

PENGARUH HARI LIBUR NASIONAL TERHADAP *RETURN* SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

Viky Hari Chandra Siregar & Lela Hindasah

E-mail : vikyharichandra@gmail.com

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

ABSTRACT

This research conducted to know (1) what 1 day before and after National holiday have an effect on to return share compared to other commerce day. (2) What national holiday which carried over by a weekend have an effect on to return share compared to holiday remain to on which in fact. (3) To test the effect of National holiday to return share that happened before and after National holiday. This research use data sample an LQ45 index 2004-2008, that is to avoid the inactive share. Data obtained from corner of Bursa Efek Indonesia of UNDIP Semarang. Statistic test used in this research is Box Jenkins or referred as ARIMA (Autoregressive Integrated Moving Average). Result of this research indicate that (1) There are not significance effect between 1 day before and after National national to return share compared to other commerce day. (2) There are not significance effect of National holiday which is carried over by weekend to return share compared to ordinary holiday. (3) There are significance effect between Thursday before holiday of Friday national to return share.

Keyword: *national holiday, return, holiday effect.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Dalam pasar modal dikenal istilah hari perdagangan saham, yaitu hari-hari terjadinya transaksi jual beli saham. Hari perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) ada lima hari dalam satu minggunya, yaitu hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat. Dalam kenyataannya diantara hari-hari perdagangan tersebut terdapat hari libur nasional yang telah ditetapkan oleh Pemerintah, seperti hari libur dari lima macam agama, Hari Kemerdekaan dan Tahun

Baru. Mulai tahun 2003, pemerintah Indonesia membuat kebijakan baru bahwa ada beberapa hari libur nasional yang digeser ke akhir pekan.

Penelitian tentang fluktuasi harga saham berdasarkan hari perdagangan telah banyak diteliti. *return* saham dipengaruhi oleh dampak hari libur, baik untuk perusahaan besar maupun untuk perusahaan kecil. *Return* saham menjadi lebih tinggi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur dan untuk hari Jumat setelah hari libur. Chomariah dkk,(2004) membuktikan bahwa pada hari perdagangan saham sebelum hari

libur berdampak terhadap *return* saham yang terdaftar pada OTC (*Over-The-Counter*). Hari perdagangan saham sebelum hari libur memberikan rata-rata harian lebih tinggi daripada hari lainnya pada tahun itu. Tiga pasar saham utama di Amerika Serikat yaitu NYSE, AMEX dan NASDAQ menunjukkan adanya dampak hari libur terhadap *return* saham. Hari sebelum hari libur berpengaruh sangat kuat terhadap semua pasar modal. (Wilson dan Jones, 1993, dalam Chomariah dkk, 2004).

Dampak hari perdagangan saham sebelum hari libur lebih lanjut diperkuat dengan dampak pergantian tahun (dampak bulan Januari), dampak bulanan (dampak pergantian bulan) dan dampak mingguan (dampak akhir pekan). Pola ini mengakibatkan *return* saham lebih rendah pada hari perdagangan setelah hari libur. Pearce (1995, dalam Chomariah dkk, 2004) menemukan bukti bahwa terjadi pengaruh positif terhadap *return* saham pada hari sebelum hari libur dan pengaruh negatif pada akhir pekan untuk semua *return* kecuali pada perusahaan-perusahaan besar setelah tahun 1985. Disamping itu pada hari Jumat (hari sebelum libur akhir pekan) selalu menunjukkan koefisien terbesar. Dampak bulan Januari atau pergantian tahun juga terjadi pada *return* saham perusahaan-perusahaan kecil, yang membuktikan bahwa hari libur berpengaruh terhadap *return* saham. Dampak bulan Januari atau pergantian tahun juga terjadi di Spanish Stock Exchange, tetapi tidak berhubungan dengan abnormal volume perdagangan atau *bid-ask spreads* (Meneu dan Pardo, 2004, dalam Chomariah dkk, 2004).

Berdasarkan pemaparan di atas, peneliti ingin meneliti apakah hari perdagangan

saham berpengaruh terhadap *return* saham harian.

Rumusan Masalah Penelitian

- (1) Apakah pada 1 hari sebelum dan sesudah hari libur Nasional berpengaruh terhadap *return* saham dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya?
- (2) Apakah hari libur Nasional yang dipindahkan ke akhir pekan berpengaruh terhadap *return* saham dibandingkan apabila hari libur tetap pada hari yang sebenarnya?
- (3) Hari-hari libur Nasional apakah yang mempengaruhi *return* saham yang terjadi sebelum dan sesudah hari libur?

