



ANALISIS ANOMALI LIBURAN
DI BURSA EFEK JAKARTA
(Studi Kasus Pada Perusahaan Kelompok LQ-45)

SKRIPSI

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi
Universitas Jember

Oleh :

Marentin Nita Niagara
NIM. 020810201178

UNIVERSITAS JEMBER
FAKULTAS EKONOMI
2006

DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
UNIVERSITAS JEMBER-FAKULTAS EKONOMI

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama Mahasiswa : Marentin Nita Niagara
NIM : 020810201178
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul Skripsi : ANALISIS ANOMALI LIBURAN DI BURSA
EFEK JAKARTA (Studi Kasus Pada Perusahaan
Kelompok LQ-45)

Menyatakan bahwa skripsi yang telah saya buat merupakan hasil karya sendiri. Apabila ternyata di kemudian hari skripsi ini merupakan hasil plagiat atau penjiplakan, maka saya bersedia mempertanggungjawabkan dan sekaligus menerima sanksi berdasarkan aturan yang berlaku.

Demikian, pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Jember, 25 Februari 2006

Yang menyatakan,

Marentin Nita Niagara
NIM. 020810201178

JUDUL SKRIPSI

ANALISIS ANOMALI LIBURAN DI BURSA EFEK JAKARTA (Studi Kasus Pada Perusahaan Kelompok LQ-45)

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama Mahasiswa : Marentin Nita Niagara

NIM : 020810201178

Jurusan : Manajemen

telah dipertahankan di depan Tim Penguji pada tanggal :

25 Februari 2006

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan memperoleh gelar Sarjana dalam Ilmu Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Tim Penguji

Ketua : Tatok Endhiarto, SE, M.Si :
NIP. 131 832 339

Sekretaris : Dra. Lilik Farida, M.Si :
NIP. 131 832 338

Anggota : Tatang Ary Gumanti, M.Bus.Acc., Ph.D :
NIP. 131 960 488

Dra. Elok Sri Utami, M.Si :
NIP. 131 877 449

Mengetahui :
Universitas Jember,
Fakultas Ekonomi
Dekan,

Dr. H. Sarwedi, MM
NIP. 131 276 658

TANDA PERSETUJUAN

Judul Skripsi : ANALISIS ANOMALI LIBURAN DI BURSA EFEK
JAKARTA

(Studi Kasus Pada Perusahaan Kelompok LQ-45)

Nama Mahasiswa : Marentin Nita Niagara

NIM : 020810201178

Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Disetujui tanggal : 06 Februari 2006

Pembimbing I,

Pembimbing II,

Tatang Ary Gumanti, M.Bus.Acc.,Ph.D
NIP. 131 960 488

Dra. Elok Sri Utami, M.Si
NIP. 131 877 449

Mengetahui :
Ketua Jurusan,

Dra. Diah Yulisetiari, M.Si
NIP. 131 624 474

MOTTO

Mengapa harus melakukan sesuatu sambil berdiri,
jika kita bisa melakukannya sambil duduk ?

(Peribahasa Cina)

Jika orang lain mampu menciptakan dan melakukan sesuatu
mengapa tidak untuk kita,
meskipun kita menciptakan dan melakukannya tidak sebaik dan
sesempurna orang lain.

(Mr. Tag)

PERSEMBAHAN

Dari putihnya harapan ketika aku muncul di dunia ini,
di asuh, di didik, dan di bimbing untuk bisa bersyukur atas Rahmad dan
Karunia-Nya serta semata-mata hanya untuk mencapai keridhoan-Nya.

Sujud Ananda teriring rasa syukur

‘AlhamdulillahRobbilalamiin’

Semoga karya kecil ini menjadikan kebanggaan tersendiri di hadapan

My Best Parents

Ayahanda Sumitro dan Ibunda Suparmi tercinta,

dengan seluruh cinta dan samudra kasih sayang yang tiada bertepi serta
untaian do'a yang tidak akan pernah terputus, semua pengorbanan dan
keteladanan yang diberikan selama ini

My Lovely Brother

Zuri Auriza tersayang,

yang menawarkan dan memberikan indahnya persaudaraan yang telah terjalin,
‘pertenggaran-pertenggaran’, dukungan dan banyolan-banyolan segarnya

My Husband and My children to be

orang-orang yang akan selalu melengkapi hidup dan kebahagiaanku

*Almamaterku – Manajemen
Fakultas Ekonomi – Universitas Jember*

tempatku ‘hangansu kawruh’ yang akan selalu kubanggakan

ABSTRACT

The difference in time dimension should be taken into account by investor before making decision in stock market investment. Two important things inherent in investment setting are returns and risk. Return faced by each investor will not always be the same given fluctuation in stock prices and the risk preference of each investor. What is expected will not always be the same with what is received. This is called an abnormal return that is the difference between actual and expected return. The central issue of this study is the expected return generated by investor surrounding the trading around the holiday. That is why, this study is going to determine whether abnormal return was found on the long weekend holidays in Indonesian capital market, in this case is the Jakarta Stock Exchange in particular is for companies listed in the LQ-45 for the year of 2004.

The population of this study is all firm classified as the member of LQ45. The sample was determined using purposive sampling covering a period of 24 October 2003 to 31 December 2005. A single index model was used to estimate the systematic risk of each firm using a 60-days period. A sample of 24 firms meeting the criteria of sample selection. The tests used are Kolmogorov-Smirnov for testing normal distribution, one-sample t-test, two sample-paired t-test, one sample Wilcoxon test for median, and two sample Wilcoxon test for medians.

The results indicate that the average abnormal return on the days just before and after the holiday is not significantly different from zero. In other words, there is not significant abnormal return. In addition, the study also finds that there is no significant difference on average abnormal returns between pre and post holiday. The study comes to a conclusion that the holiday anomaly is not evident in Indonesian Capital Market of LQ-45 for year 2004.

The implication of the study is that there is no point for investor to use holidays trading strategy in stock market investment, because there is no significant different on the abnormal returns surrounding the holidays. In other words, the trading can be performed at anytime, regardless the holiday of the market.

Keywords : abnormal returns, holiday anomaly, LQ-45, and Jakarta Stock Exchange.

ABSTRAKSI

Perbedaan dimensi waktu yang tidak pasti harus menjadi bahan pertimbangan yang patut diperhitungkan oleh seorang investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi. Dua hal yang melekat pada masalah investasi adalah pengembalian (*return*) yang diharapkan dan risiko (*risk*). *Return* saham yang diperoleh oleh seorang investor pastilah berbeda karena fluktuasi harga saham di bursa untuk setiap perusahaan tidaklah sama. Dari sini muncullah *abnormal return* saham yang menyebabkan ada tidaknya anomali di pasar modal. Penelitian ini dilakukan untuk menentukan ada tidaknya anomali liburan (libur panjang akhir pekan, yaitu hari libur Jumat, Sabtu Minggu; Sabtu, Minggu, Senin; dan Jumat, Sabtu, Minggu, Senin) di Pasar Modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta pada saham perusahaan kelompok LQ-45 selama tahun 2004.

