai kapitalisasi pasar dari saham-saham yang tercatat di bursa Efek Jakarta meningkat 41% dibandingkan dengan tahun 1995.

Selama tahun 1997, transaksi perdagangan masih mengalami peningkatan walaupun dengan adanya krisis ekonomi. Sampai dengan September 1997, total volume perdagangan telah meningkat masing-masing sebesar 71% dan 14%. Lebih lanjut, frekuensi transaksi juga mengalami peningkatan sebesar 73,78% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Akan tetapi nilai kapitalisasi pasar dari saham-saham yang tercatat di BEJ mengalami penurunan sebesar 31%.

Namun memburuknya kondisi perekonomian dalam dua tahun terkahir ini telah membawa dampak berupa penurunan kinerja pasar modal Indonesia. Penurunan kinerja emiten tersebut membawa dampak kerugian yang dialami oleh sejumlah investor, sehingga banyak investor yang menarik dananya di pasar modal Indonesia.

4.2 Deskriptif Statistik Return Pasar

Berikut ini akan digambarkan deskriptif return pasar harian yang diperoleh pasar (IHSG) periode 1992-2002 yang dikelompokkan menjadi return pasar yang diperoleh pada satu hari perdagangan sebelum dan satu hari sesudah libur nasional serta return pasar yang diperoleh pada hari

perdagangan hari Senin sampai hari Jumat. Deskriptif data tersebut berisikan mengenai nilai rata-rata, minimum, maksimum dan standar deviasi.

Tabel 4.2
Deskriptif Statistik Return Pasar

Return Pasar pada Hari Perdagangan	N Statistik	Minimum Statistik	Maximum Statistik	Mean Statistik	Std. Deviasi Statistik
PRA LIBUR	126	-0,03935	0,07163	0,003117	0,0134344
PASCA LIBUR	126	-0,11955	0,05967	0,0007937	0,0175184
SENIN	537	-0,1036	0,06066	-0,0016936	0,0155878
SELASA	552	-0,08872	0,09108	0,0001597	0,0164669
RABU	552	-0,06616	0,07009	-0,0004306	0,0160244
KAMIS	536	-0,11955	0,08408	0,0015882	0,0178902
JUMAT	526	-0,07638	0,11284	0,0016686	0,0170046

Sumber : Data sekunder, diolah untuk penelitian ini.

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas, dapat diketahui bahwa Return IHSG harian periode 1992-2002 rata-ratanya 0,000248 yang berarti bahwa perolehan return pasar di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian sangat rendah dibandingkan perolehan return pasar di pasar modal negara lain. Hal ini disebabkan pasar modal Indonesia masih tergolong pasar modal yang sedang berkembang. Perolehan return pasar selama periode penelitian terendah adalah -0,11955 yang diperoleh pada hari perdagangan Kamis pada tanggal 8 Januari 1998. Awal Januari 1998 ini keadaan krisis ekonomi dan moneter masih dan situasi politik dan keamanan di Indonesia mulai tidak stabil dengan banyaknya berlangsung aksi demonstrasi mahasiswa menuntut penurunan Presiden Soeharto, perbaikan ekonomi dan pemberantasan KKN. Pada akhir Januari 1998 kurs dollar US terapresiasi sangat tinggi dari Rp. 4.650 per satu US dollar pada akhir tahun 1997 menjadi Rp.10.375 per US

dollar akhir Januari 1998 (Bambang Hermanto dan Manurung, 2002), sehingga hal itu berpengaruh pada perolehan return pasar.

Return pasar tertinggi diperoleh pada hari Jumat, 5 September 1997 sebesar 0,11284. Perolehan return pasar tertinggi pada hari Jumat tersebut setelah sebelumnya IHSG mulai mengalami penurunan bulan Agustus 1997 sampai puncaknya tanggal 14 Agustus 1997 sebesar 31-50 poin, tetapi sempat ditekan dengan pembelian beberapa saham oleh perusahaan sekuritas pemerintah sehingga penurunan tidak sampai pada 52 poin.

Perolehan return pasar BEJ sekitar hari libur adalah positif yaitu perolehan rata-rata return pada hari perdagangan pra libur sebesar 0,00312 dan pada hari perdagangan pasca libur sebesar 0,00079. Return pasar yang diperoleh tersebut masih tergolong rendah dibandingkan perolehan return pasar di negara maju. Hal ini mungkin dikarenakan kebanyakan investor domestik masih perlu meningkatkan pengetahuan tentang pasar modal tidak hanya mengikuti trend investor asing (Darmadji dan Fakhruddin, 2001). Sementara tingkat total resiko perolehan return pasar pada hari perdagangan pra dan pasca libur atau pada hari perdagangan biasa dapat diukur dengan melihat standar deviasi statistiknya. Standar deviasi statistik tertinggi terjadi pada hari perdagangan Kamis yaitu 0,01789 dan yang terendah terjadi pada hari perdagangan pra libur yaitu 0,013434. Nilai standar deviasi statistik yang tinggi pada hari Kamis menunjukkan bahwa return pasar pada hari perdagangan Kamis lebih beresiko dibandingkan dengan return pasar pada hari perdagangan hari lainnya dan pada hari perdagangan pra libur

mempunyai resiko yang terkecil dibandingkan dengan return pasar pada hari perdagangan lainnya. Return pasar optimal terjadi pada hari perdagangan pra libur sehingga perolehan return pasar yang dipilih adalah yang mempunyai tingkat resiko yang terendah yaitu pada hari perdagangan pra libur.