KERANGKA TEORI

Hubungan antara Teori Efisiensi Pasar dengan Kandungan Informasi

Secara teoritikal dikenal tiga bentuk pasar modal yang efisien (Sunariyah, 2003), yaitu:

Efisiensi pasar bentuk lemah

Fama (1970, dalam Tandelilin, 2001) mengatakan bahwa pasar efisien dalam bentuk lemah berarti informasi dimasa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu informasi historis tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga dimasa yang akan datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat

Sunariyah (2003) mengatakan bahwa harga saham pada suatu pasar modal menggambarkan semua informasi yang

dipublikasi sampai ke masyarakat, tujuannya adalah untuk meminimalkan ketidaktahuan mengenai operasi keuangan dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu institusi harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan (Husnan, 2001).

Efisiensi pasar bentuk kuat

Fama (1970, dalam Tandelilin, 2001) mengatakan bahwa pasar efisien dalam bentuk kuat, semua informasi baik yang terpublikasi atau tidak terpublikasikan sudah tercermin dalam harga sekuritas saat ini. Dalam bentuk efisien kuat seperti ini tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh *return* abnormal. Pengujian bentuk ini mendasarkan pada *private information*, yang diperoleh dari insiden *information*.

Anomali Pasar

Pasar yang efisien secara informasi adalah pasar yang pelakunya tidak dapat menikmati *abnormal return* dalam waktu yang lama yang dapat merugikan pelaku pasar lainnya. Tetapi pada pasar modal yang sudah efisien secara informasi masih sering terjadi fenomena penyimpangan dari kondisi pasar efisien secara informasi tersebut.

Penyimpangan ini disebut anomali (ketidak-teraturan) yang ada yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali di sini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa (*event*) dapat

dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu.

Dampak Hari Libur Nasional

Fortin (1990, dalam Chomariah dkk, 2004) dan Keim dan Stambaugh (1984, dalam Chomariah dkk, 2004) melaporkan bahwa hari dalam mingguan mempengaruhi saham OTC. Pada hari Senin, *return* saham menjadi lebih rendah dan pada hari Jumat, *return* saham menjadi paling tinggi. Lamoureux dan Sanger (1989, dalam Chomariah dkk, 2004) menemukan bahwa pada awal tahun dan akhir tahun hari perdagangan saham, *return* saham menjadi lebih tinggi daripada sisa hari lainnya pada tahun itu. Hal tersebut membuktikan adanya pengaruh pergantian tahun dalam pasar OTC. Linn dan Lockwood (1988, dalam Chomariah dkk, 2004) dan Fortin dan Joy (1991, dalam Chomariah dkk, 2004) membuktikan bahwa terdapat dampak bulanan di pasar OTC, dimana *return* saham pada awal pertama bulan menjadi lebih tinggi dari pada sisa hari pada bulan tersebut. Pada hari perdagangan sebelum hari libur nasional berbeda dengan hari perdagangan mingguan, bulanan ataupun tahunan. Pengaruh hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional pada pasar OTC mungkin bisa dapat memberikan bukti yang kuat tentang anomali kalender (Liano, Marchand dan Huang, 1992, dalam Chomariah dkk, 2004).

Dampak Januari atau Pergantian Tahun

Beberapa literatur tentang dampak Januari menemukan bukti bahwa *return* saham lebih tinggi secara signifikan pada

bulan Januari daripada bulan-bulan lainnya. Rozeff dan Kinney (1976, dalam Chomariah dkk, 2004) melaporkan *return* saham lebih tinggi untuk NYSE di Januari dari tahun 1904 sampai dengan 1974. Keim (1983, dalam Chomariah dkk, 2004) menemukan *return* lebih tinggi pada saham-saham kecil yang berkonsentrasi pada beberapa hari pertama di Januari dan dihubungkan sebagai dampak pergantian tahun. *Return* saham di bulan Januari lebih tinggi dengan hipotesis: pengalaman kerugian investor menjual saham di Desember untuk meningkatkan tax-loss dan kemudian membelinya di Januari. Pengalaman kerugian modal saham seharusnya membuat harga menjadi turun di bulan Desember dan harga menjadi naik di bulan Januari. Rasionalitas penjelasan ini diubah oleh Roll (1983, dalam Chomariah dkk, 2004) yang berargumen bahwa arbitrase seharusnya membatasi dampak harga.