Penelitian ini merupakan penelitian empiris pada perusahaan kelompok LQ-45 yang menggunakan data sekunder. Artinya, penelitian ini mendasarkan pada data sekunder yang diambil dan dikutip dari data yang sudah tersedia pada obyek yang diteliti. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Data diambil secara harian mulai tanggal 24 Oktober 2003 sampai dengan 31 Desember 2004, hal ini dilakukan untuk perhitungan *abnormal return* yang mundur 60 hari dari hari sebelum libur panjang akhir pekan dengan metode *Single Index Model*. Alat uji yang dipergunakan pada penelitian ini adalah Uji Normalitas Data *Kolmogorov-Smirnov*, *Uji-t one sample* dan *two sample for mean*, serta *Uji Wilcoxon one sample* dan *two sample for median*.

Hasil pengujian terhadap saham LQ-45 tahun 2004 menunjukkan bahwa *abnormal return* yang terdapat di Bursa Efek Jakarta adalah sama dengan nol, *abnormal return* sebelum liburan tidak berbeda dengan *abnormal return* setelah liburan, sehingga harga saham sebelum dan sesudah liburan tidak berbeda secara signifikan. Dengan kata lain bahwa tidak terdapat anomali liburan khususnya libur panjang akhir pekan di Bursa Efek Jakarta atas saham LQ-45 selama tahun 2004.

Berdasarkan atas hasil dan penelitian ini disarankan kepada investor bahwa transaksi jual beli saham di Bursa Efek Jakarta dapat dilakukan kapan saja, tidak tergantung pada hari biasa ataupun hari-hari menjelang liburan panjang akhir pekan karena tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *return* saham.

Kata kunci : *abnormal return*, anomali liburan panjang akhir pekan, LQ-45, dan Bursa Efek Jakarta

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmaanirrahiim,

Alhamdulillah, puji syukur kepada Allah SWT atas limpahan Rahmat, Taufik, dan Hidayah-Nya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul : **“Analisis Anomali Liburan di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus Pada Kelompok Perusahaan LQ-45)”**, yang merupakan tugas akhir dan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini tidak akan terwujud apabila tidak ada bantuan, masukan dan dukungan dari berbagai pihak yang secara langsung maupun tidak langsung telah memotivasi dalam penyelesaian penulisan skripsi ini. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih kepada :

1. Ibu Dra. Diah Yulisetiari, M.Si, selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember
2. Bapak Tatang Ary Gumanti, M.Bus.Acc., Ph.D., selaku Dosen Pembimbing I, yang telah banyak membimbing dan memberikan masukan dengan penuh kesabaran dan dedikasi yang tinggi, serta transfer seluruh ilmunya
3. Ibu Dra. Elok Sri Utami, M.Si., selaku Dosen Pembimbing II, yang telah memberikan bimbingan demi kesempurnaan skripsi ini
4. Ibu Dra. Lilik Farida, M.Si, selaku Dosen Pembimbing Akademik, yang telah membantu dan memberikan pengarahan dalam proses akademika selama menempuh studi di jurusan manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember
5. Ibu Dr. Nurhayati, MM., Bapak Dr. Hari Sukarno, MM., (yang telah banyak memberikan masukan, pengarahan dan transfer ilmunya). Mbak Intan Nurul A., SE (angan lupa oleh-oleh ilmunya dari Birmingham), Mbak Novi P., SE

6. Segenap civitas akademika Universitas Jember serta Bapak dan Ibu Dosen Pengajar Mata Kuliah di Fakultas Ekonomi Universitas Jember, yang telah membukakan mata dan pikiran untuk sebuah pengertian bahwa dunia ini teratur dalam berbagai aspek. Seluruh staf dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Jember khususnya manajemen. Mas Yuli, terima kasih atas kepedulian dan maaf telah banyak merepotkan. Mas Biben, Mas Nono, Mas Kacang, terimakasih atas fasilitas laboratoriumnya
7. Semua guru-guruku, dari TK sampai SMA, Ibu Komsatun (yang selalu mengajakku bermain), Ibu (Almh) Nurhajati...yang telah mengajarku membaca dan menulis, Bapak Gunawan W. (*the first inspiration*), Ibu Umi Tursilawati, Ibu Endah (guru BP-ku yang cantik), Bapak Suwandi (*Nettusing still of me*), Ibu Yuli Sri Rejeki (terima kasih untuk pra SPMB '02 kemarin dan maaf telah banyak merepotkan)
8. Ayahanda Sumitro (*Dad, now I can smile. I know I've never lost you*. Kau hidup dalam diriku) dan Ibunda Suparmi (kunikmati setiap menit bersamamu. *I'm the luckiest daughter in the world, Mom*. Cinta dan pengorbananmu tak tertebus menit dan detik) tercinta, yang telah memberikan fasilitas terbaik, jutaan cinta dan kasih sayang, untaian do'a, pengorbanan dan keteladanan untuk menjadikanku seperti saat ini, juga rasa kekeluargaan yang telah terjalin dalam keluarga kita. ***I love both of you, yet it's never enough for me being with you***
9. Adik semata wayang-ku, Zuri Auriza tersayang.....”meski di langit bintang bersinar tak seterang rembulan tapi dia tidak pernah bergantung pada matahari hanya sekedar untuk memancarkan sinar dan menghiasi angkasa”.....*thanks for all, dik*. Jangan pernah membuat Ayah dan Mama tidak bangga telah memiliki kita.....*Be the best !!*
10. *My Best Uncle and Aunt 'Pudjiono'*, yang telah memberikan banyak kritik, masukan, petuah dan *share* pengalamannya. Juga untuk dik Faiz Rahmadani, si kecil yang selalu membuat aku kangen, *thanks for your smile*

11. Keluarga besar Kakung Giman dan Emak, terima kasih 'sangu' dan do'anya
12. *Matahari jiwaku*, seorang yang senantiasa memberikan motivasi, senyuman dan mengartikan setiap warna dalam bianglala hidupku. Terima kasih untuk mencintaiku tanpa batas, untuk seluruh kesabaran dan pengertiannya. *So sorry for those boring nights ...* untuk tidak mencemburui *laptop*-ku, untuk semua keyakinan kita, kepercayaan, harapan dan keteguhan hati. Semua akan senantiasa menjadi sesuatu yang terindah dan tak kan pernah terlupakan
13. Sahabat baikku, Diah Kumala Nur, *thanks* atas indahnya persahabatan dan pengertiannya. Jangan pernah melupakan secuilpun cerita tentang kita...*about Hadi hope you are survive*
14. *New comer of the gank*, Desi Handyani, *thanks* atas masukannya dan telah menjadi sahabat baruku, teman seperjuanganku, tempat berbagi cerita, berkeluh kesah serta seluruh pengertiannya. *Ketika kebersamaan itu ada mengapa kita selalu memiliki cerita yang mirip? thanks for everything*
15. *Konco-konco neng mBlitar*, Rani dan keluarga (terimakasih atas semangat dan dukungan...cepatan lulus juga ya, Sayang), Hendra (kapan nich qt bisa seperti dulu lagi), Chi-Phee (akhirnya qt nyambung lagi), Atiek, Rina, Ariesta, Yulia... *I miz u all*
16. Kakakku di Jember, Andafi Syamsahudha, makasih telah mau aku repoti, mengajakku jalan-jalan dan memberikan nasihat yang membangun. Mas Yudha Arta, makasih atas perkenalan yang indah. Mas Riza Moha, *matur suwun* perhatian sama *nyit-nyit*. Mas Andri Ar. terimakasih atas kebersamaan yang telah terjalin ini
17. *My second family in JaNEm 19*, yang selalu terindukan, Mba' Ni'a (*suwun diwarisi map dan sekejap menjadi mba'ku*), Rita, Tiara 'Mak Nyos', Yuyun 'Marke', Pipit, Yanni (jangan takut lagi ya...), Lilik, Dewi, Selvi, Naning, Nora *n d' gank* (makasih guyonan segarnya), dan adik-adikku

semua yang belum aku sebutkan...maaf kalau aku banyak membuat salah,

I love you all

18. *My sister* Nining.....*thanks* telah banyak mendengar keluh kesahku, 'Chayo' girl !!