4.3 Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan analisis regresi, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang digunakan dalam penelitian ini dan untuk memperoleh model analisis regresi yang tepat dan kuat. Uji asumsi klasik yang dilakukan adalah : **pertama:** uji normalitas data terdiri dari deskriptif data untuk mengetahui rata-rata, simpangan baku, standar deviasi, kemencengan (*skewness*) dan kemenjuluran (*kurtosis*); **kedua:** uji autokorelasi dengan menggunakan uji Box-Ljung untuk uji stasioner data, **terakhir:** uji heteroskedastisitas menggunakan uji GARCH (*Generated Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*).

4.3.1. Uji Normalitas

Untuk mengetahui gambaran data return pasar harian selama periode penelitian, berikut ini disajikan Tabel 4.3 tentang deskriptif statistik return pasar harian.

Tabel 4.3
Deskriptif Statistik Return Pasar Harian

Keterangan	Return IHSG
Minimum	-0,11955
Maksimum	0,11284
Rata-rata	0,0002479
Std. Deviasi	0,01664358
Skewness	0,122
Std. Error Skewness	0,047
Kurtosis	7,410
Std. Error Kurtosis	0,094
N	2703

Sumber : Data sekunder, diolah untuk penelitian ini.

Hasil perhitungan deskriptif statistik return pasar harian di BEJ selama periode penelitian seperti yang tergambar dalam tabel 4.3 Distribusi return pasar harian di BEJ selama periode penelitian dapat dilihat dari besarnya koefisien kemencengan (*skewness*). Koefisien kemencengan (*skewness*) return pasar harian yang lebih besar dari nol atau positif menunjukkan bahwa return pasar harian pada period penelitian cenderung menceng ke kiri dan sebagian besar return pasar lebih besar dari pada nilai rata-ratanya. Bila dilihat dari *kurtosis* yang memiliki koefisien yang bertanda positif maka dapat disimpulkan bahwa return pasar harian tersebut termasuk dalam kategori leptokurtik.

Nilai rasio skewness dan kurtosis return pasar harian adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Rasio Skewness} &= \frac{\text{Skewness}}{\text{Standar error skewness}} \\ &= \frac{0,122}{0,047} = 2,595 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Rasio Kurtosis} &= \frac{\text{Kurtosis}}{\text{Standar error kurtosis}} \\ &= \frac{7,410}{0,094} = 78,829 \end{aligned}$$

Berdasarkan perhitungan rasio skewness dan kurtosis di atas terlihat bahwa nilai rasio kurtosis sebesar 2,595 dan nilai rasio kurtosis sebesar 78,829, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa distribusi data return pasar harian IHSG periode 1992-2002 tidak normal.

Distribusi data return pasar harian dari IHSG yang tidak normal adalah sama dengan return pasar harian di beberapa indeks saham pasar modal dunia seperti di India, Thailand, AMEX, NYSE (Pearce, 1995).

4.3.2. Uji Autokolerasi

Untuk menguji autokorelasi dipergunakan uji Box Ljung.

Uji Box Ljung dilakukan untuk mengetahui pola dari *time series* data (*stasioner* atau *unstasioner*) dan dapat digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi. Pengujian dengan Box Ljung akan menghasilkan 16 lag. Kriteria ada tidaknya autokorelasi adalah jika jumlah lag yang signifikan lebih dari dua, maka dikatakan ada terjadi autokorelasi. Jika lag yang signifikan dua atau kurang dari dua, maka dikatakan tidak ada autokorelasi.

Berdasarkan hasil uji box ljung pada Lampiran 3, dapat diketahui bahwa hampir semua jumlah lag dari return pasar adalah signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa return pasar IHSG pada periode 1992-2002 terdapat autokorelasi. Terjadinya autokorelasi pada data penelitian disebabkan oleh data return pasar harian cenderung saling berkorelasi antara satu waktu dengan waktu sebelumnya. Autokorelasi biasa terjadi pada return pasar harian di pasar modal negara lain (Pearce, 1995).

4.3.3. Uji Heteroskedastisitas

Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas data dipakai uji GARCH (*Generated Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) sebagaimana yang dipakai dalam penelitian Pearce (1995).

Berikut akan disajikan hasil uji heteroskedastisitas dengan metode uji GARCH pada Tabel 4.2

Tabel 4.4
Hasil Uji GARCH
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,32E-04	,000		-,397	,692
	LAG_Y	,156	,019	,156	8,209	,000
	lagU2	1,235	,372	,063	3,316	,001

a. Dependent Variable: RETURN_PASAR

Dari Tabel 4.4 di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa data return pasar harian terjadi heteroskedastisitas atau tidak terdapat homokedastisitas. Hal ini dapat dilihat dari signifikansi variabel-

variabel yang ada dalam model yang semuanya signifikan pada alpa 5%. Heterokedastisitas juga terjadi pada return indeks harian di pasar modal dunia. Berdasarkan penelitian yang dilakukan Pearce (1995) dengan memakai metode GARCH ditemukan bahwa data return indeks NYSE, AMEX, dan NASDAQ terjadi heterokedastisitas.

