

332.6
SIT
P e1

**PENGARUH HARI LIBUR NASIONAL TERHADAP RETURN
SAHAM HARIAN DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi**



Diajukan oleh:

Nama : Siti Chomariah

NIM : C4C001301

Kepada

PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI

PROGRAM PASCASARJANA

UNIVERSITAS DIPONEGORO

TAHUN 2004

Tesis berjudul

**PENGARUH HARI LIBUR NASIONAL TERHADAP RETURN SAHAM
HARIAN DI BURSA EFEK JAKARTA**

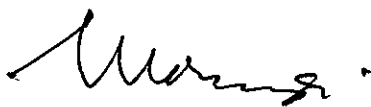
yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : Siti Chomariah

NIM : C4 C0 01 301

Yang telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 3 Maret 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Dewan Penguji



Drs. M. Nasir, Msi, Akt

NIP: 131.875.458



Drs. Nugroho SBM, MS

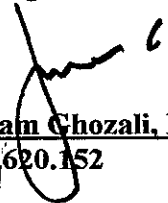
NIP : 131.696.213



Dra. Zuilaikha, Msi, Akt

NIP : 131.945.098

Pembimbing Utama/Ketua



H. Dr. Imam Chozali, MCom, Akt

NIP : 131.620.152

Pembimbing/Anggota

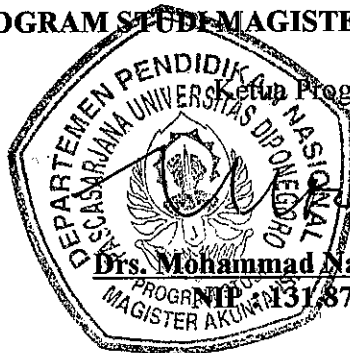


Drs. Darsono, MBA, Akt

NIP : 131.875.489

Semarang, 3 April 2004

**UNIVERSITAS DIPONEGORO PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI**



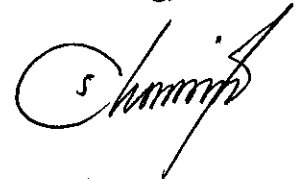
Drs. Mohammad Nasir, Msi, Akt

NIP : 131.875.458

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini, menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya sendiri, tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu Perguruan Tinggi atau karya yang pernah ditulis/ diterbitkan orang lain kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Karya ini adalah milik saya dan pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, Maret 2004

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Siti Chomariah', written in a cursive style. The signature is positioned below the date and above the printed name.

Siti Chomariah

Halaman Persembahan

Kupersembahkan untuk:

- 1. Almarhum Ibunda Tercinta*
- 2. Bapak Tercinta*
- 3. Kakak-kakak dan Adik-adikku tersayang.*

ABSTRACT

Many research about holiday effect on stock return were examined in the stock exchanges abroad. Kim and Park (1994) reported that the highest return on the trading day before holidays in United States, United Kingdom and Japanese. The holiday effects in the UK and Japanese stock markets are independent from the holiday effect in the US stock market, because each country has different holidays. The aim of the research is to provide evidence of the effect national holiday on the daily manufacture stock return in Jakarta Stock Exchange (JSE). First is to examine the effect of national holiday to stock return on trading days before and after national holiday. Second is to examine the effect of national holiday on stock return on trading days before and after holiday, which are shifted to weekend. Third, to examine which national holidays have effects on stock returns before and after the holiday.

This research is using Composite Stock Price Index of manufacture in Jakarta Stock Exchange from 1996 to 2003 as the sample. Dependent variable used is manufacture stock return. Where as Independent variable are stock trading day from Monday until Friday. National holiday in this research is the holiday determined by the government except Saturday and Sunday holidays. Hypotheses are tested using ARIMA (Auto regression Integrated Moving Average).

The result of this research proved that there is no effect of stock return on trading day before the national holiday. But, there is a negative effect of return stock on trading day after the national holiday. While for the holiday which is shifted to the weekend shows a positive effect of return stock on the day before holiday and shows no effect of return stock on the day after holiday. This research shows a positive effect and significant on trading day after Monday and Tuesday holiday.

Key-word : Stock Return, National Holiday Effect

ABSTRAK

Penelitian tentang pengaruh hari libur terhadap return saham telah banyak diteliti di bursa saham luar negeri. Kim dan Park (1994) melaporkan bahwa return saham tertinggi terjadi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur di Amerika, Inggris dan Jepang. Pengaruh hari libur yang terjadi di Inggris dan Jepang tidak tergantung dari pengaruh hari libur di Amerika, karena setiap negara mempunyai hari libur yang berbeda-beda. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan pengaruh hari libur nasional terhadap return saham harian manufaktur dibandingkan dengan hari perdagangan saham lainnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pertama, pengaruh return saham yang terjadi pada hari perdagangan saham sebelum dan sesudah hari libur nasional. Kedua, pengaruh return saham yang terjadi pada hari perdagangan saham sebelum dan sesudah hari libur yang digeser pada akhir pekan. Ketiga, hari-hari libur apakah yang mempengaruhi return saham yang terjadi sebelum dan setelah hari libur.

Penelitian ini menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan manufaktur di Bursa Efek Jakarta mulai tahun 1996 sampai dengan tahun 2003 sebagai sampelnya. Variabel dependen yang digunakan adalah return saham manufaktur. Untuk variabel independen adalah hari perdagangan saham dari Senin sampai dengan Jumat. Hari libur nasional adalah hari libur nasional yang ditetapkan oleh pemerintah Republik Indonesia selain hari libur Sabtu dan Minggu. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan model ARIMA (*Autoregression Integrated Moving Average*).

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pada hari perdagangan sebelum hari libur nasional tidak terdapat pengaruh terhadap return saham. Akan tetapi pada hari perdagangan saham sesudah hari libur nasional menunjukkan terdapat pengaruh yang negatif terhadap return saham. Sedangkan untuk hari libur yang digeser pada akhir pekan menunjukkan pengaruh yang positif terhadap return saham pada hari perdagangan saham sebelum hari libur dan tidak terdapat pengaruh pada hari perdagangan sesudah hari libur terhadap return saham. Penelitian juga menunjukkan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan pada hari perdagangan setelah hari libur Senin dan Selasa.

Kata Kunci: Return Saham, Pengaruh Hari Libur Nasional

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT atas segala Rahmat dan Ridlonya-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penelitian ini untuk menyusun tesis dengan judul “Pengaruh hari libur nasional terhadap return saham harian di Bursa Efek Jakarta”.

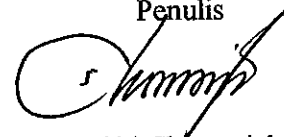
Tesis ini disusun sebagai syarat untuk mencapai derajat S2 Magister Akuntansi dan diharapkan dapat menyumbangkan informasi di bidang akuntansi pada khususnya dan bidang perekonomian pada umumnya.

Pada kesempatan ini, penulis juga mengucapkan banyak terima kasih kepada Bapak H. Dr. Imam Ghozali, MCom, Akt selaku pembimbing utama dan Bapak Drs. Darsono, MBA, Akt selaku pembimbing anggota atas bimbingan, saran dan pengarahannya.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh kesempurnaan, sehingga kritik dan saran yang membangun sangat diharapkan untuk kesempurnaan skripsi ini.

Semarang, Februari 2004

Penulis



Siti Chomariah

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Halaman Pengesahan.....	ii
Halaman Persembahan.....	iii
Abstract.....	iv
Abstraksi.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	vii
Daftar Tabel.....	ix
Daftar Gambar.....	xii
Daftar Lampiran.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	5
1.3. Tujuan Penelitian.....	5
1.4. Manfaat Penelitian.....	6
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	7
2.1. Telaah Pustaka.....	7
2.1.1. Efisiensi Pasar.....	7
2.1.2. Hubungan antara Teori Efisiensi Pasar dengan Kandungan Informasi.....	10
2.1.3. Return Saham.....	12
2.1.4. Anomali Kalender.....	13

	2.1.5. <i>The January or Turn-of-the Year Effect</i>	14
	2.1.6. <i>The Weekend Effect</i>	16
	2.1.7. <i>Pre-Holiday Effect</i>	19
	2.2. Penelitian Terdahulu.....	21
	2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	22
	2.4. Perumusan Hipotesis.....	22
BAB III	METODE PENELITIAN.....	24
	3.1. Jenis dan Sumber Data.....	24
	3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel.....	24
	3.3. Metode Pengumpulan Data.....	25
	3.4. Definisi Operasional Variabel.....	25
	3.5. Teknik Analisis.....	26
	3.5.1. Statistik Deskriptif.....	26
	3.5.2. Uji Asumsi Klasik.....	26
	3.5.3. Uji Hipotesis.....	27
BAB IV	PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN.....	28
	4.1. Gambaran Umum Responden.....	28
	4.1.1. Bursa Efek Jakarta.....	28
	4.2. Profil Reponden.....	29
	4.2.1. Gambaran Umum IHSG Manufaktur.....	37
	4.3. Uji Hipotesis.....	38
	4.3.1. Statistik Deskriptif dan Uji Asumsi Klasik.....	38
	4.3.2. Analisis <i>Autoregression Integrated Moving Average</i>	40

	4.4. Hasil Penelitian dan Interpretasi Hasil	44
BAB V	PENUTUP	46
	5.1. Kesimpulan.....	46
	5.2. Keterbatasan.....	49
	5.3. Saran.....	49
	DAFTAR PUSTAKA	50

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Perkembangan IHSG Manufaktur Selama 1996-2003	37
2. Perkembangan IHSG Total Selama 1996-2003	38
3. Deskriptif Statistik Return IHSG Manufaktur	39
4. Deskriptif Statistik, Uji KS, Uji Box Ljung dan Uji Durbin Watson	39
5. Ringkasan Hasil Regresi Hipotesis Pertama	40
6. Ringkasan Hasil Regresi Hipotesis Pertama	42
7. Ringkasan Hasil Regresi Hipotesis Kedua	43

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1: Kandungan Informasi Dalam Pasar Efisien	12
Gambar 2: Kerangka Pemikiran Teoritis	22
Gambar 3: Proses Jual Beli Saham di BEJ	36

DAFTAR LMAPIRAN

Lampiran

- 1. Descriptive Statistics**
- 2. Regression**
- 3. Kolmogorov-Smirnov Test**
- 4. Scatterplot**
- 5. Box-Ljung Test**
- 6. Hasil ARIMA**
- 7. Data IHSG Manufaktur**

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Penelitian tentang fluktuasi harga saham berdasarkan hari perdagangan telah banyak diteliti selama 30 tahun terakhir. Fluktuasi harga saham dapat diterangkan dengan teori pasar efisien. Menurut Fama, (1970) suatu pasar dikatakan efisien apabila harga suatu saham secara penuh mencerminkan informasi yang tersedia. Anomali kalender dari beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata return saham tertinggi terjadi pada hari sebelum hari libur nasional, pada awal dan akhir bulan (dampak pergantian bulan) dan pada bulan Januari (dampak bulan Januari), atau pada awal tahun (dampak pergantian tahun). Tetapi return saham pada hari Senin menjadi lebih rendah daripada hari lainnya karena dampak akhir pekan (Pearce, 1995).

Pettengil (1989) menyimpulkan bahwa return saham dipengaruhi oleh dampak hari libur, baik untuk perusahaan besar maupun untuk perusahaan kecil. Return saham menjadi lebih tinggi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur. Berdasarkan data dari New York Stock Exchange mulai Juli 1962 sampai dengan Desember 1986, return saham menjadi lebih tinggi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur dan untuk hari Jumat setelah hari libur. Dampak hari libur terhadap return saham, menurut Pettengil konsisten terjadi setiap tahunnya.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Liano, Marchand dan Huang (1992) membuktikan bahwa pada hari perdagangan saham sebelum hari libur berdampak terhadap return saham di yang terdaftar pada OTC (*Over-The-Counter*). Hari

perdagangan saham sebelum hari libur memberikan rata-rata return harian lebih tinggi daripada hari lainnya pada tahun itu. Tiga pasar saham utama di Amerika yaitu NYSE, AMEX dan NASDAQ menunjukkan adanya dampak hari libur terhadap return saham. Hari sebelum hari libur berpengaruh sangat kuat terhadap semua pasar modal (Wilson dan Jones, 1993).