19. Keluarga Bapak (Alm) dan Ibu Ilyas di Jl Jawa VI/19 Jember

20. Anak-anak Manajemen Genap '02, yang termanis dan takkan terlupakan, Wahyu Dwi, Fiyu (*konco KK...suwun banget, Cah*), Heppy, Nunik, Irwin, Mardi, Vika (tempatku bertanya dan *haunting* tugas), Lilik (*ta' enteni neng Sutardjo*), Yulia, Pipit, Diana, Norma, Kadek, Dewi, Andika dan yang tidak dapat tersebut satu persatu. ***Thanks for the lovely friendships...Viva Manajemen '02 !!***

21. Teman-teman di Jember, Dian Sita, Trias, Roni...makasih telah merawat ketika hepatitis menyerangku

22. *Jember Town*, sebagai tempat mengukir sekelumit cerita yang tak terlupakan. Meski telah berkali-kali membuat aku menangis

23. Si hitam "*Nyit-nyit*" yang selalu mengantar kemanapun aku pergi, Si silver "*Toshi*" yang selalu menemani malam-malam sepiku, serta organiser kesayanganku, terimakasih atas semua yang telah terukir manis di tubuhmu, kemarin, saat ini dan untuk selamanya

24. Semua pihak yang telah membantu dan tidak dapat tersebut satu persatu, terima kasih atas segalanya.

Akhir kata, penulis berharap apa yang telah penulis torehkan dalam skripsi ini dapat dimanfaatkan oleh pihak-pihak yang membutuhkan dan berguna bagi pengembangan ilmu pengetahuan. Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih jauh dari sempurna, sehingga penulis mengharapkan kritik serta saran yang membangun dalam terciptanya karya tulis yang lebih baik di masa yang akan datang.

Jember, Februari 2006

Penulis

DAFTAR ISI

	Hal.
HALAMAN JUDUL	i
SURAT PERNYATAAN	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
LEMBAR PERSETUJUAN.....	iv
MOTTO	v
PERSEMBAHAN	vi
ABSTRACT	vii
ABSTRAKSI	viii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR ISI	xiii
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB	
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	5
II. TINJAUAN PUSTAKA	7
2.1 Kajian Teoritis dan Empiris	7
2.1.1 Pengertian Pasar Modal	7
2.1.2 Fungsi Pasar Modal	8
2.1.3 Pengertian Harga Saham	10
2.1.4 Efisiensi Pasar Modal	11
2.1.5 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	13
2.1.6 <i>Single Index Model</i>	15
2.1.7 Anomali Pasar	16
2.1.8 Indeks Harga Saham	18
2.2 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya	20
2.3 Kerangka Konseptual	24
2.4 Hipotesis	25

**DAFTAR ISI
(Lanjutan)**

	Hal.
III.METODE PENELITIAN	26
3.1 Rancangan Penelitian	26
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian.....	26
3.3 Jenis dan Sumber Data	27
3.4 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran	27
3.5 Metode Analisis Data dan Uji Hipotesis	29
3.6 Kerangka Pemecahan Masalah	35
IV.HASIL DAN PEMBAHASAN	38
4.1 Gambaran Umum Obyek yang Diteliti	38
4.1.1 Sejarah Pasar Modal	38
4.1.2 Perkembangan Bursa Efek Jakarta	39
4.1.3 Indeks LQ-45	40
4.1.4 Deskripsi Sampel Penelitian	41
4.2 Hasil Analisis Data	43
4.2.1 Deskripsi <i>Abnormal Return</i> Saham	43
4.2.2 Uji Normalitas Data	45
4.2.3 Uji Hipotesis Pertama	46
4.2.4 Uji Hipotesis Kedua	50
4.3 Pembahasan Hasil Penelitian	52
V. SIMPULAN DAN SARAN	55
5.1 Simpulan	55
5.2 Saran	56
DAFTAR PUSTAKA	57
LAMPIRAN	59

DAFTAR GAMBAR

	Hal.
Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian	24
Gambar 3.1 Kerangka Pemecahan Masalah.....	36



DAFTAR TABEL

	Hal.
Tabel 4.1 Daftar Hari Libur Panjang Akhir Pekan	41
Tabel 4.2 Penentuan Sampel Penelitian.....	42
Tabel 4.3 Deskripsi Perusahaan Menurut Sektor Industrinya	43
Tabel 4.4 Deskripsi Statistik <i>Abnormal Return</i> Sampel Penelitian untuk Masing-masing Hari Libur dan Keseluruhan	44
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas dengan Uji <i>Kolmogorov-Smirnov</i>	46
Tabel 4.6 Hasil <i>uji-t one sample</i> statistik dan uji median <i>one sample</i> statistik	47
Tabel 4.7 Hasil <i>uji-t two sample statistics</i> Sebelum dan Sesudah Liburan.....	50

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 a. Kode Perusahaan yang masuk dalam ILQ-45 tahun 2004
b. Daftar Perusahaan ILQ-45 tahun 2004
- Lampiran 2 Perhitungan *abnormal return* Perusahaan Kelompok LQ-45 tahun 2004
- Lampiran 3 Pengujian Hipotesis
- Lampiran 4 Hasil Pengujian Saham Kelompok LQ-45 tahun 2004
- Lampiran 5 *Abnormal return* Saham Kelompok LQ-45
- Lampiran 6 Daftar t_{tabel}

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana efektif untuk mempercepat pembangunan suatu negara. Hal ini dimungkinkan karena pasar modal merupakan wahana yang dapat menggalakkan pengalangan dana-dana jangka panjang dari masyarakat untuk disalurkan ke sektor-sektor yang produktif (Husnan, 1998). Pasar Modal Indonesia mengalami perkembangan yang positif menjelang tahun 1990 sejak digulirkannya sejumlah paket ekonomi oleh Pemerintah Republik Indonesia. Prosentase perdagangan yang dilakukan investor asing Pasar Modal Indonesia mencapai 60-70 persen dari total transaksi. Maraknya perdagangan yang terjadi, membuat Pasar Modal Indonesia dapat dikatakan bangun dari tidurnya karena sebelum tahun 1990 jumlah transaksi relatif sedikit.

Perkembangan yang pesat pada Pasar Modal Indonesia sejak tahun 1990-an tersebut telah menarik minat para investor untuk menggunakannya sebagai tempat berinvestasi. Keputusan penanaman modal (investasi) tersebut dimaksudkan untuk mendapatkan *return* yang sesuai dengan harapan investor, meskipun di dalamnya terdapat risiko ketidakpastian antara harapan dan kenyataan atas penghasilan yang diperoleh dari investasi tersebut. Oleh sebab itu, dua hal yang perlu diperhatikan oleh seorang investor adalah tingkat pengembalian (*return*) dan risiko atas *return* yang diharapkan.

