

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

Siti Chomariah

Staff Lembaga Bahasa LIA, Semarang

Imam Ghozali

Darsono

Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

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 US, UK 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 JSE from 1996 to 2003 as the sample. Dependent variable used is manufacture stock return and 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.

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.

Keyword : Stock Return, National Holiday Effect

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Penelitian tentang fluktuasi harga saham berdasarkan hari perdagangan telah banyak diteliti selama 30 tahun terakhir. Fluktuasi harga saham mungkin 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 dan pada

bulan Januari, atau pada awal 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 dan untuk hari Jumat setelah hari libur. 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 pada tiga pasar modal utama di Amerika Serikat yaitu NYSE, AMEX dan NASDAQ. Dampak hari libur juga terjadi di pasar modal Inggris dan Jepang. Sementara itu, Arumugam (1999) dalam penelitian di Bombay Stock Exchange Sensitive juga menemukan bukti empiris bahwa return saham sebelum hari libur adalah penting 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. 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 di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1994. Berbeda dengan hasil penelitian oleh Sukirno dan Wibisono (1996). Disimpulkan bahwa rata-rata keuntungan pasar harian saham selama tahun 1989 - 1995 menunjukkan hasil yang positif pada semua hari, kecuali pada hari Selasa. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Tandililin 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. 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, hal ini 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.

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. 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. Sedangkan masalah yang akan diteliti adalah sebagai berikut :

1. Bagaimanakah return saham yang terjadi pada 1 hari sebelum dan sesudah hari libur dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
2. Bagaimanakah return saham yang terjadi apabila hari libur dipindahkan ke akhir pekan dibandingkan apabila hari libur tetap pada hari yang sebenarnya.
3. Hari-hari libur apakah yang mempengaruhi return saham yang terjadi sebelum dan setelah hari libur.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk menguji pengaruh hari libur nasional terhadap return saham dibandingkan dengan hari lainnya di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk menguji pengaruh hari libur nasional yang dipindah sekitar akhir pekan terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta.
3. Untuk menguji pengaruh hari-hari libur nasional terhadap return saham yang terjadi sebelum dan setelah hari libur nasional.

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.

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Efisiensi Pasar

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 berkaitan dengan investor atau individu kelompok mempunyai akses untuk informasi yang relevan pada perubahan harga saham. 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.

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

Pasar bentuk setengah kuat terjadi pada saat harga diasumsikan secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia 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.

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

Pasar efisien bentuk lemah adalah bentuk pasar yang paling banyak dijumpai dan didukung oleh hasil penelitian yang ada. 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.

Hubungan antara Teori Efisiensi Pasar dengan Kandungan Informasi

Ada beberapa kondisi pasar yang mungkin membantu atau menghalangi penyesuaian harga dalam pasar efisien yang berhubungan dengan informasi. Sunariyah (2000) mengklasifikasikan 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.

2. Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat.

Untuk pasar efisien bentuk setengah kuat, selain informasi historis, tersedia pula informasi yang dipublikasikan ke masyarakat yaitu 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. Informasi non publikasi atau informasi privat adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam perusahaan dan bersifat rahasia, karena alasan strategi.

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 saham 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.

Anomali Kalender

Penelitian tentang 3 anomali kalender berhubungan dengan saham OTC. Fortin (1990) dan Keim dan Stambaugh (1984) melaporkan bahwa hari dalam minggu 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 awal pertama bulan menjadi lebih tinggi daripada sisa hari 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 membaginya menjadi sub yang lebih pendek ataupun membagi kedalam ukuran perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa anomali kalender menunjukkan bukti yang bervariasi. Connolly (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 Hertzell (1993) yang menyatakan bahwa return harian pada umumnya memperlihatkan return yang berbeda-beda setiap hari dalam minggunya.

Dampak Januari atau Pergantian Tahun

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.

Dampak Akhir Pekan

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 Brach 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 memberikan penjelasan secara psikologis. Miller (1988) menyimpulkan return saham negatif pada hari Senin karena lebih baik dijual kepada individual daripada perusahaan. Miller berpendapat bahwa individual lebih suka menjual pada hari Senin karena mereka membutuhkan akhir pekan untuk menjual, tanpa pengaruh broker yang merekomendasikan untuk menjual. Rystrom dan Benson (1989) menghubungkan return saham pada hari Senin negatif terhadap perasaan orang-orang yang kurang optimis pada hari Senin dan kemudian mereka lebih suka untuk menjual. 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.