4.4. Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis

Untuk menjawab permasalahan yang diajukan dan menguji hipotesis dalam penelitian ini dibuat empat model penelitian. *Model pertama* adalah untuk menguji hipotesis pertama yaitu untuk mengetahui pengaruh signifikan hari perdagangan pra libur terhadap return pasar. *Model kedua*, untuk menguji hipotesis pertama yaitu untuk mengetahui pengaruh signifikan hari perdagangan pasca libur terhadap return pasar. *Model ketiga*, untuk menguji hipotesis kedua yaitu mengetahui pengaruh signifikan hari perdagangan pra libur terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari-hari perdagangan saham. Dan *model terakhir*, untuk menguji hipotesis kedua yaitu mengetahui pengaruh signifikan hari perdagangan pasca libur terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari-hari perdagangan saham. Adapun model-model yang dirumuskan tersebut adalah sebagai berikut:

1. Model untuk menguji pengaruh hari perdagangan pra libur terhadap return pasar dengan rumusan :

$$R_{IHSG} = \alpha + \beta_1 D_{Pra} + e_t \dots \dots \dots (1)$$

2. Model untuk menguji pengaruh hari perdagangan pasca libur terhadap return pasar dengan rumusan sebagai berikut:

$$R_{IHSG} = \alpha + \beta_1 D_{Pasca} + e_t \dots \dots \dots (2)$$

3. Model untuk menguji pengaruh hari perdagangan pra libur terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari perdagangan dengan rumusan sebagai berikut:

$$R_{IHSG} = \alpha + \beta_1 D_{Pra} + \beta_2 D_{Sen} + \beta_3 D_{Sel} + \beta_4 D_{Kam} + \beta_5 D_{Jum} + e_t \dots \dots (3)$$

4. Model untuk menguji pengaruh hari perdagangan pasca libur terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari perdagangan dengan rumusan sebagai berikut:

$$R_{IHSG} = \alpha + \beta_1 D_{Pasca} + \beta_2 D_{Sen} + \beta_3 D_{Sel} + \beta_4 D_{Kam} + \beta_5 D_{Jum} + e_t \dots \dots (4)$$

Dari empat model di atas berikut ini akan dibahas hasil dari pengolahan data dalam bentuk tabel 4.5 berikut:

Tabel 4.5
Ringkasan Estimasi Regresi Model-model Penelitian

	Regressor	Koefisien	t-Statistik	Prob	Keterangan
Model 1:	Constanta	1,08E-04	0,328	0,743	Adj.R ² =0,001
	Pra libur	3,01E-03	1,983	0,047**	F _{hit} = 3,932**
Model 2:	Constanta	2,21E-04	0,674	0,5	Adj.R ² =,000
	Pasca libur	5,73E-04	0,377	0,706	F _{hit} = 0,142
Model 3:	Constanta	-6,87E-04	-0,966	0,334	Adj.R ² =0,006
	Pra libur	2,65E-03	1,677	0,094***	F _{hit} = 3,488*
	Senin	-8,92E-04	-0,886	0,376	
	Selasa	7,84E-04	0,783	0,434	
	Kamis	2,06E-03	2,047	0,041**	
	Jumat	2,18E-03	2,154	0,031**	

Model 4:	Constanta	-5,78E-04	-8,17	0,414	Adj.R ² =0,006 F _{hit} = 3,009*
	Pasca Libur	1,00E-03	0,657	0,511	
	Senin	-1,05E-03	-1,036	0,3	
	Selasa	7,00E-04	0,609	0,485	
	Kamis	2,07E-03	2,057	0,04**	
	Jumat	2,23E-03	2,202	0,028**	

Sumber : data Sekunder diolah untuk penelitian ini.

Keterangan : * signifikan level 1%

** signifikan level 5%

*** signifikan level 10 %

Model Pertama. Model pertama dibuat untuk menguji pengaruh hari perdagangan pra libur terhadap return pasar. Berdasarkan Tabel 4.5 di atas terlihat bahwa nilai *adjusted R²* sangat kecil yaitu sebesar 0,01%, artinya variabel lain diluar variabel yang dibuat sangat dominan dalam menjelaskan model tersebut. Namun nilai *adjusted R²* yang kecil juga dihasilkan dalam penelitian Arumugam (1999) dalam melakukan regresi model untuk variabel pra libur terhadap return BSE-SENSEX.

Selanjutnya nilai F statistik yaitu semua variabel bebas dalam model dapat menjelaskan model penelitian yaitu menjelaskan pengaruh hari libur terhadap return pasar harian. Berdasarkan Tabel 4.5 di atas didapat nilai F statistiknya 3,932 yang signifikan pada level 5%. Artinya semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model tersebut signifikan untuk menjelaskan variabel dependen dalam model penelitian.

Uji selanjutnya yaitu uji signifikansi parameter individual atau uji statistik t. Dari tabel di atas didapat nilai t hitung pra libur adalah 1,983 dengan nilai probabilitasnya 0,047 yang signifikan pada tingkat 5%. Berdasarkan nilai probabilitas yang signifikan pada level 5%, maka H₀

ditolak dan menerima H_a , artinya hari perdagangan pra libur berpengaruh signifikan terhadap return pasar harian (IHSG) periode 1992-2002. Koefisien regresi variabel dummy pra libur yang positif (0,00301) menunjukkan bahwa return pasar yang diperoleh pada hari perdagangan pra libur adalah lebih tinggi dari return pasar yang diperoleh pada hari perdagangan biasa dan rata-rata return pasar pada hari perdagangan sebelum libur berbeda dengan rata-rata return pasar pada hari perdagangan lainnya. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian yang dilakukan oleh Liano et.al. (1992) pada pasar NASDAQ (OTC) dan Arumugam (1999) pada pasar modal India (BSE-SENSEX).