Pengaruh hari libur terhadap return saham juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Park (1994). Mereka menemukan bukti bahwa pengaruh hari libur terdapat di tiga pasar modal utama di Amerika Serikat yaitu NYSE, AMEX dan NASDAQ. Dampak hari libur juga terjadi di pasar modal Inggris dan Jepang. Akan tetapi, dampak hari libur yang terjadi bukan karena pengaruh hari libur pasar modal di Amerika. Sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh hari libur adalah pengaruh hari libur di masing-masing negara.

Sementara itu, Arumugam (1999) dalam penelitian di Bombay Stock Exchange Sensitive juga menemukan bukti empiris bahwa return saham sebelum hari libur adalah penting, yaitu 0.19% dari tahun 1979 - 1997 dan 0.165% pada tahun 1985 - 1991 serta 0.345% pada tahun 1991 - 1997 dan hasilnya lebih tinggi secara signifikan daripada return mingguan. Return saham pada hari setelah hari libur tidak signifikan, sedangkan return saham sebelum hari libur lebih menerangkan dampak hari libur. Pada tahun 1979-1985, return saham setelah hari libur menjadi positif secara signifikan, tetapi pada tahun 1991-1997, return saham sebelum hari libur berubah menjadi positif secara signifikan. Hal ini adalah bukti bahwa dampak setelah hari libur telah berubah menjadi dampak sebelum hari libur sejak tahun 1985 - 1991. Return mingguan adalah negatif secara signifikan jika kondisi pasar dalam keadaan sedang turun (*bearish*).

Dampak hari perdagangan saham sebelum hari libur lebih lanjut diperkuat dengan dampak pergantian tahun (dampak bulan Januari), dampak bulanan (dampak pergantian bulan) dan dampak mingguan (dampak akhir pekan). Pola ini mengakibatkan return saham lebih rendah pada hari perdagangan setelah hari libur. Pearce (1995) menemukan bukti bahwa terjadi pengaruh positif terhadap return saham pada hari sebelum hari libur dan pengaruh negatif pada akhir pekan untuk semua return kecuali pada perusahaan-perusahaan besar setelah tahun 1985. Disamping itu, pada hari Jumat (hari sebelum libur akhir pekan) selalu menunjukkan koefisien terbesar. Dampak bulan Januari atau pergantian tahun juga terjadi pada return saham perusahaan-perusahaan kecil, yang membuktikan bahwa hari libur berpengaruh terhadap return saham. Dampak bulan Januari atau pergantian tahun juga terjadi di Spanish Stock Exchange, tetapi tidak berhubungan dengan abnormal volume perdagangan atau *bid-ask spreads* (Meneu dan Pardo). Penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Park (1994) juga mendukung dampak pergantian tahun terhadap return saham. Hasilnya menunjukkan bahwa dampak hari libur juga terjadi di Jepang.

Penelitian tentang dampak hari perdagangan terhadap return saham telah diteliti pula di Bursa Efek Jakarta. Berdasarkan hasil penelitian Gunadi (1995) ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap return saham rata-rata secara harian dengan menggunakan data di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1994. Akan tetapi terdapat perbedaan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sukimo dan Wibisono (1996). Disimpulkan bahwa rata-rata keuntungan pasar harian saham selama tahun 1989 sampai dengan tahun 1995 menunjukkan hasil yang positif pada semua hari, kecuali pada hari Selasa. Jadi, pada hari perdagangan Selasa,

keuntungan saham menjadi negatif. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin dan Algifari (1999) menemukan bahwa pada hari Selasa, Rabu dan Jumat terdapat return saham yang signifikan. Sedangkan pada hari Senin dan Kamis, abnormal return tidak signifikan secara statistik. Sehingga investor memperoleh return saham tidak berbeda secara statistik dengan return saham abnormal. Robiyanto (2000) menemukan bukti yang lain lagi. Berdasarkan data periode April 1998 sampai dengan Maret 2000, return positif tertinggi ditemukan pada hari Kamis pada semua indeks harga saham yang ada. Sementara return negatif terjadi pada hari perdagangan Rabu. Karena Robiyanto memisahkan indeks saham berdasarkan 9 indeks harga saham sektoral, ternyata varian tertinggi pada umumnya ditemukan pada hari Jumat.

Tidak adanya konsistensi kesimpulan penelitian tentang dampak hari perdagangan saham terhadap return saham yang diperoleh dari penelitian-penelitian terdahulu, menjadikan suatu fenomena yang menarik untuk diteliti. Dampak hari libur terhadap hari perdagangan saham, telah banyak diteliti di luar negeri. Sedangkan hari libur yang terjadi di luar negeri adalah hari libur seperti hari kemerdekaan, hari natal, tahun baru atau hari keagamaan di masing-masing negara. Sedangkan di Indonesia, hari libur nasional terdiri dari berbagai macam hari libur dari lima macam agama dan hari libur kemerdekaan serta tahun baru. Apalagi mulai tahun 2003, pemerintah Indonesia membuat kebijakan baru bahwa ada beberapa hari libur yang digeser ke akhir pekan. Hal ini mendorong peneliti untuk melakukan penelitian tentang pengaruh hari libur nasional terhadap return saham harian di bursa Efek Jakarta.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan bukti empiris diatas, ternyata penelitian tentang pengaruh hari libur perdagangan saham terhadap return saham di Indonesia, belum membedakan antara hari perdagangan saham yang terjadi sekitar hari libur. Kebanyakan penelitian hanya meneliti pengaruh hari perdagangan terhadap return saham. Oleh karena itu, penelitian ini dimaksudkan untuk membuktikan secara empiris tentang dampak hari libur yang terjadi pada hari perdagangan saham terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta.

Terjadinya dampak akhir pekan terhadap return saham disebabkan karena adanya hari libur yang terjadi pada hari Sabtu dan Minggu (bukan hari perdagangan saham). Untuk lebih memfokuskan permasalahan dan untuk mengurangi bias hari libur akhir pekan, maka penelitian ini hanya memfokuskan pada hari libur nasional saja. Sedangkan masalah yang akan diteliti adalah sebagai berikut:

1. Bagaimanakah return saham yang terjadi pada 1 hari sebelum dan sesudah hari libur.
2. Bagaimanakah return saham yang terjadi apabila hari libur dipindahkan ke akhir pekan.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Menguji pengaruh hari libur nasional terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta.
2. Menguji pengaruh hari libur nasional yang dipindah sekitar akhir pekan terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan teori pasar modal, khususnya teori pasar efisien dalam melihat faktor hari perdagangan saham terhadap return saham di pasar modal.

Manfaat lainnya adalah memberikan masukan pada berbagai pihak baik yang terlibat langsung maupun tidak langsung di pasar modal. Investor dalam melakukan aktivitasnya dapat mempertimbangkan hari perdagangan saham khususnya dampak hari libur nasional. Bagi pengelola dan pelaku pasar modal, dapat dijadikan sebagai acuan untuk memperhitungkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi return saham.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Efisiensi Pasar

Informasi yang cepat dan benar tercermin dalam saham yang ada menunjukkan bahwa pasar modal tersebut efisien secara informasional. Pasar modal efisien merupakan pasar yang harga saham-sahamnya mencerminkan informasi yang relevan. Semakin cepat pasar modal melakukan reaksi terhadap informasi baru, maka pasar modal tersebut semakin efisien.

Pada garis besarnya, idealnya suatu pasar modal adalah pada saat harga saham menyediakan informasi yang akurat untuk alokasi sumber daya sehingga perusahaan dapat membuat keputusan investasi produksi, dan investor dapat memilih di antara surat-surat berharga yang menggambarkan aktivitas perusahaan, dengan asumsi bahwa harga saham setiap waktu secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pasar Efisien dibedakan menjadi 3 kategori berdasarkan relevannya informasi yang dapat dipertimbangkan yaitu sifat dari kandungan informasi yang tersedia (Fama, 1970).

1. Pasar bentuk kuat (*strong form*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat apabila harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi, termasuk informasi privat. Artinya, semua informasi yang ada telah mencerminkan semua informasi (*fully reflect*) yang tersedia. Sehingga tidak ada informasi privat yang dimiliki oleh

individu tertentu, khususnya orang-orang dalam perusahaan tersebut. Dua penyimpangan yang terjadi telah diamati, pertama, Niederhoffer-Osborne (1966) menunjukkan bahwa perubahan harga saham utama mempunyai akses monopoli pada informasi yang tidak dieksekusi pada batas order dan mereka menggunakan informasi ini untuk menarik keuntungan perdagangan. Hal ini menimbulkan pertanyaan pada fungsi spesialis “*market making*” yang tidak menyediakan monopoli akses terhadap informasi. Kedua, Scholes (1969) menemukan bahwa diduga orang-orang dalam perusahaan sering mempunyai akses monopoli pada informasi tentang perusahaannya. Pada suatu saat orang-orang dalam perusahaan dan spesialis yang pada akhirnya menjadi dua grup yang memonopoli akses informasi yang dilaporkan. Tidak ada bukti bahwa penyimpangan bentuk kuat dari model pasar efisien atas informasi yang tersedia menyebar ke seluruh bagian bawah sampai ke komunitas investasi. Untuk kepentingan sebagian besar investor model pasar efisien, tampaknya perkiraan pertama adalah yang lebih baik mendekati kenyataan.

2. Pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*).

Pasar bentuk setengah kuat terjadi pada saat harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan untuk umum. Kemudian Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) menemukan bahwa informasi pada *stock split* mengenai pembayaran dividen mendatang perusahaan, pada rata-rata yang secara penuh mencerminkan harga bagian saham pada saat saham dipisah. Ball dan Brown (1968) dan Scholes (1969) juga menunjukkan kesimpulan yang sama tentang informasi yang memuat (1) laporan laba tahunan perusahaan (2) berita baru dan berita terbesar kedua tentang saham biasa. Jika

pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3. Pasar bentuk lemah (*weak form*).

Pasar efisien bentuk lemah adalah pasar pada saat harga-harga dari sekuritasnya secara penuh hanya mencerminkan informasi masa lalu saja. Pasar efisien bentuk lemah adalah bentuk pasar yang paling banyak dijumpai dan didukung oleh hasil penelitian yang ada. Meskipun demikian, bukti secara statistik penting untuk membuktikan ketergantungan perubahan harga atau return yang terjadi. Sebagian konsisten dengan model "*fair game*" dan sisanya tidak nampak menggambarkan pasar itu tidak efisien. Sedikitnya perubahan harga atau return, bukan merupakan bukti yang cukup untuk melawan model "*fair game*" yang lebih ambigu. Terdapat bukti yang konsisten tentang ketergantungan positif di dalam perubahan harga sehari-hari dan return saham biasa. Ketergantungan ini menjadi suatu bentuk yang dapat digunakan sebagai dasar secara garis besar dalam aturan perdagangan yang menguntungkan. Ketergantungan muncul ketika terjadi korelasi positif yang konsisten dan mendekati nol. Yang lebih penting, ketergantungan juga ditunjukkan dalam penelitian Alexander (1961) dan Fama dan Blume (1966) sebagai suatu kecenderungan untuk menghasilkan laba yang lebih pada saat menjual atau tidak menjual. Tetapi beberapa sistem mencoba untuk mengubah ketergantungan jangka pendek dari keuntungan yang diharapkan dengan komisi minimum (*fee* penjualan saham) pada pedagang bursa atas pertukaran yang harus mereka bayar. Cootner (1962) dan Moore (1962) melaporkan bahwa terdapat korelasi yang negatif lebih besar terjadi pada return

saham harian, mingguan. Tetapi hal ini tidak nampak dalam penelitian Fama (1962) dimana jika terdapat indikasi yang terlupakan pada ketergantungan yang positif. Dalam beberapa kasus, tidak terdapat indikasi tentang keberadaan ketergantungan dalam return mingguan yang dapat digunakan sebagai dasar dari peraturan keuntungan perdagangan. Asumsi bahwa informasi penting tidak bisa sepenuhnya dievaluasi dengan seketika. Niederhoffer-Osborne (1966) menemukan kecenderungan keterbalikan berlebihan dalam perubahan saham biasa dari transaksi ke transaksi. Mereka menerangkan hasil logika dari mekanisme pesanan untuk membeli dan menjual pada pasar dibandingkan dengan batas pemesanan. Kecenderungan keterbalikan, tampaknya bukan merupakan cara yang dapat digunakan sebagai dasar dari peraturan perdagangan yang menguntungkan.

