

**PENGARUH HARI LIBUR TAHUN BARU  
DAN LIBUR LEBARAN  
TERHADAP *ABNORMAL RETURN*  
PADA PERUSAHAAN  
SEKTOR INDUSTRI BARANG KONSUMSI**

**(STUDI KASUS DI BURSA EFEK JAKARTA  
KURUN WAKTU TAHUN 1998 SAMPAI 2003 PERIODE SETELAH  
KRISIS MONETER))**



**Tesis**

**Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana  
pada Program Magister Manajemen Pascasarjana  
Universitas Diponegoro**

**Disusun oleh:**

**Rina Rachmawati  
NIM C4A003066**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2005**



### *Sertifikasi*

Saya, Rina Rachmawati, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

**Rina Rachmawati, SE**

4 Juni 2005

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa  
tesis berjudul:

**PENGARUH HARI LIBUR TAHUN BARU  
DAN LIBUR LEBARAN  
TERHADAP *ABNORMAL RETURN*  
PADA PERUSAHAAN  
SEKTOR INDUSTRI BARANG KONSUMSI**

**(STUDI KASUS DI BURSA EFEK JAKARTA  
KURUN WAKTU TAHUN 1998 SAMPAI 2003 PERIODE SETELAH  
KRISIS MONETER )**

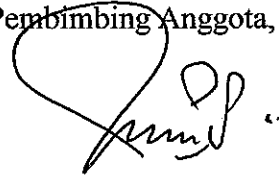
yang disusun oleh Rina Rachmawati, NIM C4A003066  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 4 Juni 2005  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama,



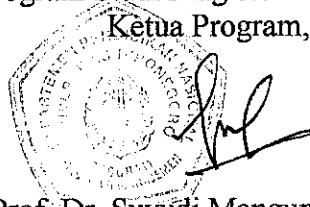
Drs. Mulyo Haryanto, MS

Pembimbing Anggota,



Dra. Zulaekha, Msi, Akt

Semarang, 4 Juni 2005  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program,



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

## MOTTO

- *Sesuatu yang besar berawal dari yang kecil*
- *Our dream is the only roadmap of our future, and intuition our only compass*
- *Success is the ability to go from failures to failures without losing your enthusiasm*  
(Winston Churchill)
- *Life without LOVE : Sadday, moanday, tearsday, wateday, thurstday, fightday, shartterday (Valentine sms message)*

## PERSEMBAHAN

*Kupersembahkan karya ini untuk:*

- *Kedua orang tuaku, Ir. H. Zubaidi Rachmad dan Hj. Sepsul Herawati, S.Pd*
- *Adikku, Dwi Widyo Nugroho.*
- *Yang tersayang, Mustofa Kamal SE*
- *Bapak, Ibu serta Keluarga Semarang*

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	5013/1/MM/01
Tgl.	14/307

## **ABSTRACT**

*Empirically, National holiday has impacts on the stock daily trading. Previous studies showed that there were negative abnormal return occurred just before holidays, and the positive abnormal return after that.*

*This study is aimed to investigate empirically whether holidays have impacts on the stock return in Jakarta Stock Exchange, particularly around the New year and the Lebaran Holidays.*

*This study examined 32 companies categorized as consumer good firm which their stock had been traded in Jakarta Stock Exchange over the period of 1998 though 2003. Abnormal return is measured as the difference between the actual return and expected return. It is determined using market-adjusted return model. The data were examined using t-test to analyze the difference between two variables around the New Year and the Lebaran Holidays.*

*The results showed that there was no difference between abnormal return before and after New Year's Holiday, and no difference between abnormal returns before and after Lebaran's Holiday, In addition there were also no difference between abnormal return before New Year's and Lebaran's holiday, and also no difference between abnormal return after New Year's holiday and Lebaran's Holiday in Jakarta Stock Exchange for consumer goods sector stock traded during 1998 though 2003. The result did not advocate the previous research.*

**Key Word** : *daily return, abnormal return, expected return, actual return.*

## ABSTRAK

Secara empiris, hari libur nasional mempunyai dampak terhadap perdagangan saham harian. Penelitian terdahulu membuktikan bukti empiris bahwa terjadi *abnormal return* menjelang hari libur yang negatif, sedangkan setelahnya terjadi *abnormal return* positif.

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara empiris apakah hari libur berpengaruh terhadap *return* saham pada saham perusahaan sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta. Hari libur dalam penelitian ini dimaksudkan adalah hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran.

Penelitian ini menguji 32 perusahaan yang termasuk dalam saham sektor industri barang konsumsi (*consumer good*) yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama kurun waktu tahun 1998 sampai tahun 2003. *Abnormal return* didefinisikan sebagai adalah selisih antara *actual return* dan *expected return*. Untuk mengukur *expected return* digunakan model *market adjusted return*. Pengolahan data menggunakan *paired t-test*, untuk menganalisis perbedaan kedua variabel di sekitar hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum hari libur Tahun Baru dan setelah libur Tahun Baru, tidak terdapat *abnormal return* sebelum libur Lebaran dan setelah libur Lebaran. Pengujian selanjutnya dilakukan dengan mengkaji *abnormal return* pada periode sebelum libur Lebaran dan libur Tahun Baru dan pada periode setelah libur Lebaran dan setelah libur Tahun Baru. Hasilnya menunjukkan hasil yang sama yaitu tidak terdapat perbedaan *abnormal return* pada periode peristiwa tersebut. Hasil penelitian ini tidak mendukung adanya penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ariel dan Kim Park.

**Kata-kata kunci:** saham harian sekitar hari libur, *abnormal return*, *expected return*, *actual return*.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT, karena hanya atas ridho dan rahmat-Nya tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Segala bantuan telah banyak diberikan oleh berbagai pihak demi terselesaikannya penulisan tesis ini, sehingga penulis sangat memberikan penghargaan dan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo sebagai Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MS selaku dosen pembimbing utama yang berkenan memberikan bimbingannya sampai terselesaikannya penulisan tesis ini.
3. Ibu Dra. Zulaikha, M.Si, Akt selaku dosen pembimbing anggota yang telah memberikan saran dan dukungan kepada penulis.
4. Para dosen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan banyak wawasan keilmuan kepada penulis.
5. Segenap staf dan karyawan Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan fasilitas-fasilitas yang diperlukan dan layanan yang baik kepada penulis dalam menyelesaikan studi.
6. Keluarga Klaten dan Keluarga Semarang yang selalu memberikan doa, dorongan dan motivasi bagi penulis untuk menyelesaikan tesis ini.
7. Mamas yang selalu memberikan solusi, dorongan dan motivasi sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
8. Rekan-rekan mahasiswa/wi Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang Angkatan XX Sore khususnya untuk Rossie SA dan Transiska L atas bantuan dan sarannya selama penyelesaian tesis ini

9. Rekan-rekan PT. Maratea Semarang kususnya PPIC Departement atas pengertian dan bantuannya..
10. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu, yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan dan rasa terimakasih yang sedalam-dalamnya. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, 4 Juni 2005

**Penulis**

## DAFTAR ISI

Halaman

Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis .....	ii
Halaman Pengesahan .....	iii
Motto dan Persembahan .....	iv
<i>Abstract</i> .....	v
Abstrak .....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Tabel.....	x
Daftar Grafik.....	xii
Daftar Lampiran.....	xiii

### BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.3.1. Tujuan penelitian.....	9
1.3.2. Manfaat penelitian.....	10

### BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Telaah Pustaka.....	11
2.1.1. <i>Return Saham</i> .....	11
2.1.2. <i>Abnormal Return</i> .....	14
2.1.3. Pengukuran <i>Return</i> .....	15
2.1.4. Efisiensi Pasar Modal Indonesia .....	17
2.1.5. Pentingnya Informasi Bagi Investor .....	20
2.1.6. <i>Event Study</i> .....	22
2.1.7. Anomali Pasar.....	25
2.2. Telaah Studi Terdahulu .....	28
2.2.1. <i>The Holiday Effect</i> .....	32

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	36
2.4.Hipotesis .....	37

### **BAB III METODE PENELITIAN**

3.1. Jenis dan Sumber Data.....	39
3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sample .....	39
3.3 Metode Pengumpulan Data .....	40
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	41
3.5. Metode Analisis Data.....	42
3.5.1. Event Study.....	42
3.5.2. Pengujian Hipotesis pertama dan hipotesis kedua .....	43
3.5.3. Pengujian Hipotesis ketiga dan hipotesis keempat .....	46

### **BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN**

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	50
4.1.1. Bursa Efek Jakarta.....	50
4.1.2. Sistem Perdagangan di BEJ.....	54
4.1.3. Indek Harga Saham .....	55
4.1.4. Emiten untuk Penelitian.....	56
4.2. Statistik Deskriptif.....	58
4.2.1. Statistik deskriptif sekitar hari libur Tahun Baru.....	58
4.2.2. Statistik deskriptif sekitar hari libur Lebaran.....	60
4.3. Pengujian dan Analisis Data.....	62
4.3.1. Uji Normalitas Data .....	62
4.3.2. Uji Hipotesis.....	68
4.3.2.1. Pengujian Hipotesis Pertama .....	68
4.3.2.2. Pengujian Hipotesis Kedua .....	72
4.3.2.3. Pengujian Hipotesis Ketiga.....	74
4.3.2.4. Pengujian Hipotesis Keempat.....	76

### **BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

5.1 Kesimpulan.....	78
5.2. Implikasi Kebijakan .....	80
5.2.1. Implikasi Teoritis .....	80
5.2.2. Implikasi Manajerial .....	81
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	82
5.4. Saran-saran .....	83
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>84</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>91</b>
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP .....</b>	<b>92</b>

## DAFTAR TABEL

<b>Tabel</b>	<b>Halaman</b>
1.1. Rata-rata Perolehan <i>return</i> Saham di negara Maju.....	5
2.1. Tabel Penelitian Terdahulu.....	34
3.1. Definisi Operasional Variabel.....	42
4.1. Daftar Nama Emiten Yang Dijadikan Sample Penelitian.....	57
4.2. Statistik Deskriptif Hari Libur Tahun Baru.....	58
4.3. Statistik Deskriptif Hari Libur Lebaran.....	60
4.4. Uji Normalitas Data <i>One Sample</i> Kolmogorov Smirnov Pada Hari Libur Tahun Baru.....	64
4.5. Uji Normalitas Data <i>On. Sample</i> Kolmogorov Smirnov Pada Hari Libur Lebaran.....	65
4.6. Uji Normalitas Data Dengan <i>z score</i> Pada Hari Libur Tahun Baru Dan Hari Libur Lebaran.....	67
4.7. Hasil <i>Paired t test</i> Pada Hari Libur Tahun Baru Terhadap Saham Sektor Barang Konsumsi Pengamatan 1998-2003.....	70
4.8. Hasil <i>Paired t test</i> Pada Hari Libur Lebaran Terhadap Saham Sektor Barang Konsumsi Pengamatan 1998-2003.....	73
4.9. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif <i>t test</i> Terhadap Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum Libur Tahun Baru dan Sebelum Libur Lebaran.....	75
4.10. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif <i>t test</i> Terhadap Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Setelah Libur Tahun Baru dan Setelah Libur Lebaran.....	76

## DAFTAR GRAFIK

<b>Gambar</b>	<b>Halaman</b>
4.1 Grafik Normalitas Data <i>Abnormal Return</i> Hari Libur Tahun Baru .....	65
4.2 Grafik Normalitas Data <i>Abnormal Return</i> Hari Libur Lebaran .....	66

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1. 1. LATAR BELAKANG

Dalam era perdagangan bebas, setiap pelaku bisnis di Indonesia harus mampu memanfaatkan setiap peluang bisnis dengan baik. Peluang yang dimaksud adalah peluang dalam meningkatkan daya saing dan juga efisiensi di berbagai bidang. Pelaku bisnis mengharapkan mendapatkan *return* yang tinggi dengan pengorbanan tertentu dari instrumen – instrumen yang dipilih pelaku bisnis dalam menjalankan bisnisnya.

Salah satu instrumen yang dipilih pelaku bisnis adalah investasi saham pada pasar modal. Pasar modal merupakan pasar dari sejumlah instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun oleh perusahaan swasta. Disamping itu, pasar modal merupakan salah satu fasilitas untuk menyalurkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan kepada pihak yang membutuhkan dana.

Sebagai suatu instrumen ekonomi, pasar modal tidak lepas dari berbagai pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan lingkungan politik. Walaupun tidak terkait langsung dengan dinamika yang terjadi di pasar modal, namun pengaruh lingkungan non ekonomi tidak dapat dipisahkan dari aktivitas bursa saham. Berbagai peristiwa seperti adanya hari libur, peristiwa politik, pengumuman deviden, pengumuman *stock split*, IPO (*initial public*

*Offering*) menjadi salah satu faktor pemicu timbulnya fluktuasi harga saham di bursa efek seluruh dunia.

Pelaku bisnis yang melakukan investasi di pasar modal mengharapkan keuntungan yang tinggi dengan pengorbanan tertentu dengan mempertimbangkan tingkat *return* yang diharapkan. Keuntungan yang akan diterima para pelaku dalam berinvestasi adalah tingkat *return* yang diharapkan. Keuntungan yang akan diterima para pelaku bisnis dalam investasinya sering disebut sebagai *return* saham (Tendelilin, 2000).

Keuntungan atau *return* yang akan didapat investor diharapkan sesuai dengan prediksi. Dalam hipotesa pasar efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut, sehingga investor tidak akan bisa memanfaatkan informasi untuk mendapatkan *return* yang *abnormal* di pasar saham, sehingga tidak akan ada *abnormal return* di pasar saham ( Tendelilin, 2000 )

Namun demikian, banyak penelitian pada beberapa pasar saham yang menyebutkan adanya beberapa fenomena yang tidak sesuai dengan hipotesa pasar efisien, sehingga terjadi adanya *abnormal return* karena peristiwa tertentu, karena *return* saham juga dipengaruhi oleh keadaan lingkungan atau peristiwa-peristiwa tertentu diluar pasar saham. Adanya fluktuasi harga saham yang dipengaruhi oleh peristiwa diluar pasar saham menarik untuk diteliti. Sudah banyak peneliti yang melakukan penelitian berkaitan dengan *return* yang tidak wajar karena adanya pengaruh peristiwa terhadap pasar modal. Salah satu peristiwa yang menyebabkan adanya *abnormal return* adalah peristiwa hari libur. Dari banyak penelitian di luar

negeri maupun di dalam negeri menunjukkan bahwa *return* sebelum hari libur dan setelah hari libur berbeda dengan *return* pada saat hari perdagangan biasa.

Dewasa ini khususnya di Indonesia, peristiwa hari libur tampaknya sudah tidak dapat dipisahkan dengan pasar modal. Banyak peristiwa yang cenderung berpengaruh terhadap pasar saham sehingga menghasilkan adanya *abnormal return*. Banyak penelitian yang telah dilakukan untuk meneliti penyebab adanya *return* yang *abnormal*. Penelitian ini sudah dilakukan oleh Rozeff dan Kinney pada tahun 1976, Roll pada tahun 1983, Lakonishok dan Smidt pada tahun 1984, Haugen dan Lakonishok pada tahun 1988, dan penelitian adanya *abnormal return* pada pasar obligasi telah dilakukan oleh Keim dan Stambaugh pada tahun 1984..

Salah satu peristiwa yang diteliti diteliti oleh peneliti terdahulu yang mempengaruhi *abnormal return* adalah hari libur. Pada sekitar hari libur perdagangan saham ditenggerai akan mengalami keadaan diluar kewajaran baik terhadap *return* ataupun volume perdagangannya. Hal ini terjadi pada saat hari libur, baik sebelum hari libur ataupun setelah hari libur. Sejak tahun 1970 telah banyak penelitian yang meneliti tentang *return* yang *significant* tinggi dibandingkan dengan *return* pada hari perdagangan lainnya pada saat sebelum libur dan setelah libur. Peristiwa tersebut sering disebut sebagai *Holiday effect*.

*Holiday effect* adalah salah satu anomali perilaku pasar yang menghasilkan *return* saham yang terbesar dan merupakan anomali tertua. Pada saat sebelum dan setelah hari libur, *return* saham mengalami kenaikan 30% sampai 50% lebih tinggi dari hari perdagangan biasa. Hasil ini telah diteliti oleh

Lakohiskid dan Smith, 1988 (dalam Paul Brokman dan David Michaylu, 1999). Lakohiskid dan Smith melakukan penelitian ini dengan sampel adalah *return* di DJIA (*Dow Jones Industrie Average*) selama kurun waktu 90 tahun. Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ariel (dalam Paul Brokman dan David Michayluk, 1999). Penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat *return* yang tinggi diatas rata-rata *return* perdagangan pada hari biasa selama periode penelitian.

Dalam melakukan penelitiannya, Lakonishok dan Smidt mengelompokkan *return* yang terjadi pada perdagangan saham sebelum libur (*Pre holiday*), setelah libur (*post holiday*) dan perdagangan saham hari biasa (*non holiday*). Hasil dari penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat *return* yang tinggi pada hari sebelum libur (*pre holiday*) dibandingkan dengan *return* setelah hari libur, sebesar 23 kali lebih besar, yaitu *return non holiday* adalah 0.0094 % sedangkan *return* pada *pre holiday* sebesar 0.220 %. Lakonishok dan Smidt menyimpulkan bahwa *return* yang tinggi pada saat libur berbeda dari anomali musiman yang lain.