Konsep dasar yang diperlukan untuk melakukan investasi tersebut adalah adanya pengertian bahwa dalam pasar modal dikenal dengan adanya konsep pasar efisien (*Efficient Market*), yang dikemukakan pertama kali oleh Fama (1970). Dalam konteks pasar efisien ini, dinyatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien ketika tidak seorangpun, baik dari investor individu atau investor institusi akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*) setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Di pasar yang efisien, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari

informasi yang ada atau “ *stock prices reflect all available information*”. Menurut Fama (1970), bentuk efisiensi pasar modal dapat dikelompokkan menjadi tiga, yaitu (1) efisiensi pasar bentuk lemah, (2) efisiensi pasar bentuk setengah kuat, dan (3) efisiensi pasar bentuk kuat.

Kenyataan yang ada di pasar menunjukkan adanya anomali-anomali yang secara teori menentang konsep pasar efisien. Masalah anomali yang terdapat dalam pasar efisien ini bukan merupakan masalah baru tetapi masalah lama yang harus terus diteliti karena secara teori anomali ini cukup menarik. Penyimpangan-penyimpangan ini secara praktiknya memperbolehkan investor untuk menaikkan keuntungan di pasar modal, namun kenyataannya semua investor tidak ada yang menjamin akan berhasil 100% (Rodoni, 2004).

Sedikitnya terdapat empat macam anomali pasar yang dikenal dalam teori keuangan (Levi, 1996). Keempat macam anomali pasar yang dimaksud adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*) yang masing-masing kelompok atau macam anomali tersebut masih terbagi atas beberapa jenis anomali yang lebih khusus lagi. Anomali liburan (*holiday anomalies*) adalah salah satu jenis dari anomali musiman, dimana anomali ini menyatakan bahwa ditemukan *return* positif pada hari terakhir sebelum liburan dan *return* tersebut secara rata-rata lebih tinggi daripada setelah liburan.

Hipotesis ‘*closed market*’ menyatakan bahwa *return* sebelum liburan lebih tinggi daripada *return* hari biasa dan *return* setelah liburan lebih rendah daripada *return* hari biasa. Hal ini dikarenakan kemungkinan adanya beberapa hal yang mempengaruhi investor, seperti faktor emosi, perilaku psikologis, dan hasrat dari investor itu sendiri. Pada hari pertama setelah liburan, kecenderungan adanya perilaku yang kurang rasional sehingga ditemukannya *return* yang rata-rata adalah lebih rendah (Barone, 1990; Mills *et al*, 2000). Menurut Arumugam (1999), *return* harian untuk anomali liburan diklasifikasikan menjadi lima kategori, yaitu

return 'rest of the day', *return* liburan satu hari, *return* liburan dua hari, *return* liburan tiga hari, dan *return* liburan lebih dari tiga hari.

Beberapa penelitian tentang anomali liburan telah dilakukan di pasar modal, seperti, Barone (1990) yang menganalisis harga saham terhadap pengaruh delapan hari libur di Pasar Modal Milan, Italia. Kim dan Park (1994) membuktikan pengaruh hari libur terhadap keuntungan saham pada tiga pasar utama di Amerika Serikat, yaitu *New York Stock Exchange* (NYSE), *American Excahnge* (AMEX), dan *National Association of Security Dealers Quotation* (NASDAQ). Dua penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat pengaruh hari libur terhadap pergerakan harga dan keuntungan saham. Hal ini yang membuat menarik untuk diteliti lebih lanjut apakah di Pasar Modal Indonesia berlaku juga pengaruh hari libur terhadap pergerakan harga dan keuntungan saham.

Penelitian ini akan menguji ada tidaknya anomali liburan di Pasar Modal Indonesia pada tahun 2004. Ada tiga hal utama yang membuat ketertarikan untuk meneliti anomali liburan ini. Pertama, pada tahun 2004 (tahun yang dipergunakan untuk melakukan penelitian) terdapat banyak liburan panjang akhir pekan akhir pekan sebagai konsekuensi dari kebijakan pemerintah yang melakukan pergeseran hari libur nasional. Kedua, Indonesia adalah negara yang sedang berkembang dimana pasar modalnya dikategorikan sebagai pasar baru tumbuh (*emerging markets*) yang memiliki ciri berbeda dengan *developed markets*. Di pasar modal *emerging*, potensi untuk dapat mengeksploitasi pasar dengan keunggulan informasi masih sangat terbuka karena adanya disparitas dalam akses terhadap informasi. Perdefinisi, pasar modal *emerging* dan *developed* dapat diartikan sebagai berikut:

“Emerging markets is an economy in the early stages of development whose markets have sufficient size and liquidity and are receptive to foreign invesment. Developed markets is a sector within international stock made up of countries where the government and economy are more soundly established”.¹

¹ www.finance.gov.ab.ca/business/ahstf/glossary.html dan www.ustrust.com/public/ustrust/global_pages/glossary_d.html

Dikatakan bahwa *emerging markets* adalah suatu pasar dimana pasar tersebut masih dalam tahap perkembangan yang dicirikan oleh likuiditas yang relatif rendah, jumlah perusahaan yang *listed* belum banyak dan menarik bagi investor asing sebagai alternatif investasinya. Contoh dari pasar modal yang baru tumbuh adalah Indonesia, Brazil, China, dan Yunani. Sedangkan pasar modal yang maju (*developed markets*) adalah suatu pasar dimana pemerintahan dan perekonomian di negara tersebut sudah maju yang dicirikan dengan kuatnya aliran dana dan keterbukaan serta akses terhadap informasi dengan baik. Contoh pasar modal maju adalah Amerika Serikat, Australia, Inggris, dan Jepang. Pengelompokan pasar modal ini berdasarkan sifatnya, yaitu *emerging* dan *developed* didasarkan pada beberapa pendapat, misalnya Bekaert *et al.* (2001) dan Bekaert dan Harvey (2003), yaitu tentang volatilitas pasar modal di pasar *emerging* yang mengkategorikan Indonesia masuk kedalamnya. Ketiga, penelitian tentang anomali liburan belum banyak dilakukan di Indonesia, dimana sejauh ini baru Rodoni (2004).

Dengan alasan tersebut dapat diketahui bahwa kemungkinan akan adanya anomali liburan sepanjang tahun 2004 di Pasar Modal Indonesia. Penelitian ini dikhususkan pada saham-saham yang termasuk ke dalam kelompok Indeks LQ-45 yang dikenal sebagai saham *blue-chip* (saham yang memiliki reputasi tinggi, memiliki pendapatan yang stabil, saham yang aktif diperdagangkan dan konsisten dalam membayar dividen).

1.2 Perumusan Masalah

Banyaknya libur panjang akhir pekan yang terjadi selama tahun 2004 (Januari – Desember 2004) diyakini dapat memberikan pengaruh yang berarti terhadap harga saham di pasar. Fluktuasi harga saham yang terjadi mencerminkan bahwa para investor memanfaatkan libur panjang akhir pekan ini untuk memasarkan saham-sahamnya di pasar.