Berdasarkan hasil regresi dari model pertama yaitu terdapat pengaruh yang signifikan hari perdagangan pra libur terhadap return pasar dengan perolehan return pasar yang positif. Hal tersebut terlihat dari nilai koefisien regresi model pertama yang positif. Perolehan return pasar yang positif pada hari perdagangan pra libur menunjukkan bahwa investor Indonesia (asing) yang berinvestasi di Bursa Efek Jakarta (BEJ) memfokuskan investasinya pada hari perdagangan sebelum libur dengan melakukan aksi *profit taking* untuk memenuhi likuiditas selama libur sebagaimana perilaku investor asing di negara AS dan India (Wintoro, 2001). Perilaku investor melakukan aksi *profit taking* untuk memenuhi likuiditas selama libur berlangsung terutama pada libur empat hari atau lebih seperti libur Idul Fitri, Natal dan Tahun Baru Masehi. Hal itu dapat dilihat dari perolehan rata-rata return pasar yang positif pada hari perdagangan sebelum libur Idul Fitri (0,00496), Natal

(0,00351) dan Tahun Baru (0,00292). Namun return pasar diperoleh negatif pada hari perdagangan sebelum libur Wafat Isa (-0,0006) yang umumnya libur terjadi selama tiga hari dan jatuh pada setiap hari Jumat. Barangkali perolehan return pasar yang negatif pada hari perdagangan pra libur Wafat Isa tersebut dipengaruhi oleh psikologi investor yang dalam kondisi *bad mood* karena berkaitan dengan peristiwa wafatnya Isa almasih. Perolehan return pasar yang positif juga tidak terjadi pada hari perdagangan sebelum libur Maulid Nabi Muhammad (-0,00178) yang umumnya terjadi libur selama tiga hari atau kurang.

Berdasarkan hasil *adjusted R²* yang diperoleh dari model pertama adalah 0,001 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model pertama sangat lemah dalam menjelaskan variabel dependen. Variabel lain diluar variabel independen dalam penelitian ini mungkin lebih besar dalam menjelaskan variabel dependennya. Variabel tersebut seperti volume perdagangan atau variabel lainnya. Sehingga perolehan return pasar yang positif pada hari perdagangan pra libur mungkin juga dipengaruhi oleh faktor pergerakan volume perdagangan. Karena ketika harga saham naik diiringi dengan volume perdagangan yang naik hal itu menandakan kondisi pasar yang *bullish* (Reilly dan Brown, 2000). Pasar modal Indonesia yang diamati dalam 11 tahun periode menunjukkan perkembangan dan perbaikan sistem perdagangan sehingga terjadi perolehan return pasar yang positif sebagaimana tergambar dalam rata-rata return pasar (0,0002479).

Selain faktor yang dijelaskan di atas, faktor perkembangan pasar modal regional juga mungkin mempengaruhi perolehan return pasar pada hari perdagangan pra libur. Karena pasar modal Indonesia terintegrasi dengan pasar modal regional (Ang, 1997) sehingga pergerakan harga saham di BEJ dipengaruhi oleh pergerakan harga saham dan perkembangan bursa saham regional.

Model Kedua. Model ini dibuat untuk menguji pengaruh signifikan hari perdagangan pasca libur terhadap return pasar harian (efek pasca libur). Berdasarkan uji statistik F (uji signifikan simultan) yaitu pengujian untuk mengetahui pengaruh semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model secara bersama-sama terhadap variabel terikat, dari Tabel 4.5 di atas didapat nilai $F_{hit} = 0,142$ dan tidak signifikan pada level 5% atau 10 % menunjukkan bahwa variabel bebas dalam model ini tidak bisa menjelaskan variabel dependen secara bersama-sama. Dengan *adjusted R²*-nya yang kecil (0,000) menandakan bahwa model ini kurang tepat untuk dipakai dalam menjelaskan model oleh beberapa variabel yang diteliti.

Pada Tabel 4.5 di atas terlihat bahwa hasil t-hitung untuk pasca hari libur maupun konstanta untuk hari lainnya tidak signifikan. Namun, dari koefisien regresi variabel dummy pasca libur terlihat bahwa perolehan return pasar pada hari perdagangan setelah libur adalah positif. Perolehan return pasar yang positif (walaupun tidak signifikan) pada hari perdagangan pasca libur sama dengan perolehan return pasar pada hari perdagangan pasca libur pada indeks pasar modal seperti NYSE, AMEX, ataupun BSE-SENSEX.

Berdasarkan nilai-nilai t-hitung variabel yang tidak signifikan dari variabel pasca libur dan hari lain maka H_0 tidak dapat ditolak artinya tidak terdapat pengaruh hari perdagangan pasca libur (efek pasca libur) terhadap return saham. Perolehan return pasar yang positif pada hari perdagangan pasca libur mengindikasikan bahwa investor yang berinvestasi di BEJ juga memfokuskan transaksinya pada hari perdagangan pasca libur. Perolehan return pasar yang positif juga mungkin disebabkan oleh tingginya biaya transaksi sehingga keputusan melakukan permintaan jual pada hari perdagangan pasca libur tidak terjadi. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Liano, et.al (1992) maupun penelitian Arumugam (1999). Penelitian Liano et.al (1992) menemukan hasil bahwa terdapat pengaruh signifikan hari perdagangan pasca libur terhadap return indeks NASDAQ.