Dampak Akhir Pekan

Gregorio, Kontonikas dan Tsitsianis (2002, dalam Chomariah dkk, 2004) menyimpulkan bahwa dampak hari Minggu terdapat di bursa saham Inggris. Hal ini sesuai dengan literatur yang sebelumnya seperti Mills dan Coutts (1995, dalam Chomariah dkk, 2004) dan Arsad dan Coutts (1997, dalam Chomariah dkk, 2004). Kesimpulan yang kedua adalah bahwa ketika transaksi biaya-biaya telah dibukukan, dampak hari Minggu akan nampak, karena alasan yang berikut. Ketika kita tidak menghitung biaya-biaya transaksi, kita menemukan itu pada hari Senin adalah negatif dan berbeda dari hari Minggu lainnya. Sehingga saham tersebut adalah lebih murah untuk di beli pada hari Senin. Ini menciptakan penyimpangan karena

investor membeli saham pada hari Senin, dengan begitu menciptakan suatu dampak akhir pekan. Ketika biaya-biaya transaksi telah dipertimbangkan kembali, pada hari Senin tidaklah berbeda dengan hari lain. Hal ini menyiratkan bahwa saham itu tidak lagi lebih murah dibeli pada hari Senin. Sehingga disimpulkan bahwa penyimpangan dampak akhir pekan menghilang, membuktikan bahwa pasar adalah kurang efisien.

Dampak Sebelum Hari Libur

Fields (1934, dalam Chomariah dkk, 2004) menemukan bahwa terdapat proporsi tertinggi pada pemilihan hari perdagangan saham sebelum hari libur. Meril (1966, dalam Chomariah dkk, 2004) juga menemukan bahwa frekuensi yang tidak proporsional pada keunggulan Dow Jones Industrial Average pada hari sebelum hari libur selama periode 1897 sampai dengan 1965. Roll (1983, dalam Chomariah dkk, 2004) menemukan *return* bertambah tinggi pada perusahaan kecil pada hari perdagangan sebelum tahun baru. Rogalski (1984, dalam Cahyaningdyah, 2005) menemukan bahwa semua rata-rata *return* negatif dari penutupan Jumat ke penutupan Senin. *Return* rata-rata pada hari libur akhir pekan berhubungan dengan ukuran perusahaan jika libur terjadi hari Senin. Tetapi tidak berhubungan jika hari libur Jumat.

Dampak sebelum hari libur dengan menyelidiki perilaku dari likuiditas yang berbeda, dapat mengukur *return* saham sebelum hari libur dan bukan hari libur (Meneu dan Padro, 2001). Rata-rata tertinggi terjadi pada penawaran order di hari sebelum hari libur, dengan fakta bahwa volume perdagangan adalah sama sebelum liburan dan tidak liburan, menunjukkan bahwa

investor kecil segan membeli saham pada hari sebelum liburan. Tetapi mereka tidak menghindari menjual sahamnya dan bisa menjadi penyebab dampak sebelum hari libur di Spanyol.

Penelitian Terdahulu

Penelitian ini merupakan pengujian kembali dari penelitian yang dilakukan oleh Chomariah dkk (2004). Dalam penelitian ini Chomariah dkk (2004) menggunakan data IHSG tahun 1996-2003. Chomariah dkk (2004) meneliti pengaruh hari libur nasional terhadap *return* saham harian di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa tidak terdapat pengaruh sebelum hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya, tetapi terdapat pengaruh negatif setelah hari libur nasional. Hasil pengujian pengaruh hari libur nasional yang dipindahkan ke akhir pekan menunjukkan adanya pengaruh positif *return* saham harian sebelum hari libur dan tidak terdapat pengaruh *return* saham harian sesudah hari libur yang dipindahkan ke akhir pekan. Penelitian ini juga memberikan bukti bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan pada hari perdagangan sesudah libur hari Senin dan Selasa. Yang membedakan penelitian yang dilakukan oleh Chomariah dkk (2004) dengan penelitian yang dilakukan penulis adalah, penulis menggunakan subyek penelitian yang berbeda yaitu perusahaan LQ45 dan periode penelitian yang diperbaharui yaitu tahun 2004–2008.