Rogalski (1984) dan Pettengill (1989) melakukan penelitian tentang adanya *holiday effect* dengan menghubungkannya dengan *firm size*, hampir saih dengan penelitian yang dilakukan pada even studi terjadinya *abnormal return*, yaitu *January effect* dan *weekend effect*. Penelitian tersebut menyimpulkan adanya *return* yang signifikan tinggi pada sekitar *holiday* khususnya pada perusahaan yang kecil.

Bhardwaj dan Brooks (1992) (dalam Paul Brokman dan David Michayluk) juga melakukan penelitian tentang *holiday effect* dihubungkan dengan *firm size* dan harga saham. Penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat *return* yang tinggi pada saham yang bernilai kecil atau *firm size* kecil pada saat hari libur.

Penelitian lain juga dilakukan oleh Rogalski (1984) dan Pettengill (1989). Mereka melakukan penelitian dengan mengamati *return* yang terjadi pada saham bernilai besar dan saham yang bernilai kecil selama kurun waktu juli 1962 sampai Desember 1986. Kesimpulan dari penelitian ini terdapat *return* yang tinggi pada saat sebelum libur (*pre holiday*), dan portfolio yang bernilai kecil mempunyai *return* yang lebih tinggi, yaitu sebesar 0.46075 dan untuk portfolio yang bernilai besar mempunyai nilai 0.2692.

Liano (1992) melakukan penelitian tentang *return* pada periode setelah hari libur. Penelitian yang dilakukan Liano (1992) dengan metode regresi *dummy variable* menemukan bahwa rata-rata saham pada hari perdagangan setelah libur adalah rendah atau negatif dan significant berbeda dengan *return* saham pada hari perdagangan lainnya. Dari penelitian tersebut menyatakan perdagangan saham pasca libur juga terjadi *abnormal return*.

Untuk memperkuat asumsi tersebut, maka Kim dan park melakukan penelitian di pasar saham NYSE, AMEX, NASDAQ dan NIKKE. Mereka menghitung rata-rata *return* pada saat libur dengan *return* hari perdagangan biasa seperti yang terlihat dalam table 1.1 berikut

Tabel 1.1  
Rata-rata perolehan *return* saham di negara maju.

Rata-rata <i>return</i>	AMEX	NIKKEI	NASDAQ	NYSE
Sebelum Libur	0.459	0.1897	0.383	0.314
Hari Perdagangan lain selain <i>window period</i>	0.017	0.0435	0.035	0.035
Setelah Libur	0.099	0.0711	-0.112	0.022

Sumber : Kim Dan Park, 1994

Dari table dapat dilihat hasil penelitian di pasar saham luar negeri yang dilakukan untuk meneliti reaksi pasar saham luar negeri terhadap peristiwa atau keadaan tertentu, seperti hari libur. Penelitian tersebut menyimpulkan hasil yang berbeda terhadap *return* di pasar saham diberbagai negara pada saat sekitar hari libur. Tesis ini akan menguji *return* di pasar saham Indonesia sekitar hari libur sebagai replikasi pengujian di pasar saham luar negeri.

Di Indonesia terdapat dua hari libur yang berpengaruh terhadap aktifitas penduduk Indonesia, hari libur tersebut adalah hari libur Lebaran dan hari libur Tahun Baru. Tesis ini akan membandingkan *abnormal return* pada sekitar hari libur Lebaran dengan *abnormal return* pada sekitar hari libur Tahun Baru, untuk mengetahui perilaku pasar dalam merespon peristiwa. Alasan membandingkan dua even tersebut karena kedua hari libur nasional tersebut disinyalir mempunyai dampak terbesar di pasar Indonesia yang juga dapat berdampak terhadap pasar saham. Libur hari besar umat Islam atau hari Lebaran dapat mempunyai dampak yang besar bagi Bursa Efek Jakarta karena sebagian besar penduduk Indonesia merayakannya. Perekonomian Indonesia akan mengalami gejolak karena semua sektor ekonomi Indonesia terkena dampak libur Lebaran. Pada saat menjelang

libur Lebaran, perusahaan banyak membelanjakan anggarannya untuk membayar Tunjangan Hari Raya (THR) pekerjanya, sehingga akan meningkatkan *income* atau pendapatan pegawainya. Karena pendapatan yang diterima pegawai meningkat pada saat itu berdampak pada peningkatan konsumsi barang dalam menyambut hari libur Lebaran. Karena uang yang beredar di pasar tinggi, maka akan berdampak juga terhadap uang beredar, hal ini disinyalir akan berdampak terhadap perdagangan di Bursa Efek Jakarta, sehingga dapat terjadi *abnormal return*.

Digunakan hari libur sekitar Tahun Baru sebagai pembanding terhadap *return* pada hari libur sekitar libur Lebaran, karena selain merupakan hari libur besar dan berpengaruh terhadap aktifitas penduduk Indonesia, juga karena selama ini telah banyak penelitian yang menguji apakah terjadi *abnormal return* pada saat awal tahun atau bulan Januari, atau yang sering disebut sebagai *January effect*. Banyak penelitian tentang *January effect* yang dilakukan di berbagai negara yang menyimpulkan sebab terjadinya *abnormal return* adalah adanya motivasi *tax loss* atau *tax gain*, sehingga menyebabkan *return* yang signifikan tinggi pada bulan Januari dibandingkan dengan bulan lainnya. Penyebab lainnya adalah adanya pengharapan dari para investor bahwa tahun baru akan membawa dampak yang lebih baik dari tahun sebelumnya..

*Januari effect* adalah satu anomali dan indikasi bahwa *return* atau keuntungan saham pada bulan Januari lebih tinggi dibandingkan dengan *return* pada bulan-bulan lainnya. Anomali ini pertama kali dicetuskan oleh Wachtel (1942). Wachtel adalah orang yang pertama kali menulis tentang adanya

*abnormal return* pada bulan January yang sering disebut sebagai *January effect*. Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Rozeff dan Kinney (1976) yang memperkenalkan *Januari effect* dengan menggunakan analisa keuangan modern.

Tetapi penelitian terdahulu tentang *holiday effect* menyebutkan bahwa *return* pada saat *post holiday* atau pada saat setelah libur akan lebih rendah dibandingkan dengan *return* pada *pre holiday* atau pada saat sebelum hari libur dan *return* pada hari-hari perdagangan biasa. Sehingga akan terdapat perbedaan antara penelitian tentang *January Effect* dengan penelitian tentang *Holiday Effect*.

Sampel penelitian yang diambil adalah semua perusahaan yang masuk dalam sektor industri barang konsumsi, yang terdiri dari sektor makanan dan minuman, kosmetik, industri rokok, dan industri obat-obatan. Penelitian ini menggunakan sampel industri atau emiten yang masuk dalam barang konsumsi, karena perdagangan barang-barang konsumsi pada saat menjelang hari libur dan pada saat setelah hari libur akan mengalami perubahan yang signifikan. Hal ini dikarenakan masyarakat akan membelanjakan uangnya untuk memenuhi kebutuhan akan konsumsi selama masa liburan dan untuk menyambut hari libur.

## 1. 2. RUMUSAN MASALAH

Dari banyak penelitian terdahulu yang dilakukan di pasar luar negeri menyimpulkan bahwa terdapat *return* yang signifikan tinggi pada sekitar sebelum hari libur dibandingkan pada hari perdagangan biasa. Tetapi penelitian pada beberapa pasar saham tertentu menyimpulkan bahwa tidak terdapat *return* yang tinggi sebelum hari libur. Dari pembahasan dan pemaparan diatas para pelaku

bisnis perlu memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi *return* atau keuntungan yang diharapkan jika seorang pelaku bisnis akan melakukan investasi dengan saham.

Dari uraian diatas dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah ada perbedaan *abnormal return* sebelum hari libur (*pre holiday*) dan setelah hari libur (*post holiday*) Tahun Baru pada perusahaan sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta
2. Apakah ada perbedaan *abnormal return* sebelum hari libur (*pre holiday*) dan setelah hari libur (*post holiday*) Lebaran pada perusahaan sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta.
3. Apakah ada perbedaan antara *abnormal return* pada sebelum libur Lebaran dengan *abnormal return* pada sebelum libur Tahun Baru.
4. Apakah ada perbedaan antara *abnormal return* pada setelah libur Lebaran dengan *abnormal return* pada setelah libur Tahun Baru.

### **1.3. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN.**

#### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

1. Untuk menganalisis ada tidaknya pengaruh hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta
2. Untuk mengkaji *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah libur Tahun Baru dan *abnormal return* saham pada saat sebelum dan sesudah libur Lebaran di Bursa Efek Jakarta.

### **1.3.2. Manfaat Penelitian,**

1. Hasil penelitian ini diharapkan akan dapat bahan pertimbangan oleh para pelaku pasar modal (Investor) dalam melakukan analisa terhadap fenomena perubahan harga karena adanya suatu even atau kejadian tertentu, misalnya hari libur awal tahun dan hari libur Lebaran
2. Bagi keilmuan diharapkan hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tambahan bagi penelitian selanjutnya terutama yang berkaitan dengan perilaku harga saham dan keuntungan yang diperoleh dari saham dengan adanya even-even yang tertentu, seperti hari libur nasional.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

#### 2.1. TELAAH PUSTAKA

##### 2.1.1. *Return Saham*

Harga dasar suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham dipergunakan didalam perhitungan indeks harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut ( Jogiyanto, 2000 )

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Robert Ang, 2001). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen *return* saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

Komponen suatu *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat langsung seperti

pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, *dividend* dan sebagainya. Disebut juga pendapatan lancar maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bunga dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga *dividend* saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Robert Ang: 1997).

Komponen kedua dari return adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen return berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

*Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan hitung berdasarkan data historis dan *return* realisasi itu penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko dimasa mendatang.

*Return* saham sesungguhnya ( $R_{i,t}$ ) diperoleh dari harga saham harian sekuritas I pada waktu ke- t ( $P_{i,t}$ ) dikurangi harga saham harian sekuritas I pada waktu ke t-1 ( $P_{i,t-1}$ ), dibagi harga saham harian sekuritas I pada waktu t-1 ( $P_{i,t-1}$ ) atau dengan rumus :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Notasi =

- $R_{i,t}$  = Pendapatan Aktual saham I pada bulan t.
- $P_{i,t}$  = Harga saham j pada bulan t
- $P_{i,t-1}$  = Harga saham j pada bulan t-1

Sedangkan untuk mendapat *return* atau keuntungan tertentu seorang investor juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggungnya jika ingin memperoleh *return* tertentu. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar resiko investasi tersebut. Resiko terdiri dari bermacam-macam sebab, antara lain adalah resiko suku bunga, resiko pasar, resiko inflasi, resiko bisnis, resiko finansial, resiko likuiditas, resiko nilai tukar mata uang. Adapun resiko dibagi menjadi dua jenis resiko, yaitu resiko umum (*General risk*) yang merupakan resiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dan yang satu adalah resiko spesifik (Resiko perusahaan) adalah resiko yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

### 2.1.2. *Abnormal Return*

*Abnormal return* adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang didapatkan. Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung. Sedangkan *return* akan negatif jika *return* yang didapat lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung.

*Abnormal return* dapat terjadi karena adanya kejadian-kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, stock split, penawaran perdana saham, dan lain-lain.

Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return ekspektasi*, sebagai berikut (Jogiyanto, 2000) :

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E [ R_{i,t} ]$$

Dimana :

$RTN_{i,t}$  = *abnormal return* sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$  = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t.

$E [ R_{i,t} ]$  = *return* ekspektasi sekuritas ke-I untuk periode peristiwa ke-t.

*Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya, sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan (diestimasi) dengan menggunakan persamaan *return* ekspektasi.

### 2.1.3. Pengukuran *Return*

Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi *mean adjusted return*, *market model*, dan *market adjusted return*.

#### A. *Mean Adjusted Model*

Model disesuaikan rata – rata ( *mean adjusted model* ) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata – rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi ( *estimation period* ), sebagai berikut,

$$E(R_{i,t}) =$$

Notasi

$E(R_{it})$  = *Return* ekspektasi sekuritas ke-I pada priode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$  = *Return* realisasi sekuritas ke I pada periode ke j

T = Lama periode estimasi, yaitu t1 sampai t2

Periode estimasi ( *estimation period* ) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa ( *event Period* ) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela informasi ( *event window* ). Lama

dari jendela yang umum digunakan berkisar tiga hari sampai dengan 121 hari untuk data harian. Dan 3 bulan sampai dengan 121 bulan untuk data bulanan.

Lamanya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor maka periode jendela dapat pendek, disebabkan oleh investor yang dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor, maka membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi. Periode jendela sebagai periode pengamatan merupakan periode yang akan dihitung nilai *abnormal return* – nya.

#### **B. Market model**

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap. Tahap pertama yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. Dan tahap kedua yaitu dengan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary least square*), dengan persamaan sebagai berikut,

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{mt}$$

Notasi =

$R_{i,j}$  = *Return ekspektasi* sekuritas ke I pada periode estimasi ke j

$\alpha_I$  = intercept untuk sekuritas ke I

$\beta_I$  = Koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke I

$R_{m,j}$  = *Return index* pasar pada periode estimasi ke j

$\epsilon_{I,j}$  = kesalahan residu sekuritas ke I pada periode estimasi ke j

### **C. Market adjusted return**

Model disesuaikan pasar ( *market adjusted model* ) menganggap bahwa praduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Misalnya pada hari pengumuman peristiwa, *return* indeks pasar adalah sebesar 18%, maka *return* ekspektasi semua sekuritas di hari yang sama tersebut adalah sama dengan *return* indeks pasarnya, yaitu sebesar 18 % tersebut ( Jogiyanto, 2000 ).

Dari ketiga bentuk model estimasi *expected return* maka penelitian ini menggunakan model *market adjusted return*.

#### **2.1.4. Efisiensi Pasar Modal Indonesia**

Pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Oleh karena itu, aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan bisa memanfaatkan informasi untuk mendapatkan *return abnormal* di pasar ( Tendelilin, 2001 ).

Sedangkan pada pasar yang kurang efisien harga sekuritas akan kurang dapat mencerminkan semua informasi yang ada, atau terdapat lag dalam proses penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi lag tersebut. Dalam kenyataannya sulit ditemui baik pasar yang benar-benar efisien ataupun benar-benar tidak efisien. Pada umumnya pasar akan efisien tetapi pada tingkat tertentu saja (Tendelilin, 2001). Dalam konsep hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hipotesis*), perubahan harga saham ini bersifat acak sehingga perubahan harga di masa yang akan datang tidak dapat diprediksikan berdasarkan perubahan pada masa lampau (Sri Dewi, 2002).

West (Husnan, 1994) membedakan pasar modal efisien menjadi 2 bentuk, yaitu *internal efficiency* dan *external efficiency*. *Internal efficiency* adalah pasar modal yang diorganisir dengan baik, dimana harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan tingkat harga yang benar, tetapi juga menyediakan berbagai jasa yang diperlukan oleh pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Sedangkan *external efficiency* adalah pasar modal yang berada dalam keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham yang berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan *expected return* di tingkat *expected equilibrium return*. Efisiensi eksternal ini sesuai dengan pengertian efisiensi mikro pasar modal, yaitu suatu kondisi seberapa jauh pasar modal *informationally efficiency* (efisiensi secara informasional). Definisi ini sesuai dengan definisi yang dikemukakan oleh Fama (1991) (dalam Tendelilin

2000), bahwa pasar modal efisien adalah yang harga-harga sekuritasnya selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia di pasar.

Kondisi-kondisi yang harus dipenuhi dalam pasar modal efisien, antara lain: tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas, semua informasi tersedia secara gratis bagi semua partisipan pasar, tersedia banyak pembeli dan penjual yang siap mengakses informasi, serta tidak ada kerjasama antar penawar dalam melakukan transaksi tersebut.

Berdasarkan jenis informasi yang digunakan, Fama (dalam Tendelilin 2000) mendefinisikan 3 (tiga) bentuk efisiensi pasar modal, yaitu:

1. *Weak-form Efficiency* (Efisiensi Bentuk Lemah)

Suatu keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan di waktu yang lalu. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga yang wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*).

2. *Semi-strong Efficiency* (Efisiensi Bentuk Setengah Kuat)

Suatu kondisi dimana harga-harga yang tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi juga mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa pengumuman *earning* dan *dividend*, pemecahan saham, *merger*, dan sebagainya. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) karena dalam kondisi efisien, semua pemodal

mampu mengakses informasi secara cepat dan benar. Untuk mengetahui apakah pasar modal berada dalam bentuk setengah kuat, maka perlu dicari *abnormal return* dengan menggunakan model indeks tunggal. Tes ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah para pemodal masih memperoleh *abnormal return* segera setelah informasi dipublikasikan.