Connolly (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, Connolly menemukan banyak bukti yang lemah tentang dampak akhir pekan, terutama setelah tahun 1975. Chang et. al (1993) menggunakan prosedur yang sama dengan Connolly, juga melaporkan bahwa terdapat sedikit bukti tentang dampak return saham pada portofolio di perusahaan besar untuk periode 1986 sampai dengan 1990. 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 dan 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.

Menurut Tandellin 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.

Dampak Sebelum Hari Libur

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. Return rata-rata pada hari libur akhir pekan berhubungan dengan ukuran perusahaan jika libur terjadi hari Senin. Tetapi tidak berhubungan jika hari libur 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 Hertzfel (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.

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.

Penelitian Terdahulu

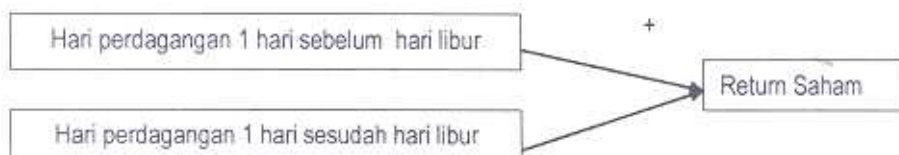
Penelitian tentang dampak hari libur dan penyimpangan atas hari perdagangan telah banyak diteliti. Pettengil (1989) yang meneliti dampak hari penutupan pada hari libur menemukan bukti bahwa terdampak dampak hari libur yang mempengaruhi return saham. Return saham menjadi tinggi pada hari perdagangan sebelum 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 teknik 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 Tandellin 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.

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



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 positif pada hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H1b** : Terdapat return saham yang negatif pada hari perdagangan saham setelah hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

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 positif pada hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional yang dipindah pada akhir pekan dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H2b** : Terdapat return saham yang negatif pada hari perdagangan saham sesudah hari libur nasional yang dipindah pada akhir pekan dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

Penelitian sebelumnya tentang pengaruh hari libur apa saja yang memberikan return saham tertinggi ataupun terendah, memberikan hasil-hasil yang berbeda-beda. Akan tetapi, penelitian yang ada lebih banyak menjelaskan bahwa return saham menjadi lebih tinggi pada hari perdagangan sebelum hari libur. Sedangkan return saham menjadi lebih rendah pada hari perdagangan setelah hari libur. Maka, hipotesa yang dapat diajukan sebagai berikut:

- H3a** : Terdapat return saham yang positif pada hari Jumat sebelum hari libur nasional Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3b** : Terdapat return saham yang positif pada hari Senin sebelum hari libur nasional Selasa dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3c** : Terdapat return saham yang positif pada hari Selasa sebelum hari libur nasional Rabu dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3d** : Terdapat return saham yang positif pada hari Rabu sebelum hari libur nasional Kamis dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3e** : Terdapat return saham yang positif pada hari Kamis sebelum hari libur nasional Jumat dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3f** : Terdapat return saham yang negatif pada hari Selasa sesudah hari libur nasional Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3g** : Terdapat return saham yang negatif pada hari Rabu sesudah hari libur nasional Selasa dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3h** : Terdapat return saham yang negatif pada hari Kamis sesudah hari libur nasional Rabu dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3i** : Terdapat return saham yang negatif pada hari Jumat sesudah hari libur nasional Kamis dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

H3j: Terdapat return saham yang negatif pada hari Senin sesudah hari libur nasional Jumat dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

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

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.

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

Uji Hipotesa

Untuk menguji hipotesis penelitian ini digunakan metode statistik regresi dengan metode Box Jenkins atau biasa disebut ARIMA (*Autoregression Integrated Moving Average*).

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

$$\beta_9 Tu_{t-1} + \beta_{10} W_{t-1} + \beta_{11} Th_{t-1} + \beta_{12} F_{t-1} + \epsilon$$

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

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

Dalam gambaran umum ini akan dibahas kondisi variabel dependen yaitu variabel return Indeks Harga Saham Gabungan untuk perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2003.