Model Ketiga. Model ini dibuat untuk menguji pengaruh signifikan hari perdagangan sebelum libur terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari perdagangan. Dengan metode *confounding effect* yaitu dengan memakai variabel kontrol hari perdagangan bertujuan untuk mengeluarkan dampak faktor lain yang mungkin mempengaruhi perolehan return pasar pada hari perdagangan sebelum libur yang dalam penelitian ini dipakai variabel kontrol hari perdagangan. Penelitian yang dilakukan Ariel (1990); Liano,et.al (1992) dan Arumugam (1999) memakai metode *confounding effect* dengan memasukan variabel kontrol hari perdagangan.

Pada model pertama sebelumnya menghasilkan temuan, bahwa di pasar modal Indonesia terdapat pengaruh yang signifikan hari perdagangan

saham sebelum libur (efek pra libur) terhadap return pasar. Pada model ketiga ini menganalisis pengaruh signifikan hari perdagangan pra libur tersebut apakah dipengaruhi oleh variabel lain maka untuk itu dilakukan analisis dengan memasukan variabel kontrol yaitu hari perdagangan saham atau efek hari perdagangan.

Berdasarkan hasil yang dikemukakan dalam Tabel 4.5 di atas, bahwa didapat nilai *adjusted R²* sebesar 0,5%. Dari hasil nilai *adjusted R²* yang rendah ini menandakan variabel bebas dalam model ini hanya bisa menjelaskan sebesar 0,5% terhadap variabel terikatnya. Namun dari penelitian sebelumnya perolehan nilai *R²* yang rendah tersebut bisa dilanjutkan pada tahap analisis berikutnya dan bahkan hal itu tidak menjadi masalah dalam suatu penelitian, karena nilai *R²* bukan merupakan nilai mutlak untuk menentukan baik atau buruknya suatu pemilihan model penelitian (Insukindro, 1998 dalam Ghozali, 2002).

Pengujian selanjutnya menggunakan uji signifikan simultan (uji statistik F) yang menunjukkan apakah semua variabel bebas dalam model dapat menjelaskan secara bersama-sama variabel terikatnya. Dari nilai F hitung didapat angka 3,488 yang signifikan pada level 1%. Artinya model yang dibuat dalam penelitian ini, variabel bebasnya secara bersama-sama dapat menjelaskan variabel terikatnya.

Selanjutnya dilakukan uji hipotesis dengan uji t hitung masing-masing koefisien regresi. Pada model pertama, variabel efek pra libur yang semula pertama signifikan pada level 5%, maka dalam model ini dengan variabel

kontrol hari perdagangan menghasilkan bahwa hari perdagangan pra libur tidak signifikan pada level 5%, sehingga H_0 tidak dapat ditolak, artinya hari perdagangan pra hari libur dipengaruhi oleh hari perdagangan. Perolehan return pasar harian yang positif pada hari perdagangan pra libur dipengaruhi oleh perolehan return pasar harian pada hari perdagangan saham Kamis dan Jumat. Hal itu dapat dilihat dari perolehan nilai t hitung hari perdagangan Kamis sebesar 2,047 signifikan pada level 5% dan hari Jumat dengan nilai t hitung sebesar 2,154 yang signifikan pada level 5%. Hari perdagangan pra libur terjadi pada hari Kamis sebanyak 31 hari dengan perolehan rata-rata return pada hari tersebut adalah 0,00191 dan hari Jumat sebanyak 42 hari dengan rata-rata return pasar harian yang diperoleh adalah 0,00481. Hal ini menandakan bahwa investor yang berinvestasi di BEJ memfokuskan transaksi saham pada hari Kamis dan Jumat dengan ditandai banyaknya aksi pembelian pada dua hari tersebut. Mungkin anekdot yang mengatakan bahwa agar membeli produk atau melakukan transaksi hanya pada hari Kamis dan Jumat mempengaruhi keputusan investasi investor di BEJ.

Hasil penelitian ini juga tidak mendukung penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa hari perdagangan pra libur tidak dipengaruhi oleh efek lain yang terjadi dalam return saham (Ariel, 1990; Liano, et.al, 1992 dan Kim dan Park, 1994). Berdasarkan penelitian ini, ditemukan hasil bahwa hari perdagangan pra libur dipengaruhi oleh efek akhir pekan terutama efek pada hari Kamis dan Jumat.

Model Keempat. Pada model ini diuji pengaruh signifikan hari perdagangan pasca libur terhadap return pasar dengan variabel kontrol hari perdagangan. Berdasarkan penelitian Liano et.al (1992) yang dilakukan di pasar OTC didapatkan hasil bahwa efek pasca libur dipengaruhi oleh efek hari Senin, dimana perolehan return yang negatif pada hari perdagangan pasca libur dipengaruhi oleh perolehan return negatif pada hari perdagangan Senin (Liano, et.al, 1992). Pada model kedua sebelumnya, ditemukan bahwa return pasar pada hari perdagangan setelah libur diperoleh positif (walaupun tidak signifikan). Pada model keempat ini dengan variabel kontrol perdagangan saham dilakukan analisis untuk mengetahui apakah hari perdagangan mempengaruhi efek pasca libur. Berdasarkan hasil penelitian yang tergambar dalam Tabel 4.5 jelas bahwa perolehan return pasar pada hari perdagangan pasca libur yang positif dipengaruhi oleh hari perdagangan Kamis dan Jumat. Sehingga H_0 ditolak dimana hari perdagangan berpengaruh signifikan terhadap hari perdagangan pasca libur. Hal tersebut terlihat dari perolehan return positif pada hari perdagangan setelah libur dipengaruhi oleh perolehan return positif pada hari perdagangan Kamis dan Jumat.