#### 4. *Strong-form Efficiency* (Efisiensi Bentuk Kuat)

Suatu kondisi dimana harga saham tidak hanya mencerminkan informasi yang dipublikasikan saja, tetapi juga mencerminkan informasi yang tidak dipublikasikan yang dikenal dengan *insider information*, karena yang mempunyai informasi tersebut adalah pihak yang berada dalam perusahaan.

Dari ketiga jenis efisiensi tersebut, pasar modal Indonesia tergolong ke dalam keadaan efisiensi bentuk setengah kuat (*semi-strong efficiency*), dimana harga yang terjadi belum mencerminkan sepenuhnya informasi-informasi yang ada.

#### 2.1.5. Pentingnya Informasi bagi Investor

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari para pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, bahkan sebagian besar dari informasi yang ada adalah informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Akibatnya, para pelaku pasar modal

harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak (relevan) dijadikan pertimbangan pengambilan keputusannya.

Dalam penelitiannya, Marston (1996) menemukan dua sebab utama penyebab buruknya informasi, yaitu pertama karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*). Kedua, karena distribusi informasi kepada investor kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information content*). Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut.

Kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi suatu pasar. Semakin efisien suatu pasar, maka semakin cepat pula informasi tersebut terefleksi dalam harga saham. Dalam konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH), suatu pasar dikatakan efisien (dalam bentuk setengah kuat) jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia (Fama, 1991). Berdasarkan pengertian tersebut, dua unsur pokok yang merupakan ciri utama pasar modal yang efisien dalam bentuk setengah kuat adalah:

1. Tersedianya informasi yang relevan; dan
2. Harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru

#### 2.1.6. *Event Study*

*Event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1999). Sedangkan menurut Kritaman (1994), *event study* bertujuan untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (*return*) dari surat berharga tersebut ( Tendelilin, 2000 ).

Dari pengertian tersebut tampak bahwa sesungguhnya *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal (dengan pendekatan harga saham) terhadap suatu peristiwa tertentu. Sejalan dengan tujuan itu, *event study* juga dapat digunakan untuk menguji pasar efisien (*efficient market Hypothesis*) pada bentuk setengah kuat (*semi strong form*), seperti yang dilakukan Fama dkk (1969), yang kemudian diikuti oleh berbagai penelitian pada pasar modal lainnya.

*Event study* mempunyai sejarah panjang dalam penelitian terhadap pasar modal. Penelitian yang dilakukan Dolley (1930) yang meneliti tentang pengaruh *stock splits* terhadap kekayaan pemegang saham mungkin merupakan *event study* yang pertama kali dilakukan. Mesti tidak menggunakan metodologi *event study* seperti yang kita kenal sekarang. Berbagai penelitian berikutnya, seperti yang dilakukan oleh Myers dan Bakay (1948), Barjer (1956), Ashely (1962), serta Fama dkk (1969), mungkin menyempurnakan metodologi *event study* (Mac Kinlay, 1997).

Walaupun *event study* memiliki jangkauan yang luas, namun sebagian besar dari penelitian-penelitian yang ada meneliti kaitan antara pergerakan harga

saham dengan peristiwa-peristiwa ekonomi (seperti *stock-splits*, pengumuman *dividend*, merger, tingkat bunga tabungan, dan lainnya). Baru sekitar dua dekade terakhir ini banyak dilakukan *event study* terhadap peristiwa-peristiwa diluar isu-isu ekonomi.

Beberapa isu diluar isu-isu ekonomi yang telah diteliti diantaranya adalah isu lingkungan (tentang kecelakaan reaktor nuklir di Chernobyl oleh Kalra, Henderson, dan Raines, 1993), kecelakaan penerbangan (tentang kecelakaan pesawat terbang DC-10, serta tidak terbangnya (*grounding*) di Chicago oleh Mansur, Cochran, dan Froiro, 1989), atau mengenai politik (tentang pengunduran diri tokoh politik seperti Perdana Menteri Jepang Noburu Takeshita yang diteliti oleh Asri, 1996), serta juga dilakukan penelitian tentang efek hari libur terhadap *return* saham (Paul Brockman dan David Michayluk, 1999, Kim, Chan Wung dan Park Jin Woo, 2000) , adanya *January effect* (Honghui Chen dan Vijay Singal, 2003, Ercan Balaban, 1995, Laura T starks, Li Yong dan Lu Zheng), *Monday effect*, serta peristiwa dan keadaan lain.

Indikasi makin banyaknya penelitian yang berbasis pada *event study* yang mengambil kaitan antara perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa atau informasi yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi menunjukkan makin terintegrasinya peran pasar modal dalam kehidupan masyarakat dunia.

Seorang investor yang akan melakukan perdagangan di bursa saham, pasti mengharapkan mendapatkan keuntungan yang optimal. Keuntungan yang akan diterima para pelaku bisnis dalam investasinya sering disebut sebagai *return* saham. Investor mengharapkan akan mendapat keuntungan yang sering disebut

sebagai *return* saham. Tetapi pada saat tertentu keuntungan saham yang mereka peroleh akan diluar perhitungan mereka. Pada bulan-bulan tertentu, pada saat hari libur, pada saat adanya kebijakan politik negara, pada saat pengumuman stock split saham, pada saat penawaran perdana, dan pada saat even-even tertentu, harga saham akan berfluktuasi, dan ini akan berdampak pada *return* saham. *Return* saham yang didapat pada saat tertentu tidak dapat diprediksikan kepastiannya oleh investor saham

Salah satu even yang menyebabkan *return* saham mengalami *abnormal* adalah *Holiday Effect*. *Holiday effect* terjadi karena adanya hari libur nasional yang akan berpengaruh terhadap aktifitas perdagangan saham di bursa saham Jakarta. Salah satu hari libur yang berpengaruh terhadap perdagangan saham di bursa efek Jakarta adalah hari libur Lebaran atau hari besar umat Islam. Pada tesis ini akan membahas tentang libur Lebaran, yang merupakan hari besar umat Islam yang menjadi agama terbesar di Indonesia. Pada saat libur lebaran, terjadi *abnormal return* karena pada saat itu masyarakat Indonesia sedang menggunakan banyak uang, sehingga disinyalir aktifitas perdagangan saham akan terpengaruh. Penyebab lainnya adalah karena pada saat liburan, aktifitas di bursa saham juga libur, sehingga terjadi *delay activities*. Sehingga sama dengan yang lain maka Lebaran merupakan suatu hari (periode/event) yang memiliki dampak seperti *Holiday Effect*. Hari liburan lain yang berpengaruh terhadap *return* saham adalah hari libur awal tahun, yaitu bulan Januari.

### 2.1.7. Anomali Pasar

Beberapa penelitian menunjukkan adanya suatu ketidakberaturan yang terdeteksi di pasar modal, yang bersifat persisten dan mempunyai dampak yang cukup signifikan sehingga dibakukan sebagai anomali pasar. Anomali pasar ini merupakan tehnik-tehnik atau strategi-strategi yang berlawanan dengan konsep pasar modal yang efisien (Jones 1998). Hasil yang ditimbulkan oleh anomali pasar ini akan sangat berlawanan dengan yang diharapkan dari konsep-konsep pasar modal dan apa yang menyebabkan hal itu terjadi menjadi pertanyaan bagi para ahli keuangan.

Dengan demikian, para investor harus hati-hati dalam memaksimalkan masalah anomali pasar ini sebagai suatu alat dalam mengambil keputusan investasi. Tidak ada jaminan bagi para investor bahwa anomali pasar akan membantu mereka dalam memperbaiki keputusan investasi, karena hasil pengujian empiris mengenai anomali pasar ini bukan merupakan strategi investasi sesungguhnya. Bila memang terdapat anomali pasar, adalah lebih aman bagi beberapa saham yang dianggap dapat menghasilkan *return* normal.

Beberapa anomali pasar yang banyak terjadi di pasar saham,

1. *The Holiday effect.*

Asumsi yang sering dipegang ialah bahwa *return* yang diperoleh untuk setiap saham akan sama baiknya pada setiap periode transaksi saham (*Trading days*). Dengan demikian pola perubahan return saham akan dapat dideteksi. Pada anomali *holiday effect* ini, yang terjadi adalah terdapat kecenderunagn *return* saham pada satu hari sebelum libur (*pre holiday*)

Dan *return* saham sehari setelah libur (*Past Holidays*) akan mengalami harga yang lebih tinggi dibandingkan *return* saham hari biasa.

## 2. *Low price Earning Ratio effect.*

Ada kecenderungan bahwa saham yang memiliki *price earning ratio* (PER) rendah akan mendapatkan *risk adjusted rate* atau keuntungan yang menaik. Karena *price earning ratio* merupakan informasi yang diketahui umum dan diduga akan tercermin pada harga saham, maka seharusnya tidak ada hubungan antara *price earning ratio* dengan *return* yang dihasilkan apabila pasar modal berada dalam keadaan efisien. Sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Ball (Chatt Terjee and Maniam, 1997) yang memberikan hasil bahwa saham-saham yang mempunyai *price earning ratio* tinggi akan memberikan *risk adjusted* yang tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang mempunyai *price earning ratio* yang rendah. Penelitian yang dilakukan Adi Soeseno (1999) menunjukkan hasil bahwa dengan menggunakan *risk adjusted*, saham-saham yang memiliki *price earning ratio* yang turun ternyata memberikan keuntungan yang tinggi dibandingkan saham – saham yang mempunyai *price earning ratio* yang kecil. Diduga hal ini terjadi karena ada hubungan dengan resiko yang terkandung didalamnya. Tetapi meskipun faktor resiko telah disesuaikan dengan berbagai cara, saham-saham yang mempunyai *price earning ratio* yang kecil tetap memberikan keuntungan yang tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang mempunyai *price earning ratio* yang tinggi.

### 3. *The January effect*

Anomali ini menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan bahwa keuntungan saham akan menurun pada bulan Desember dan kemudian akan menaik pada awal Januari. Ini terjadi diindikasikan hanya pada perusahaan yang kecil. Ada yang menganggap bahwa hal ini disebabkan oleh adanya penjualan saham perusahaan-perusahaan kecil pada akhir tahun oleh para investor untuk mengurangi kerugian dengan pajak pendapatan yang harus dibayarkan pada akhir tahun. Asumsi lain terjadinya *January Effect* karena adanya keinginan perusahaan untuk terlihat lebih baik yang tercermin dalam laporan keuangan tahunan, sehingga manajer perusahaan menjual saham-saham yang dianggap mempunyai nilai kecil pada akhir tahun dan akan membelinya kembali pada awal tahun. Asumsi lain juga menyebutkan bahwa *January Effect* terjadi karena adanya perbedaan informasi di pasar saham pada awal dan akhir tahun. Sehingga akan menyebabkan *in efisiensi information*. (Tendelilin, 1999).

### 4. *The size effect*

Anomali ini menunjukkan bahwa secara umum saham perusahaan kecil akan memiliki *risk adjusted* keuntungan dibandingkan dengan perusahaan besar. Hal ini mendorong para ahli untuk melakukan penelitian pada perusahaan untuk menemukan penyebab hal ini hal ini berhubungan dengan masalah-masalah statistik dan merupakan penjelasan dari beberapa variabel ekonomi, seperti *price earning ratio*, *low market price* Penelitian

berkaitan dengan pengaruh size perusahaan dengan keuntungan saham dapat disimpulkan dari penelitian yang dilakukan oleh Peterson. Penelitian terdahulu (Benz, 1981) menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan kecil mempunyai kinerja yang lebih bagus dibandingkan dengan perusahaan besar, yang ditunjukkan oleh perbedaan *return* secara significant yang dihasilkan oleh masing-masing saham. Benz menunjukkan bahwa *size effect* ini berlangsung dalam jangka waktu yang lama, terjadi lebih dari periode 40 tahun. Beberapa penjelasan untuk menjawab fenomena tersebut antara lain bahwa biaya investigasi perusahaan kecil lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar, dimana biaya investigasi ini belum tercermin pada *risk premium* yang telah dihitung sebelumnya, serta CAPM mungkin bukan model yang tepat untuk menghitung tingkat resiko, dan resiko sistematik/beta belum tercermin secara keseluruhan pada *small stock*.

## 2.2. TELAAH STUDI TERDAHULU

Sebagian besar dari *event study* yang dilakukan menggunakan berbagai *event* yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis, seperti kenaikan suku bunga perbankan, kebijakan *dividend*, emisi saham, ataupun pengumuman rencana *merger* dan akuisisi. Sebagian dari penelitian tersebut dilakukan untuk menguji efisiensi suatu pasar modal. Namun beberapa *event study* mutakhir mengamati reaksi pasar modal dengan mengamati reaksi pasar modal dengan

menggunakan berbagai *event* diluar (atau tidak terkait langsung) dengan aktivitas-aktivitas ekonomi.

Salah satu *event study* yang dilakukan untuk meneliti efisiensi pasar modal adalah yang dilakukan oleh Fama, Fischer, Jensen, dan Roll (1969) pada New York Stock Exchange (NYSE), yang meneliti pengaruh *stock-split*. Penelitian tersebut menjadi acuan penting bagi perkembangan metodologi *event study* serta memacu peneliti lain untuk melakukan penelitian efisiensi pasar modal di Negara-negara lain dengan menggunakan *event study*.

Beberapa penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* yang dilakukan pada Bursa Efek Jakarta dilakukan untuk menguji efisiensi Bursa Efek Jakarta. Untuk *event study* yang melihat pergerakan harga saham dikaitkan dengan peristiwa politik dilakukan oleh Asri (1996) dengan mengamati pergerakan harga-harga saham emiten Amerika Serikat di NYSE yang memiliki *subsidiary* dalam berbagai bentuknya di Jepang akibat informasi mengenai mundurnya Perdana Menteri Jepang, Noburu Takeshita. Hasil yang diperoleh adalah adanya *abnormal return* yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu pada beberapa hari sebelum *event day* serta pada hari kedua dan sejak hari ke-7 setelah *event day*.

Telah banyak penelitian yang dilakukan untuk meneliti lebih jauh tentang *January Effect*. Penelitian yang dilakukan Rozzef dan Kinney pada tahun 1976 menggunakan data pasar saham di US. Dari penelitian ini didapatkan kesimpulan bahwa terdapat *return* yang lebih tinggi pada bulan Januari dibandingkan pada bulan-bulan lainnya. Penelitian yang lain dilakukan oleh

Nassir dan Mohammad pada tahun 1987 dan Ercan Balaban pada tahun 1995 yang mengambil data pada pasar saham negara Malaysia dan Turkey. Dari penelitian ini juga disimpulkan adanya *return* yang lebih tinggi pada bulan Januari dibandingkan pada bulan-bulan lainnya. Kemudian HO pada tahun 1999 menggunakan data *return* harian selama periode 1975 sampai November 1987, menyimpulkan bahwa enam dari delapan pasar saham Asian Pasifik mengalami *return* yang lebih tinggi pada bulan Januari dibandingkan pada bulan-bulan lainnya. Dan penelitian yang lain dilakukan oleh Fountas dan Segredatis pada tahun 2002 dan dilakukan pula oleh Kountianoudis dan Wang pada tahun 2003 yang melakukan penelitian di pasar saham Athena dan menyimpulkan adanya *return* saham yang lebih tinggi di bulan Januari dibandingkan pada bulan-bulan lainnya.

Rogalski (1984) dan Pettengill (1989) melakukan penelitian tentang adanya *holiday effect* dengan menghubungkannya dengan *firm size*, hampir sama dengan penelitian yang dilakukan pada even studi terjadinya *abnormal return*, yaitu *January effect* dan *weekend effect*. Penelitian tersebut menyimpulkan adanya *return* yang signifikan tinggi pada *firm size* yang kecil pada saat *holiday effect*. Bhardwaj dan Brooks (1992) juga melakukan penelitian tentang *holiday effect* dihubungkan dengan *firm size* dan harga saham.

Lakonishok dan Smidt (1988) melakukan penelitian untuk meneliti adanya *holiday effect* dengan menggunakan data berupa *return* harian saham DJIA (*Dow Jones Industrie Average*) selama kurun waktu 90 tahun. Dalam melakukan penelitiannya Lakonishok dan Smidt mengelompokkan *return* yang terjadi pada

perdagangan saham sebelum libur (*Pre holiday*), setelah libur (*post holiday*) dan hari perdagangan lain selain widow period (*non holiday*). Hasil dari penelitian adalah terdapat return yang tinggi secara significant pada hari sebelum libur (*pre holiday*), sebesar 23 kali lebih besar, yaitu *return non holiday* adalah 0.0094 % sedangkan *return* pada *pre holiday* sebesar 0.220 %. Lakonishok dan Smidt menyimpulkan bahwa *return* yang tinggi pada saat libur berbeda dari anomaly musiman yang lain.

Penelitian lain juga dilakukan oleh Pettengill (1989). Mereka melakukan penelitian dengan mengamati *return* yang terjadi pada saham bernilai besar dan saham yang bernilai kecil selama kurun waktu 1962 sampai 1986. Kesimpulan dari penelitian ini terdapat *return* yang tinggi pada saat sebelum libur (*pre holiday*), dan portfolio yang bernilai kecil mempunyai *return* yang lebih tinggi, yaitu sebesar 0.46075 dibandingkan dengan portfolio yang bernilai besar, yang mempunyai nilai 0.2692. Dan pada saat setelah hari libur, saham yang bernilai kecil mempunyai *return* sebesar 0.1938, dibandingkan dengan nilai saham pada saham yang bernilai besar yaitu 0.0034.