2.1.2. Hubungan antara Teori Efisiensi Pasar dengan Kandungan Informasi

Efisiensi pasar yang terbagi menjadi 3, tergantung dari kandungan informasi yang tersedia. Ada beberapa kondisi pasar yang mungkin membantu atau menghalangi penyesuaian harga dalam pasar efisien yang berhubungan dengan informasi. Sebagai contoh, ada beberapa hal yang dipertimbangkan dalam transaksi di pasar modal yaitu (1) tidak ada biaya-biaya transaksi dalam perdagangan surat-surat berharga, (2) semua informasi tersedia untuk semua pelaku pasar, dan (3) semua sepakat bahwa implikasi tentang informasi sekarang untuk harga sekarang dan distribusi harga yang akan datang untuk setiap sahamnya. Sehingga, pasar modal yang demikian adalah pasar yang secara penuh mencerminkan semua informasi tersedia (Fama, 1970).

Klasifikasi bentuk pasar modal berdasarkan informasi yang tersedia sebagai berikut:

1. Hipotesis pasar efisien bentuk lemah.

Suatu pasar disebut efisien bentuk lemah apabila harga saham merefleksikan semua informasi harga historis. Harga saham sekarang dipengaruhi oleh harga saham masa lalu. Sehingga berdasarkan data historis yang ada, akan dapat dilihat kecenderungan yang terjadi pada harga saham sekarang. Misalnya terjadi kecenderungan harga saham akan naik pada akhir bulan atau akhir tahun.

2. Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat.

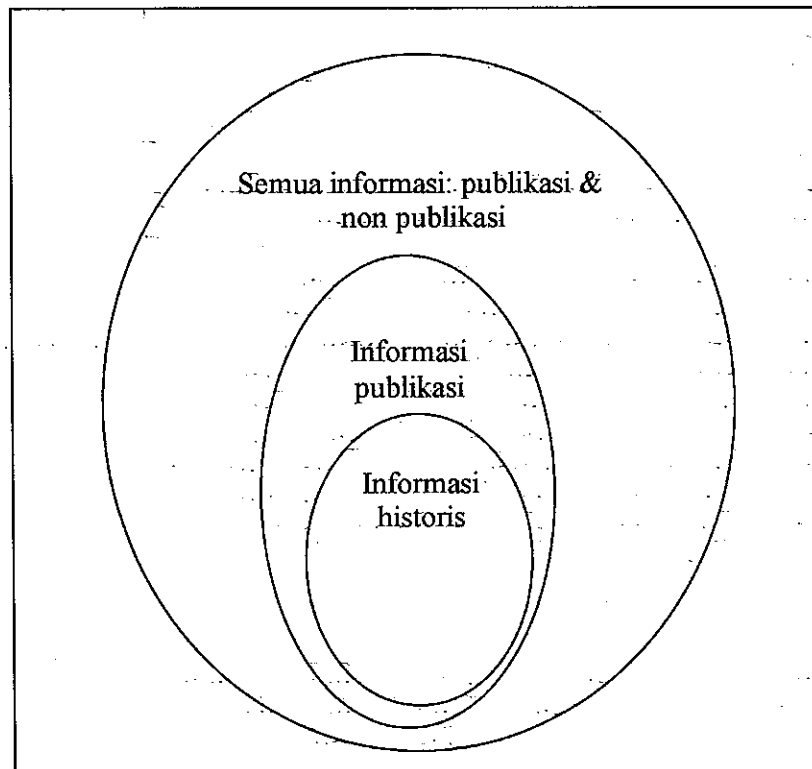
Untuk pasar efisien bentuk setengah kuat, selain informasi historis, tersedia pula informasi yang dipublikasikan ke masyarakat. Informasi yang dipublikasikan ke masyarakat adalah semua informasi dalam laporan keuangan, laporan tahunan, atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi posisi perusahaan pesaing, dan harga saham historis.

3. Hipotesis pasar efisien bentuk kuat.

Pasar efisien bentuk kuat adalah pasar yang menyiratkan informasi historis, informasi publikasi dan informasi non publikasi. Yang dimaksud dengan informasi non publikasi atau informasi privat adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam perusahaan dan bersifat rahasia, karena alasan strategi.

Di bawah ini adalah gambar tentang kandungan informasi yang tersedia dalam bentuk pasar efisien:

GAMBAR 1
KANDUNGAN INFORMASI DALAM PASAR EFISIEN



Sumber: Pengetahuan Pasar Modal, 2000

2.1.3. Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi atau return yang belum terjadi tetapi yang diharapkan di masa mendatang. Return realisasi (*realized return*) adalah return yang telah terjadi, dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi digunakan sebagai salah satu alat pengukur kinerja perusahaan. Return historis ini berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (*expected return*) dan resiko dimasa mendatang (Jogiyanto, 2000).

Suad Husnan (1998) membedakan pendapatan saham menjadi 2 yaitu pendapatan dalam bentuk dividen dan *capital gain* yang merupakan selisih antara harga jual dengan harga beli. Dalam teori portofolio mensyaratkan bahwa apabila resiko yang ditanggung oleh para pemegang saham meningkat maka saham tersebut akan memperoleh return saham yang besar. Jadi terdapat hubungan yang positif antara resiko dan return saham.

Konsep resiko dan return mempunyai peranan yang sangat besar dimana perilaku investor seringkali didasarkan pada konsep ini. Suad Husnan (1998) mengungkapkan teori keuangan yang membahas tentang analisa investasi baik dalam bentuk saham maupun bukan saham selalu menunjukkan bahwa investasi yang mempunyai resiko tinggi maka para pemodal mensyaratkan tingkat return yang semakin tinggi pula.

2.1.4. Anomali Kalender

Penelitian tentang anomali kalender yang berhubungan dengan saham OTC juga telah diteliti. Fortin (1990) dan Keim dan Stambaugh (1984) melaporkan bahwa hari dalam mingguan mempengaruhi saham OTC. Pada hari Senin, return saham menjadi paling rendah, dan pada hari Jumat return saham menjadi paling tinggi. Lamoureux dan Sanger (1989) menemukan bahwa pada awal tahun dan akhir tahun hari perdagangan saham, return saham menjadi lebih tinggi daripada sisa hari lainnya pada tahun itu. Hal tersebut membuktikan adanya pengaruh pergantian tahun dalam pasar OTC. Linn dan Lockwood (1988) dan Fortin dan Joy (1991) membuktikan bahwa terdapat dampak bulanan di pasar OTC, dimana return saham pada hari-hari pertama awal bulan menjadi lebih tinggi daripada hari lainnya pada bulan tersebut.

Pada hari perdagangan sebelum hari libur nasional berbeda dengan hari perdagangan mingguan, bulanan ataupun tahunan. Pengaruh hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional pada pasar OTC mungkin bisa dapat memberikan bukti yang kuat tentang anomali kalender (Liano, Marchand dan Huang, 1992).

Adanya anomali kalender, menimbulkan beberapa pertanyaan. Apakah anomali tersebut bersifat universal atau hanya nampak dalam periode waktu tertentu atau hanya pada return saham kecil. Untuk itu beberapa penelitian membagi penelitiannya menjadi sub yang lebih pendek ataupun membagi kedalam ukuran perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa anomali kalender menunjukkan bukti yang bervariasi. Connoly (1989) dan Chang et. al (1993), menemukan bahwa dampak akhir pekan negatif secara signifikan, kecuali untuk perusahaan besar pada tahun 1986-1991. Dampak bulan Januari atau pergantian tahun menjadi nampak pada perusahaan kecil. Hal ini didukung oleh Bessembinger dan Hertz (1993) yang menyatakan bahwa return harian pada umumnya memperlihatkan return yang berbeda-beda setiap hari dalam minggunya.

2.1.5. The January or Turn-of-the-Year Effect

Beberapa literatur tentang dampak Januari menemukan bukti bahwa return saham lebih tinggi secara signifikan pada bulan Januari daripada bulan-bulan lainnya. Rozeff dan Kinney (1976) melaporkan return saham lebih tinggi untuk NYSE di Januari dari tahun 1904 sampai dengan 1974. Gultekin dan Gultekin (1983) menemukan bahwa return saham di beberapa negara juga menunjukkan return saham di bulan Januari lebih tinggi. Keim (1983) menemukan return lebih tinggi pada saham-saham kecil yang berkonsentrasi pada beberapa hari pertama di Januari dan

dihubungkan sebagai dampak pergantian tahun. Return saham di bulan Januari lebih tinggi dengan hipotesis: pengalaman kerugian investor menjual saham di Desember untuk meningkatkan tax-loss dan kemudian membelinya di Januari. Pengalaman kerugian modal saham seharusnya membuat harga menjadi turun di bulan Desember dan harga menjadi naik di bulan Januari. Rasionalitas penjelasan ini diubah oleh Roll (1983) yang berargumen bahwa arbitrase seharusnya membatasi dampak harga. Roll juga melaporkan beberapa penelitian yang mendukung penjualan tax-loss.

Dukungan untuk penjualan tax-loss dilaporkan Dyl (1977) yang menemukan volume penjualan bulan Desember pada saham menjadi hubungan terbalik pada perubahan harga dari bulan Januari sampai dengan November; Dyl dan Maberly (1992) menemukan penjualan ekstra-lot lebih tinggi pada akhir tahun, terutama pada tahun-tahun menguntungkan. Givoly dan Ovadia (1983) juga menemukan return bulan Januari lebih tinggi untuk saham-saham dengan jangka waktu 12 bulan pada bulan Desember dan lebih tinggi pada saham-saham dengan jangka waktu 24 bulan di bulan Desember karena mereka akan membeli di bulan Januari. Brown et. al (1983) menemukan bahwa saham Australia juga menunjukkan dampak Januari terhadap return saham walaupun Australia mempunyai tahun pajak yang berbeda dengan Amerika Serikat. Chan (1986) melaporkan bahwa saham dengan keuntungan jangka pendek, seperti saham dengan kerugian jangka pendek, mempunyai return tertinggi pada bulan Januari.

Ogden (1990) berpendapat bahwa dampak pergantian tahun menghasilkan dampak yang likuid pada masa penerimaan uang oleh investor. Jacob dan Levy (1988) menemukan dampak Januari terhadap keinginan investor yang menunggu, membuat keputusan membeli saham sampai awal Januari. Penjelasan yang ada sering

ditunjukkan dalam laporan keuangan bahwa perusahaan melaporkan kerugiannya di bulan Desember untuk menutupi laporan akhir tahun. Keuntungan ini seharusnya menghasilkan harga lebih rendah di bulan Desember jika tidak cukup perdagangan untuk kesepakatan perubahan harga.

2.1.6. *The Weekend Effect*

French (1980) mencatat bahwa jika return saham merupakan dasar dari waktu penanggalan lebih baik dari waktu perdagangan, return pada hari Senin seharusnya kira-kira 3 kali dari hari lain. Penemuan French (1980) dan Gibson dan Hess (1981) menyatakan bahwa return rata-rata saham pada hari Senin adalah negatif dan signifikan lebih rendah daripada hari lain, sehingga dapat disimpulkan adanya pertentangan dengan teori efisiensi pasar. Beberapa penjualan dampak akhir pekan telah lama ditunjukkan. Lakonishok dan Levi (1982) menghubungkan dampak konvensi kliring cek yang membuat penjualan saham pada hari Jumat meningkat. Tetapi rasional ini menjadi pertanyaan oleh Dyl dan Martin (1985) yang menemukan bahwa dampak kejadian akhir pekan lebih kuat. Jaffee dan Westerfield (1985) juga ragu memilih apakah dampak hari-hari perdagangan saham pada return saham negara lain juga berbeda dengan praktek penyelesaian yang berbeda. Hipotesis lainnya adalah saham lebih disukai ex-dividen pada hari Senin, sehingga return saham menjadi rendah. Tetapi Lakonishok dan Smidt (1988) dan Branch dan Echevarria (1991) melaporkan hasil yang tidak konsisten dengan argumen ini. Return saham dapat lebih rendah pada hari Senin jika jenis perusahaan menunggu sampai akhir pekan untuk mengumumkan berita buruk. Tetapi hal ini seharusnya tidak terjadi jika

pasar adalah efisien karena agen akan mengantisipasi perilaku perusahaan dan discount saham yang sesuai.