Berdasarkan uji koefisien determinasi yang terlihat dari nilai *adjusted* R^2 sebesar 0,004 berarti model ini hanya dapat menjelaskan 0,4% pengaruh variabel bebas dalam penelitian terhadap variabel terikat, sedangkan selebihnya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel penelitian ini. Sedangkan untuk uji signifikansi simultan (uji F statistik) diperoleh nilai F

hitung sebesar 3,008 yang signifikan pada level 1%, sehingga model ini dimana variabel bebas dalam model keempat ini berpengaruh signifikan bersama-sama terhadap variabel terikatnya.

Untuk pengujian koefisien regresi dimana perolehan t-hitung dari variabel bebas didapat nilai t-hitung variabel Kamis sebesar 2,057 yang signifikan pada level 5% dan variabel hari Jumat dengan t-hitung sebesar 2,202 yang signifikan pada level 5% menunjukkan hari perdagangan Kamis dan Jumat berpengaruh signifikan terhadap hari perdagangan pasca libur. Efek Kamis dan Jumat berpengaruh terhadap perolehan return pasar yang positif pada hari perdagangan pasca libur. Sebagaimana dijelaskan pada model ketiga sebelumnya, bahwa investor lebih suka melakukan transaksi dan membeli saham pada hari Kamis dan Jumat sehingga dengan banyaknya volume perdagangan saham pada hari ini ditandai dengan banyaknya aksi permintaan beli (*buy order*) maka akan mempengaruhi perolehan return pasar yang positif.

Hasil penelitian ini menunjukkan ada kesamaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arumugam (1999) dan Liano, et.al (1992) yang menyatakan bahwa efek pasca libur dipengaruhi oleh efek hari perdagangan yang dalam penelitian ini pengaruh hari perdagangan Kamis dan Jumat mempengaruhi signifikan hari perdagangan pasca libur dengan perolehan return pasar yang positif. Sehingga penelitian ini juga mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan di pasar modal Amerika Serikat dan India.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Dalam bab ini akan disajikan simpulan penelitian dan implikasi kebijakan yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan.

5.1. Simpulan

Berdasarkan pembahasan penelitian pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Terjadi efek hari pra libur di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hal ini terlihat bahwa pada hari perdagangan sebelum hari libur perolehan return pasar sangat tinggi dan signifikan berpengaruh terhadap perolehan return pasar harian di BEJ periode 1992-2002. Hal ini mengindikasikan bahwa investor di BEJ melakukan transaksi saham pada hari perdagangan pra libur untuk memperoleh return yang positif mengantisipasi hari libur dimana pasar ditutup. Namun dengan pengujian selanjutnya yaitu melakukan analisis terhadap kemungkinan hari perdagangan berpengaruh terhadap efek pra libur diperoleh hasil bahwa efek akhir pekan yaitu efek Kamis dan Jumat mempengaruhi perolehan return positif pada pra libur. Artinya investor di BEJ melakukan transaksi pada pra libur dipengaruhi oleh akhir pekan yaitu Kamis dan Jumat dan mungkin para investor mulai aktif melakukan transaksi saham pada hari Kamis dan Jumat untuk memperoleh return atau keuntungan saham

dalam mengantisipasi kerugian dari aksi penjualan pada hari sebelumnya.

2. Tidak terjadi efek pasca libur di BEJ. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan periode 1992-2002 didapat hasil bahwa nilai t hitung untuk variabel pasca libur tidak signifikan. Perolehan return pasar yang positif pada pasca libur menandakan bahwa investor di BEJ tidak dipengaruhi oleh libur yang terjadi sebelumnya. Investor tidak terpengaruh dengan libur dimana pasar saham ditutup yang ditandai para investor tidak melakukan aksi jual pada hari perdagangan pasca libur yang mengakibatkan perolehan return rendah. Perolehan return positif pada hari perdagangan pasca libur dipengaruhi oleh efek hari Kamis dan Jumat dimana perolehan return pasar yang positif pada hari Kamis dan Jumat mempengaruhi perolehan return positif pada hari perdagangan pasca libur.
3. Terjadi efek akhir pekan di BEJ. Dari hasil penelitian didapati kesimpulan bahwa investor di BEJ lebih dipengaruhi oleh efek hari perdagangan saham. Dari perolehan return pasar yang positif pada hari Kamis dan Jumat menunjukkan bahwa investor lebih aktif berinvestasi pada hari Kamis dan Jumat dibandingkan hari-hari lainnya dalam sepekan perdagangan saham.

5.2. Implikasi Kebijakan

5.2.1. Implikasi Teoritis

Berdasarkan hasil yang ditemukan dalam penelitian ini dengan pengujian terhadap empat model yang dibuat maka penelitian ini dapat dinyatakan berbeda dengan penelitian sebelumnya. Berdasarkan hasil analisis data dalam penelitian ini menunjukkan, bahwa perolehan return pasar pada hari perdagangan sebelum libur adalah signifikan positif tetapi perolehan tersebut bukan dikarenakan oleh pengaruh hari libur nasional tetapi lebih disebabkan oleh efek akhir pekan yaitu hari perdagangan Kamis dan Jumat. Temuan ini tidak mendukung temuan penelitian Ariel (1990); Liano et.al (1992) ataupun Arumugam (1999) yang menjelaskan bahwa efek pra libur adalah bukan disebabkan oleh pengaruh dari efek lain.