Liano (1992) dengan metode regresi *dummy variable* menemukan bahwa rata-rata *return* saham pada hari perdagangan setelah libur adalah rendah atau negatif dan signifikan berbeda dengan *return* saham pada hari perdagangan lainnya. Liano menyimpulkan bahwa perdagangan saham pasca libur juga terjadi *abnormal return*.

### 2.2.1. *The Holiday Effect*

Banyak penelitian yang dilakukan di berbagai negara dan ditemukan bahwa pada hari perdagangan sekitar hari libur terjadi adanya *return* saham yang signifikan berbeda dibandingkan dengan hari-hari perdagangan lainnya. Hal ini sering disebut sebagai *Holiday effect*..

Lakonishok dan Smitdh (1998) (dalam Sharil hamid (1997)) mendefinisikan arti *Holiday effect* adalah  
" ... .. *a day when trading would normally have occurred but did not .*"

bahwa perdagangan saham pada hari perdagangan sekitar libur terjadi tidak normal sebagaimana mestinya..

Terjadinya *return* yang tinggi pada hari sebelum hari libur dan *return* yang rendah setelah hari libur diperoleh karena adanya bermacam-macam faktor Beberapa faktor yang mempengaruhi *return* yang tinggi adalah :

1. Faktor psikologis investor yang melakukan transaksi saham terutama pada saat pasar akan tutup ( *closing market effect* ) (Sharyl Hamid,1997)
2. Adanya perubahan sistematis dari harga yang ditawarkan oleh pembeli (*Bid price*) ke harga yang ditawarkan oleh penjual (*ask price*) (Keim, 1989)
3. Perolehan *return* yang tinggi pada hari pra libur disebabkan oleh frekuensi dari transaksi saham yang tidak seimbang pada harga yang ditawarkan oleh penjual (*ask price*) (Syaril Hamid, 1997)
4. Adanya *market trimming activity*
5. Adanya perolehan *return* yang tinggi yang disebabkan karena penundaan pengumuman informasi buruk (*bad news*) dari perusahaan sebelum pasar

ditutup menjelang libur, sehingga posisi beli pada saat pasar akan tutup sangat tinggi karena pasar belum beraksi terhadap berita buruk tersebut (Anumugam dalam Hamid, 1997 )

6. Karena adanya investor yang suka membeli dan menghindari menjual saham pada hari perdagangan sebelum hari libur dan melakukan aksi *profit taking* dalam bertransaksi saham untuk kebutuhan keuangan menghadapi libur panjang ( Lakonishik dan Smitdh, 1989 ).

Dan Faktor penyebab adanya *return* yang negatif pada saat setelah hari libur adalah:

1. Faktor informasi buruk (*bad news*) yang sudah masuk dan diserap oleh pasar apabila pengumumannya dilakukan pada saat libur (Arumugam, 1999).
2. Faktor mood investor. Biasanya investor pada hari pertama transaksi saham setelah libur dalam kondisi *bad mood*. Pada saat itu keinginan untuk menjual saham lebih tinggi daripada membeli saham. Hal ini akan menyebabkan harga saham akan turun sehingga akan berdampak terhadap *return* saham yang akan mengalami penurunan juga.

Peneliti lain menyebutkan adanya *abnormal return* pada hari libur adalah karena *mood* investor dalam melakukan perdagangan saham. Seperti yang diteliti oleh Liano, Frieder dan Subahm Anyam. Penelitian tentang *mood* seseorang yang berdampak terhadap perdagangan saham sehingga akan berdampak juga terhadap *return* saham adalah Christi dan Venables (dalam Syaril Hamid, 2002) yang

menemukan bahwa seseorang dalam mood rendah (*lowest mood*) pada senin pagi dan seseorang akan dalam kondisi mood tinggi (*highest mood*) pada hari Jumat.

Penelitian oleh Kim dan Park (1994) meneliti reaksi pasar Amerika : *York Stock Exchange* (NYSE), *American Stock Exchange* (AMEX), *National Association of Security Dealers Automated System* (Nasdaq) dan *International Stock Market* (U.K dan Jepang). Penelitian ini menguji bahwa *Holiday effect* tidak saling terpengaruh dengan *weekeng effect*, *January effect*, dan *small firm effect*. Kim dan Park menyimpulkan bahwa *holiday effect* merupakan suatu anomali pasar yang tidak terpengaruh terhadap *January effect* dan *the day of the week effect*. Kim dan Park juga menemukan bahwa *holiday effect* bebas dari *small firm effect* dengan menguji *equivalence* dengan koefisien *dummy variable* sebelum hari libur dibandingkan dengan ukuran portfolio.

Penelitian yang dilakukan oleh Ariel (1990) menggunakan data harga harian dari CRSP *value weighted* dan *equally weighted portfolios* dari tahun 1963 sampai 1982. Penelitian ini menyebutkan bahwa *return* saham sebelum libur mengalami kenaikan, tetapi hanya terjadi satu hari sebelum hari libur. Dan tidak terjadi *return* yang tinggi pada saat setelah hari libur.

Tabel 2. 1.  
Tabel Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Thn Publikasi	Metode penelitian	Hasil penelitian
1	Ariel	1990	Event Study (T- Test)	Melakukan penelitian terhadap index harga saham harian dari CRSP value weight and equally weighted portfolio selama kurun waktu penelitian (1963-1982)

				ditemukan adanya <i>return</i> yang tinggi pada saat satu hari sebelum hari libur.
2	Chan-Wung Kim & Jinwoo Park	1994	T – test	Melakukan penelitian pada pasar saham US: NYSE, AMEX, NASDAQ. Dan ada salah satu pasar yang tidak terpengaruh terhadap <i>holiday effect</i> . Pasar saham di NIKKE dan U.K <i>stock market</i> terdapat <i>abnormal return</i> pada hari libur, dan <i>holiday effect</i> kedua pasar tersebut tidak terpengaruh atau berhubungan dengan U.S <i>stock market</i> . Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa terjadi <i>Holiday effect</i> di pasar saham Jepang tetapi bukan karena efek <i>closed market</i> .
3	Frank J. Fabozzi, Christopher K. MA and James E. Briley	1994	T – test Regresi	Melakukan penelitian di <i>future market</i> dan menemukan bahwa terdapat <i>abnormal return</i> pada hari-hari menjelang libur dengan disertai volume perdagangan yang rendah. Dan terdapat <i>return</i> yang rendah disertai dengan volume perdagangan yang tinggi pada saat setelah libur.
4	Paul Brockman dan David michayluk	1999	T – test	Melakukan penelitian untuk membandingkan efek terhadap <i>firm size</i> dengan <i>share price</i> pada hari libur. Penelitian dilakukan di NYSE, AMEX dan NASDAQ selama tahun 1963 – 1994.. Hasil dari penelitian adalah bahwa harga saham pada saat sebelum dan sesudah libur, akan mengalami kenaikan sesuai dengan ukuran saham. Juga menyimpulkan bahwa harga saham merupakan variabel

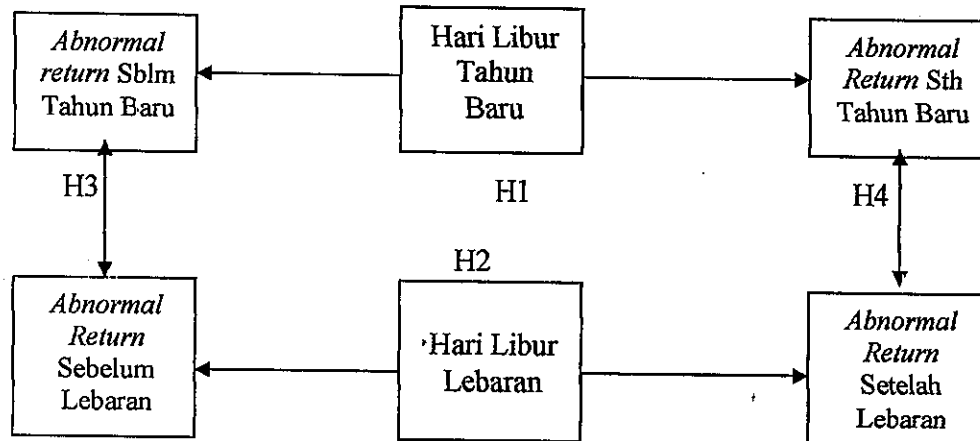
				fundamental yang mendasari adanya <i>return</i> yang tinggi, sehingga disebut sebagai <i>anomaly firm size</i> .
5	Arugumun	1999	Regresi	Melakukan penelitian di pasar saham India. [Penelitian dilakukan tahun 1979 sampai 1997. Hasil dari penelitian ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan antara <i>return</i> sebelum libur dan setelah libur..
6	Seha Tinic, Giovanni Barone Adesi dan Richard R/ west	1999	Regresi (dummy Variabe)	Melakukan penelitian di Pasar saham Toronto, Canada dan AMEX serta NYSE selama periode Februari 1956 sampai Agustus 1981. Mereka menemukan adanya abnormal <i>return</i> yang tinggi pada awal tahun tetapi bukan disebabkan oleh <i>Tax Loss Selling</i> , walaupun ada pajak yang diberlakukan di Canada sejak tahun 1972
7	P. Reinhard Hansen dan A. lunde	2003	Regresi	Melakukan penelitian adanya <i>Calendar effet</i> yang didalamnya termasuk <i>holiday effect</i> dan <i>January effect</i> di negara dermark, Frence, Germany, Hongkong, Italy, Japan, Norway, Sweden, UK dan USA. Dan menemukan adanya pengaruh <i>Calendar effet</i> yang menghasilkan <i>return</i> yang significant tinggi dibandingkan dengan <i>return</i> pada hari perdagangan biasa

## 2.2. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Berdasarkan konsep-konsep dasar dan penelitian terdahulu, maka penelitian ini menyusun sebuah kerangka pemikiran teoritis yang merupakan kombinasi teori dan hasil penelitian. Dengan adanya hari libur Lebaran dan hari

libur Tahun Baru apakah pasar akan memberikan setiap reaksi berdasarkan informasi yang tersedia dan berdasarkan pengalaman peristiwa terdahulu. Reaksi yang diberikan pasar dapat berupa reaksi yang positif maupun reaksi yang negatif. Terjadinya *abnormal return* dalam penelitian ini mencerminkan bagaimana pasar bereaksi positif terhadap hari libur Lebaran dan hari libur Tahun Baru ataupun sebaliknya.

Berikut ini Kerangka Pemikiran Teoritis penelitian ini:



### 2.3. HIPOTESIS

Hipotesa adalah suatu persyaratan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diajukan secara empiris (Emory, 1996). Jadi hipotesa merupakan suatu perumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu dalam artian dapat diganti dengan hipotesis yang lebih tepat atau lebih benar berdasarkan pengujian.

Hipotesa dari tesis ini adalah sebagai berikut :

1. *Abnormal return* pada saat libur Tahun Baru.

Ho : Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Tahun Baru pada sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta.

Ha : Terdapat *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Tahun Baru pada perusahaan sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta.

2. *Abnormal return* pada saat libur Lebaran

Ho : Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Lebaran pada perusahaan sektor barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta

Ha : Terjadi *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Lebaran pada perusahaan sektor barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta

3. Perbandingan *Abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru dengan sebelum hari libur Lebaran

Ho : Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru dengan sebelum libur hari raya Lebaran pada Bursa Efek Jakarta.

Ha : Terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru dengan sebelum libur hari raya Lebaran pada Bursa Efek Jakarta.

4. Perbandingan *Abnormal return* setelah hari libur Tahun Baru dengan setelah hari libur Lebaran

Ho : Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dengan setelah hari libur Lebaran pada Bursa Efek Jakarta.

Ha : Terdapat perbedaan antara *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dengan setelah libur Lebaran pada Bursa Efek Jakarta

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. JENIS DAN SUMBER DATA**

Jenis data yang digunakan untuk penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder adalah data primer yang telah diolah lanjut menjadi bentuk-bentuk seperti angka, tabel, grafik, diagram, gambar dan lain-lain sehingga data tersebut lebih mudah dibaca bagi pihak yang membutuhkan (Husein Umar, 2002). Data merupakan data sekunder karena data diperoleh dengan mengambil data dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) melalui Harian Bisnis Indonesia dan Pojok BEJ. Data sekunder yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data-data perdagangan harian perusahaan yang termasuk dalam sektor Industri Barang Konsumsi yang melakukan transaksi di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari tahun 1998 sampai tahun 2003. Menurut klasifikasi pengumpulan, jenis data penelitian adalah data *time series*, yaitu data yang dikumpulkan dari beberapa tahapan waktu atau kronologis.

#### **3.2. POPULASI DAN PROSEDUR PENENTUAN SAMPEL.**

Populasi data di peroleh dari Bursa Efek Jakarta ( BEJ ) melalui Harian Bisnis Indonesia dan pojok BEJ, dalam penelitian ini menggunakan emiten yang termasuk dalam sektor Barang Konsumsi. Data-data dikumpulkan dalam rentang waktu lima tahun, dari tahun 1998 sampai 2003. Prosedur pengamatan adalah tujuh hari sebelum hari pengamatan dan tujuh hari setelah hari pengamatan.

Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan menetapkan kriteria sampel. Kriteria saham-saham yang akan dilakukan penelitian untuk dijadikan sampel penelitian adalah sebagai berikut :

1. Saham yang telah terdaftar 'dalam Bursa Efek Jakarta sejak Desember 1997 sampai bulan Desember 2003.
2. Emiten merupakan perusahaan yang bergerak dalam Sektor Barang Konsumsi.
3. Saham yang diteliti secara aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian. Saham dianggap aktif diperdagangkan (likuid) apabila frekuensi perdagangan saham tersebut tidak kurang dari 150 kali perdagangan dalam periode 6 bulanan ( berdasarkan surat edaran PT. BEJ no. SE-03/ BEJ II.1/1/1994 )
4. Data selama periode yang diteliti dari Desember 1997 hingga Desember 2003 tersedia lengkap.

### **3.3. METODE PENGUMPULAN DATA.**

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan, yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan membaca jurnal-jurnal ekonomi dan bisnis, dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pasar modal. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, ketersediaan data, dan gambaran cara memperoleh data. Data

merupakan data sekunder karena data diperoleh dengan mengambil dari data Bursa Efek Jakarta (BEJ) melalui Harian Bisnis Indonesia dan Pojok BEJ.

Tahap selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

### 3.4. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL.

Berikut ini akan dijelaskan mengenai definisi operasional variabel yang akan digunakan dalam penelitian mengenai hubungan antara *return* saham pada saat hari Lebaran dan pada saat libur Tahun Baru pada Bursa Efek Jakarta.

Variabel penelitian ini adalah *abnormal return*. Ada empat variabel yang diteliti yaitu *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru, *abnormal return* sesudah libur Tahun Baru, *abnormal return* sebelum libur Lebaran dan *abnormal return* setelah libur Lebaran. Untuk mengoperasionalkannya maka berikut definisi variabel yang disajikan : .

- *Abnormal return* ( AR ) yang diperoleh didapat melalui persamaan:

$AR = actual\ return - Expected\ return$ , akan digunakan untuk melakukan analisa.

Tabel 3.1 Berikut menyajikan variabel *abnormal return* untuk semua variabel yang akan dihitung untuk penelitian ini.

Tabel 3.1.  
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Pengertian	Formulasi	Sumber
1	<i>Abnormal Return</i> (sebelum dan setelah Hari libur Tahun Baru Dan sebelum dan setelah libur Lebaran)	<i>Return</i> yang merupakan selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan, (pada saat sebelum dan sesudah libur Tahun Baru, dan sebelum dan sesudah libur Lebaran)	$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ <p>Dimana</p> $E(R_{i,t}) = R_{mt} \quad \text{dan}$ $R_{mt} = \frac{IHSK_t - IHSK_{t-1}}{IHSK_{t-1}}$	Tendelilin (2000)

Digunakan untuk dasar penghitungan *abnormal return*

### 3.5. METODE ANALISIS DATA.

#### 3.5.1. *Event Studi*

*Event study* merupakan suatu studi tentang pergerakan *return* saham yang terjadi disekitar peristiwa sistematis tertentu terutama pengumuman atau peristiwa yang diduga memberikan informasi baru tentang suatu perusahaan (Harijono, 1999).