Beberapa hasil analisis di bawah ini memberikan penjelasan dampak secara psikologis terhadap perilaku individual dalam menjual saham. Miller (1988) menyimpulkan return saham menjadi negatif pada hari Senin karena saham lebih baik dijual kepada individual daripada perusahaan. Miller berpendapat bahwa individual lebih suka menjual saham pada hari Senin karena mereka membutuhkan dana untuk akhir pekan, tanpa dipengaruhi broker. Rystrom dan Benson (1989) menghubungkan return saham pada hari Senin menjadi negatif terhadap perasaan orang-orang yang kurang optimis pada hari Senin sehingga mereka memutuskan untuk menjual pada hari Senin. Dyl dan Holand (1990) dan Lakonishok dan Maberly (1990) melaporkan beberapa pendukung untuk argumen ini dalam menjual ekstra-lot, yang mengindikasikan transaksi individu lebih tinggi pada hari Senin.

Connoly (1989) berpendapat bahwa penemuan selanjutnya tentang dampak akhir pekan tergantung dari asumsi bahwa saham adalah distribusi normal dengan perbedaan yang konstan. Menggunakan perkiraan dengan penyimpangan yang ada, Connoly menemukan banyak bukti yang lemah tentang dampak akhir pekan, terutama setelah tahun 1975. Chang et. al (1993) menggunakan prosedur yang sama dengan Connoly, juga melaporkan bahwa terdapat sedikit bukti tentang dampak return saham pada portofolio di perusahaan besar untuk periode 1986 sampai dengan 1990. Mereka juga menemukan bukti tentang dampak akhir pekan terhadap return saham di pasar Eropa. Agrawal dan Tandon (1994) juga menemukan dampak hari-hari lain dalam mingguan terhadap return diluar negara Amerika Serikat. Tetapi beberapa negara menunjukkan return yang lebih rendah pada hari Selasa daripada

pada hari Senin. Mereka melaporkan dampak hari Selasa menghilang pada tahun 1980.

Gregorio, Kontonikas dan Tsitsianis (2002) menyimpulkan bahwa dampak hari minggu terdapat di bursa saham Inggris. Hal ini sesuai dengan literatur yang sebelumnya seperti Mills dan Coutts (1995) dan Arsad dan Coutts (1997). Kesimpulan yang kedua adalah bahwa ketika transaksi biaya-biaya telah dibukukan, dampak hari minggu akan nampak, karena alasan yang berikut. Ketika kita tidak menghitung biaya-biaya transaksi, kita menemukan itu pada hari Senin adalah negatif dan berbeda dari hari minggu lainnya. Sehingga saham tersebut adalah lebih murah untuk dibeli pada hari Senin. Ini menciptakan penyimpangan karena investor membeli saham pada hari Senin, dengan begitu menciptakan suatu dampak akhir pekan. Ketika biaya-biaya transaksi telah dipertimbangkan kembali, pada hari Senin tidaklah berbeda dengan hari lain. Hal ini menyiratkan bahwa saham itu tidak lagi lebih murah dibeli pada hari Senin. Sehingga disimpulkan bahwa penyimpangan dampak akhir pekan menghilang, membuktikan bahwa pasar adalah kurang efisien. Kemudian riset ini diperluas untuk melihat dampak akhir pekan mempengaruhi dari segi perubahan pandangan. Ditemukan bahwa pada hari Senin mempunyai suatu simpangan baku lebih tinggi dibandingkan hari-hari lain.

Menurut Tandelilin dan Algifari (1999) bahwa adanya kecenderungan emiten mengumumkan berita buruk (*bad news*) pada akhir pekan, sehingga pada perdagangan hari Senin, harga saham menjadi rendah. Sedangkan berita baik (*good news*) perusahaan biasanya diumumkan pada hari perdagangan. Disamping itu, hasrat individu menjual saham pada hari Senin lebih tinggi daripada hasrat membeli.

Sehingga pada perdagangan hari Senin, harga saham relatif lebih rendah dibandingkan hari lainnya.

2.1.7. Pre-Holiday Effect

Fields (1934) menemukan bahwa terdapat proporsi tertinggi pada pemilihan hari perdagangan saham sebelum hari libur. Meril (1966) juga menemukan bahwa frekuensi yang tidak proporsional pada keunggulan Dow Jones Industrial Average pada hari sebelum hari libur selama periode 1897 sampai dengan 1965. Fosback (1976) mencatat bahwa return saham sebelum hari libur bertambah tinggi pada return indeks standar dan Poor 500. Roll (1983) menemukan return bertambah tinggi pada perusahaan kecil pada hari perdagangan sebelum tahun baru. Lakonishok dan Smidt (1984) menemukan bahwa kenaikan harga berlaku pada semua perusahaan (dari besar sampai kecil) pada hari perdagangan terakhir sebelum natal. Rogalski (1984) menemukan bahwa semua rata-rata return negatif dari penutupan Jumat ke penutupan Senin. Rogalski juga menemukan bahwa return rata-rata pada hari libur akhir pekan berhubungan dengan ukuran perusahaan jika libur terjadi pada hari Senin. Tetapi tidak berhubungan jika hari libur terjadi pada hari Jumat.

Coursey dan Dyl (1986) yang dalam penelitiannya menggunakan metode laborat eksperimen pasar, menyisipkan hari libur dan pola hasil harga. Hasilnya konsisten dengan fakta bahwa harga saham pada hari sebelum hari libur perdagangan adalah signifikan lebih tinggi daripada hari lainnya. Lakonishok dan Smidth (1988) juga menemukan bahwa rata-rata return saham sebelum hari libur lebih tinggi daripada rate return harian normal. French (1980) menyelidiki dampak akhir pekan menemukan tidak terdapat dampak yang signifikan pada hari perdagangan saham

sebelum hari libur di Pasar Modal Amerika Serikat. Bessembinder dan Hertz (1997) menemukan sebuah pola dalam return saham sekitar bukan pada hari perdagangan (hari libur). Mereka juga menemukan bahwa terdapat return positif yang besar berhubungan dengan hari terakhir sebelum hari libur dan hari pertama setelah akhir pekan atau hari libur.

Ariel (1990) melaporkan bahwa return pada hari sebelum hari libur standar, seperti Natal atau hari Buruh, return saham menjadi 10 kali daripada hari lainnya. Dampak ini tidak menjelaskan dampak Januari atau dampak akhir pekan. Lakonishok dan Smidt (1988) melaporkan hasil yang sama dengan periode yang lebih lama. Kim dan Park (1994) juga menemukan rata-rata return sebelum hari libur lebih tinggi untuk saham Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Mereka menyimpulkan bahwa dampak hari libur rata-rata berlaku di negara-negara lain. Tetapi hal ini masih menyisakan suatu misteri.

Penelitian tentang dampak hari libur menggunakan portofolio atau data index menyulitkan dalam penelitian hubungan antara dampak sebelum hari libur dan variabel yang berhubungan dengan likuiditas saham yang merupakan portofolio atau indeks itu. Terbukti bahwa dampak sebelum hari libur dengan menyelidiki perilaku dari likuiditas yang berbeda, dapat mengukur return saham sebelum hari libur dan bukan hari libur (Meneu dan Pardo, 2001). Rata-rata tertinggi terjadi pada penawaran order di hari sebelum hari libur, dengan fakta bahwa volume perdagangan adalah sama sebelum liburan dan tidak liburan, menunjukkan bahwa investor kecil segan membeli saham pada hari sebelum liburan. Tetapi mereka tidak menghindari menjual sahamnya dan bisa menjadi penyebab dampak sebelum hari libur di Spanyol. Sesungguhnya, hal ini telah diamati pada pasar berbeda dengan perdagangan besar

pada harga yang rendah daripada perdagangan yang kecil. Harga transaksi menjadi lebih tinggi setelah membeli. Ada dua hipotesis mungkin yang bisa menjelaskan mengapa ukuran perdagangan mempengaruhi harga saham (lihat Easley dan O'Hara, 1987).

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang dampak hari libur dan penyimpangan atas hari perdagangan telah banyak diteliti. Pettengil (1989) yang meneliti dampak hari penutupan pada hari libur menemukan bukti bahwa terdampak dampak hari libur yang mempengaruhi return saham. Return saham menjadi tinggi pada hari perdagangan sebelum hari libur dan pada hari Jumat setelah hari libur. Hal ini didukung pula oleh Liano, Marchand dan Huang (1992) yang melaporkan bahwa return saham menjadi tinggi pada hari sebelum hari libur dan return saham menjadi rendah pada hari setelah hari libur di pasar OTC (*Over-The-Counter*). Wilson dan Jones (1993) juga menemukan bukti bahwa hari sebelum hari libur mempunyai dampak yang sangat signifikan dengan menggunakan tehnik Robust. Begitu pula Kim dan Park (1994) melaporkan terjadi abnormal return yang tinggi pada hari perdagangan sebelum hari libur pada 3 bursa efek di Amerika yaitu NYSE, AMEX dan NASDAQ. Dampak hari libur juga terdapat di pasar modal di Inggris dan Jepang, dan hari libur negara tersebut tidak terpengaruh oleh hari libur di Amerika Serikat.

Untuk penelitian di Indonesia tentang dampak hari perdagangan terhadap return saham juga telah diteliti. Wibisono, Sukirno dan Sukanto (1996) menemukan bukti bahwa rata-rata keuntungan pasar harian adalah positif, kecuali pada hari

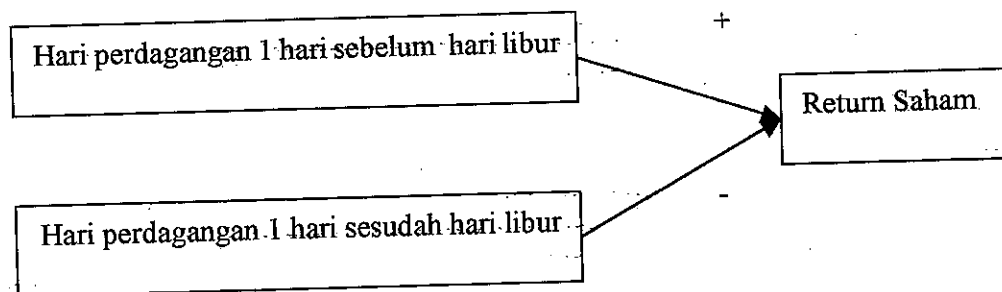
perdagangan Selasa adalah negatif. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin dan Algifari (1999) dilaporkan bahwa investor memperoleh return yang signifikan pada hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat. Sedangkan pada hari perdagangan Senin dan Kamis, investor tidak memperoleh return yang signifikan. Lain lagi hasil yang ditemukan oleh Robiyanto (2000). Berdasarkan data periode April 1998 sampai dengan Maret 2000, return positif tertinggi ditemukan pada hari Kamis pada semua indeks harga saham yang ada. Sementara return negatif terjadi pada hari perdagangan Rabu.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan kesimpulan diatas dan hasil-hasil penelitian terdahulu, serta sesuai dengan tujuan penelitian yang telah disebutkan diatas, maka dibangun kerangka teoritis sebagai berikut:

GAMBAR 1

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



2.4. Perumusan Hipotesis

Adanya hasil-hasil penelitian yang menunjukkan bahwa terdapat return saham yang positif pada hari perdagangan pada hari perdagangan sebelum hari libur. Adanya kecenderungan untuk menahan penjualan saham sebelum hari libur karena

investor masih menunggu berita. Berdasarkan dari kerangka pemikiran teoritis tersebut diatas, maka hipotesis yang diajukan adalah ditulis dalam bentuk alternatif:

H1a: Terdapat return saham yang lebih tinggi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional.

H1b: Terdapat return saham yang lebih rendah pada hari perdagangan saham setelah hari libur nasional.