Perbedaan temuan yang dihasilkan dalam penelitian ini dengan penelitian Ariel (1990); Liano et.al (1992) ataupun Arumugam (1999) diduga karena perbedaan obyek penelitian yang dilakukan. Penelitian ini menganalisis pengaruh hari libur terhadap return pasar (IHSG) dengan kondisi pasar yang berbeda dengan kondisi pasar yang diteliti oleh Ariel (1990); Liano et.al (1992) ataupun Arumugam (1999). Penelitian ini akan konsisten dengan kondisi pasar yang stabil seperti kondisi pasar modal di Amerika Serikat seperti di pasar OTC (Nasdaq). Hal tersebut berbeda dengan kondisi pasar modal Indonesia yang lebih banyak dipengaruhi oleh beberapa faktor di luar pasar.

dan bukan indeks dari pasar modal parallel yang terdapat di Bursa Efek Surabaya (BES).

Namun berdasarkan hasil dari pengujian pengaruh hari perdagangan terhadap hari perdagangan pasca libur diperoleh hasil bahwa perolehan return pasar positif pada hari perdagangan pasca libur adalah dipengaruhi oleh efek akhir pekan atau oleh hari perdagangan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Liano et.al (1992) yang menyatakan bahwa perolehan return yang negatif pada hari perdagangan pasca libur dipengaruhi oleh efek hari perdagangan Senin. Karena hari perdagangan pasca libur kebanyakan terjadi pada hari Senin dimana terjadi efek Senin. Sehingga pada hari perdagangan Senin diperoleh return yang negatif.

5.2.2. Implikasi Manajerial

Berdasarkan pembahasan penelitian yang dilakukan terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga saham di BEJ periode 1992-2002, maka yang dapat diberikan sebagai rekomendasi adalah sebagai berikut:

Dari hasil penelitian ditemukan bahwa perolehan return pada hari perdagangan sebelum libur secara signifikan berpengaruh pada return pasar dan pengaruh efek akhir pekan sangat mempengaruhi perolehan return pasar pada hari perdagangan pra libur, dimana

investor memfokuskan aktivitas transaksi saham pada akhir pekan sehingga dapat diberikan rekomendasi bahwa untuk memfokuskan pembelian saham pada hari perdagangan sebelum libur terutama pada akhir pekan, yaitu hari Kamis dan Jumat. Karena pada hari perdagangan Kamis dan Jumat aktivitas transaksi jual beli mulai meningkat sehingga akan mengakibatkan harga saham menjadi tinggi.

Pada hari Kamis dan Jumat, aktivitas transaksi saham mulai meningkat ditandai dengan meningkatnya harga saham dan volume perdagangan sehingga akan meningkatkan perolehan return saham. Sedangkan untuk hari perdagangan setelah hari libur, berdasarkan hasil penelitian, penjualan saham yang biasa dilakukan oleh investor di negara maju, untuk di pasar modal Indonesia, aktivitas tersebut harus memperhatikan faktor lain berupa faktor informasi yang diumumkan perusahaan pada hari libur atau informasi tersebut telah memasuki pasar pada hari perdagangan pertama setelah libur.

Karena faktor tersebut mungkin mendominasi dibandingkan dengan faktor psikologi investor yang biasanya lebih suka menjual saham pada hari perdagangan setelah libur karena dipengaruhi faktor *bad mood*. Kebanyakan investor domestik Indonesia masih mengikuti trend dari investor luar negeri, sehingga untuk transaksi pada hari perdagangan setelah libur kurang mendapat perhatian mereka.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Setiap penelitian dilakukan memiliki keterbatasan. Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain : penelitian ini hanya mengambil sampel penelitian pergerakan harga saham harian dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) periode penelitian 11 tahun dari tahun 1992 sampai dengan tahun 2002. Maka penelitian ini terbatas pada hasil penelitian untuk return pasar saja. Sedangkan untuk return saham individual belum tergambar dalam penelitian ini dan periode penelitiannya relatif pendek.

Penelitian ini juga hanya memakai hari perdagangan sebagai variabel kontrolnya. Beberapa peneliti dahulu memakai pengaruh variabel lain seperti pergantian bulan, pergantian tahun dan bulan perdagangan sebagai variabel kontrol, sehingga jika efek-efek tersebut dipergunakan mungkin akan meningkatkan perolehan nilai R^2 .

Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi dengan model OLS. Padahal dalam penelitian ini uji asumsi klasik yang berhasil hanya uji multikolinearitas. Sedangkan data yang dipakai tidak normal dan terjadi heteroskedastisitas serta mengalami autokorelasi antara hari tertentu dengan hari sebelumnya.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Adapun agenda penelitian mendatang dapat adalah sebagai berikut:

1. Hendaknya memperpanjang periode penelitian dibandingkan dengan penelitian ini yang hanya memakai periode penelitian 11 tahun.

2. Perlu mempertimbangkan model yang dipakai. Karena data penelitian yang terdistribusi tidak normal, diperlukan pertimbangan pemilihan model penelitian yang cocok.
3. Menambah variabel-variabel lain yang berpengaruh seperti efek lain yang terjadi dalam return saham dan juga perlu mempertimbangkan variabel *bid-ask* sebagaimana yang dilakukan oleh Ariel (1990).
4. Memakai sampel penelitian saham individual dan sektoral yang terdaftar di BEJ untuk memilih saham yang dapat menghasilkan abnormal return pada hari perdagangan sebelum libur.