Sedangkan *event study* pada penelitian ini adalah Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap adanya hari libur awal tahun dan pada saat hari libur Lebaran. Pada penelitian ini diamati pergerakan harga saham di Bursa Efek Jakarta untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh para pelaku pasar

Penelitian ini merupakan studi peristiwa (*event study*) dalam rangka mempelajari reaksi pasar terhadap adanya hari libur Lebaran dan pada saat bulan Januari, yang merupakan dampak dari libur natal. Dengan periode pengamatan

selama 5 tahun, yaitu 7 hari sebelum libur lebaran dan tujuh hari setelah Lebaran, dan 7 hari sebelum tanggal 1 Januari dan tujuh hari setelah tanggal 1 Januari

### 3.5.2. Pengujian Hipotesis I dan Hipotesis II.

Untuk mengetahui kebenaran hipotesis pertama dan hipotesis kedua bahwa terdapat *holiday effect* pada pasar saham di Bursa Efek Jakarta maka akan dilakukan pengujian untuk membuktikan adanya *abnormal return* pada saat libur Tahun Baru dan pada saat libur Lebaran dengan menghitung masing-masing even, maka digunakan keseluruhan langkah-langkah teknik analisis yang akan dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Mencari *Return* saham sesungguhnya ( $R_{i,t}$ ) selama periode yang diteliti, diperoleh dari harga saham harian sekuritas I pada waktu ke- t ( $P_{i,t}$ ) dikurangi harga saham harian sekuritas I pada waktu ke t-1 ( $P_{i,t-1}$ ), dibagi harga saham harian sekuritas I pada waktu t-1 ( $P_{i,t-1}$ ) atau dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

- $R_{i,t}$  = Pendapatan Aktual saham I pada bulan t.
- $P_{i,t}$  = Harga saham I pada bulan t
- $P_{i,t-1}$  = Harga saham I pada bulan t-1

2. Menghitung *return* Pasar ( $R_{mt}$ ) adalah Indeks Harga Saham Konsumsi harian pada waktu t (IHSKt) dikurangi Indeks Harga Saham Konsumsi harian pada

waktu t-1 (IHSK<sub>t-1</sub>) dibagi Indeks Harga Saham Harian harian pada waktu t-1 (IHSK<sub>t-1</sub>), atau dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{IHSK_t - IHSK_{t-1}}{IHSK_{t-1}}$$

Keterangan :

R<sub>mt</sub>                ≈ Pendapatan pasar hari t

IHSK<sub>t</sub>                = IHSK pada bulan t

IHSK<sub>t-1</sub>             = IHSK pada bulan t-1

3. Pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*) adalah pendapatan yang diharapkan dari suatu saham di masa datang yang sesuai dengan tingkat resiko dari saham tersebut. Pada penelitian ini mencari *abnormal return* dengan menggunakan metode *Market Adjusted Return*. Asumsi *market-adjusted model* adalah *expected return* untuk semua saham sekuritas pada suatu periode adalah sama (mendekati/ekuivalen) dengan *market return* (Strong, 1992) yaitu pembagian/persentase antara selisih IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) pada hari ke-t dan IHSG pada hari ke t-1 dengan IHSG pada hari ke t-1 dalam *windows period*. Rumusnya adalah sebagai berikut :

$$E R_{i,t} = R_{m,t}; \text{ untuk semua saham}$$

4. Pendapatan tidak normal (*Abnormal return*) saham selama periode kejadian didefinisikan sebagai selisih antara *actual return* dan *expected return*. *Abnormal return* dari saham I pada hari ke t adalah:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Dengan:

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* saham I pada hari ke t

$R_{i,t}$  = *actual return* untuk saham I pada hari ke t

$E(R_{i,t})$  = *expected return* untuk saham I pada hari ke t

5. Menghitung nilai *Cumulative Abnormal return* (CAR) harian tiap-tiap saham selama periode *event*. Dengan cara menghitung rata-rata *abnormal return* dari N-saham untuk hari ke-t pada *windows period*, dengan cara menjumlahkan *abnormal return* harian saham i pada *windows period*, dan kemudian membaginya dengan jumlah sampel, rumusnya adalah

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=-7}^{t=+7} AR_{i,t}$$

6. Rata – rata *abnormal return* seluruh saham pada hari ke t dihitung dengan:

$$\overline{AAR}_{n,t} = \frac{\sum_{i=1}^n CAR_{i,t}}{n}$$

dengan n = jumlah seluruh saham yang diteliti

7. Penghitungan *abnormal return* yang signifikan dilakukan dengan perhitungan *standardized abnormal return* distribusi t untuk saham::

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{i,t}}{S_{iR}}$$

8. Kemudian mencari  $t_{hit}$  dengan cara membagi rata-rata *abnormal return* dari N-saham dengan standard deviasi estimasi pada hari ke-t di *windows period*.

Rumusnya adalah

$$t_{HIT} = \frac{\overline{AAR}_{i,t}}{\sigma_{AAR_{i,t}}}$$

Dimana :  $\sigma A_{t,ep}$  = Standar deviasi estimasi *abnormal return* untuk hari ke-t  
 di *windows period*

Dalam menghitung  $t_{HIT}$  dan standart deviasi, akan dibantu dengan program SPSS 10 menggunakan alat analisis statistika *one sample t-test*.

### 3.5.3. Pengujian Hipotesis III dan Hipotesis IV

Hipotesa ketiga yang menyatakan terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun baru dengan libur Lebaran, dan hipotesis keempat yang menyatakan terdapat perbedaan *abnormal return* setelah libur tahun baru dengan setelah libur Lebaran akan diuji kebenarannya dengan menganalisis menggunakan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel penelitian sebelum libur awal tahun dan sebelum Lebaran, dan menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham setelah libur awal tahun dan setelah libur Lebaran dengan rumus

sebagai berikut:

Hipotesa Ketiga :

$$\overline{AR}_{\text{before Thn Baru}} = \frac{\sum_{t=-7}^{t=-1} AR_{\text{before},t}}{n}$$

$$\overline{AR}_{\text{before Lebaran}} = \frac{\sum_{t=-7}^{t=-1} AR_{\text{before},t}}{n}$$

Hipotesa Keempat : 
$$\overline{AR}_{\text{after Tln Baru}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+7} AR_{\text{after}}}{n}$$

$$\overline{AR}_{\text{after lebaran}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+7} AR_{\text{after}}}{n}$$

Dengan n = jumlah saham yang diamati

2. Menghitung deviasi standar rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\sigma_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-7}^{t=-1} (AR_{\text{before}} - \overline{AR}_{\text{before}})^2}{(n-1)}}$$

dan

$$\sigma_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+7} (AR_{\text{after}} - \overline{AR}_{\text{after}})^2}{(n-1)}}$$

3. Menghitung uji statistik t (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ):

Hipotesis ketiga :

$$t = \frac{\overline{AR}_{\text{before tln baru}} - \overline{AR}_{\text{before Lebaran}}}{\frac{\sigma_{\text{before tln baru}}^2}{n} + \frac{\sigma_{\text{before Lebaran}}^2}{n}}$$

Hipotesis Keempat

$$t = \frac{\overline{AR}_{\text{after Tln Baru}} - \overline{AR}_{\text{After Lebaran}}}{\frac{\sigma_{\text{after Tln Baru}}^2}{n} + \frac{\sigma_{\text{after Lebaran}}^2}{n}}$$

Dengan n = jumlah saham yang diamati

#### 4. Menentukan kriteria pengujian

Untuk mengetahui ada tidaknya beda nilai yang signifikan antara *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru dengan *abnormal return* sebelum hari libur Lebaran digunakan *paired sample t – test*. Demikian juga untuk mengetahui ada tidaknya beda nilai yang signifikan antara *abnormal return* setelah hari libur Tahun Baru dengan *abnormal return* setelah hari libur Lebaran juga menggunakan uji beda *paired sample t-test*. Tes ini menganalisa perbandingan untuk dua sampel yang berpasangan. Dua sampel yang berpasangan diartikan sebagai sebuah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan atau pengukuran yang berbeda (Santoso, 2001).

Sampel dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua grup, yaitu grup *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru dengan *abnormal return* sebelum hari libur Lebaran. Analisa uji *paired sample t-test* ini digunakan dasar dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Demikian juga dengan dua grup, yaitu grup *abnormal return* setelah hari libur Tahun Baru dengan *abnormal return* setelah hari libur Lebaran.

Dan untuk menguji hipotesa ketiga, uji hipotesa yang dilakukan pada penelitian ini, jika menerima  $H_0$  berarti tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sekitar sebelum libur (*pre holiday*) Tahun Baru dengan sebelum libur (*pre holiday*) Lebaran. Dan sebaliknya, jika menolak  $H_0$  dan menerima hipotesa alternatif berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara

*abnormal return* sekitar sebelum libur Tahun Baru dengan sebelum libur Lebaran. Maka uji hipotesa yang diajukan adalah

- Ho akan diterima jika  $t_{hitung} \geq 5\% (0,05)$
- Ho akan ditolak jika  $t_{hitung} \leq 5\% (0,05)$ .

Dan untuk menguji hipotesa keempat, uji hipotesa yang dilakukan pada penelitian ini, jika menerima Ho berarti tidak ada perbedaan antara *abnormal return* setelah libur (*post holiday*) Tahun Baru dengan setelah libur (*post holiday*) Lebaran. Dan sebaliknya, jika menolak Ho dan menerima hipotesa alternatif berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* pada saat setelah libur (*post holiday*) Tahun Baru dengan setelah libur (*post holiday*) Lebaran. Maka uji hipotesa yang diajukan adalah

- Ho akan diterima jika  $t_{hitung} \geq 5\% (0,05)$
- Ho akan ditolak jika  $t_{hitung} \leq 5\% (0,05)$ .

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1. GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

Penelitian ini meneliti pengaruh hari libur Lebaran dan hari libur Tahun Baru terhadap *return* pasar saham dengan memakai *abnormal return* sebagai objek penelitian.

##### 4.1.1 Bursa Efek Jakarta

Bursa Efek (Pasar modal) yang terbesar di Indonesia adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang juga dikenal dengan nama asingnya sebagai Jakarta Stock Exchange (JSX). Sekuritas yang diperdagangkan di BEJ adalah saham preferen (*Preferend stock*), saham biasa (*common stock*), hak (*right*) dan obligasi konvertibel (*convertible bonds*). Saham biasa mendominasi volume transaksi di Bursa Efek Jakarta.

Pasar Modal Indonesia mengalami sejarah panjang sebelum seperti sekarang ini. Era pasar modal di Indonesia dapat dibagi menjadi enam periode. Periode tersebut meliputi,

1. Periode pertama (1912 – 1942).

Pada tanggal 14 desember 1912 suatu asosiasi 13 broker dibentuk di Jakarta, Asosiasi ini diberi nama "*Vereniging voor Effectenhandel*" yang merupakan cikal bakal pasar modal pertama di Indonesia. Setelah perang dunia pertama, pasar modal Surabaya dibuka tanggal 1 Januari 1925 dan di Semarang tanggal 1 Agustus 1925.

2. Periode kedua (1952 – 1960).

Tanggal 1 September 1951 dikeluarkan Undang – Undang Darurat No. 12 yang kemudian dijadikan Undang-undang no. 15/1952 tentang pasar modal. Juga melalui Keputusan Menteri Keuangan No. 289737/U.U tanggal 1 November 1951, Bursa Efek Jakarta (BEJ) akhirnya dibuka kembali pada tanggal 3 Juni 1952.

Kepengurusan bursa efek ini kemudian diserahkan ke Perserikatan Perdagangan. Uang dan Efek-efek (P.P.U.E) yang terdiri dari 3 bank, dengan Bank Indonesia sebagai anggota kehormatan.

3. Periode ketiga ( 1977 – 1988).

Bursa Efek Jakarta didirikan kembali pada tahun 1977 dalam periode orde baru sebagai hasil dari Keputusan Presiden No. 52 Tahun 1976. Keputusan ini menetapkan pendirian Pasar Modal, pembentukan Badan Pembina Pasar Modal, pembentukan Badan Pelaksanaan Pasar Modal (BAPEPAM) dan PT Danareksa.

Badan Pembina Psara Modal mempunyai fungsi memberikan pertimbangan di bidang pasa modal kepada Menteri Keuangan. Adapun Bapepam mempunyai fungsi sebagai lembaga yang memberi ijin, mengawasi perusahaan yang telah go publik dan pengelola bursa. PT. Danareksa selaku BUMN yang mempunyai misi pemerataan pemilikan saham perusahaan mempunyai fasilitas untuk tidak melakukan penagihan pajak perseroan atas lab perusahaan dan pembebasan bea materai modal atas penempatan perdagangan efek dan PT Danareksa.

Bursa Efek Jakarta kembali diresmikan Presiden Suharto tanggal 10 Agustus 1977. Dan PT Cibinong merupakan perusahaan yang pertama yang tercatat di BEJ. Pada saat tercatat pertamakali di bursa tanggal 10 Agustus 1977, sebanyak 178.750 lembar saham ditawarkan dengan harga Rp 10.000,00 per lembar saham. Periode ini disebut juga sebagai periode tidur panjang, karena sampai dengan tahun 1988 hanya 24 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

4. Periode keempat (1988 – 1995).

Setelah tahun 1988 sampai tahun 1990 jumlah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta meningkat sampai menjadi 127 perusahaan. Sampai dengan tahun 1996 jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ sebanyak 238 perusahaan. Pada periode ini, *Intial Public Offering* ( IPO) menjadi peristiwa nasional.

Peningkatan di pasar modal ini disebabkan karena beberapa hal sebagai berikut ini :

1. Permintaan dari Investor asing

Investor asing menganggap Indonesia mempunyai prospek yang bagus. Investor asing juga diberi pembatasan kepemilikan sampai dengan 49% dari sekuritas yang terdaftar di BEJ.

2. Pakto 88

Pakto 88 merupakan reformasi tanggal 27 Oktober 1988 yang dikeluarkan untuk meningkatkan ekspor non migas, meningkatkan efisiensi dari bank komersil, membuat kebijakan

moneter lebih efektif, meningkatkan simpanan domestik dan meningkatkan pasar modal. Salah satu hasil pakto 88 adalah mengurangi *reserve requirment* dari bank-bank deposito.

3. Perubahan generasi

Perubahan generasi terjadi yaitu perubahan kultur bisnis keluarga tertutup ke kultur bisnis profesional yang terbuka yang memungkinkan profesional dari luar keluarga untuk duduk di kursi kepemimpinan.

5. Periode kelima (mulai 1995)

Pada periode ini dalam melakukan perdagangan di Bursa Efek Jakarta telah diberlakukan penggunaan sistem komputerisasi., yang sebelumnya dilakukan secara manual, Sistem komputerisasi di BEJ disebut *Jakarta Automated Trading System (JATS)*. JATS adalah system otomatisasi menggunakan jaringan komputer yang digunakan oleh broker untuk perdagangan sekuritas di Bursa Efek Jakarta. JATS mulai dioperasikan mulai tanggal 22 Mei 1995. Setelah menggunakan JATS, transaksi perdagangan mengalami kenaikan tipa harinya menjadi 14,8 juta lembar dalara 1.606 transaksi dengan nilai Rp 46 milyar untuk transaksi reguler.

6. Periode keenam (mulai Agustus 1997).

Pada tahun 1997 krisis moneter melanda sebagian besar negara-negara Asia, termasuk Indonesia. Krisis moneter terjadi dimulai dari penuruna nilai-nilai mata uang negara-negara Asia yang relatif rendah dibandingkan nilai dollar. Penurunan nilai mata uang ini disebabkan karena spekulasi dari

pedagang-pedagang valas. Untuk mencegah permintaan dolar Amerika yang berlebihan yang mengakibatkan nilainya meningkat dan menurunkan nilai Rupiah, Bank Indonesia menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Tetapi tingginya suku bunga deposito berakibat negatif terhadap pasar modal. Akibat lebih lanjut, harga-harga saham di pasar modal mengalami penurunan yang dratis. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sejak bulan Agustus sampai akhir tahun 1997 selalu menurun. Titik terendah IHSG untuk bulan ini terjadi pada tanggal 21 November 1997 sebesar 391,26 poin (Jogiyanto, 2000).

Sehingga pemerintah melakukan pembenahan, pencegahan dan berusaha meningkatkan aktifitas perdagangan lewat transaksi investor asing. Pada tanggal 3 September 1997 pemerintah tidak memberlakukan lagi pembatasan 49% kepemilikan asing.

#### 4.1.2. Sistem Perdagangan di BEJ

Transaksi perdagangan di Bursa Efek Jakarta menggunakan *order-driven market system* dan sistem lelang kontinyu (*continous auction system*). Dengan *order-driven market system* berarti bahwa pembeli dan penjual sekuritas yang ingin melakukan transaksi harus melalui broker. Dengan sistem lelang kontinyu maksudnya adalah harga transaksi ditentukan oleh penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) dari investor. Untuk system otomatisasi dengan JATS, broker memasukkan order dari investor ke *workstation* JATS di lantai bursa. Kemudian order ini akan diproses oleh komputer JATS yang akan menemukan harga transaksi yang cocok dengan mempertimbangkan waktu urutan dari order.

Sistem lelang ini akan terus dilakukan secara kontinyu selama jam kerja bursa sampai ditemukan harga kesepakatan.

PT Bursa Efek Jakarta merupakan perusahaan swasta yang menyediakan jasa fasilitas perdagangan sekuritas. Untuk membiayai semua aktifitasnya, salah satu sumber penghasilannya adalah komisi dari broker karena adanya transaksi (penghasilan yang lainnya adalah *fee* dari emiten yang mencatatkan sahamnya di bursa). Broker membayar komisi ke BEJ karena menggunakan fasilitas yang disediakan oleh BEJ. Sebaliknya broker menerima komisi dari investor karena melakukan order yang diinginkan oleh investor. Kegiatan di Bursa Efek Jakarta dilakukan pada hari yang disebut *exchange days*, yaitu hari Senin sampai hari Jumat.