TABEL 1
Deskriptif Statistik Return IHSG MANUFAKTUR

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	1961	-0.188	0.31	0.001148	0.0257563

Sumber: data yang diolah

Dari tabel 3 di atas terlihat bahwa minimum return selama tahun 1996 sampai tahun 2003 adalah -0.188, sedangkan maksimum return adalah 0.31. Rata-rata return adalah 0.001148.

Pengujian Hipotesis Pengaruh Hari Libur Nasional Dengan Return Saham Sebelum Dan Sesudah Hari Libur Nasional

Hasil perhitungan regresi untuk t hitung dapat dilihat dalam tabel berikut ini.

Tabel 2
RINGKASAN Hasil Regresi HIPOTESIS PERTAMA

VARIABEL	KOOFISIEN ESTIMATE	T	Sig.	KETERANGAN
(Constant)	0.2070			
Sebelum Hari Libur	0.0002	0.040	0.967	Tidak Signifikan
Sesudah Hari Libur	-0.0427	-3.431	0.000	Signifikan
Dependent Variable: Return Saham IHSG Manuf				

Sumber: data yang diolah

Analisis ARIMA dengan melihat besarnya koefisien regresi secara parsial dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independent yaitu pengaruh hari libur nasional terhadap return saham sebelum hari libur dan pengaruh hari libur terhadap return saham setelah hari libur. Berdasarkan analisis ARIMA diperoleh parameter koefisien regresi, t signifikan, dan t hitung seperti pada tabel 2.

Dari hasil tabel diatas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{01} diterima pada tingkat signifikansi 5%. Terbukti bahwa return saham sebelum hari libur tidak berpengaruh apabila dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Field (1934), Meril (1966), Ariel (1990) dan Fosback (1976).

Sedangkan hipotesis H_{02} ditolak atau H_{a2} diterima. 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.

Pengujian Hipotesis Pengaruh Pergeseran Hari Libur Nasional Dengan Return Saham Sebelum Dan Sesudah Hari Libur Nasional

Hasil perhitungan regresi untuk t hitung dapat dilihat dalam tabel berikut ini.

Tabel 3
Ringkasan Hasil Regresi HIPOTESIS KEDUA

VARIABEL	KOOFISIEN 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 Manut				

Sumber: data yang diolah

Analisis ARIMA dengan melihat besarnya koefisien regresi secara parsial dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independent yaitu pengaruh pergeseran hari libur nasional terhadap return saham sebelum hari libur dan pengaruh pergeseran hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur. Berdasarkan analisis ARIMA diperoleh parameter koefisien regresi, t signifikan, dan t hitung seperti pada tabel 3.

Parameter estimasi antara variabel hari libur dengan return saham sebelum hari libur yang dibentuk menghasilkan nilai t hitung 3.212, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{02} ditolak. Pada hipotesis kedua ini, hasil analisis statistiknya berlawanan dengan hipotesis pertama. Kalau pada hipotesis pertama terbukti bahwa return saham sebelum hari libur tidak berpengaruh, justru pada hipotesis kedua berpengaruh secara positif. Hal ini mungkin timbul karena pergeseran hari libur yang mengakibatkan hari libur bertambah banyak membuat perilaku investor berubah. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Roll (1983), Lakonishok dan Smidt (1988), dan Kim dan Park (1994).

Untuk hipotesis $H_{0_{20}}$ ternyata memberikan hasil yang tidak signifikan, sehingga $H_{0_{20}}$ diterima. Dilihat bahwa nilai t hitung lebih besar dari t tabel untuk df sebesar 1957 tingkat signifikansi sebesar 5% yaitu harga mutlak 1.96 dan P -value sebesar 0.981. Hasil ini berlawanan dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan pada return saham pada hari perdagangan setelah hari libur nasional. 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.

Pengujian Hipotesis Pengaruh Hari-hari Libur Nasional Dengan Return Saham Sebelum Dan Sesudah Hari Libur Nasional

Hasil perhitungan regresi untuk t hitung dapat dilihat dalam tabel berikut ini.