Jumlah hari libur yang bermacam-macam, juga menimbulkan dampak pada return saham. Berdasarkan penelitian Arumugam (1999), return saham yang terjadi pada 3 atau lebih hari libur mempunyai return yang lebih tinggi daripada hari lainnya. Return saham yang terjadi pada 3 atau lebih hari libur lebih tinggi apabila dibandingkan return saham yang terjadi pada 2 atau kurang hari libur. Sehingga hipotesis yang diajukan adalah :

H2a: Terdapat return saham yang lebih tinggi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional yang dipindah pada akhir pekan.

H2b: Terdapat return saham yang lebih rendah pada hari perdagangan saham sesudah hari libur nasional yang dipindah pada akhir pekan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data historis, berupa harga penutupan saham (*daily closing price*) yang terpilih menjadi sampel dan Indeks Harga Saham Gabungan perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2003. Data IHSG manufaktur ini diperoleh dari Divisi Riset dan Pengembangan Bursa Efek Jakarta. Data ini digunakan sebagai proksi untuk menghitung return pasar.

3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) seluruh perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta. Sampelnya adalah data IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) dari perusahaan manufaktur, dari tanggal 2 Januari tahun 1996 sampai dengan tanggal 31 Desember tahun 2003. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel karena jumlah perusahaan manufaktur memiliki proporsi terbanyak diantara jenis perusahaan lain yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Disamping itu, transaksi saham perusahaan manufaktur memiliki tingkat frekwensi yang lebih tinggi dibandingkan dengan jenis perusahaan lainnya.

Sampel yang digunakan untuk menguji hipotesis kedua yaitu apakah terdapat pengaruh yang positif pada hari perdagangan saham pada hari libur nasional yang dipindah pada akhir pekan dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya adalah data pada tahun 2003. Karena, pemerintah Indonesia mulai menerapkan perubahan

hari libur nasional dipindah ke akhir pekan mulai tahun 2003. Sehingga untuk menguji hipotesis ke-2, data yang dipakai adalah IHSG Manufaktur tahun 2003. Sedangkan hari libur yang digeser ke akhir pekan adalah 5 hari libur.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan melakukan studi pustaka dengan mempelajari buku-buku dan literatur-literatur yang berhubungan dengan penelitian ini. Selain itu juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data dan gambaran mengenai pengolahan data. Tahapan berikutnya adalah penelitian yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur guna menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.4. Definisi Operasional Variabel

Terdapat 4 variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

1. **Hari libur** adalah hari libur nasional yang ditetapkan Pemerintah Republik Indonesia diluar hari Sabtu dan Minggu, karena hari perdagangan efektif di Bursa Efek Jakarta adalah hari Senin sampai dengan Jumat. Pemilihan hari libur nasional ini untuk menghilangkan hasil yang bias antara dampak hari libur akhir pekan dengan hari libur nasional.
2. **Hari perdagangan saham** adalah hari-hari dimana terjadi transaksi jual beli saham. Dimana pada Bursa Efek Jakarta ada lima hari perdagangan saham dalam satu minggunya, yaitu hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat. Lima hari perdagangan saham itulah yang menjadi obyek penelitian ini.

3. **Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Manufaktur** adalah indeks dari semua saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta untuk perusahaan manufaktur sebagai komponen penghitungan indeksnya. Return saham harian pasar saham dihitung berdasarkan persentase IHSG pada saat penutupan kemarin ($IHSG_{t-1}$) terhadap perubahan hari ini ($IHSG_t$).

Rumus: $R_t = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / (IHSG_{t-1})$

R_t : Return Pasar Harian

$IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan hari ke t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan hari ke t-1

3.5. Teknik Analisis

3.5.1. Statistik Deskriptif

Untuk menggambarkan deskriptif variabel yang ada, digunakan tabel distribusi frekuensi absolut yang menunjukkan rata-rata, maksimum, minimum, varian dan deviasi standar.

3.5.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Uji Normalitas yaitu untuk melakukan uji normalitas data. Uji yang digunakan adalah uji Kolmogorov Smirnov.
2. Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode t-1. Uji yang digunakan adalah Durbin Watson.

3. Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas.
4. Uji stationeritas data dan uji heterokedastisitas menggunakan uji Box Ljung. Uji stationeritas digunakan untuk mengetahui pola dari time series data. Sedangkan uji heterokedastisitas untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya.

3.5.3. Uji Hipotesa

Untuk menguji hipotesis penelitian ini digunakan metode statistik regresi dengan metode Box Jenkins atau biasa disebut ARIMA (*Autoregression Integrated Moving Average*). Karena metode ARIMA mensyaratkan data terdistribusi tidak normal dan data yang akan menjadi variabel terikat harus stationer.

Model Hipotesis 1:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 PRA + \beta_2 POST + \beta_3 M_{t-1} + \beta_4 Tu_{t-1} + \beta_5 W_{t-1} + \beta_6 Th_{t-1} + \beta_7 F_{t-1} + \beta_8 M_{t+1} + \beta_9 Tu_{t+1} + \beta_{10} W_{t+1} + \beta_{11} Th_{t+1} + \beta_{12} F_{t+1} + \varepsilon$$

Model Hipotesis 2:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 PRA + \beta_2 POST + \varepsilon$$

R_t	: Return saham
β_{0-12}	: Koefisien regresi
M, Tu, W, Th, F	: 1 jika Senin, Selasa, Rabu, Kamis atau Jumat, hari lain=0
PRA	: 1 jika hari sebelum hari libur, hari lain = 0
POST	: 1 jika hari setelah hari libur, hari lain = 0
ε	: error

BAB IV

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Gambaran Umum Responden

4.1.1 Bursa Efek Jakarta

Bursa Efek Jakarta pertama kali diresmikan oleh Presiden Soeharto pada tahun 1977 dibawah naungan pemerintah. Akan tetapi mulai 13 Juli 1992, Bursa Efek Jakarta berubah bentuk menjadi bursa efek swasta. Berubahnya BEJ menjadi bursa swasta diharapkan dapat tumbuh dan berkembang lebih cepat.

Kegiatan perdagangan di BEJ diadakan pada hari yang disebut dengan *exchange days*, yaitu hari Senin sampai dengan Kamis mulai jam 09.30-12.00 WIB (sesi pagi) dan jam 13.30-16.00 WIB (sesi sore). Pada hari Jum'at jam 09.30-11.30 WIB (sesi pagi) dan jam 14.00-16.00 WIB (sesi sore).

Persyaratan pencatatan di BEJ terdiri dari 3 tahap (Tjiptono, 2001):

1. Persyaratan Umum

Syarat calon emiten bisa mencatatkan sahamnya di bursa adalah sebagai berikut:

- a. Pernyataan Pendaftaran Emisis telah dinyatakan Efektif oleh Bapapem.
- b. Calon emiten tidak sedang dalam sengketa hukum yang diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan perusahaan.
- c. Bidang usaha baik langsung atau tidak langsung tidak dilarang oleh undang-undang yang berlaku di Indonesia.

- d. Khusus calon emiten pabrikan, tidak dalam masalah pencemaran lingkungan (hal tersebut dibuktikan dengan sertifikat AMDAL) dan calon emiten industri kehutanan harus memiliki sertifikat *ecolabelling* (ramah lingkungan).
- e. Khusus calon emiten bidang pertambangan harus memiliki izin pengelolaan yang masih berlaku minimal 15 tahun; memiliki minimal 1 Kontrak Karya atau Kuasa Penambangan atau Surat Izin Penambangan Daerah; minimal salah satu Anggota Direksinya memiliki kemampuan teknis dan pengalaman di bidang pertambangan; calon emiten sudah memiliki cadangan terbukti (*proven deposit*) atau yang setara.
- f. Khusus calon emiten yang bidang usahanya memerlukan izin pengelolaan (seperti jalan tol, penguasaan hutan) harus memiliki izin tersebut minimal 15 tahun.
- g. Calon emiten yang merupakan anak perusahaan dan/atau induk perusahaan dari emiten yang sudah tercatat (*listing*) di BEJ dimana calon emiten memberikan kontribusi pendapatan kepada emiten yang *listing* tersebut lebih dari 50% dari pendapatan konsolidasi, tidak diperkenankan tercatat di bursa.
- h. Persyaratan pencatatan awal yang berkaitan dengan hal finansial didasarkan pada laporan keuangan Auditan terakhir sebelum mengajukan permohonan pencatatan.

2. Persyaratan Pencatatan Awal di Papan Utama BEJ

Syarat calon Perusahaan akan dicatatkan untuk pertama kalinya di Papan Utama:

- a. Telah memenuhi persyaratan umum pencatatan saham.
- b. Telah berdiri minimal 36 bulan (jangka waktunya dihitung sejak Akta Pendirian perusahaan mendapat pengesahan dari instansi yang berwenang)

- c. Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam bisnis utama yang sama minimal 36 bulan berturut-turut.
- d. Menyampaikan Laporan Keuangan Auditan 3 tahun terakhir, dengan ketentuan Laporan Keuangan Auditan 2 tahun buku terakhir dan Laporan Keuangan Auditan interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP)
- e. Memiliki total aktiva minimal Rp 300.000.000.000,00 (tiga ratus miliar rupiah)
- f. Berdasarkan Laporan Keuangan Auditan 2 tahun buku terakhir, perusahaan memperoleh laba usaha dan laba sebelum pajak dengan ketentuan laba sebelum pajak untuk tahun terakhir minimal Rp 20.000.000.000,00 (dua puluh miliar rupiah) dan akumulasi laba sebelum pajak untuk 2 tahun buku terakhir minimal Rp 30.000.000.000,00 (tiga puluh miliar rupiah)
- g. Arus kas operasional (*operational cash flow*) tahun terakhir menunjukkan positif dan perseroan tidak gagal melakukan pembayaran (*default*) atas kewajiban pembayaran utang.
- h. Bidang usaha utamanya memberikan kontribusi pendapatan/penjualan minimal 60% dari total pendapatan/penjualannya.
- i. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas (bukan *majority shareholders*) yang telah melakukan penawaran umum atau sudah tercatat di Bursa Efek lain minimal memiliki 100.000.000 (seratus juta) saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil).
- j. Harga perdana saham calon emiten pada saat penawaran umum minimal 100 x fraksi atau bila perusahaan telah tercatat di bursa Efek lain, memiliki harga pasar

minimal 100 x berdasarkan harga rata-rata penutupan saham selama 25 Hari Bursa Terakhir.

Syarat Calon Perusahaan dicatatkan pertama kalinya di Papan Pengembangan:

- a. Telah memenuhi persyaratan umum pencatatan saham.
- b. Telah berdiri minimal 12 bulan (jangka waktu berdirinya dihitung sejak Akta Pendirian perusahaan mendapat pengesahan dari instansi yang berwenang).
- c. Sampai dilakukannya pencatatan, calon emiten telah melakukan kegiatan operasional dalam bisnis utama minimal 6 bulan berturut-turut.
- d. Menyampaikan Laporan Keuangan Auditan tahun buku terakhir (minimal 12 bulan) dan Laporan keuangan Auditan interim terakhir memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP).
- e. Memiliki total aktiva minimal Rp. 10.000.000.000,00 (sepuluh miliar rupiah)
- f. Jika calon emiten mengalami rugi usaha, maka kerugian tersebut menunjukkan kecenderungan menurun secara signifikan atau berdasarkan proyeksi dari pihak independen menunjukkan prospek yang baik.
- g. Jumlah saham yang dimiliki pemegang saham minor (bukan *majority shareholders*) minimal 50.000.000 (lima puluh juta) saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil)
- h. Bagi calon emiten yang telah melaksanakan penawaran umum perdana harus memiliki minimal 500 pemegang saham, atau bila calon emiten tersebut telah tercatat di bursa lain maka harus memiliki minimal 500 pemegang saham yang dihitung dari Daftar Pemegang Saham (DPS) 5 hari bursa terakhir sebelum mengajukan permohonan pencatatan ke BEJ.