#### 4.1.3. Indeks Harga Saham

Kegiatan pasar modal saat ini tidak akan terlepas dari indeks harga saham. Indeks harga saham digunakan untuk mengetahui pergerakan perdagangan saham pada saat itu. Indeks Harga saham pertamakali diperkenalkan pada tanggal 1 April 1983 dengan menggunakan landasan dasar (*baseline*) tanggal 10 Agustus 1982. Saham dijadikan ukuran karena saham merupakan instrumen pasar modal yang paling banyak diminati oleh investor. Bahkan pada saat ini, peristiwa tertentu seperti hari libur pun juga dihubungkan dengan pergerakan harga saham yang terjadi dan terlihat dari indeks harga saham. Banyak analisis yang menghubungkan hari libur berpengaruh terhadap kegiatan investasi di pasar modal. Ukuran yang dipakai juga indeks harga saham. Seringkali indeks harga saham yang mengalami kenaikan dijadikan indikator yang menandai kebangkitan

ekonomi. Meskipun sebenarnya indek harga saham ini saja kurang akurat jika digunakan untuk mengukur apakah kegiatan ekonomi mengalami kenaikan atau penurunan. Perlu indikator lain yang mendukung dan saling melengkapi untuk dapat menunjukkan pertumbuhan atau penurunan ekonomi yang sebenarnya (Pandji Anoraga, 2001).

#### 4.1.4. Emiten untuk Penelitian

Sampel saham yang dipilih adalah emiten yang termasuk dalam sektor barang konsumsi (*Consumer Good*) yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama kurun waktu 1998 sampai tahun 2003. Tahun 2000 tidak disertakan menjadi tahun penelitian karena tenggang waktu penelitian ( H-7 sampai H+7 ) antara hari libur Lebaran dan hari libur Tahun Baru terjadi pada saat yang bersamaan.. Sampel emiten yang termasuk dalam sektor barang konsumsi (*Consumer Good*) sejumlah 35 perusahaan, tetapi perusahaan Davomas Abadi Tbk ( Davo ) dan Tunas Baru Lampung Tbk dihilangkan, karena Tunas Baru Lampung Tbk baru mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001. Sedangkan perusahaan Davomas Abadi Tbk baru mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000. Perusahaan Bayer Indonesia (BYSP) juga akan dihilangkan karena pada tahun 2003 melakukan delisting, walaupun bisa dijadikan sample penelitian, tetapi untuk implikasi manajerial tidak bisa digunakan karena perusahaan Bayer SP (BYSP) sudah tidak melakukan perdagangan saham untuk saat ini.

Diperoleh 32 emiten sebagai sampel dari emiten-emiten yang tergabung di Bursa Efek Jakarta yang masuk dalam sektor barang konsumsi (*consumer good*) pada tabl 4.1 berikut,

Tabel 4.1  
Daftar Nama Emiten Yang Dijadikan Sample Penelitian

No	Code	Nama Perusahaan konsumsi
1	ADES	ADES ALFINDO TBK
2	AQUA	AQUA GOLDEN MISSISSIPPI TBK
3	BATI	BAT INDONESIA TBK
4	BYSB	BAYER INDONESIA SB TBK
5	DLTA	DELTA DJAKARTA TBK
6	DNKS	DANKOS LABORATORIES TBK
7	GGRM	GUDANG GARAM TBK
8	HMSP	H M SAMPOERNA TBK
9	INDF	INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK
10	KICI	KEDAUNG INDAH CAN TBK
11	KLBF	KALBE FARMA TBK
12	LMPI	LANGGENG MAKMUR PLASTIC INDUS. TBK
13	MERK	MERCK INDONESIA TBK
14	MLBI	MULTI BINTANG INDONESIA TBK
15	MRAT	MUSTIKA RATU TBK
16	MYOR	MAYORA INDAH TBK
17	PSDN	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK
18	RMBA	RIMBA NIAGA IDOLA TBK
19	SCPI	SCHERING PLOUGH INDONESIA TBK
20	SHDA	SARI HUSADA TBK
21	SKLT	SEKAR LAUT TBK
22	SMAR	SMART CORPORATION TBK
23	SQBI	SQUIBB INDONESIA TBK
24	SUBA	SUBA INDAH TBK
25	TCID	TANCHO INDONESIA TBK
26	TSPC	TEMPO SCAN PACIFIC TBK
27	ULTJ	ULTRA JAYA MILK TBK
28	UNVR	UNILEVER INDONESIA TBK
29	CEKA	CAHAYA KALBAR TBK
30	KDSI	KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL TBK
31	STTP	SIANTAR TOP TBK
32	AISA	ASIA INTISELERA TBK

Sumber : Data dari Bursa Efek Jakarta, 2005

## 4.2. STATISTIK DESKRIPTIF

### 4.2.1. Statistik Deskriptif Sekitar Hari Libur Tahun BARU

Uji statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskriptif suatu data yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimal, nilai rata-rata dan simpangan baku (*standart deviation*) dari masing-masing variabel. Statistik deskriptif pada penelitian ini merujuk pada nilai rata-rata (*mean*) dan simpangan baku (*standart deviasi*) dari rata-rata *abnormal return*, *actual return* (*return* realisasi), *expected return* (*return* yang diharapkan) pada saat libur Tahun baru pada tahun 1998 sampai 2003 sebagaimana ditunjukkan pada table 4.2 dan table 4.3 di bawah ini,

Tabel 4.2  
Statistik deskriptif  
Hari Libur Tahun Baru

	N Stat	Range Stat	Min Stat	Max Stat	Mean		Std Stat	Var Stat
					Stat	Std, err		
<i>Abn. Return</i> sebelum libur Tahun Baru	7	0.183	-0.147	0.036	-0.02957	0.024062	0.063663	0.004053
<i>Abn. Return</i> sebelum libur Tahun Baru	7	0.175	-0.056	0.119	-0.003	0.02191	0.057968	0.00336
<i>Actual Rtn</i> Thn Br	14	0.62200	-0.31300	0.30900	-0.03329	0.04591	0.17178	0.02951
<i>Expected Rtn</i> Thn Br	14	0.05100	-0.03100	0.02000	0.00236	0.00312	0.01167	0.00014
Valid N (listwise)	14							

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2005

Jumlah pengamatan yang dilakukan adalah sebanyak 7 hari sebelum hari libur Tahun Baru dan setelah hari libur Tahun Baru. Dilakukan pengamatan terhadap 33 emiten yang termasuk dalam sektor industri barang konsumsi. Dari hasil pengujian terlihat bahwa nilai rata-rata untuk *abnormal return* sebelum libur

Tahun baru adalah sebesar  $-0,02957$ , sedangkan nilai rata-rata untuk *abnormal return* setelah libur Tahun Baru adalah sebesar  $-0.003$ . Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur Tahun baru lebih kecil dibandingkan rata-rata *abnormal return* setelah hari libur Tahun Baru.

Hari libur (*pre holiday*) lebih tinggi dibandingkan *return* saham setelah hari libur (*post holiday*). Walaupun terdapat *return* yang tinggi setelah hari libur Tahun Baru (*post holiday*) dibandingkan *return* sebelum libur Tahun Baru (*post holiday*) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tetapi perbedaan ini tidak signifikan. Hal ini terlihat dari nilai rata-rata (*mean*) *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru dan setelah hari libur Tahun Baru yang bernilai negatif. Hal ini disebabkan karena investor di pasar Indonesia tidak terlalu terpengaruh adanya hari libur Tahun Baru. Mereka cenderung tetap melakukan transaksi seperti biasa pada saat setelah hari libur Tahun Baru. Hal lain yang juga berpengaruh adalah perbedaan budaya dan kebiasaan di pasar saham Indonesia dengan di pasar saham Luar Negeri dalam menyambut tahun baru.

Dari hasil pengolahan data sekunder untuk hari libur tahun Baru didapat hasil *mean* dari rata-rata *return* yang sesungguhnya (*actual Return*) sebesar  $-0.0003329$  dengan simpangan baku sebesar  $0.0017178$ , sedangkan *mean* dari rata-rata *return* yang diharapkan pasar (*expected Return*) pada saat libur Tahun Baru adalah sebesar  $0.0000236$  dengan simpangan baku sebesar  $0.0001167$ . Dari hasil diatas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *return* yang diharapkan investor pada sekitar hari libur Tahun Baru lebih besar dari *return* sesungguhnya yang didapatkan oleh investor. Sehingga investor akan mendapatkan *return* yang lebih

rendah dari yang mereka harapkan. Hal ini terjadi mungkin karena investor terlalu berharap terhadap perolehan *return* yang tinggi pada sekitar hari libur Tahun Baru. Sehingga sikap optimisme ini berpengaruh kepada tindakan investasi di Bursa Efek Jakarta dengan melakukan aksi jual dan beli.

#### 4.2.2. Statistik Deskriptif Sekitar Hari Libur Lebaran

Statistik deskriptif pada penelitian ini merujuk pada nilai rata-rata (*mean*) dan simpangan baku (*standart deviasi*) dari rata-rata *abnormal return*, *actual return* (*return* realisasi), *expected return* (*return* yang diharapkan) pada saat libur Lebaran pada tahun 1998 sampai 2003 sebagaimana ditunjukkan pada table 4.3 di bawah ini

Tabel 4.3  
Statistik deskriptif  
Hari Libur Lebaran

	N Stat	Range Stat	Min Stat	Max Stat	Mean		Std Stat	Var Stat
					Stat	Std, err		
<i>Abnormal Return Sblm</i> Libur Lebaran	7	0.165	-0.07	0.095	0.001714	0.020729	0.054844	0.003008
<i>Abnormal Return Sth</i> Libur Lebaran	7	0.231	-0.174	0.057	-0.022	0.031404	0.083086	0.006903
<i>Actual. Rtn Lbrn</i>	14	0.7820	-0.2970	0.4850	0.1356	0.0634	0.2371	0.0562
<i>Expected Rtn Lbrn</i>	14	0.0580	-0.0170	0.0410	0.0061	0.0045	0.0168	0.0003
Valid N (listwise)	14							

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2005

Jumlah pengamatan yang dilakukan adalah sebanyak 7 hari sebelum hari libur Lebaran dan setelah hari libur Lebaran. Dilakukan pengamatan terhadap 33 emiten yang termasuk dalam sektor barang konsumsi. Dari hasil pengujian tampak bahwa nilai rata-rata untuk *abnormal return* sebelum libur Lebaran adalah

sebesar 0,00171, sedangkan nilai rata-rata untuk *abnormal return* setelah libur Lebaran adalah sebesar -0.0220. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur Lebaran lebih besar dibandingkan rata-rata *abnormal return* setelah hari libur Lebaran

*Return* yang lebih tinggi di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada saat sebelum libur Lebaran dibandingkan setelah hari libur lebaran disebabkan karena investor melakukan motif berjaga-jaga menghadapi libur panjang yang merupakan tradisi semua perusahaan di Indonesia. Aktifitas investor akan meningkat dalam melakukan aksi jual dan beli saham, hal ini terjadi karena persepsi mereka bahwa saham sektor industri konsumsi akan mengalami kenaikan permintaan. *Return* yang lebih rendah setelah hari libur Lebaran disebabkan karena investor masih enggan untuk melakukan transaksi kembali karena faktor psikologis yaitu *bad mood*.

Penyebab lainnya karena investor menggunakan intuisi dalam melakukan transaksi di pasar saham. Keberhasilan pengambilan keputusan dengan intuisi diantaranya tergantung pada pengalaman pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan ini berdasarkan kebiasaan atau dikenal dengan metode *rule of thumb* (Sugeng Wahyudi, 2005). Investor berpijak pada pengalaman bahwa perdagangan sebelum hari libur Lebaran mengalami kenaikan yang tinggi sehingga diharapkan akan mendapatkan *return* yang tinggi. Hal ini karena permintaan masyarakat terhadap barang konsumsi melonjak tinggi dalam rangka memenuhi kebutuhan untuk hari Lebaran. Dan investor merasa optimis walaupun

harga barang-barang konsumsi dipasar juga mengalami kenaikan tetapi kemampuan beli masyarakat tetap tinggi terhadap barang-barang konsumsi.

Adapun *mean* dari rata-rata *return* yang sesungguhnya (*actual Return*) pada saat hari libur Lebaran diperoleh sebesar 0.0013557 dengan simpangan baku sebesar 0.0023708, sedangkan *mean* dari rata-rata *return* yang diharapkan pasar (*expected Return*) pada saat libur Lebaran adalah sebesar 0.0000607 dengan simpangan baku sebesar 0.0001684. Dari hasil diatas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *return* yang didapatkan (*actual return*) oleh investor pada saat hari libur Lebaran lebih besar dari *return* yang diharapkan (*expected return*) oleh investor. Sehingga investor akan mendapatkan *return* yang lebih tinggi dari yang diharapkan, sehingga merupakan *abnormal return* yang positif. Hal ini mungkin terjadi karena investor tidak menargetkan *return* yang tinggi pada saat sekitar hari libur Lebaran. Karena banyak investor yang beranggapan bahwa pada hari sekitar Lebaran terdapat kenyataan bahwa harga-harga barang yang cenderung naik. Sehingga mereka akan banyak melakukan aksi menunggu keadaan bursa. Kemungkinan lain adalah banyak investor yang melakukan persiapan untuk menyambut Lebaran.

### **4.3. PENGUJIAN DAN ANALISIS DATA**

#### **4.3.1. Uji Normalitas Data**

Sebelum melakukan uji statistik langkah awal yang harus dilakukan adalah screening terhadap data yang akan diolah. Salah satu asumsi penggunaan statistik parametric adalah asumsi *multivariate normality*. *Multivariate normality*

merupakan asumsi bahwa setiap variabel dan semua kombinasi linear dari variabel berdistribusi normal.

Screening terhadap normalitas data merupakan langkah awal yang harus dilakukan untuk setiap analisis multivariate. Jika terdapat normalitas, maka residual akan terdistribusi secara normal dan independen. Yaitu perbedaan antara nilai prediksi dengan skor yang sesungguhnya atau *error* akan terdistribusi secara simetris disekitar nilai means sama dengan nol (Imam Ghozali, 2005).

Untuk mendeteksi normalitas data pada penelitian *abnormal return* pada sekitar hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran digunakan dengan uji Kolmogorov-Smirnov *one sample*. Langkah awal yang dilakukan adalah dengan menentukan terlebih dahulu hipotesa pengujian yaitu :

- Hipotesis Nol (  $H_0$  ) = data terdistribusi secara normal
- Hipotesis Alternatif (  $H_a$  ) = data tidak terdistribusi secara normal.

Jika hasil dari pengolahan data Kolmogorov-Smirnov menghasilkan nilai probabilitas signifikansi dibawah 5% atau 0,05, hal ini menunjukkan bahwa hipotesa nol ditolak atau variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Begitu juga jika nilai probabilitas signifikansinya diatas 5% atau 0,05, maka menunjukkan bahwa hipotesa nol tidak dapat ditolak atau variabel tersebut terdistribusi normal.

Hasil dari pengujian normalitas data pada saat libur Tahun Baru ditunjukkan pada table 4.4 dibawah ini,

Tabel 4.4  
 Uji Normalitas Data *one sample* Kolmogorov-Smirnov  
 Pada Hari libur Tahun Baru

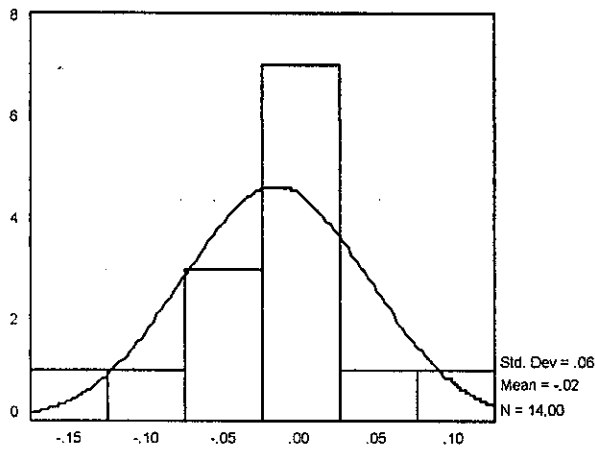
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Ab. Return Tahun Baru
N			14
Normal Parameters	a,b	Mean	-1.6286E-02
		Std. Deviation	6.010E-02
Most Extreme Differences		Absolute	.166
		Positive	.166
		Negative	-.157
Kolmogorov-Smirnov Z			.622
Asymp. Sig. (2-tailed)			.834

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Dari hasil pengolahan data menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov didapatkan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0.834 dan nilainya diatas 5% atau 0,05. Hal ini berarti hipotesis nol ditolak atau variabel *abnormal return* pada sekitar hari libur Tahun Baru terdistribusi secara normal.