Robiyanto (2000), menguji pengaruh hari perdagangan saham terhadap *return* harian saham di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan indeks harga saham yang ada di BEJ yaitu Indeks Harga Saham Gabungan

(IHSG) yang mewakili pasar saham, indeks LQ45 yang mewakili saham-saham unggulan dan 9 indeks Harga Saham Sektoral (Pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, aneka industri, industri barang konsumsi, *property* dan *real estate*, infrastruktur, utilitas dan transportasi, keuangan, perdagangan, jasa dan investasi). Rentang waktu yang digunakan April 1998 sampai dengan Maret 2000. Metode Box Jenkins atau yang biasa disebut ARIMA dipilih sebagai alat analisis. Hasil pengujian menemukan bahwa *return* positif terjadi pada hari Kamis pada semua indeks harga saham yang ada, sementara *return* negatif tertinggi ditemukan pada hari Rabu.

Tandelilin dan Algifari (1999) menguji pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan sampel 40 saham teraktif berdasarkan frekuensi perdagangan tahun 1996. Untuk menguji pengaruh hari perdagangan terhadap *return* saham harian digunakan model regresi linear estimasi. Analisis ANOVA digunakan untuk menguji hipotesis kedua, yaitu menguji beda *return* saham harian antara hari perdagangan satu dengan hari perdagangan lainnya. Hipotesis ketiga kemungkinan adanya *abnormal return* pada hari perdagangan tertentu dilakukan dengan menguji *abnormal return* dengan uji t. Hasil pengujian menemukan bahwa *return* saham pada hari perdagangan Selasa, Rabu dan Jumat signifikan.

Wihandaru (2004) menguji pengaruh hari perdagangan saham terhadap indeks harga saham. Data yang digunakan adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks LQ45 (LQ45) mulai tanggal 2 Januari 2002 sampai dengan tanggal 11 Oktober 2002.

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi dengan variabel boneka (variabel *dummy*), analisis regresi dengan lag (otoregresi) dan analisis varian atau ANOVA. Hasil analisis data menunjukkan tidak ada pengaruh yang signifikan antara hari perdagangan terhadap *return* pasar IHSG dan *return* pasar indeks LQ45.

Perumusan Hipotesis

Banyak analis percaya bahwa psikologi investor memainkan peranan penting dalam menyebabkan anomali *day of the week*. Kondisi psikologis investor untuk tidak menyukai hari senin yaitu awal hari kerja (dalam penelitian ini adalah hari pertama setelah libur) sehingga menyebabkan hari senin merupakan hari yang membosankan dan menganggap hari Jumat merupakan hari terbaik karena merupakan hari kerja terakhir (dalam penelitian ini adalah hari terakhir sebelum libur). Mereka pesimis pada hari Senin dan optimis pada hari Jumat, dan hal ini akan mempengaruhi aktivitas perdagangan (Cahyaningdyah, 2005). Maka penelitian ini mengambil hipotesis:

H1a : Terdapat *return* saham yang positif pada hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

H1b : Terdapat *return* saham yang negatif pada hari perdagangan saham sesudah hari libur nasional dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

Jumlah hari libur yang bermacam-macam, juga menimbulkan dampak pada *return* saham. Berdasarkan penelitian Arumugam (1999), *return* saham yang terjadi pada 3 atau lebih hari libur mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada hari lainnya. *Return* saham yang terjadi pada 3 atau lebih

hari libur lebih tinggi apabila dibandingkan *return* saham yang terjadi pada 2 atau kurang hari libur. Meskipun sudah banyak penelitian yang dilakukan untuk memberikan bukti adanya *Holiday Effect*, akan tetapi adanya fenomena penggantian hari libur di Indonesia memberikan satu peluang baru untuk meneliti bagaimana dampak dari pemindahan hari libur. Pemindahan hari libur nasional ini menimbulkan peluang adanya hari libur yang lebih panjang di akhir pekan. Jika memang terdapat dampak hari libur, maka penulis menduga anomali kalender juga akan terjadi pada saat hari libur nasional dipindahkan ke akhir pekan. Sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H2a : Terdapat *return* saham yang positif pada hari perdagangan saham sebelum hari libur nasional yang dipindah pada akhir pekan dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