- i. Harga perdana saham calon emiten pada saat penawaran umum minimal 20 x fraksi atau bila perusahaan telah tercatat di bursa Efek lain, memiliki harga pasar minimal 20 x berdasarkan harga rata-rata penutupan saham selama 25 Hari Bursa terakhir.
- j. Khusus calon emiten yang ingin melakukan IPO, perjanjian penjamin emisinya harus menggunakan prinsip kesanggupan penuh (*full commitment*)

3. Perpindahan Papan

Suatu saham yang tercatat di Papan Pengembangan dapat dipromosikan ke Papan Utama bila memenuhi hal-hal berikut:

- a. Perusahaan telah tercatat di Papan Pengembangan minimal 12 bulan.
- b. Berdasarkan Laporan Keuangan Audit terakhir, memiliki total aktiva minimal Rp 300.000.000.000,00 (tiga ratus miliar rupiah).
- c. Telah berdiri minimal 36 bulan (jangka waktu berdirinya dihitung sejak Akta Pendirian perusahaan mendapat pengesahan dari instansi yang berwenang).
- d. Telah melakukan kegiatan operasional dalam bisnis utama yang sama minimal 36 bulan berturut-turut.
- e. Berdasarkan Laporan Keuangan Audit 2 tahun buku terakhir, perusahaan memperoleh laba usaha dan laba sebelum pajak dengan ketentuan laba sebelum pajak untuk tahun terakhir minimal Rp 20.000.000.000,00 (dua puluh miliar rupiah) dan akumulasi laba sebelum pajak untuk 2 tahun buku terakhir minimal Rp 30.000.000.000,00 (tiga puluh miliar rupiah)
- f. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas (bukan *majority shareholders*) minimal 100.000.000 (seratus juta) saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil).

- g. Jumlah pemegang saham yang memiliki minimal 1 satuan perdagangan, paling sedikit 800 (delapan ratus) pemegang saham dalam jangka waktu 6 bulan terakhir.
- h. Berdasarkan Laporan Keuangan Auditan tahun buku terakhir, arus kas operasional (*operational cash flow*) menunjukkan positif dan perseroan tidak gagal melakukan pembayaran (*default*) atas kewajiban pembayaran utang.
- i. Laporan Keuangan Auditan memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP) selama 2 tahun terakhir berturut-turut.
- j. Frekuensi transaksi di Pasar Reguler selama jangka waktu 6 bulan terakhir minimal 10 kali untuk setiap bulannya.
- k. Rata-rata volume transaksi bulanan di Pasar Reguler selama jangka waktu 6 bulan terakhir minimal 1.000.000 (satu juta) saham setiap bulan.
- l. Harga rata-rata penutupan saham yang terjadi di Pasar Reguler selama 6 bulan terakhir minimal Rp 600,00 (enam ratus rupiah).
- m. Berdasarkan Laporan Keuangan Auditan tahun buku terakhir, bidang usaha utamanya memberikan kontribusi pendapatan/penjualan minimal 60 % dari total pendapatan/penjualannya.
- n. Tidak mengalami kondisi dan atau peristiwa yang secara material diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan hidup emiten.
- o. Tidak menghadapi gugatan/perkara yang secara material diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan hidup emiten.
- p. Izin usaha atau kegiatan usaha yang secara material memberikan kontribusi penjualan/pendapatan utama emiten tidak sedang dicabut atau dihentikan.

Sedangkan perpindahan dari Papan Utama ke Papan Pengembangan dilakukan apabila emiten mengalami sekurang-kurangnya satu kondisi berikut:

- a. Berdasarkan Laporan Keuangan Auditasi terakhir, memiliki total aktiva kurang dari Rp 300.000.000.000,00 (tiga ratus miliar rupiah).
- b. Berdasarkan Laporan Keuangan Auditasi tahunan, perusahaan mengalami rugi usaha atau rugi sebelum pajak untuk 2 tahun terakhir.
- c. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas (bukan *majority shareholders*) kurang dari 20% dari Modal Disetor dan kurang dari 80.000.000 (delapan puluh juta) saham dalam jangka waktu 6 (enam) bulan terakhir berturut-turut.
- d. Jumlah pemegang saham yang memiliki minimal 1 satuan perdagangan, paling sedikit 500 (lima ratus) pemegang saham dalam 6 bulan terakhir berturut-turut.
- e. Laporan Keuangan Auditasi memperoleh pendapat Disclaimer untuk tahun buku terakhir atau pendapat Wajar Dengan Pengecualian (WDP) untuk 2 tahun buku terakhir dengan ketentuan bursa-berdasarkan saran Komite Pencatatan Efek-berwenang memindahkan pencatatan sahamnya meskipun belum memenuhi 2 tahun buku terakhir.
- f. Tidak ada transaksi di Pasar Reguler selama 3 bulan terakhir berturut-turut.
- g. Rata-rata volume transaksi bulanan di Pasar Reguler selama jangka waktu 6 bulan terakhir kurang dari 1.000.000 (satu juta) saham setiap bulan.
- h. Harga rata-rata penutupan saham yang terjadi di Pasar Reguler selama 6 bulan terakhir minimal Rp 500,00 (lima ratus rupiah).
- i. Mengalami kondisi dan atau peristiwa yang menurut pertimbangan bursa secara material diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan hidup emiten.

- j. Menghadapi gugatan/perkara yang menurut pertimbangan bursa secara material diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan hidup emiten.
- k. Dicabut izin usaha atau tidak melakukan kegiatan usaha yang memberikan kontribusi penjualan/pendapatan utama sehingga diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan hidup emiten
- l. Harga teoritis saham hasil tindakan *stock split*, saham bonus badan atau saham dividen, atau saham hasil pelaksanaan Efek bersifat Ekuitas Selain Saham, kurang dari 100 x fraksi, namun tidak lebih rendah dari 20 x fraksi.
- m. Tidak menyampaikan laporan keuangan 10 Hari Bursa setelah berakhirnya batas waktu kewajiban penyampaian laporan keuangan.

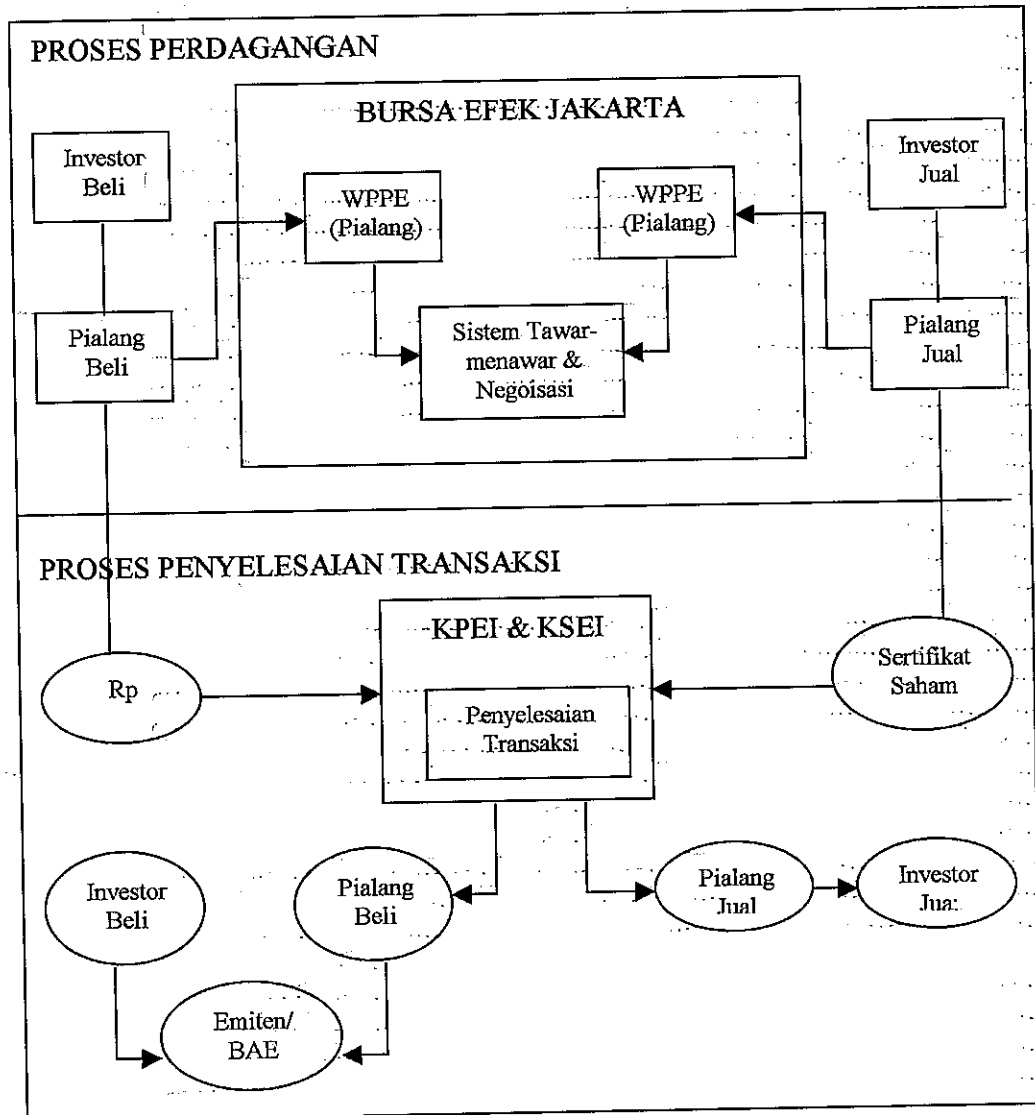
Sistem perdagangan di BEJ dengan menggunakan *Jakarta Automated Trading System (JATS)* adalah sebagai berikut:

1. Transaksi perdagangan menggunakan *order-driven market system* dimana pembeli dan penjual sekuritas harus melalui broker dalam menjalankan transaksi. Sistem lelang kontinyu juga diterapkan di BEJ dimana harga transaksi ditentukan oleh penawaran dan permintaan dari investor.
2. Broker memasukkan order dari investor ke *workstation* JATS di lantai bursa sehingga ditemukan harga transaksi yang cocok berdasarkan urutan order. Sistem lelang terus bekerja selama jam bursa sehingga ditemukan harga kesepakatan.
3. Transaksi reguler dilakukan dengan cara round lot yaitu sebanyak 500 lembar untuk *non-investment fund* dan 100 lembar untuk *investment fund*. Sedangkan transaksi non-reguler seperti *block trades*, *cross trades*, *cash trades*, *odd-lot trades* dan *foreign board trades*.

4. Transaksi yang dilakukan di lantai bursa umumnya bukan transaksi tunai. Pembayaran dan penyerahan sertifikat diatur pada hari kelima atau hari ke T+4 setelah transaksi terjadi. PT Kliring Pinjaman Efek Indonesia (KPEI) ditunjuk untuk mengumpulkan pembayaran dan melakukan penyerahan sertifikat.

GAMBAR 3

PROSES JUAL BELI SAHAM DI BEJ



Sumber: Pasar Modal di Indonesia, 2001

4.2. Profil Sampel

4.2.1. Gambaran Umum IHSG Manufaktur

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEJ meliputi pergerakan-pergerakan harga untuk saham gabungan pada suatu tanggal tertentu. Biasanya pergerakan saham tersebut disajikan setiap hari berdasarkan harga penutupan dibursa pada hari tersebut. IHSG diperkenalkan pada tanggal 1 April 1983 dengan menggunakan landasan dasar (*base line*) tanggal 10 Agustus 1982. IHSG secara keseluruhan terdiri dari 10 indeks harga saham sektoral yaitu sektor pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, aneka industri, industri konsumsi, properti, infrastruktur, keuangan perdagangan dan manufaktur. Sedangkan IHSG manufaktur adalah IHSG perusahaan manufaktur saja.