Untuk memperkuat hasil pengolahan normalitas data dengan *one sample* kolmogorov-Smirnov dapat juga dilihat dengan grafik. Normal tidaknya suatu data dapat juga dideteksi melalui plot grafik histogram dengan hasil grafik 4.1 seperti terlihat dibawah ini,



Ab. Return Tahun Baru

Hasil dari pengujian normalitas data pada sekitar hari libur Lebaran ditunjukkan pada table 4.5 dibawah ini,

Tabel 4.5  
Uji Normalitas Data *one-sample* Kolmogorov-Smirnov  
Pada Hari Libur Lebaran

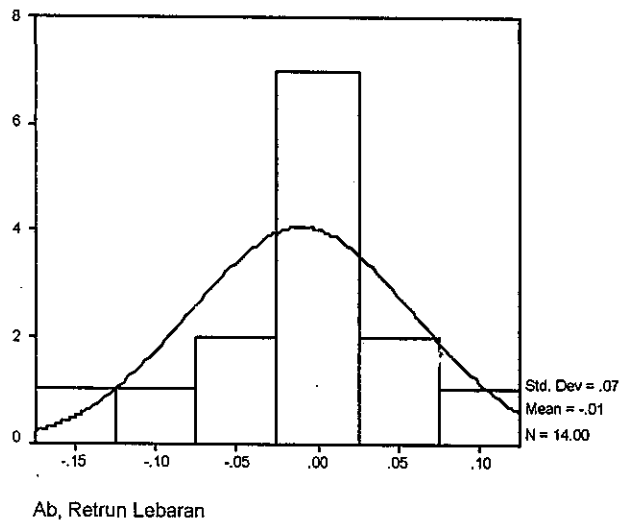
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Ab, Retrun Lebaran
N			14
Normal Parameters	a,b	Mean	-1.014E-02
		Std. Deviation	6.874E-02
Most Extreme Differences		Absolute	.267
		Positive	.101
		Negative	-.267
Kolmogorov-Smirnov Z			1.000
Asymp. Sig. (2-tailed)			.270

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Dari hasil pengolahan data menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov didapatkan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0.270 dan nilainya diatas 5% atau 0,05. Hal ini berarti hipotesis nol ditolak atau variabel *abnormal return* pada sekitar hari libur Lebaran terdistribusi secara normal.

Data *abnormal return* di sekitar hari libur Lebaran dapat juga dideteksi kenormalannya melalui plot grafik histogram, dengan hasil grafik seperti terlihat dibawah ini



Setelah melakukan tranformasi untuk mendapatkan normalitas data langkah screening berikutnya yang dilakukan adalah mendeteksi adanya data outlier. Outlier adalah kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk ekstrim baik untuk variabel tunggal atau variabel kombinasi (Imam Ghozali, 2005).

Deteksi terhadap outlier dapat dilakukan dengan menentukan nilai batas yang akan dikategorikan sebagai data outlier yaitu dengan cara mengkonversikan nilai data kedalam skor standardized atau yang biasa disebut *z-score*, yang memiliki nilai *mean* (rata-rata) sama dengan nol atau standar deviasinya sama dengan satu. Untuk kasus sampel kecil (kurang dari 80), maka

standart skor dengan nilai  $-2,5 > z\text{-score}$  atau  $2,5 < z\text{-score}$  dinyatakan outlier (Hair, 1998).

Data dan *z-score* dari *abnormal return* pada sekitar hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran pada pengamatan tujuh hari sebelum hari libur (*pre holiday*) dan tujuh hari setelah hari libur (*post holiday*) akan ditunjukkan dalam tabel 4.6 seperti di bawah ini,

Tabel 4.6  
Uji normalitas data dng *z-score*  
Pada hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran

<i>Ab. Rtn</i> Thn Baru	<i>Z-score</i> Ab,Rtn Thn,Br	<i>Ab. Rtn</i> Lebaran	<i>Z-score</i> Ab. Rtn Lbrn
-0.15000	-2.17507	-0.07000	-0.87072
-0.08000	-1.06020	0.02000	0.42393
-0.01000	0.07131	0.02000	0.48212
0.02000	0.58715	0.00000	0.17664
0.04000	0.87003	0.10000	1.52947
0.00000	0.30427	0.00000	0.14754
-0.03000	-0.14500	-0.06000	-0.68161
-0.02000	-0.09508	-0.17000	-2.38356
-0.06000	-0.66084	0.06000	0.97670
0.00000	0.27099	0.01000	0.24937
-0.05000	-0.49444	0.04000	0.78759
0.12000	2.25114	-0.10000	-1.24893
0.00000	0.30427	0.00000	0.13300
-0.02000	-0.02853	0.01000	0.27846

Sumber : data sekunder diolah, 2005

Dari data *Z-Score abnormal return* pada saat libur Tahun Baru dan pada saat libur Lebaran semua data termasuk kedalam nilai *z-score* antara  $-2,5$  sampai  $2,5$ . Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa data *abnormal return* pada sekitar hari libur Tahun Baru dan pada sekitar hari libur Lebaran tidak terdapat

nilai yang outlier. Sehingga data dapat dipakai sebagai sampel untuk meneliti adanya *abnormal return* di sekitar hari libur Tahun Baru dan di sekitar hari libur Lebaran.

#### 4.3.2. Uji Hipotesis

Pada bagian ini akan diuraikan hasil pengujian hipotesis-hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, sebagai berikut :

##### 4.3.2.1. Pengujian Hipotesis Pertama.

Hipotesa pertama menyebutkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan pada saat sebelum libur (*pre holiday*) Tahun Baru dan setelah hari libur (*post Holiday*) Tahun Baru di Bursa Efek Jakarta selama *window period*. Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis tersebut dilakukan pengamatan dan analisis terhadap perilaku pergerakan rata-rata *abnormal return* harian selama *window period* hari libur Tahun Baru dengan *event study* dan metode analisis statistik *paired t-test*.

Dalam penelitian ini akan dilakukan pengamatan analisis dengan metode uji beda rata-rata, yang telah ditentukan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) yang digunakan sebagai berikut :

- Ho: Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Tahun Baru pada sektor barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta.
- Ha: Terdapat *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Tahun Baru pada sektor barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta.

Hipotesa–hipotesa tersebut diatas diuji secara statistik dengan menggunakan uji *paired t-test* dengan dua sisi dan tingkat taraf nyata (*significant level*) sebesar 5 %. Hasil dari uji *paired t-test* tersebut dilakukan pengamatan pada t-hitungnya. Apabila nilai t-hitung lebih besar dari nilai significant 5% (0,05) maka  $H_0$  dapat diterima, sehingga dapat ditarik kesimpulan yaitu: “Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Tahun Baru di Bursa Efek Jakarta pada saham sektor barang konsumsi (*consumer good*) selama periode pengamatan tahun 1998 sampai tahun 2003”. Dan jika nilai t-hitung mempunyai nilai lebih kecil dari nilai signifikan 5% (0,05) maka  $H_0$  ditolak, sehingga ditarik kesimpulan bahwa: “Terdapat perbedaan *Abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah libur Tahun Baru pada sektor barang konsumsi di Bursa efek Jakarta selama kurun waktu pengamatan yaitu tahun 1998 sampai tahun 2003”.

Hasil pengolahan data saham-saham barang sektor konsumsi yang terdaftar di Bursa efek Jakarta selama kurun waktu 1998 sampai tahun 2003 dengan menggunakan *paired t-test* secara rinci dapat dilihat pada table 4.7 dibawah ini,

Tabel 4.7  
 Hasil *Paired t-test* pada hari libur Tahun Baru  
 Terhadap saham sektor barang konsumsi pengamatan 1998 – 2003

Paired Samples Test

		Pair 1
		Ab. Rtn sebelum Thn Br - Ab. Rtn setelah Thn Br
Paired Differences	Mean	-2.6571E-02
	Std. Deviation	6.133E-02
	Std. Error Mean	2.318E-02
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower -8.3289E-02 Upper 3.015E-02
t		-1.146
df		6
Sig. (2-tailed)		.295

Sumber : data sekunder yang diolah, 2005

Dari hasil pengolahan data sekunder pada sebelum dan sesudah libur Tahun Baru terlihat bahwa nilai statistik t hitung sebesar  $-1,146$  dengan tingkat significant sebesar  $0,295$  atau diatas  $5\%$ . Oleh karena probabilitasnya lebih besar dari  $0.05$  maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis satu ( $H_1$ ) yang menyatakan bahwa: Terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur tahun baru dengan setelah hari libur Tahun Baru pada saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta, ditolak. Sedangkan hipotesis nol ( $H_0$ ) yang diuji dalam kasus ini menyatakan bahwa: Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun baru dengan setelah libur hari Tahun Baru pada saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta, dapat diterima. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam pengujian ini tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun baru dengan *abnormal return* setelah libur Tahun Baru.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh David Michayluk yang meneliti adanya *abnormal return* saham di bursa saham AMEX dan NYSE. Hasil penelitian oleh David menyatakan bahwa sebelum libur (*pre holiday*) *return* saham bernilai positif dan setelah libur (*post holiday*) mengalami *return* yang negatif. Hasil penelitian ini terjadi karena reaksi investor Indonesia yang tidak terlalu mementingkan hari libur Tahun Baru. Karena klutur di Indonesia yang terdapat banyak hari libur dibandingkan negara-negara di Luar Negeri, sehingga investor menanggapi hari libur sebagai hari biasa. Mereka tetap melakukan perdagangan saham seperti biasanya. Sehingga tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* sebelum libur Tahun Baru dan setelah libur Tahun Baru.

Penyebab lain perbedaan hasil penelitian tesis ini yang mengambil sample penelitian di Bursa Efek Jakarta dengan penelitian yang dilakukan Kim Park yang meneliti pasar saham AMEX, NASDAQ, NYSE karena perbedaan keadaan pasar modal. Ketiga pasar modal tersebut diatas merupakan pasar modal yang stabil, sedangkan pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang masih berkembang. Investor Indonesia juga belum mempunyai pengetahuan yang benar tentang pasar modal, hal ini mendukung penelitian Arumugum yang tidak menemukan perbedaan antar *return* sebelum libur dengan setelah libur pada pasar saham India. Investor pasar saham berkembang cenderung mempunyai pengetahuan yang lebih rendah dibandingkan investor pasar saham yang sudah stabil (Arumugum, 1988).

#### 4.3.2.2. Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesa kedua menyebutkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur (*pre holiday*) dan setelah hari libur (*post holiday*) pada libur Lebaran yang signifikan di Bursa Efek Jakarta selama *window period*. Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis tersebut dilakukan pengamatan dan analisis terhadap perilaku pergerakan rata-rata *abnormal return* harian selama *window period* hari libur Lebaran dengan *event study* dan metode analisis statistik *paired t-test*.

Dalam penelitian ini akan dilakukan pengamatan analisis dengan metode uji beda rata-rata, yang telah ditentukan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) yang digunakan sebagai berikut :

$H_0$  : Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Lebaran pada sektor barang konsumsi di BEJ.

$H_a$  : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Lebaran pada sektor barang konsumsi di BEJ.

Hipotesa-hipotesa tersebut diatas diuji secara statistik dengan menggunakan uji *paired t-test* dengan dua sisi dan tingkat taraf nyata (*significant level*) sebesar 5 %. Hasil dari uji *t-test* tersebut dilakukan pengamatan pada t-hitungnya. Apabila nilai t-hitung lebih besar dari 5% (0,05) maka  $H_0$  dapat diterima, sehingga dapat ditarik kesimpulan yaitu: "Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Lebaran pada sector barang konsumsi di BEJ selama periode pengamatan tahun 1998 sampai tahun 2003". Dan jika nilai t-hitung yang dihasilkan mempunyai nilai lebih kecil dari 5% (0,05), maka  $H_0$

ditolak, sehingga akan ditarik kesimpulan yaitu: “Terdapat perbedaan *Abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Lebaran di Bursa Efek Jakarta pada saham sektor konsumsi selama kurun waktu pengamatan yaitu tahun 1998 sampai tahun 2003”.

Hasil pengolahan data saham-saham barang industri sektor konsumsi yang terdaftar di Bursa efek Jakarta selama kurun waktu 1998 sampai tahun 2003 dengan menggunakan *paired t-test* secara rinci dapat dilihat pada table 4.8 dibawah ini,

Tabel 4.10  
 Hasil *Paired t-test* pada hari libur Lebaran  
 Terhadap saham sector barang konsumsi di BEJ  
 Kurun waktu pengamatan 1998 – 2003

		Pair 1
		Ab. Return Sebelum Lebaran - Ab. Return Setelah Lebaran
Paired Differences	Mean	2.371E-02
	Std. Deviation	9.236E-02
	Std. Error Mean	3.491E-02
95% Confidence Interval of the Difference	Lower	-6.1704E-02
	Upper	.1091
t		.679
df		6
Sig. (2-tailed)		.522

Sumber : data sekunder diolah, 2005

Dari hasil pengolahan data sekunder pada sebelum dan sesudah libur Lebaran terlihat bahwa nilai statistik t hitung sebesar 0,679 dengan tingkat significant sebesar 0,522 atau jauh diatas 0,05 (5%). Oleh karena probabilitasnya lebih besar dari 0.05 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis satu (H1) yang

menyatakan bahwa: Terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Lebaran dengan setelah hari libur Lebaran pada saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta, ditolak. Sedangkan hipotesis nol ( $H_0$ ) yang diuji dalam kasus ini menyatakan bahwa: Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Lebaran dengan setelah libur hari Lebaran pada saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta, dapat diterima. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam pengujian ini tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Lebaran dengan *abnormal return* setelah libur Lebaran.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh David Michayluk yang meneliti adanya *abnormal return* saham di bursa saham AMEX dan NYSE. Penelitian David menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur. Penelitian yang dilakukan Kim dan Park juga menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur (*pre holiday*) dengan hari perdagangan lain, dan terdapat perbedaan *abnormal return* setelah libur (*post holiday*) dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Arumugum di bursa saham India. Penelitian ini mendukung penelitian Arumugum karena adanya persamaan keadaan pasar saham Indonesia dan pasar saham India, yang merupakan pasar saham yang sedang berkembang.

#### 4.3.2.3. Pengujian Hipotesis Ketiga.

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa adanya dugaan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru

(H-7 sampai H-1) berbeda secara signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur Lebaran (H-7 sampai H-1). Untuk melakukan pengujian hipotesis ketiga ini, digunakan alat analisis yaitu uji beda dua rata-rata (*paired t-test*) dengan bantuan program SPSS 10. Hasil dari olahdata dengan input *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru dan sebelum hari libur Lebaran akan menyajikan data dalam table 4.11 sebagai berikut:

Tabel 4.12  
 Hasil Uji Paired t-test *abnormal return*  
 sebelum hari libur Tahun Baru dengan sebelum hari libur Lebaran

**Paired Samples Test**

	Pair 1	
	Ab.Rtn Sblm Thn Baru	Ab.Rtn Sblm Lebaran
Paired Differences Mean	-3.12857E-02	
Std. Deviation	4.9835E-02	
Std. Error Mean	1.8836E-02	
95% Confidence Interval of the Difference	Lower	-7.73758E-02
	Upper	1.4804E-02
t	-1.661	
df	6	
Sig. (2-tailed)	.148	

Sumber : data diolah, 2005

Dari hasil pengujian tampak pula bahwa nilai statistik t hitung sebesar -1,661 dengan tingkat signifikan sebesar 0.148 atau diatas 5%. Oleh karena probabilitasnya lebih besar dari 0.05 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis satu (H1) yang menyatakan bahwa: Terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru dengan sebelum libur Lebaran pada Bursa Efek Jakarta, ditolak. Sedangkan hipotesis nol (Ho) yang diuji dalam kasus ini menyatakan

bahwa : Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru dengan sebelum libur hari raya Lebaran pada Bursa Efek Jakarta, dapat diterima. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam pengujian ini tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum libur Tahun baru dengan *abnormal return* sebelum libur Lebaran.

#### 4.3.2.4..Pengujian Hipotesis Keempat.

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa adanya dugaan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru (H-7 sampai H-1) berbeda secara signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* setelah hari libur Lebaran (H-7 sampai H-1). Untuk melakukan pengujian hipotesis ketiga ini, digunakan alat analisis yaitu uji beda dua rata-rata (*paired t-test*) dengan bantuan program SPSS 10. Hasil dari olahdata dengan input *abnormal return* setelah hari libur Tahun Baru dan setelah hari libur Lebaran akan menyajikan data dalam table 4.13 sebagai berikut:

Tabel 4.14  
Hasil uji *Paired t-test abnormal Return*  
Sesudah libur Tahun dari dengan sesudah Libur Lebaran

#### Paired Samples Test

		Pair 1
		Ab. Rtn Sth Thn Baru
		Ab. Rtn Sth Lebaran
Paired Differences Mean		1.9000E-02
Std. Deviation		.12142
Std. Error Mean		4.5893E-02
95% Confidence Interval	Lower	-9.32955E-02
of the Difference	Upper	.13130
t		.414
df		6
Sig. (2-tailed)		.693

Sumber : data diolah, 2005

Dari hasil pengujian tampak pula bahwa nilai statistik t hitung sebesar 0.414 dengan tingkat signifikan sebesar 0.693 atau diatas 5%. Oleh karena probabilitasnya lebih besar dari 0.05 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis satu (H1) yang menyatakan bahwa: Terdapat perbedaan antara *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dengan setelah libur Lebaran pada Bursa Efek Jakarta, ditolak. Sedangkan hipotesis nol (Ho) yang diuji dalam kasus ini menyatakan bahwa : Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dengan setelah libur hari raya Lebaran pada Bursa Efek Jakarta, dapat diterima. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam pengujian ini tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dengan *abnormal return* setelah libur Lebaran.