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

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

H3a : Terdapat *return* saham yang positif pada hari Jumat sebelum hari libur

nasional Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

- H3b :Terdapat *return* saham yang positif pada hari Senin sebelum hari libur nasional Selasa dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3c : Terdapat *return* saham yang positif pada hari Selasa sebelum hari libur nasional Rabu dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3d :Terdapat *return* saham yang positif pada hari Rabu sebelum hari libur nasional Kamis dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3e :Terdapat *return* saham yang positif pada hari Kamis sebelum hari libur nasional Jumat dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3f :Terdapat *return* saham yang negatif pada hari Selasa sesudah hari libur nasional Senin dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3g :Terdapat *return* saham yang negatif pada hari Rabu sesudah hari libur nasional Selasa dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3h :Terdapat *return* saham yang negatif pada hari Kamis sesudah hari libur nasional Rabu dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3i :Terdapat *return* saham yang negatif pada hari Jumat sesudah hari libur nasional Kamis dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.
- H3j :Terdapat *return* saham yang negatif pada hari Senin sesudah hari libur nasional Jumat dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

METODA PENELITIAN

Populasi pada penelitian ini adalah Indeks LQ45 yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).Sampel pada penelitian ini adalah data Indeks LQ45 dari tahun 2004-2008.Sampel menggunakan Indeks LQ45 bertujuan untuk menghindari saham-saham tidur.Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu Indeks LQ 45.Dalam penelitian ini sumber data diperoleh dari Pojok Bursa Efek Indonesia (BEI)

Definisi Operasional

Definisi operasional dalam penelitian ini adalah:

- (1) Hari libur adalah hari libur nasional yang ditetapkan Pemerintah Republik Indonesia diluar Sabtu dan Minggu, karena hari perdagangan efektif di Bursa Efek Indonesia adalah hari Senin sampai dengan Jumat. Pemilihan hari libur nasional ini untuk menghilangkan hasil yang bias antara dampak hari libur akhir pekan dengan hari libur nasional.
- (2) Hari perdagangan saham adalah hari-hari dimana terjadi transaksi jual beli saham. Dimana pada Bursa Efek Indonesia ada lima hari perdagangan saham dalam satu minggunya, yaitu hari Senin, Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat.
- (3) Indeks LQ45 adalah Indeks yang mewakili 45 saham-saham unggulan di Bursa Efek Indonesia. *Return* saham harian pasar saham dihitung berdasarkan Indeks LQ45 pada saat penutupan kemarin (LQ45t-1) terhadap perubahan hari ini (LQ45t)

Uji Hipotesis

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

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 \text{PRA} + \beta_2 \text{POST} + \beta_3 M_{t-1} + \beta_4 Tu_{t-1} + \beta_5 W_{t-1} + \beta_6 Th_{t-1} + \beta_7 F_{t1} + \beta_8 M_{t+1} + \beta_9 Tu_{t+1} + \beta_{10} W_{t+1} + \beta_{11} Th_{t+1} + \beta_{12} F_{t+1} + \epsilon$$

Keterangan:

- R_t : Return saham pada hari t
- β_{0-12} : Koefisien regresi
- Monday (Senin)
- Tuesday (Selasa): bila Selasa =1, hari lain = 0
- Wednesday (Rabu): bila Rabu =1, hari lain = 0
- Thursday (Kamis): bila Kamis =1, hari lain = 0
- Friday (Jumat) : bila Jumat =1, hari lain = 0

- PRA : 1 jika hari sebelum hari libur, hari lain = 0
- POST : 1 jika hari setelah hari libur, hari lain = 0
- ϵ : error

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

Analisis Deskriptif

Penelitian menggunakan variabel *return* saham harian pada kelompok LQ45 yang termasuk dalam LQ45 pada periode tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Berikut adalah analisis statistik deskriptif *return* saham harian yang digunakan dalam penelitian ini:

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	1236	-.1038	.0792	.000678	.0168633
Valid N (listwise)	1236				

Sumber: Data sekunder diolah, 2009

Tabel di atas menunjukkan bahwa terdapat 1236 data *return* harian selama periode penelitian yaitu antara tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Nilai *return* minimum adalah sebesar -0,1038. Nilai *return* maksimal adalah sebesar 0,0792. Nilai rata-rata adalah sebesar 0,000678 yang menunjukkan bahwa selama periode penelitian, IHSG mengalami kenaikan rata-rata sebesar 0,0678% per hari perdagangan.