Dengan adanya penelitian terdahulu yang menunjukkan bukti bahwa terdapat hubungan antara anomali liburan dan *return* saham di pasar modal, maka

perlu dilakukan penelitian lagi untuk mengetahui apakah fenomena tersebut berlaku juga dalam kondisi dan sampel yang berbeda.

Berdasarkan uraian di atas maka permasalahan utama yang dapat diambil untuk penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat anomali liburan di Bursa Efek Jakarta khususnya untuk Indeks saham LQ-45 pada tahun 2004?, dan
2. Apakah terdapat *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah liburan panjang akhir pekan selama tahun 2004 pada saham kelompok LQ-45?.

1.3 Tujuan Penelitian

Dengan mengacu pada pokok permasalahan diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk :

1. Menentukan ada tidaknya anomali liburan di Bursa Efek Jakarta khususnya Indeks saham LQ-45 pada tahun 2004, dan
2. Menentukan ada tidaknya *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah liburan panjang akhir pekan selama tahun 2004 pada saham yang masuk ke dalam kelompok LQ-45.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian mengenai anomali liburan terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta ini diharapkan dapat memberikan manfaat untuk berbagai pihak, yaitu peneliti serta investor dan calon investor.

1. Bagi peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan kajian dan informasi untuk pengembangan ilmu pengetahuan dan penelitian berikutnya, memberikan tambahan wawasan dan perspektif tentang pasar modal, serta memberi informasi untuk pengembangan ide baru yang lebih inovatif di masa yang akan datang.

2. Bagi Investor dan Calon Investor

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi mengenai adanya pengaruh liburan panjang akhir pekan terhadap harga saham di

Bursa Efek Jakarta kepada investor dan calon investor agar dapat menambah kepekaan dan lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan investasi sehingga mereka dapat meminimalkan risiko dan memaksimalkan keuntungan.



II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teoritis dan Empiris

2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Secara umum pasar modal didefinisikan sebagai suatu pasar abstrak dan konkrit dimana terjadi pertemuan antara pihak yang menawarkan dengan pihak yang memerlukan dana. Dikatakan pasar abstrak karena memperjualbelikan dana jangka panjang, yaitu keterkaitannya dalam investasi yang lebih dari satu tahun (Widiatmojo, 1996:13). Menurut Keputusan Menteri Keuangan RI No 1548/KMK/90, tentang peraturan pasar modal, dalam arti luas pasar modal didefinisikan sebagai suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar (Sunariyah, 1997:2). Sedangkan dalam arti sempit pasar modal didefinisikan sebagai suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham, obligasi dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang saham.

Sedangkan menurut Husnan (1998:8), pasar modal adalah instrumen keuangan jangka panjang yang biasa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri. Dinyatakan juga bahwa keberhasilan pembentukan pasar modal dipengaruhi oleh *supply* dan *demand*, sedangkan pasar modal sendiri merupakan pertemuan *supply* dan *demand* dalam jangka panjang. Menurut Husnan terdapat sejumlah faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal. Faktor-faktor yang dimaksud adalah sebagai berikut.

a. *Supply* Sekuritas

Harus terdapat banyak perusahaan untuk menerbitkan sekuritas di pasar modal

b. *Supply* dan *Demand*

Harus terdapat anggota masyarakat yang memiliki jumlah dana yang cukup besar untuk dipergunakan membeli sekuritas-sekuritas yang ditawarkan.

Income per kapita suatu negara dan distribusi pendapatan mempengaruhi besar kecilnya *supply* dan *demand* karena para calon pembeli sekuritas tersebut kemungkinan berasal dari individu, perusahaan non-keuangan, maupun lembaga-lembaga keuangan

c. Faktor Politik dan Ekonomi

Kondisi politik yang stabil akan ikut membantu pertumbuhan ekonomi yang ada pada akhirnya mempengaruhi *supply* dan *demand* sekuritas

d. Masalah Hukum dan Peraturan

Peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan menjadi mutlak diperlukan, justru pada aspek inilah negara-negara ketiga menjadi lemah

e. Peran Lembaga-lembaga pendukung Pasar Modal

Lembaga-lembaga seperti Bapepam, Bursa Efek, Akuntan Publik, *Underwriter*, Wali Amanat, Notaris, Konsultan Hukum, Lembaga *Clearing*, dan lain-lain perlu bekerja secara profesional dan bisa diandalkan sehingga kegiatan emisi dan transaksi di bursa efek dapat berlangsung dengan cepat

Jadi, kelima faktor tersebut saling berkaitan, dimana bukan hanya masyarakat yang memiliki jumlah dana yang besar saja yang dapat mempengaruhi *supply* dan *demand* tetapi *supply* dan *demand* dipengaruhi juga oleh kondisi politik dan ekonomi suatu negara, hukum dan peraturan yang berlaku dalam negara yang bersangkutan, serta peran dari lembaga-lembaga pendukung pasar modal.

2.1.2 Fungsi Pasar Modal

Fungsi pasar modal pada dasarnya tidak berbeda jauh antara negara yang satu dan negara lain. Pasar modal diharapkan dapat mengalokasikan dana yang dimiliki oleh kesatuan-kesatuan ekonomi yang ada dalam masyarakat secara efektif dan efisien kepada pemakai akhir. Menurut Weston (1997), dalam Nanik Dwi Lestari (2002), empat fungsi utama pasar modal adalah:

- a. memperlancar proses investasi dengan menyelenggarakan pasar transaksi yang relatif murah dan efisien,
- b. menyelenggarakan transaksi yang kontinyu dan menguji nilai suatu saham,
- c. harga surat berharga relatif lebih stabil dengan adanya transaksi yang sering, dan
- d. membantu dalam proses penyerapan harga saham baru terbit dan memperlancar proses penjualan.

Husnan (1998:4) menyatakan bahwa pasar modal menjelaskan dua fungsi, yaitu (1) Fungsi Ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* dan *borrower*, (2) Fungsi Keuangan, dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para *lenders* dan *borrowers* tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Sunariyah (1997) dan Handaru (1996), dalam Effi Setyawati (2001) membedakan fungsi pasar modal menjadi dua, yaitu fungsi makro dan mikro. Dari sudut pandang makro dijelaskan bahwa:

1. perdagangan surat berharga di pasar modal memberi jalan yang mudah untuk menginvestasikan dana,
2. alternatif pembiayaan investasi dan pembiayaan pembangunan, dan
3. mengikutsertakan pemodal kecil dalam kegiatan di sektor pemerintah dan swasta

Dari sudut pandang mikro, dijelaskan bahwa fungsi pasar modal adalah untuk menyetatkan struktur permodalan perusahaan dalam situasi tertentu, *go public* misalnya, ini dijadikan sebagai salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan dan sebagai sarana bagi pengelola untuk memajukan kemampuannya dalam membangun perusahaan melalui merger dan akuisisi (Handaru, 1996). Sunariyah (1997:5), dari sudut pandang mikro, mengemukakan fungsi pasar modal yang ditinjau dari sisi kepentingan pelaku pasar terbagi menjadi lima sisi, yaitu:

1. sebagai sarana untuk melakukan interaksi antara penjual dan pembeli untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjualbelikan,
2. memberikan kesempatan kepada investor untuk memperoleh hasil yang diharapkan,
3. memberikan kesempatan kepada investor untuk menjual kembali saham atau surat berharga yang dimilikinya
4. menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian, dan
5. pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga karena informasi yang akurat dan terpercaya sangat penting bagi investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi

Dilihat dari sudut pandang mikro pada dasarnya fungsi pasar modal hanyalah sebagai tempat melakukan transaksi jual beli saham atau surat berharga. Tetapi dengan adanya pasar modal ini biaya informasi dapat dikurangi sehingga investor dapat dengan tepat mengambil keputusan investasinya.