Walaupun terdapat perbedaan antara *return* setelah hari libur (*post holiday*) Tahun Baru dan setelah hari libur (*post holiday*) Lebaran, tetapi perbedaan ini tidak signifikan berpengaruh terhadap perdagangan saham di pasar saham. Hal ini terjadi karena sentimen investor yang masih *bad mood* dalam melakukan transaksi setelah liburan. Sehingga terlihat bahwa *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dan *abnormal return* setelah libur Lebaran mengalami nilai yang negatif.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah hari libur, khususnya hari libur Tahun baru dan hari libur Lebaran mempunyai pengaruh terhadap keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal yang dilihat dari *abnormal return* saham sektor barang konsumsi yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama kurun waktu penelitian tahun 1998-2003.

#### 5.1. KESIMPULAN.

Berdasarkan analisis yang dilakukan terhadap hipotesis yang dirumuskan maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut.

1. Hasil hipotesis pertama menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum hari libur Tahun baru dengan setelah hari libur Tahun baru di saham sektor barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta kurun waktu penelitian tahun 1998-2003

Hal ini mengidentifikasi bahwa investor di Bursa Efek Jakarta dalam melakukan transaksi saham tidak terlalu memikirkan hari libur Tahun Baru dalam mengambil keputusan.

2. Hasil hipotesis kedua menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum hari libur Lebaran dengan setelah hari libur Lebaran di saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta kurun waktu penelitian tahun 1998-2003

3. Hasil hipotesis ketiga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum hari libur Tahun Baru dengan sebelum hari libur Lebaran di saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta kurun waktu penelitian tahun 1998-2003.
4. Hasil hipotesis keempat menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* setelah hari libur Tahun Baru dengan setelah hari libur Lebaran di saham sector barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta kurun waktu penelitian tahun 1998-2003.

Keseluruhan hasil penelitian ini menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah libur Tahun Baru, tidak terdapat *abnormal return* sevelum dan sesudah libur Lebaran, tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru dengan sebelum libur Lebaran, dan tidak terdapat *abnormal return* setelah libur Tahun Baru dengan setelah libur Lebaran pada saham sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta kurun waktu pengamatan tahun 1998 sampai 2003 atau setelah krisis moneter. Hal ini berbeda dengan penelitian terdahulu dipasar saham Luar negeri (khususnya pasar saham yang kuat atau stabil) disebabkan beberapa factor, antara lain karena pasar saham Indonesia merupakan pasar saham yang sedang berkembang, sehingga juga akan berdampak terhadap perilaku dan pengetahuan investor yang masih cenderung mempunyai pengetahuan yang masih rendah dalam pasar saham (Arumugum, 1988). Penyebab lainnya karena perbedaan kultur libur antara Indonesia dengan negara lain. Hari libur di Indonesia sangat beragam, banyak dan

biasanya hanya sehari, sehingga investor pasar saham tidak bereaksi terhadap adanya libur.

## **5.2. IMPLIKASI PENELITIAN.**

### **5.2.1. Implikasi Teoritis**

Berdasarkan hasil penelitian ini dengan pengujian terhadap *abnormal return* pada saat libur Tahun Baru dan pada saat libur Lebaran dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sharil Hamid (2001) di pasar saham Indonesia, yang mengatakan bahwa hari sebelum libur (*pre holiday*) mempunyai pengaruh terhadap *abnormal return*. Dan hari setelah libur (*post holiday*) tidak mempunyai pengaruh terhadap *abnormal return* setelah hari libur (*past holiday*).

Berdasarkan data statistik deskriptif menyimpulkan bahwa *abnormal return* sebelum hari libur Lebaran menghasilkan *return* yang paling tinggi, yang ditunjukkan dengan nilai mean sebesar 0.00174, dibandingkan *abnormal return* sebelum libur Tahun Baru (ditunjukkan dengan nilai mean sebesar -0,02957), setelah hari libur Tahun Baru (ditunjukkan dengan nilai mean sebesar -0,00300) dan setelah hari libur Lebaran (ditunjukkan dengan nilai mean sebesar -0,02200). Namun demikian, *abnormal return* sebelum libur (*pra holiday*) Tahun Baru menunjukkan nilai mean yang lebih rendah dibandingkan *abnormal return* setelah hari libur (*past Holiday*) Tahun Baru. Sehingga pendapat Syaril Hamid yang menyatakan bahwa *abnormal return* sebelum hari libur (*pra holiday*) lebih tinggi dibandingkan *abnormal return* setelah libur (*past holiday*) berbeda dengan hasil

penelitian ini, khususnya untuk libur Tahun Baru. Hal ini terjadi karena dalam penelitian Syaril Hamid, dilakukan pengambilan sampel yang general tanpa menghitung satu demi satu hari libur yang dijadikan sample, hal lain yang menyebabkan perbedaan karena Syaril Hamid menggunakan metode *dummy variabel* sedangkan penelitian ini menggunakan *paired t-test*.

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Arumugum yang melakukan penelitian di pasar saham India. Persamaan ini kemungkinan terjadi karena persamaan pasar saham yang diteliti merupakan pasar saham yang sama-sama berkembang.

### **5.2.2. Implikasi Manajerial**

Penelitian ini memberikan implikasi manajerial yang memungkinkan investor untuk tidak memperhatikan pengaruh hari libur Tahun Baru dan hari libur Lebaran sebelum melakukan investasi saham di Bursa Efek Jakarta. Di sisi lain, bagi investor yang akan melakukan investasi di pasar modal Indonesia sebelumnya melihat dengan seksama dan mempelajari terlebih dahulu kondisi perusahaan yang bersangkutan, apakah investasi itu akan menguntungkan atau tidak. Dan investor perlu pemahaman yang benar tentang investasi saham dan tidak hanya mengikuti trends investor asing atau trends pergerakan investasi saham di bursa saham luar negeri. Sebaiknya investor dalam melakukan investasi di pasar saham Indonesia juga memperhatikan faktor lain seperti informasi yang diumumkan perusahaan pada saat sebelum hari libur atau informasi yang memasuki pasar pada hari perdagangan pertama setelah hari libur.

Sebaiknya investor dalam mengambil keputusan melakukan perdagangan saham harus menganut kaidah-kaidah ilmiah, yakni mendefinisikan saham, mengumpulkan fakta dan data yang relevan dengan emiten, menganalisa data, mengevaluasi alternatif serta mengambil keputusan dengan alternatif terbaik (Sugeng Wahyudi, 2005) Investor juga dapat mengambil keputusan dengan intuisi, kebiasaan (*rule of thumb*) serta hati nurani, sehingga akan mendapatkan hasil yang optimal dan investor tidak terjebak dalam pengharapan yang kosong.

### 5.3. KETERBATASAN PENELITIAN.

Keterbatasan-keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian ini antara lain :

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel penelitian perusahaan sektor barang konsumsi saja. Sehingga hasil dari penelitian ini kurang sempurna sebagai dasar pengambilan investasi di seluruh saham di Bursa efek Jakarta (BEJ).
2. Penelitian ini hanya menggunakan waktu tahun tertentu, yaitu kurun tahun 1998 sampai tahun 2003. Alasan digunakan tahun penelitian 1998 sampai 2003 karena untuk membatasi penelitian yaitu masa setelah krisis moneter. Sebaiknya tahun penelitian lebih dibuat panjang, yaitu meneliti *abnormal return* saham-saham sebelum krisis moneter dan setelah krisis moneter, sehingga hasilnya akan lebih konsisten dan bisa untuk komparasi.
3. Dalam penelitian ini untuk menghitung *abnormal return* hanya menggunakan metode pasar yang disesuaikan (*market adjusted model*).

Terdapat metode lain untuk menghitung *abnormal return*, yaitu dengan model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) dan model pasar (*market model*).

#### 5.4. SARAN.

Berdasarkan pada kesimpulan dan keterbatasan yang ada, terdapat beberapa saran agar penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan pengaruh hari libur lebih sempurna, yaitu :

1. Supaya analisis dengan uji beda lebih akurat dan bisa dibuat sebagai dasar pengambilan keputusan bagi investor dalam melakukan investasi di Bursa Efek Jakarta (BEJ), maka sebaiknya sampel yang akan diteliti merupakan keseluruhan saham-saham atau emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Untuk meningkatkan *eksternal validity* penelitian, maka disarankan penelitian di masa datang memperpanjang tahun pengamatan sehingga hasil penelitian lebih akurat .
3. Menggunakan model *return ekspektasi* yang lain. Seperti modal pasar (*market model*), atau model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*). Diharapkan dengan penggunaan model yang lain dalam perhitungan *abnormal return* dapat menghasilkan penelitian yang lebih baik (*robust*).

## DAFTAR PUSTAKA

- \_\_\_\_\_, " Market Efficiency Following Holiday Closures, An Ex posted International Holiday Anomaly ",\_\_\_\_, Internet, download 13 January 2005
- Adi Soeseno; " Pengujian Anomali Efek PER, Pengharapan Laba dan Anomali Efek Januari di Bursa Efek Jakarta ", 1999, Jurnal Keuangan, Januari, pp. 1-23.
- Agus Sukarna; " Perbandingan Kapitalisasi Pasar Portfolio Saham Winner dan Losser Saat Terjadi Anomali Perilaku Winner-Losser di Bursa Efek Jakarta (Analisa Terhadap Perilaku Saham Periode 1999-2000)", Internet, download tanggal 12 oktober 2004.
- Agus Solikhin Dan Imam Ghozali, " Analisa Dampak Pengumuman Right Issue Terhadap Reaksi Pasar Saham Di bursa Efek Jakarta ", Jurnal Ekonomi Perusahaan, Vol.10, No. 1, Maret, P. 100-1114.
- Aktham Maghayereh, 2003, " *Seasinality and January Effect Anomalies In an Emerging Capital Market* ", Review The Bank Arab, vol 5. Number 2.
- Andrew Leckey; " *January effect, inspires hope for small cap stock* ", Internet.
- Ariel, Robert A., " *High Stock Return Before Holiday : Existance and Evidence on Possibles Causes* ", The Journal of Financial, Vol/ XLV, no.5.
- Arumugum S., " *Focus on High Stock Return Before Holiday New Evidence From India* ", Journal of Financial and Management and Analisis, Vol. 12.
- Asri, Marwan, " *US Multinatinaol's Stock Price Reaction to Host Country's Government Change : The Case of Frime Minister Takeshita's Resignation* ", Kelola UGM Business Review, Vol.5, No. ii, MM UGM.
- Benz. R, " *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock* ", Journal of Financial Economic, 1981, Vol. 9, pp 3-18.
- Chattje, Amitama and Maniam, Balasundram; " *Markt anomalies Revisited* ", Jurnal of Applied Bussiness Research, Fall, 1999, pp.4-56.
- Dennis O. Boudreaux, " *The Monthly Effect in International Stock Market :Evidence and Implications* ", 1995, Journal Finansial and Strategic Decision, vol. 8, Number 1.

- Dian Wismar'ain, " Reaksi Pasar Saham Atas Pengumuman Right Issue Terhadap Return Saham dan Likuiditas Saham", Tesis MM UNDIP, tidak dipublikasikan.
- Ercan Balaban, " *January Effect, Yes. What About Mark Twain Effect* ", 1995, The Central Bank Of the Republic of Turkey Research Departement.
- Fama, Eugene F., " *Efficient Capital Market II* ", Journal of Finansial, December, Vol. XLVI, No. 5.
- Gabriel Prananingrum Aryanindita, " Analisis hubungan perubahan IHSG sektoral terhadap Resiko Saham Berdasarkan CAPM ", Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Februari 1999, Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Indoensia Atmajaya.
- George Athanassatos, " *The scrutinized – firm effect, portfolio rebalancing, stock return seasionality, and the pervasiness of the January effet in Canada* ", 2000, Wolfird Laurie University, Canada and ALBA, Greece.
- Gultekin, M. N. and N.B. Gultekin, 1983, " *Stock market Seasonality: International Evidence* ", Journal of Financial Economic.
- Haugen, Robert & Josef Lakonishok, " *The Incredible January Effect, the Stock Market's Unclosed Mystery* ", 1988, Dow Jones – Irwin, Homewood, Illinios.
- Honghui Chen, Vijay Singal, 2003, " *January effect–re examination* ", University of Baltimore and Viginia Tech
- Husnan, Suad, " *The First Issue Market The Case of Indonesian Stock Market* ", Jurnal Ekonomi Indonesia, Oktober.
- .Imam Ghozali, Aplikasi Analisis Multivariate dengan Progam SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2001.
- Jogyarto, "Teori Portfolio dan Analisa Investasi edisi kedua ", BPFE YK, 2000.
- Jones, Charles, Douglass Pearce and Jack Wilson, " *Can Tax Loss Selling Explain The January Effect?* ", A note Journal of Finansial, Vol. 42, pp 453 – 461.
- Keim, D. B.& Stambaugh, R, " *A Futher Investigation of the Weekend Effect in Stock Return* ", Journal of Financial, 39,, 819 – 935.
- Kim, Chan Wung dan Park Jin Woo, " *Holiday Effect and Stock return : Futher Evidence* ", Journal of Finansial And Quantitave Analysis, Vol. 29, No.1.

- Lakonishok, J and smidt S, " *Are Seasonal Anomalies Real? A Ninthy Year Prespective* ", Review of financial Studies I, 403 – 425.
- Laura T. Strarks, Li yong, Lu zheng; " *Tax Loss Selling and The January Effect: Evidence from Municipal Bond Closed – End Fund* ", internet
- Mokhamat Ansori, " *Analisa Pengaruh Hari Perdagangan Saham Terhadap Return Saham Sebelum dan Sesudah Berlangsung Krisis Moneter Di Bursa Efek Jakarta* ", Teisi MM UNDIP, tidak dipublikasikan.
- Marston, Felicia, " *Differiention of Information and Common Stock Return: Estimation Risk or Unequel Distribution of Ifmormation ?* ", the Financial review, November, P. 831 – 857.
- Nässir. A, and Mohhamad, " *The January Stock Traded on The Kuala Lumpur Stock Exchange : An Empirical Analysis* ", Hong kong Journal of business Manajemen, 5, pp 33 – 50.
- Paul Brockman dan David Michayluk, " *The Holiday Anomaly : An Investigation of Firm Size versus Price Effect* ", Journal of Finansial Reseach, 1999.
- Pettengill G., " *Holiday Crossing and Security Return* ", Journal of Financial Reseach, 1989.
- Reinhard Hansen and A. Lunde, " *Testing The Significant of Calendar effect* ", Center of Analytical Finance University of Aarhus, 2003.
- Reignanum, M.R, 1983, " *Tax Loss Selling and The January Effect* ", Journal of Finansial Economic 12, 89-104.
- RS Rathinasamy and Krishna G. Mantripragada; 1996 " *The January Size Effect Revisited ;Is It A Case of Risk Mismeasurement ?* ", Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol.9 Number 3.
- Robert Ang, 1997, Buku pintar, Pasar Modal Indonesia, Mediasoft Indonesia.
- Robin K. Chou, 2001, " *Size effect, January Effect and Capital Gains Taxes* ", Departement of Finansial Yuan – Ze University.
- Rogalsky, Richard J and seha M. Tinic, " *The January Effect : Anomaly or Risk Mismeasurement ?* ", Financial Analysis Journal, Vol 42, No.6, November-December 1986, pp 63 – 70.
- Roll, Richard, " *Vas Ist Das ? The Turn of The Year effect and Return Premia of Small Firm* ", 1983, Journal of porfolio Manajemen 9, 18 – 28.

Rozeff, M. and W. Kinney, 1976, " *Capital Market Seasonality : The Case of Stock Return* ", Journal of Financial Economic.

Seha M. Tinic, Giovanni Barone – Adesi and Richard R. West, 1987, " *Seasonality in Canadian Stock Prices : A Test of The Tax Loss Selling Hypothesis* ", Journal of Financial and Quantitative and Qualitative Analysis, Vol. 22 No. 1.

Sugeng Wahyudi, "Manajemen Eror Kasus Bank Mandiri", Suara Merdeka tanggal 16 Mei 2005, hal.4.

Susiyanto, M.E, " Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat Pada periode 1994 sampai 1996 ", Intersip, tidak dipublikasikan, MM UGM.

Tendelin, Eduardus ( 2000 ), "Analisa Investasi dan Manajemen Portfolio ", Edisi 1, Maret, BPFE, UGM, YK.

Wachtel, S. B, 1942, : " *Certain Observation on The Seasonality Movement in Stock Prices* ", Journal of Business..