Analisis Data dengan ARIMA

Model penelitian menggunakan data *time series* yaitu *return* saham IHSG harian pada kelompok LQ45 selama lima tahun yaitu antara tahun 2004 sampai dengan 2008. Dengan demikian, model yang dipergunakan adalah *Auto Regressive Integrated Moving Average* atau sering disebut ARIMA.

Variabel bebas dalam model ARIMA merupakan variabel *dummy* yaitu 1 dan 0 di mana 1 menunjukkan adanya respons dan 0 menunjukkan tidak adanya respons. Sebagai contoh, PRA diberi satu jika merupakan hari

perdagangan sebelum hari libur, dan yang lainnya diberi 0. Demikian juga POST diberi satu jika merupakan hari perdagangan setelah hari libur dan hari yang lain diberi kode 0. Demikian juga untuk M_{t-1} (Senin satu hari sebelum libur) pada hari sebelum libur diberi satu dan hari yang lain diberi 0.

Berdasarkan model tersebut dilakukan estimasi dengan menggunakan metode ARIMA dengan alat bantu berupa program

SPSS versi. 11.5 yang sudah mempunyai menu untuk model ARIMA. Variabel *Return* (R_t) dimasukkan ke kotak *Dependent* dan variabel PRA (1 hari sebelum hari libur) dan POST (1 hari setelah hari libur) dimasukkan ke dalam kotak *Independents*. Pada menu *Model* dimasukkan angka 1 pada *Moving Average*. Hasil output model penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ringkasan Hasil Regresi Hipotesis Pertama

Variabel	Koefisien Estimate	T	Sig.	Keterangan
CONSTANT	0.00072277	1.2759523		
Sebelum Hari Libur	-0.00115957	-0.475802	0.63429981	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur	0.00017563	0.0710655	0.94335719	Tidak sig.
Dependent variabel: <i>Return</i> Saham IHSGLQ-45				

Sumber: Data sekunder diolah, 2009

Nilai pada kolom koefisien *estimate* menunjukkan koefisien regresi antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengaruh yang signifikan ditunjukkan dengan nilai T di atas T tabel atau nilai signifikansi di bawah 0,05. Tabel di atas menunjukkan bahwa variabel Sebelum Hari Libur mempunyai T sebesar -0,4758 dengan signifikansi sebesar 0,6343. Nilai signifikansi di atas 0,05 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara 1 hari sebelum libur terhadap *return* saham. Dengan demikian hipotesis H1a dalam penelitian ini ditolak.

Variabel Sesudah Hari Libur mempunyai nilai T sebesar 0,0710655 dengan signifikansi sebesar 0,94335719. Signifikansi

di atas 0,05 yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara 1 hari setelah libur terhadap *return* saham. Dengan demikian hipotesis H1b dalam penelitian ini ditolak.

Lebih lanjut, pada hipotesis 2 dalam penelitian ini menguji hipotesis apakah hari libur yang dipindah mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Peraturan pemerintah tentang pemindahan hari libur dimulai pada tahun 2003 dan telah dihilangkan pada tahun 2007. Dengan demikian, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan data dari tahun 2004 sampai dengan 2006 saja. Berikut adalah hasil perhitungan untuk ketiga tahun tersebut:

Ringkasan Hasil Regresi Hipotesis Kedua

Variabel	Koefisien Estimate	T	Sig.	Keterangan
CONSTANT	0.00143123	2.3264411		
Sebelum Hari Libur	-0.00043525	-0.1614353	0.87179483	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur	-0.00065617	-0.2392007	0.81101656	Tidak sig.
Dependent variabel: <i>Return Saham IHSG LQ-45</i>				

Sumber: Data sekunder diolah, 2009

Tabel di atas memberikan T untuk Sebelum Hari Libur sebesar -0,1614353 dengan signifikansi sebesar 0,87179483 (> 0,05). Dengan demikian tidak ada pengaruh antara 1 hari sebelum hari libur yang dipindah ke akhir pekan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis H2a dalam penelitian ini ditolak.

Tabel di atas memberikan T untuk Sesudah Hari Libur sebesar -0,2392007

dengan signifikansi sebesar 0,81101656 (> 0,05). Dengan demikian tidak ada pengaruh antara 1 hari setelah hari libur yang dipindah pada akhir pekan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis H2a dalam penelitian ini ditolak.