2.1.3 Pengertian Harga Saham

Saham merupakan bukti kepemilikan atas perusahaan, ketika pemodal membeli saham maka mereka membeli prospek perusahaan. Jika prospek perusahaan baik, harga saham pasti akan meningkat begitu juga dengan sebaliknya. Prosentase saham yang dimiliki menunjukkan berapa besar kepemilikannya terhadap perusahaan. Saham adalah salah satu bentuk penanaman modal pada suatu entitas (badan usaha) yang dilakukan dengan menyetorkan sejumlah dana tertentu dengan tujuan menguasai sebagian hak kepemilikan atan entitas tersebut, dan sebagai pemilik modal berhak memperoleh pembagian keuntungan secara periodik (Sunariyah, 1997:61).

Harga saham dapat dibedakan menjadi tiga macam, yaitu harga nominal saham, harga perdana saham, dan harga pasar saham. Harga nominal pasar adalah harga yang tercantum dalam sertifikat saham, yang ditetapkan oleh emiten dengan persetujuan Bapepam. Harga saham pada pasar perdana ditentukan oleh

underwriter dan emiten. Sedangkan harga pasar saham adalah harga saham yang terjadi di lantai bursa selama *listing* di pasar sekunder (Husnan, 1998:285).

Terdapat dua faktor yang mempengaruhi harga saham ini menurut Weston dan Brigham (1993:26), yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal yang dimaksud terbagi menjadi lima bagian, yaitu proyeksi laba per lembar saham, saat diperolehnya laba, risiko dari proyeksi laba, hutang, dan kebijakan dividen. Sedangkan faktor eksternal yang mempengaruhi harga saham adalah faktor makro ekonomi seperti inflasi, perubahan nilai tukar valuta asing, pertumbuhan ekonomi dan faktor-faktor non-ekonomi yang berpengaruh.

2.1.4 Efisiensi Pasar Modal

Teori pasar efisien menjadi hal yang sangat penting bagi peneliti untuk melakukan pengujian keabsahannya sejak tahun 1970, tahun dimana pertama kali teori pasar efisien ini dikemukakan oleh Fama. Smith (1990), dalam Gumanti (2006), menyatakan bahwa teori pasar efisien merupakan salah satu tonggak penting dalam perkembangan teori keuangan dan menyebutnya sebagai salah satu kerangka bangun dasar keuangan.

Brealey (1988), dalam Anoraga (2001), menyebutkan bahwa pasar modal dikatakan efisien bila informasi dapat diperoleh dengan mudah dan murah oleh pemakai modal, sehingga semua informasi yang relevan dan terpercaya telah tercermin dalam harga-harga saham.

Informasi relevan yang dapat mempengaruhi harga saham yang dikemukakan oleh Husnan (1998) diklasifikasikan menjadi tiga bentuk, yaitu : (1) Informasi dalam bentuk perubahan harga di waktu lalu, (2) Informasi yang tersedia kepada publik, (3) Informasi yang tersedia baik kepada publik (*public information*) ataupun tidak (*public and private information*).

Jones (1998), dalam Gumanti (2006), menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam, yaitu informasi masa lalu dan informasi saat ini juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi.

Keharusan adanya konsep pasar efisien dalam kehidupan nyata adalah:

- a. banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham, sehingga investor-investor ini adalah *price taker*, artinya seorang pelaku sendiri tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas,
- b. tidak diperlukannya biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama,
- c. informasi diperoleh dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain, dan
- d. investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian

Fama (1970) menyatakan bahwa bentuk efisiensi pasar modal dapat dikelompokkan menjadi tiga, yaitu (1) hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form of the efficient market hypothesis*), dan (3) hipotesis efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*).

Berikut ini diulas masing-masing bentuk pasar efisien tersebut.

1. Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga saham yang bersangkutan. Menurut hipotesis ini, pasar akan mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangan. Jika hipotesis pasar bentuk lemah terpenuhi dan akibatnya harga adalah bebas dari bentuk harga saham historis, maka dapat kita katakan bahwa perubahan-perubahan harga akan mengikuti kaidah jalan

acak (*random walk*) ketika hanya melakukan pengujian terhadap seri historis

2. Hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*)

Harga saham merupakan harga yang mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Konsep ini mengatakan bahwa investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa peraturan keuangan lain seperti pajak bangunan (*property*) atau suku bunga dan atau beta saham termasuk *rating* perusahaan

3. Hipotesis efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Harga saham yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Jadi dalam hal ini, bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, disamping juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja. Bentuk pasar kuat merupakan bentuk efisiensi yang paling ketat. Hal ini terkait dengan pengertiannya bahwa harga pasar mencerminkan semua informasi, baik publik maupun non-publik.

Pengujian efisien tidaknya pasar selama ini mengasumsikan konsep *abnormal return* yang besarnya diturunkan dari nilai *return* riil (*real/actual return*) dan *return* harapan (*expected return*). Salah satu pendekatan yang sering digunakan dalam mengestimasi *abnormal return* adalah *Capital Asset Pricing Model*.

2.1.5 Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan salah satu model yang digunakan untuk mengantisipasi *return* suatu sekuritas dimana kemampuan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas ini penting dan mutlak diperlukan oleh investor. Oleh karena itu, CAPM digunakan untuk menentukan harga suatu capital berdasarkan karakteristik risikonya (Weston dan Copeland, 1995:362).

Haugen (1993), dalam Effi Setyawati (2001), menyatakan bahwa CAPM menjelaskan bagaimana seorang investor atau calon investor mengharapkan keuntungan dari saham yang berbeda-beda dengan mempertimbangkan risiko masing-masing saham. Jika terdapat informasi baru mengenai pasar, maka pasar bereaksi dengan cepat dengan melakukan transaksi jual dan beli saham. Oleh karena itu, kecepatan perubahan harga saham diakibatkan karena adanya informasi baru dalam pasar. Jika harga merespon semua informasi baru dalam pasar maka pasar dapat dikatakan relatif efisien. Jika informasi yang disebarkan lambat diterima oleh pasar dan investor terlalu berhati-hati dan harga tersebut menyimpang dari harga yang sebenarnya maka pasar dikatakan relatif tidak efisien.

Model CAPM ini mendasarkan pada kondisi ekuilibrium. Dalam keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Risiko investasi pada model ini diukur dengan Beta. Terlepas dari berbagai kritik terhadap CAPM, harus diakui bahwa model ini masih merupakan model yang paling sering digunakan oleh analisis keuangan dalam melakukan analisis investasi. Penggunaan parameter Beta sebagai pengukur tingkat risiko konsisten dengan teori portofolio yang menyatakan bahwa apabila pemodal melakukan deversifikasi dengan baik maka pengukur risiko adalah sumbangan risiko dari tambahan saham ke dalam portofolio.