DAFTAR REFERENSI

- Ang, Robbert, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia** (*The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market*), Mediasoft Indonesia
- Ahmad, Zamri dan Hussain, Simon, 2001, “*KLSE Long Run Overreaction and the Chinese New Year Effect*”, **Journal of Business Finance & Accounting**; 28 (1) & (2)
- Ariel, Robert, A., 1990, “*High Stock Returns before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes*”, **The Journal of Finance**, vol. XLV, no. 5.
- Arumugam, S., 1999, “*Focus on High Stock Returns Before Holidays New Evidence from India*”, **Journal of Financial Management and Analysis**, vol. 12.
- Ball, R.J. dan P. Brown, 1968, “*An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*”, **Journal of Accounting Research**, vol. 6.
- Bambang Hermanto, Adler Haymans Manurung, 2002, “*Prospek Pasar Modal Pasca-April 2002 Berkaitan dengan Perkembangan Nilai Rupiah*”, **Usahawan**, No. 08 Th. XXXI, Agustus
- Brockman, Paul and Michayluk, David, 1997, “*The Holiday Anomaly: an Investigation on Firm Size versus Share Price Effects*”, **Quantitative Journal Business Economic (QJBE)**, vol. 36, no. 3
- Chan, M.W.L, Khanthavit, Anya, dan Thomas, Hugh, 1996, “*Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Markets*”, **Asia Pacific Journal of Management**, Vol. 13
- Clave, A.D., Ibrahim, M.S.B., dan Thomas, SH., 1998, “*Impact of Settlement Procedures on Day of the Week Effect : Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange*”, **Journal of Business Finance & Accounting**, April/May.
- Djoko Wintoro, 2001, “*Investor Behaviour and Anomalies of Stock Market Theory*”, **Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya**, Vol. VI, No. 11
- Fabozzi, Frank, J., 1999, **Manajemen Investasi**, Salemba Empat, Jakarta.
- Francis, Jack Clark, 1988, **Management of Investments**, McGraw-Hill, Singapore

- Frieder, Laura dan Subrahmanyam, A., 2002, "*Non-Secular Regulaties in Stock Rteurns: The Impact of the High Holy Days on the US Equity Market*", <http://www.....>
- Gujarati, Damodar, 1990, **Ekonometrika Dasar**, terj. Sumarno Zein, Erlangga, Jakarta.
- Harijono, 1990, **Even Study**, Kertas Kerja FE UKSW.
- Hari Sunarto, 1996, **Manajemen Portofolio**, *Makalah Kegiatan Stock Exchange Game III*, FE, UKSW.
- Huang, Stanley S.C., 1990, **Timing the Stock Market for Maximum Profit**, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois.
- Imam Ghozali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, BP UNDIP, Semarang.
- Kim, Chan-Wung dan Park Jinwoo, 1999), "*Holiday Effects and Stock Returns : Futher Evidence*", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.29, No.1.
- Liano, Kartono; Marchand, Patrick H ; and Huang, Gow Cheng, 1992, "*The Holiday Effect in Stock Returns : Evidence from the OTC Market*", **Review of Financial Economics**, vol. 2.
- Manurung, Adler Haymans, 2001, "*Efek Akhir Pekan dan Januari di BEJ?*", **Usahawan**, No. 03 TH XXX Maret.
- New York Institut of Finance, 1989, **Technical Analisys : A Personal Seminar**, NYIF, New York.
- Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, 1999, **Metodologi Penelitian Bisnis**, BPFE, Yogyakarta.
- Pearce, Douglas K., 1995, "*The Robustness of Calender Anomalies in Daily Stock Returns*", http://www.2.ncsu.edu/ncsu/grad/econ_grad_pgm.
- Pettengill, Glen N, 1989, "*Holiday Closing and Security Returns*", **The Journal of Financial Research**, vol. XII, no.1.
- Qian, Sun and Tat, Wong Nee, 2002, "*Is There a Chinese New Year Rally in Singapore?*",
- Reilly, Frank. K and Keith C. Brown, 2000, **Investment Analysis and Portfolio Management**, ed.6th, The Dryden Press, US.

- Ritter, Jay, R., 1988, "*The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year*", **The Journal of Finance**, vol. XLIII, no. 3.
- Rystorm, D.S., & Earl D. Benson, 1989, "*Investor Pyschology & the Day of Week Effect*", **Financial Analisys Journal**, vol. 45.
- Sharpe, William F., Gordon, J. Alaxander & V. Bailey, 1995, **Investment**, Prentice Hall, New York.
- Suad Husnan, 1998, **Dasar-dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas**, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Sugeng Wahyudi, 2003, "Pengukuran Return Saham IPO" **Suara Merdeka**, Senin, 09 Juni.
- Sunariyah, SE., Msi, 2000, **Pengantar Pengetahuan Pasar Modal**, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, **Pasar Modal Indonesia**, Salemba Empat, Jakarta.
- Vergin, Roger C dan McGinnis, John, 1999, "*Revisting the Holiday Effect : Is It on Friday?*", **Applied Financial Economics**, October.
- Wilson, Jack W, dan Jones, Charles P., 1993, "*Comparison of Seasonal Anomalies across Major Equity Markets : A Note*", **The Finance Review** Vol. 28, No.1