Tabel 4
RINGKASAN HASIL REGRESI HIPOTESIS KETIGA

VARIABEL	KOEFISIEN ESTIMATE	T	Sig	KETERANGAN
(Constant)	0.2070			
Sebelum Hari Libur Senin	0.0068	0.718	0.47	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Selasa	-0.0019	-0.1641	0.86	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Rabu	-0.0014	-0.2089	0.83	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Kamis	0.0023	0.3945	0.69	Tidak Sig.
Sebelum Hari Libur Jumat	0.0092	1.0807	0.27	Tidak Sig.
Sesudah Hari Libur Senin	0.0567	4.2731	0.00	Signifikan
Sesudah Hari Libur Selasa	0.0650	4.6848	0.00	Signifikan
Sesudah Hari Libur Rabu	0.0389	2.7479	0.00	Signifikan
Sesudah Hari Libur Kamis	0.0450	3.0118	0.00	Signifikan
Sesudah Hari Libur Jumat	0.501	3.6111	0.00	Signifikan
Dependent Variable: Return Saham IHSG Manufaktur				

Sumber: data yang diolah

Analisis ARIMA dengan melihat besarnya koefisien regresi secara parsial dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independent yaitu pengaruh hari-hari libur nasional terhadap return saham sebelum hari libur nasional dan pengaruh hari-hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur nasional. Berdasarkan analisis ARIMA diperoleh parameter koefisien regresi, t signifikan, dan t hitung seperti pada tabel 4.

Dari hasil tabel 4 dapat disimpulkan bahwa di BEJ, return saham sebelum hari libur tidak berpengaruh dengan adanya hari libur. Penelitian tentang return saham terendah terjadi pada hari Selasa dan return saham tertinggi terjadi pada hari Rabu di *Tokyo Stock Exchange* (Kato, 1990). Penelitian yang dilakukan oleh 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 4.6848. 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 Penelitian dan Interpretasi Hasil

Berdasarkan hasil analisis, terbukti bahwa tidak terdapat pengaruh hari libur nasional terhadap return saham sebelum hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. 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 untuk hipotesis kedua, ternyata terdapat pengaruh negatif hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur nasional. 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.

Pergeseran hari libur nasional ternyata membawa dampak yang positif terhadap return saham sebelum hari libur nasional. 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. 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.

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.

KESIMPULAN DAN SARAN

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 dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
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 dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
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 Hertzfel (1997).
3. Terdapat pengaruh positif terhadap return saham sebelum hari libur nasional karena pergeseran hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
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).
4. Tidak terdapat pengaruh pergeseran hari libur nasional terhadap return saham setelah hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
Kebalikan dengan kesimpulan nomor 4, 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.
5. Tidak terdapat pengaruh hari-hari libur nasional (Senin, Selasa dll) terhadap return saham sebelum hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
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.

6. Terdapat pengaruh positif hari-hari libur nasional (Senin, Selasa dll) terhadap return saham setelah hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

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.

Keterbatasan Penelitian

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 bursaapun terwakili.
3. IHSG yang digunakan adalah IHSG manufaktur, sehingga belum dapat memberikan hasil secara keseluruhan.

Saran

Saran untuk penelitian mendatang adalah:

1. Lebih memfokuskan untuk faktor fundamental dan faktor tehnikal yang relatif sama sehingga perubahan return memang semata-mata pengaruh dari hari libur nasional.
2. Menggunakan indeks harga saham yang aktif diperdagangkan di bursa seperti indeks LQ 45.
3. Memasukkan faktor yang mempengaruhi perubahan retur saham, seperti dalam pemilihan sample dengan mempertimbangkan besaran perusahaan, DPR dan lain-lain.
4. Diharapkan dapat menambah jumlah sampel yang ada dengan memasukkan sektoral lainnya, tidak hanya sektor manufaktur saja.

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.
- Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Financial*. Vol 25. pp. 383-417.
- 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.
- 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>
- 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.
- Meneu, Vicente dan Angel Pardo. "Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour". <http://www.ucm.es/info/icae/seminario/seminario0203/18dica.pdf>.
- 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.
- 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.
- Sunariyah. 2000. "Pengetahuan Pasar Modal". Edisi kedua. UPP AMP YKPN
- Tandellilin, 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
- Wibisono, Sukirno, Sukamto. 1998. "Pengaruh Hari Terhadap Tingkat Keuntungan Pasar (IHSG) pada Bursa Efek Jakarta". Makalah Sarasehan Hasil Penelitian Doseb Fakultas Ekonomi 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. 107-115.444