Menurut Sharpe (1964), Litner (1965), dan Mossin (1966), dalam Handaru (1996), penyusunan CAPM banyak didasarkan pada serangkaian asumsi yang secara sepintas mungkin terlihat kurang realistis. Tetapi hal ini bukan karena menjadi masalah yang mendasar, sepanjang modal tersebut mampu menjelaskan kejadian-kejadian di dunia nyata secara benar. Asumsi-asumsi yang melandasi CAPM adalah:

1. evaluasi terhadap portofolio didasarkan pada keuntungan yang diharapkan dan *deviasi standard* portofolio selama satu periode waktu tertentu,

2. tindakan investor semata-mata didasarkan atas pertimbangan keuntungan yang diharapkan dan *deviasi standard* portofolio,
3. aset-aset individual sepenuhnya dapat dipecah sampai bagian yang terkecil sekalipun (*fully divisible*) dengan demikian maka investor bisa membeli aset pada jumlah yang diinginkan,
4. terdapat tingkat bunga pinjaman dan tabungan bebas risiko (*risk free lending borrowing rate*) tingkat harga ini berlaku untuk semua investor,
5. tidak ada biaya transaksi dan pajak penghasilan,
6. informasi dapat diperoleh secara langsung dan cuma-cuma oleh semua investor,
7. tindakan pemodal secara individual tidak dapat mempengaruhi harga saham, sebaliknya tindakan seluruh pemodal (secara bersama-sama dan pada arah yang sama) mungkin dapat mempengaruhi harga sekuritas-sekuritas di pasar, dan
8. setiap pemodal memiliki pengharapan yang sama (*homogenous expectations*) terhadap keuntungan yang diharapkan, *deviasi standard*, kovarians sekuritas.

2.1.6 Single Index Model

Single Index Model (SIM) merupakan model yang mengkaitkan perhitungan *return* setiap aset pada indeks pasar (Tandelilin, 2001:68). Model ini diciptakan oleh William Sharpe yang merupakan pengembangan model portofolio Markowitz.

Dalam SIM terdapat dua faktor yang bertanggung jawab atas tingkat pengembalian suatu saham. Faktor pertama merupakan faktor umum, yaitu prosentase perubahan dalam indeks, sedangkan faktor yang kedua adalah perubahan-perubahan yang terkait dengan kejadian-kejadian khusus perusahaan. Kedua faktor tersebut mutlak harus ada dalam model SIM.

Manfaat penggunaan SIM ini adalah untuk mengurangi jumlah input yang harus diestimasi karena untuk memecah set efisien mean-varian harus meminimisasi varian portofolio untuk rata-rata *return* tertentu, sehingga SIM

adalah metode sederhana yang secara drastis mengurangi jumlah dari perhitungan kovarian yang diperlukan. Namun pengestimasiannya tersebut harus disesuaikan dengan asumsi yang dipakai dalam SIM bahwa sekuritas akan berkorelasi hanya jika sekuritas-sekuritas tersebut mempunyai respon yang sama terhadap *return* pasar. Sedangkan sekuritas akan bergerak menuju arah yang sama hanya jika sekuritas-sekuritas tersebut mempunyai hubungan yang sama terhadap *return* pasar.

Sama halnya dengan CAPM, dalam SIM ini juga terdapat perbedaan antara risiko sistematis dan risiko non sistematis. Risiko sistematis adalah risiko yang disebabkan oleh faktor umum, tidak dapat didiversifikasikan, dan tidak dapat dihilangkan. Hal ini tidak tergantung pada berapa banyak jumlah portofolio kita. Sedangkan risiko non sistematis adalah risiko yang tidak terkait dengan faktor umum, yang dapat dihilangkan ketika seorang investor memiliki jumlah portofolio yang sangat banyak.

2.1.7 Anomali Pasar

Anomali pasar adalah suatu peristiwa atau kondisi yang dapat dieksploitasi untuk menghasilkan *abnormal return* atau *profits*. Anomali pasar ini muncul pada semua bentuk pasar efisien, baik bentuk lemah, semi-kuat, dan kuat.

Sedikitnya terdapat empat macam anomali pasar yang dikenal dalam teori keuangan (Levi, 1996). Keempat macam anomali pasar yang dimaksud adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*).

Uraian selengkapnya dari masing-masing bentuk anomali adalah sebagai berikut.

1. Anomali Perusahaan (*Firm Anomalies*)

Anomali perusahaan muncul atau terjadi sebagai akibat dari adanya sifat atau karakteristik khusus perusahaan. Jenis-jenis anomali perusahaan adalah *Size Anomalies* (*return* pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko), *Closed-end Mutual funds*

Anomalies (return pada *close-end funds* yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi), *Neglect Anomalies* (perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung memiliki *return* lebih tinggi), dan *Institutional Holdings Anomalies* (perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki *return* lebih tinggi)

2. Anomali Musiman (*Seasonal Anomalies*)

Anomali musiman sangat tergantung sepenuhnya pada waktu. Jenis dari anomali ini adalah *January Effect* (harga sekuritas cenderung naik pada bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama), *Week-end* (harga sekuritas cenderung naik pada hari jumat dan turun pada hari senin), *End of Month* (harga sekuritas cenderung naik pada hari-hari akhir setiap bulan), *Time of Day* (harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan), *Seasonal* (saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai), dan *Holiday* (ditemukannya *return* positif pada hari terakhir sebelum liburan)

3. Anomali Peristiwa (*Event Anomalies*)

Anomali peristiwa terjadi apabila harga mengalami perubahan setelah adanya satu kejadian atau peristiwa yang mudah teridentifikasi, misalnya pengumuman pencatatan saham. Jenis dari anomali peristiwa ini adalah *Analysis Recommendation Anomalies* (semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun), *Insider Trading Anomalies* (semakin banyak saham yang dapat dibeli oleh insiders, semakin tinggi kemungkinan harga akan naik), dan *Listings Anomalies* (harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di bursa), dan *Value Line Rating Changes Anomalies* (harga sekuritas akan terus naik setelah *value line* menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi)

4. Anomali Akuntansi (*Accounting Anomalies*)

Anomali akuntansi terjadi ketika terjadi perubahan harga saham sebagai akibat dari dikeluarkannya suatu informasi akuntansi. Misalnya, setelah

terdapat pengumuman kenaikan *earnings* harga saham cenderung mengalami kenaikan. Jenis dari anomali akuntansi ini adalah *Price/Earning Anomalies* (saham dengan *price/earning ratio* rendah cenderung memiliki *return* yang lebih tinggi), *Earnings Surprise Anomalies* (saham dengan capaian *earning* lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung terus mengalami peningkatan harga), *Price/Sales Anomalies* (ketika rasionya rendah cenderung bekerja lebih baik), *Price/Book Anomalies* (ketika rasionya rendah cenderung bekerja lebih baik), *Dividend Yield Anomalies* (ketika *yield*-nya tinggi cenderung bekinerja lebih baik), dan *Earnings Momentum Anomalies* (saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan *earning*-nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik).