Pengujian hipotesis 3 adalah untuk menguji hipotesis antara masing-masing hari terhadap *return* saham. Berikut adalah hasil estimasi model ARIMA untuk hipotesis 3:

Ringkasan Hasil Regresi Hipotesis Ketiga

Variabel	Koefisien Estimate	T	Sig.	Keterangan
CONSTANT	0.00071867			
Sebelum Hari Libur Senin (Hari Libur Selasa)	0.00372119	0.5913701	0.55438164	Tidak sig.
Sebelum Hari Libur Selasa (Hari Libur Rabu)	-0.00135409	-0.1794521	0.85761244	Tidak sig.
Sebelum Hari Libur Rabu (Hari Libur Kamis)	0.00261813	0.5848101	0.55878322	Tidak sig.
Sebelum Hari Libur Kamis (Hari Libur Jumat)	-0.00956376	-1.9822395	0.04767578	Signifikan

Sebelum Hari Libur Jumat (Hari Libur Senin)	0.00100228	0.1774668	0.8591711	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur Senin(Hari Libur Jumat)	-0.0062588	-1.4948409	0.13521374	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur Selasa (Hari Libur Senin)	0.00931152	1.4550078	0.14592349	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur Rabu (Hari Libur Selasa)	0.00008333	0.0149957	0.98803803	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur Kamis (Hari Libur Rabu)	0.00153205	0.1307161	0.89602141	Tidak sig.
Sesudah Hari Libur Jumat (Hari Libur Kamis)	0.00257634	0.566764	0.57097841	Tidak sig.
Dependent variabel: <i>Return Saham IHSG LQ-45</i>				

Sumber: Data sekunder diolah, 2009

Tampak pada *output* di atas bahwa signifikansi di bawah 0,05 terdapat pada Sebelum Hari Libur Kamis atau satu hari sebelum hari libur nasional jatuh pada hari Jumat. Nilai *return* saham pada hari Kamis sebelum libur nasional negatif secara signifikan dibandingkan hari-hari perdagangan yang lain. Hasil ini berkebalikan dengan hipotesis yang dirumuskan yaitu diharapkan positif, tetapi hasil penelitian ini negatif. Berarti terdapat *return* saham negatif pada hari Kamis sebelum hari libur nasional Jumat dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya.

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh hari libur baik 1 hari sebelum libur maupun 1 hari setelah hari libur nasional terhadap *return* saham pada kelompok LQ45. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya variabel bebas yang mempunyai signifikansi di bawah 0,05. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang

dilakukan oleh Chomirah dkk. (2004) yang menemukan adanya pengaruh hari libur terhadap *return* saham.

Demikian juga, untuk hari libur yang dipindah ke akhir pekan, tidak ada pengaruh yang signifikan baik 1 hari sebelum libur, maupun 1 hari setelah libur terhadap *return* saham. Pengaruh yang signifikan ditemukan pada Hari Kamis sebelum hari libur nasional Jumat dimana *return* perdagangan pada hari tersebut adalah negatif secara signifikan.

Perbedaan hasil ini dikarenakan terdapat perbedaan sampel penelitian di mana sampel penelitian ini menggunakan kelompok LQ 45 dan penelitian Chomirah dkk. (2004) menggunakan kelompok manufaktur. Kelompok LQ 45 merupakan kelompok perusahaan dengan saham teraktif diperjualbelikan di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian keputusan investor adalah cepat dan relatif tidak menunggu informasi lebih lanjut, sehingga tetap terjadi jual beli pada saham LQ 45 meskipun akan libur. Berbeda halnya dengan kelompok lain, ketika

mendekati libur, investor akan menunggu informasi lain, sehingga akan ada dampak *return* disekitar hari libur, baik sebelum maupun sesudah hari libur.

Perbedaan hasil penelitian ini juga dimungkinkan dengan adanya perbedaan periode penelitian. Pada periode 2006 dan 2007 Bursa Efek Indonesia mengalami peningkatan yang relatif luar biasa bahkan menjadi empat besar bursa di Asia. Hal tersebut mengindikasikan adanya kenaikan harga saham secara terus menerus dari awal tahun hingga akhir tahun tidak melihat apakah ada hari libur atau tidak. Kinerja yang sangat baik pada tahun 2007 di Bursa Efek Indonesia juga dicerminkan dari peningkatan IHSG sekitar 50% pada tahun tersebut. Fenomena ini memungkinkan tidak adanya pengaruh antara hari libur dengan *return* dalam penelitian ini.