Perkembangan IHSG untuk perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2003 pada penutupan akhir tahun adalah sebagai berikut:

TABEL 1

PERKEMBANGAN IHSG MANUFAKTUR SELAMA 1996-2003

Tahun	IHSG manufaktur penutupan akhir tahun	Fluktuasi (point)	Fluktuasi (%)
1996	113.340		
1997	71.491	(41.849)	-37%
1998	90.419	18.928	26%
1999	162.036	71.617	79%
2000	103.311	(58.725)	-36%
2001	86.211	(17.100)	-17%
2002	90.656	4.445	5%
2003	140.042	49.386	54%

Sumber : Bursa Efek Jakarta, JSX, Statistik

Sedangkan perkembangan IHSG Total (Composite) untuk tahun 1996 sampai dengan tahun 2003 adalah sebagai berikut:

TABEL 2
PERKEMBANGAN IHSG TOTAL SELAMA 1996-2003

Tahun	IHSG penutupan akhir tahun	Fluktuasi (point)	Fluktuasi (%)
1996	637.432		
1997	401.712	(235.720)	-37%
1998	398.038	(3.674)	-0%
1999	676.919	278.881	70%
2000	416.321	(260.598)	-38%
2001	392.036	(24.285)	-6%
2002	424.945	32.909	8%
2003	691.895	266.950	63%

Sumber : Bursa Efek Jakarta, JSX, Statistik

4.3. Uji Hipotesis

Dibawah ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan data tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, analisis data yang berupa hasil analisis *regresi time series* menggunakan program ARIMA, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

4.3.1. Statistik Deskriptif dan Uji Asumsi Klasik

Dalam gambaran umum ini akan dibahas statistik deskriptif dan uji asumsi klasik. Kondisi variabel dependen yaitu variabel return Indeks Harga Saham Gabungan untuk perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2003.

TABEL 3
DESKRIPTIF STATISTIK RETURN IHSG MANUFAKTUR

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	1960	-0.1120	0.1710	0.000365	0.0197150

Sumber: data yang diolah

Dari tabel 3 di atas terlihat bahwa minimum return selama tahun 1996 sampai tahun 2003 adalah -0.1120 , sedangkan maksimum return adalah 0.1710 . Rata-rata return adalah 0.000365 .

Sedangkan hasil uji asumsi klasik data adalah sebagai berikut:

TABEL 4
DESKRIPTIF STATISTIK, UJI KS, UJI BOX LJUNG DAN UJI DURBIN
WATSON

Kete- rangan	N	Vari- ance	Skewn- ess	Kurtosis	Std Dev	Box Ljung Q Stats (16)	Uji KS Z-Stats	Uji DW
Return	1960	0.000	0.671	9.025	0.0197	79.035	4.309	1.708
Pra	1960	0.042	4.487	18.153	0.2040	10.901	23.947	
Post	1960	0.042	4.487	18.153	0.2040	15.169	23.947	
Senpra	1960	0.007	12.166	146.152	0.0810	50.233	23.284	
Selpra	1960	0.003	18.005	322.495	0.0550	0.220	22.978	
Rabupra	1960	0.010	10.016	98.422	0.0980	46.973	23.451	
Kampra	1960	0.011	9.286	84.320	0.1050	14.592	23.517	
Jumpra	1960	0.010	10.016	98.422	0.9800	10.061	23.451	
Senpost	1960	0.014	8.349	67.782	0.1170	17.550	23.608	
Selpost	1960	0.008	10.940	117.812	0.0900	7.937	23.374	
Rabupost	1960	0.007	12.166	146.152	0.0810	73.779	23.284	
Kampost	1960	0.005	14.667	213.329	0.0680	117.180	23.131	
Jumpost	1960	0.008	10.940	117.812	0.0900	72.211	23.374	

Sumber: data yang diolah

Dari tabel 4 dapat diketahui bahwa return IHSG manufaktur memiliki skewness positif, berarti distribusi data cenderung menceng ke kiri. Data yang mempunyai distribusi normal mempunyai nilai skewness mendekati nol. Hasil tampilan output memberikan hasil 0.671 sehingga data tidak terdistribusi secara normal. Sedangkan dari uji kurtosis dapat disimpulkan bahwa return termasuk dalam kategori leptokurtik karena memiliki koefisien positif.

Uji Box Ljung selain digunakan untuk menguji kestasioneran data, juga dapat digunakan untuk menguji ada tidaknya autokorelasi. Hasil dari Box Ljung tidak ada yang signifikan. Uji stasioner dengan menggunakan uji Box Ljung menghasilkan tidak terdapat autokorelasi. Data yang ada terdistribusi tidak normal, yaitu dengan melihat nilai Z statistik uji Kolmogorov Smirnov yang signifikan.

4.3.2 Analisis Autoregression Integrated Moving Average

Dibawah ini adalah hasil uji hipotesis dengan menggunakan analisis ARIMA. Hasil analisis ARIMA untuk menguji pengaruh hari libur nasional dengan return saham sebelum dan sesudah hari libur nasional adalah sebagai berikut:

TABEL 5

RINGKASAN HASIL REGRESI HIPOTESIS PERTAMA

VARIABEL	KOEFISIEN ESTIMATE	T	Sig.	KETERANGAN
(Constant)0	-0.00000085			
Sebelum Hari Libur	0.0009	0.114	0.909	Tidak Signifikan
Sesudah Hari Libur	-0.0367	-3.039	0.000	Signifikan
Dependent Variable: Return Saham IHSG Manuf				

Sumber: data yang diolah

Dari hasil tabel diatas terbukti bahwa return saham sebelum hari libur tidak berpengaruh apabila dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Hari libur yang banyak di Indonesia, mungkin tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Hari libur yang banyak, tetapi hanya libur hanya 1 hari saja menyebabkan tidak ada pengaruh. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Field (1934), Meril (1966), Ariel (1990) dan Fosback (1976). Penelitian yang dilakukan Field, Meril, Ariel dan Fosback dimungkinkan karena pengaruh hari libur yang terjadi pada hari sebelum hari libur, karena hari libur yang terjadi merupakan hari libur dengan jumlah yang banyak. Misalnya satu minggu atau lebih dari 1 hari, yaitu hari Natal, hari Buruh dan Hari Kemerdekaan.

Sedangkan return saham pada hari setelah hari libur nasional memberikan pengaruh negatif dan signifikan yaitu -3.431 . Hal ini berlawanan dengan return saham pada hari sebelum hari libur yang tidak berpengaruh pada return saham. Pengaruh hari libur justru memberikan dampak yang negatif pada hari perdagangan setelah hari libur. Setelah hari libur, dimungkinkan para investor masih menunggu informasi yang ada. Para investor cenderung untuk tidak menjual sahamnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa return saham pada hari-hari sesudah hari libur memberikan return yang lebih rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Liano, Marchand dan Huang (1992), yang membuktikan bahwa return saham menjadi lebih rendah pada hari sesudah hari libur di pasar OTC (*Over-The-Counter*).

Setelah kita tahu pengaruh 1 hari sebelum dan 1 hari sesudah hari libur terhadap return saham, tentu kita ingin mengetahui hari-hari apa yang memberikan pengaruh yang signifikan. Untuk melihat hari-hari libur apakah yang berpengaruh terhadap return saham dapat dilihat dalam tabel di bawah ini.

TABEL 6
RINGKASAN HASIL REGRESI HIPOTESIS PERTAMA

VARIABEL	KOEFISIEN ESTIMATE	T	Sig.	KETERANGAN
(Constant)	-0.00000085			
Sebelum Hari Libur Senin	0.00256448	0.2346	0.81	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Selasa	-0.00937025	-0.7418	0.45	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Rabu	-0.01266060	-1.3142	0.19	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Kamis	0.00510248	0.5098	0.61	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Jumat	-0.00969021	-0.9742	0.33	Tidak Sig.
Sesudah Hari Libur Senin	0.05103711	3.9822	0.00	Signifikan
Sesudah Hari Libur Selasa	-0.06110543	4.6102	0.00	Signifikan
Sesudah Hari Libur Rabu	0.03383937	2.4939	0.01	Signifikan
Sesudah Hari Libur Kamis	0.03120973	2.1877	0.03	Signifikan
Sesudah Hari Libur Jumat	0.03623540	2.7160	0.01	Signifikan
Dependent Variable: Return Saham IHSIG Manufaktur				

Sumber: data yang diolah

Dari tabel diatas, terbukti bahwa hari sebelum hari libur, tidak memberikan pengaruh terhadap return saham. Sedangkan return saham terendah terjadi pada hari Selasa dan return saham tertinggi terjadi pada hari Rabu di *Tokyo Stock Exchange* (Kato, 1990). Dyl dan Maberly (1988) dan Bishara (1989) menunjukkan bahwa return saham tertinggi terjadi pada hari Jumat di pasar modal Amerika dan Kanada. Hal ini mungkin lebih menerangkan pengaruh akhir pekan, tanpa membedakan apakah pada hari Senin libur atau tidak.

Akan tetapi, justru pada hari perdagangan setelah hari libur memberikan pengaruh yang signifikan. Hari libur pada hari Senin dan Selasa ternyata memberikan pengaruh yang paling tinggi. Pada hari libur Selasa, t hitung mencapai nilai tertinggi sebesar 4.6102. Penelitian yang dilakukan oleh Tandilin dan Algifari (1999) menunjukkan bahwa return saham pada hari Selasa, Rabu dan Jumat signifikan, sedangkan pada hari Senin dan Kamis tidak berpengaruh secara statistik.

Penelitian yang dilakukan selama ini lebih banyak berkonsentrasi pada pengaruh hari libur terhadap return saham, bukan pada hari-hari libur apa saja yang memberikan pengaruh yang signifikan. Mungkin di masing-masing negara akan menghasilkan bukti yang berbeda-beda.

Hasil analisis ARIMA untuk menguji pengaruh pergeseran hari libur nasional ke akhir pekan terhadap return saham sebelum dan sesudah hari libur nasional adalah sebagai berikut:

TABEL 7
RINGKASAN HASIL REGRESI HIPOTESIS KEDUA

VARIABEL	KOEFISIEN ESTIMATE	T	Sig.	KETERANGAN
(Constant)	-0.11196	-0.3067		
Sebelum Hari Libur	0.09003	3.2122	0.014	Signifikan
Sesudah Hari Libur	-0.00067	-0.0242	0.981	Tidak Signifikan
Dependent Variable: Return Saham IHSG Manuf				

Sumber: data yang diolah

Kalau pada hipotesis pertama terbukti bahwa return saham sebelum hari libur tidak berpengaruh, justru pada hipotesis kedua berpengaruh secara positif. Return saham menjadi lebih tinggi pada hari perdagangan sebelum hari libur yang digeser ke akhir pekan. Hal ini mungkin timbul karena pergeseran hari libur yang mengakibatkan hari libur bertambah banyak membuat perilaku investor berubah. Hari libur yang tadinya hari Kamis, digeser ke hari hari Jumat, hari libur yang harusnya hari Minggu diganti hari Senin, hari libur yang harusnya hari Selasa dipindah ke hari Senin. Sehingga hari libur yang tadinya hanya 2 hari (Sabtu dan Minggu), menjadi 3 hari. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Roll

(1983), Lakonishok dan Smidt (1988), dan Kim dan Park (1994). Kalau dilihat dari penelitian di luar negeri, memang frekuensi hari libur yang terjadi sedikit, akan tetapi dengan kuantitas yang banyak.

Dampak pergeseran hari libur menjadikan return saham pada hari perdagangan setelah hari libur tidak berbeda dengan hari perdagangan lainnya. Mungkin investor masih menunggu informasi yang ada karena terdapat hari libur yang lebih lama akibat pergeseran hari libur tersebut. Pergeseran hari libur yang dipindah ke akhir pekan, membuat hari libur menjadi bertambah lama. Misalnya hari libur Kamis digeser menjadi Jumat. Sehingga hari libur menjadi Jumat sampai dengan Minggu. Contoh lain adalah apabila hari libur jatuh hari Minggu, maka ada penambahan hari libur pada hari Senin.

4.4. Hasil Penelitian dan Interpretasi Hasil

Berdasarkan hasil analisis, terbukti bahwa tidak terdapat pengaruh hari libur nasional terhadap return saham sebelum hari libur nasional. Perilaku investor dalam menyikapi adanya hari libur nasional tidak menunjukkan adanya perbedaan sikap yang mengubah perilakunya pada hari perdagangan saham sebelum hari libur. Hal ini memungkinkan karena hari libur nasional yang terjadi di Indonesia terjadi pada waktu yang pendek semisal hanya 1 hari. Sedangkan pengaruh hari libur nasional terhadap return saham, justru terjadi setelah hari libur nasional. Return saham menjadi lebih rendah. Perubahan sikap investor ini justru terjadi pada saat setelah hari libur nasional yang membuat pengaruh negatif. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian pengaruh hari-hari perdagangan, dimana hari Senin merupakan hari setelah libur akhir pekan justru mengalami sentimen yang negatif.