Adanya *return* saham yang negatif secara signifikan pada hari Kamis sebelum hari libur nasional Jumat, menandakan bahwa sentimen investor adalah negatif. Dengan adanya libur Jumat, maka akan ada hari libur yang relatif panjang karena Sabtu dan Minggu tidak ada hari perdagangan. Kekhawatiran muncul pada investor sehingga mereka cenderung melepas saham mereka, sehingga *return* menjadi negatif. Aksi jual ini berkaitan dengan kondisi ekonomi makro yang belum stabil, sehingga investor berencana aktif dalam bursa saham setelah hari libur panjang.

Investor memerlukan iklim yang stabil dan kondusif dalam aktivitas perdagangan mereka. Adanya pemilihan presiden pada Tahun 2004 membuat investor mengambil sikap *wait and see* dalam aktivitas mereka. Gejolak kenaikan BBM (bahan bakar minyak) pada tahun 2005 sampai dua kali

menyebabkan banyak perusahaan yang mengalami kerugian, karena biaya operasional meningkat. Efek ini masih terasa sampai dengan tahun 2006.

Pada tahun 2007, Bursa Efek Indonesia mengalami kinerja yang sangat bagus, sehingga masuk dalam *Big Four* bursa terbaik di Asia. Akan tetapi, pada Tahun 2008, indeks bursa terpuruk lagi bahkan sampai ada kebijakan penghentian perdagangan dari pemerintah. Tampak bahwa iklim perdagangan bursa di Indonesia masih belum stabil dan sangat dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro. Dengan demikian, keputusan investor cenderung kepada ekonomi makro, bukan kepada hari-hari dalam perdagangan saham.

PENUTUP

Kesimpulan

- (1) Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara 1 hari sebelum dan sesudah hari libur Nasional terhadap *return* saham dibandingkan dengan hari perdagangan lainnya. Hasil ini ditunjukkan dengan tidak adanya signifikansi yang bernilai di bawah 0,05 pada pengujian model 1 dengan ARIMA.
- (2) Tidak terdapat pengaruh yang signifikan hari libur Nasional yang dipindahkan ke akhir pekan terhadap *return* saham dibandingkan dengan apabila hari libur tetap pada hari yang sebenarnya. Hasil ini ditunjukkan dengan tidak adanya variabel yang mempunyai signifikansi di bawah 0,05 pada pengujian model 2 dengan ARIMA.

- (3) Terdapat pengaruh yang signifikan antara Hari Kamis sebelum hari libur nasional Jumat terhadap *return* saham. Hal ini ditunjukkan dengan signifikansi sebesar 0,0477 ($< 0,05$) pada variabel TH_1.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini hanya menggunakan kelompok perusahaan yang termasuk dalam kategori LQ 45 sehingga belum mewakili kondisi Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan.

Saran

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan kategori perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat diperoleh gambaran yang lebih umum tentang pengaruh hari libur Nasional terhadap *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari., Eduardus Tandelilin. 1999. Pengaruh Hari Perdagangan terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.14, No.4, p.111-123.
- Arumugam,s.1999. "Focus on High Stock Returns Before Holidays New Evidence From India". *Jurnal of Financial Management*. Vol 12.pp.69-84.
- Cahyaningdiyah, Dwi. 2005. Analisis Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return saham: Pengujian Week-Four Effect dan Rogalski Effect di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.20, No.2, 2005, p.175-186.
- Chomariah, Siti., Imam Ghozali., Darsono., 2004, Pengaruh Hari Libur Nasional Terhadap Return Saham Harian di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Maksi*, Vol 4, p.129-145.
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar- dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Meneu, Vicente dan Angel Padro. "Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behavior". <http://www.ucm.es/info/icae/seminario/seminario0203/18dica.pdf>.
- Robiyanto. 2000. Pengaruh Hari Perdagangan Saham terhadap Return Harian Saham Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol.5/Tahun III, p.46-57.
- Sunariyah, 2003. *Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kedua. UPP AMP YKPN.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE. Yogyakarta.
- Wihandaru. 2004. Pengaruh Hari Perdagangan Saham terhadap Indeks Harga Saham (Studi Kasus pada IHSG dan Indeks LQ45 Tahun 2000). *Utilitas*, Vol.12, No.1, p.73-89.