Pengaruh hari-hari libur nasional terhadap return saham ternyata hanya berpengaruh pada hari-hari perdagangan setelah hari libur. Hal ini dimungkinkan karena hari libur nasional yang terjadi di Indonesia cukup banyak dan terjadi pada waktu yang pendek semisal hanya 1 hari. Pengaruh hari-hari libur yang terjadi tidak memandang hari libur nasional tersebut terjadi pada hari Senin atau Selasa atau hari lainnya. Sedangkan untuk hari perdagangan pada hari sebelum hari-hari libur tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Pergeseran hari libur nasional ternyata membawa dampak yang positif terhadap return saham sebelum hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Kemungkinan disebabkan karena pergeseran hari libur nasional menjadikan hari libur nasional menjadi lebih panjang. Kebalikan dari dampak yang timbul sebelum hari libur yang digeser, ternyata tidak terdapat pengaruh pergeseran hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Dari hasil ini terlihat bahwa perilaku investor dalam menyikapi adanya pergeseran hari libur nasional menunjukkan adanya perubahan sikap. Kalau pada hari sesudah libur nasional seharusnya (tidak digeser) pada periode sebelum tahun 2003 menunjukkan terdapat pengaruh negatif, justru dengan adanya pergeseran ini, terdapat pengaruh yang positif sebelum hari libur nasional yang digeser ke akhir pekan. Kemungkinan hal ini diakibatkan karena hari libur menjadi lebih panjang menjadi lebih dari 1 hari.

BAB V

PENUTUP

Pada bab ini akan dipaparkan tentang kesimpulan dari hasil penelitian yang telah diuji, keterbatasan penelitian dan memberikan saran atas hasil penelitian yang telah dikaji. Tujuan dalam penelitian ini menfokuskan pada pengaruh hari libur nasional terhadap return saham sebelum dan sesudah hari libur nasional, pengaruh pergeseran hari libur nasional terhadap return saham sebelum dan sesudah pergeseran hari libur nasional dan pengaruh hari-hari libur nasional terhadap return saham sebelum dan sesudah hari libur nasional. Analisis yang digunakan adalah menggunakan analisis ARIMA.

5.1 Kesimpulan

Permasalahan yang diajukan dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh hari libur nasional terhadap return saham sebelum dan sesudah hari libur nasional. Dari pengolahan data dapat diambil kesimpulan penelitian sebagai berikut :

1. Tidak terdapat pengaruh hari libur nasional terhadap return saham sebelum hari libur nasional.

Hasil ini bertentangan dengan penelitian Pettengil (1989), Liano, Marchand dan Huang (1992), Wilson dan Jones (1993), dan Arumugam (1999), akan tetapi konsisten dengan penelitian French (1980) yang meneliti dampak libur akhir pekan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kemungkinan kondisi pasar modal di Indonesia tidak seperti pasar modal di luar negeri. Karena mungkin informasi yang ada, belum sepenuhnya mencerminkan informasi yang diharapkan.

2. Terdapat pengaruh negatif hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur nasional.

Dilihat dari hasil statistik yang ada, ternyata return saham untuk perusahaan manufaktur menjadi lebih rendah pada hari setelah hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Pearce (1995), tetapi bertentangan dengan penelitian Bessembinder dan Hertznel (1997).

3. Tidak terdapat pengaruh hari-hari libur nasional (Senin, Selasa dll) terhadap return saham sebelum hari libur nasional.

Dari hasil penelitian di luar negeri, ternyata lebih banyak membuktikan bahwa return saham sebelum hari libur menjadi lebih tinggi dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Kalau dilihat dari hari libur nasional yang terjadi di luar negeri, frekwensi hari libur lebih sedikit, akan tetapi jumlahnya lebih banyak. Hal ini berbeda dengan yang terjadi di Indonesia. Frekwensi hari libur nasionalnya lebih banyak, dengan jumlah yang sedikit. Sehingga return saham yang terjadi pada hari sebelum hari libur, tidak berpengaruh secara signifikan.

4. Terdapat pengaruh positif hari-hari libur nasional (Senin, Selasa dll) terhadap return saham setelah hari libur nasional.

Pengaruh hari libur yang terjadi pada return saham manufaktur di Bursa Efek Jakarta, justru lebih cenderung terjadi pada hari setelah hari libur. Dari hari perdagangan yang ada, ternyata pada hari libur Senin atau Selasa, menunjukkan koefisien yang paling tinggi diantara hari libur lainnya.

5. Terdapat pengaruh positif terhadap return saham sebelum hari libur nasional karena pergeseran hari libur nasional.

Adanya pergeseran hari libur ke akhir pekan membuat jumlah hari libur menjadi lebih banyak, ternyata memberikan pengaruh yang signifikan terhadap return saham sebelum hari libur. Pergeseran hari libur yang dimulai pada tahun 2003 ini, ternyata memberikan hasil yang kontradiksi dengan hipotesis 1a yang membuktikan bahwa tidak terdapat pengaruh terhadap return saham yang terjadi sebelum hari libur. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Roll (1983), Arumugam (1999), Kim dan Park (1994) dan Ariel (1990).

6. Tidak terdapat pengaruh pergeseran hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur nasional.

Kebalikan dengan kesimpulan nomor 5, pergeseran hari libur ke akhir pekan, ternyata membuat perdagangan saham untuk manufaktur menjadi normal kembali pada hari setelah hari libur tersebut. Karena berdasarkan bukti empiris yang ada, ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan.

Pada penelitian ini secara umum menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara hari libur nasional dengan return saham setelah hari libur nasional kecuali untuk hari libur nasional yang digeser menunjukkan hasil terdapat pengaruh yang signifikan antara hari libur nasional dengan return saham sebelum hari libur nasional.

5.2 Keterbatasan

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Penelitian ini dilakukan mulai tahun 1996 sampai 2003 dimana kondisi perekonomian cenderung berbeda untuk tiap tahunnya sehingga memungkinkan faktor fundamental dan tehnikal yang berbeda untuk tiap tahunnya serta tidak mengeliminasi pengaruh faktor lain yang juga mempengaruhi perubahan return saham.
2. Return saham yang digunakan adalah IHSG, dimana untuk saham saham yang tidak aktif dalam bursa pun terwakili.
3. IHSG yang digunakan adalah IHSG manufaktur, sehingga belum dapat memberikan hasil secara keseluruhan.

5.3 Saran

Saran untuk penelitian mendatang adalah:

1. Karena kondisi perekonomian yang berbeda setiap tahunnya, apalagi pada tahun 1998 terjadi krisis ekonomi, diharapkan penelitian selanjutnya dapat memisahkan data return saham sebelum dan sesudah krisis ekonomi.
2. Indeks Harga Saham yang digunakan adalah Indeks Harga Saham Gabungan dimana termasuk saham-saham perusahaan yang tidak aktif. Sehingga akan lebih baik apabila dapat menggunakan saham yang aktif, misalnya indeks LQ 45.
3. Penelitian ini hanya menggunakan saham dari perusahaan manufaktur saja. Dengan adanya penambahan sampel dari 9 sektoral yang lain, diharapkan dapat melihat bagaimana pengaruh hari libur terhadap return saham dari sektoral yang lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung Hounggo Gunadi. 1995. "Pengujian Day of The Week Effect pada BEJ 1994". Tesis Universitas Atmajaya Yogyakarta (tidak dipublikasikan)
- Arumugam, S. 1999. "Focus on High Stock Returns Before Holidays New Evidence from India". *Journal of Financial Management* . Vol 12. pp. 69-84.
- Eugene F. Fama and Marshall Blume , Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll. 1965. "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economic Review*. (February). pp. 1-21
- Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll. 1965. "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economic Review*. (February). pp. 1-21
- Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Financial*. Vol 25. pp. 383-417.
- Fortin R.D. 1990. "Transaction Cost and Day-of-the-week Effects in the OTC/NASDAQ Equity Market." *Journal of Financial Research* 13 (Fall). pp. 243-248
- Fortin, R.D. and O. M. Joy. 1991. "Monthly Regularities in the OTC National Market System." *Financial Analystis Journal* 47 (Nov/Dec). pp. 91-95.
- Gregoriou, A, A. Kontonikas dan N. Tsitsianis. 2002. "Does the Day of the Week Effect Exist once Transactions Costs Are Accounts For? Evidence from the UK". <http://www.brunel.ac.uk/depts/ecf/staff/PhDstudents/alextrans.pdf>.
- Husnan, Suad. 1998. "Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Saham". edisi ketiga. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- I Putu Gede Ary Suta. 2000. "Menuju Pasar Modal Modern". Yayasan SAD Satria Bhakti
- Imam Ghozali. 2001. "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS". Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jogiyanto. 2000. "Teori Portofolio dan Analisis Investasi". edisi kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Keim, D.B., and R.F. Stambaugh. 1984. "A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Return." *Journal of Financial*. 39 (July). pp. 819-840
- Kim, Chan-Wung dan Jinwoo Park. 1994. "Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No.1. pp. 145-157.
- Kiyamaz, Halil dan Hakan Berument. "The Day of The Week Effect and Stock Market Volatility: Evidence from Developed Markets". <http://www.bilkent.edu.tr/~berument/papers/halil02.pdf>.
- Lamourex, C.G., and C. G. Sanger. 1989. "Firm Size and Turn-of-thr Year Effects in the OTC/NASDAQ Market." *Journal of Financial* 44 (Sept.). pp.1219-1245.

- Liano Kartono, Patrick H. Marchand dan Gow-Cheng Huang. 1992. "The Holiday Effect In Stock returns: Evidence From the OTC Market". *Review of Financial Economics*. Vol. 2. Fall. pp. 45-54.
- Linn, S.C., and L. J. Lockwood. 1988. "Short-term Stock Price Pattern, NYSE, AMEX and OTC." *Journal of Portofolio Management* 14 (Winter). pp. 30-34
- Meneu, Vicente dan Angel Pardo. "Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour". <http://www.ucm.es/info/icae/seminario/seminario0203/18dica.pdf>.
- Myron Scholes. 1969. "A Test of the Competitive Hypothesis: The Market for New Issues and Secondary Offering." Unpublisch PH.D. Thesis, Graduate School of Business, University of Chicago.
- Pearce, Douglas K. 1995. "The Robustness of Calender Anomalies in Daily Stock Returns." Working Paper.
- Pettengill, Glenn N. 1989. "Holiday Closing and Security Returns". *The Journal of Financial Research*. Vol. 12. No. 1. pp. 57-67.
- Ray Ball and Philip Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn). pp. 158-178.
- Robert Ang. 1997. "Pasar Modal Indonesia". Mediasoft Indonesia.
- Robiyanto. 2000. "Pengaruh Hari Perdagangan Saham Terhadap Return Harian Saham di Bursa Efek Jarkarta". *Jurnal Bisnis Strategi* Program MM Undip Vol. 5/III/2000. pp. 46-57.
- Sidney S. Alexander. 1961. "Price Movement in Speculative Markets: Trends or Random Walls." *Industrial Management Review*. 2 (May). pp. 7-26.
- Sunariyah. 2000. "Pengetahuan Pasar Modal". Edisi kedua. UPP AMP YKPN
- Tandelilin, Eduardus dan Algifari. 1999. "Pengaruh Hari Perdagangan Saham Terhadap Return Harian Saham di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 14 No. 4. pp.111-123.
- Tijptono D. dan Hendy M.F. 2001. "Pasar Modal di Indonesia". Edisi pertama. Salemba Empat. Jakarta
- Victor Niederhoffer and M.F.M. Osbone. 1966. "Market Making and Reversal on the Stock Exchange." *Journal of the American Statistical Association*. 6. (December) pp. 897-916.
- Wibisono, Sukirno, Sukamto. 1998. "Pengaruh Hari Terhadap Tingkat Keuntungan Pasar (IHSG) pada Bursa Efek Jakarta". Makalah Sarasehan Hasil Penelitian Dosen FE Perguruan Tinggi Se DIY dan Jawa Tengah. PPMFE. UII
- Wilson, Jack W. dan Chaerles P. Jones. 1993. "Comparison of Seasonal Anomalies across Major Equity Markets: A Note". *The Financial Review*. Vol. 28. No.1. pp. 107-115.