Anomali liburan yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah termasuk dalam jenis anomali musiman. Anomali liburan yang dipergunakan adalah liburan panjang akhir pekan, yaitu : hari Jumat, Sabtu, dan Minggu; hari Sabtu, Minggu, dan Senin; serta hari Jumat, Sabtu, Minggu, dan Senin.

2.1.8 Indeks Harga Saham

Indeks merupakan suatu indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham (sekuritas) dari satu waktu ke waktu yang lain. Pada dasarnya Indeks Harga Saham memiliki lima fungsi, yaitu (Darmadji, 2001:95)

- a. Sebagai indikator trend pasar
- b. Sebagai indikator tingkat keuntungan
- c. Sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio
- d. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif
- e. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif

Terdapat lima macam indeks saham di Pasar Modal Indonesia yang dipergunakan untuk mengukur harga saham suatu perusahaan-perusahaan yang *go public* di Indonesia. Indeks saham tersebut adalah Indeks Harga Saham Individual (IHSI), Indeks harga Saham Sektoral (IHSS), Indeks LQ-45, Indeks harga Saham

Gabungan (IHSG), Indeks Syariah (*Jakarta Islamic Index*). Berikut ini dijelaskan masing-masing indeks saham tersebut.

1. Indeks Harga Saham Individual (IHSI)

Indeks Harga Saham Individual (IHSI) adalah indeks yang menjelaskan pergerakan harga saham individual atau dengan kata lain indeks masing-masing saham terhadap harga dasarnya

2. Indeks Harga Saham Sektoral (IHSS)

Indeks Harga Saham Sektoral (IHSS) adalah indeks yang menjelaskan pergerakan harga saham berdasarkan sektor. Terdapat sembilan sektor di Bursa Efek Jakarta, yaitu : Pertanian, Pertambangan, Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, Industri Barang Konsumsi, Properti dan *Real Estate*, Transportasi dan Infrastruktur, Keuangan, Perdagangan; Jasa dan Investasi

3. Indeks LQ-45

Indeks LQ-45 adalah indeks yang terdiri atas 45 saham yang aktif diperdagangkan di bursa efek dan terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham serta nilai kapitalisasi pasarnya. Saham-saham yang masuk dalam kelompok LQ-45 disesuaikan setiap 6 bulan sekali yaitu pada awal Februari dan awal Agustus

4. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) adalah indeks yang menjelaskan pergerakan semua saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta sebagai komponen perhitungannya

5. Indeks Syariah (*Jakarta Islamic Index*)

Indeks Syariah (*Jakarta Islamic Index*) adalah indeks yang menjelaskan pergerakan saham yang mengakomodasikan syariat investasi dalam Islam. Indeks ini dikembangkan oleh Bursa Efek Jakarta bekerja sama dengan *Danareksa Investment Management*. Saham-saham yang masuk dalam Indeks syariah ini adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan Syariah Islam

2.2 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya

Penelitian tentang adanya anomali liburan yang berpengaruh terhadap harga saham telah banyak dilakukan, seperti Fields (1934), dalam Arumugam (1999), mengemukakan bahwa sebagian besar kenaikan harga terjadi pada hari sebelum liburan. Fosback (1976) dalam Arumugam (1999), menjelaskan bahwa *return* sebelum liburan yang tinggi adalah penambahan dari *return* standar dan juga 500 indeks terkecil. French (1980), dalam Arumugam (1999), menganalisa bahwa efek akhir pekan ditemukan tidak signifikan dibandingkan dengan efek setelah liburan di pasar USA.

Roll (1983), dalam Arumugam (1999), mengemukakan bahwa *return* yang tinggi terbukti ditemukan pada perusahaan dengan klasifikasi sebagai perusahaan kecil yang mana *return* tinggi yang dimaksud diperoleh pada hari sebelum liburan tahun baru. Ariel (1987) menyatakan rata-rata keuntungan pada perdagangan menjelang libur menunjukkan keuntungan yang sangat tinggi, yaitu 9-14 kali lipat keuntungan rata-rata dibandingkan dengan hari perdagangan biasa. Data yang digunakan oleh Ariel adalah data keuntungan harian. Tahun 1963 sampai 1982 ditemukan keuntungan rata-rata indeks pemberat yang sama CRSP (*Center for Research in Security Price*) adalah 14 kali lipat daripada perdagangan pada hari-hari biasa. Pada bagian yang lain dengan menggunakan data yang sama, Ariel menemukan adanya rata-rata yang tinggi sebelum liburan yang diperoleh investor setelah disesuaikan dengan harga pasar.

Lakonishok dan Smidt (1988) menggunakan data keuntungan saham selama 90 tahun di *Dow Jones Industrial Average* (DJIA). Mereka menguji apakah terdapat perbedaan keuntungan sebelum dan setelah hari libur serta keuntungan harian perdagangan yang bukan pada hari libur. Hasil penelitian menemukan bukti bahwa tingkat keuntungan rata-rata lebih besar pada hari perdagangan sebelum hari libur dibandingkan dengan setelah hari libur.

Di Amerika Serikat pada tahun yang sama dengan penelitian Lakonishok dan Smidt (1988), Jacobs dan Levy (1988) menguji pengaruh hari libur dimana terdapat delapan hari libur yang diteliti terhadap harga saham. Hasil dari

penelitian tersebut menunjukkan kenaikan 35 persen terhadap harga saham daripada hari-hari perdagangan biasa dan pengaruh hari libur nampak lebih kuat pada saham-saham berukuran kecil. Ditemukan juga bahwa *return* pada hari Kamis menjelang Jumat lebih tinggi daripada *return* pada hari Jumat jika hari Senin libur.

Pettengil (1989) menganalisis proses hasil keuntungan dari saham-saham menjelang hari libur. Data yang digunakan merupakan data harian di Pasar Saham New York dari bulan Juli 1962 sampai dengan Desember 1986. Dari analisis tersebut ditemukan bahwa pada perusahaan-perusahaan besar dan kecil, keuntungan saham dipengaruhi oleh hari libur yang menghasilkan keuntungan luar biasa tinggi pada hari perdagangan satu hari sebelum libur.

Di Eropa penelitian dilakukan oleh Barone (1990). Barone menganalisis harga saham terhadap pengaruh delapan hari libur di Pasar Modal Milan selama periode 2 Januari 1975 sampai dengan 22 Agustus 1989. Hasil studi menunjukkan bahwa sebelum hari libur, rata-rata keuntungan lebih tinggi daripada rata-rata keuntungan hari-hari lainnya. Perubahan harga pada hari sebelum hari libur rata-rata 11% lebih tinggi dibandingkan dengan hari-hari perdagangan lainnya yaitu positif 60 % untuk sebelum hari libur dan 49% pada hari perdagangan lainnya.

Kim dan Park (1994) membuktikan pengaruh hari libur terhadap keuntungan saham. Studi ini memberi bukti keuntungan *abnormal* yang tinggi pada hari perdagangan sebelum libur di ketiga pasar saham utama di Amerika Serikat, seperti NYSE, AMEX, dan NASDAQ pada periode tahun 1986. Selama periode 1 Juli 1972 sampai dengan 30 Juni 1987 di pasar saham Inggris dan Jepang yang berbeda hari liburnya juga ditemukan bukti bahwa pengaruh hari libur telah ada disana yang bebas dari pengaruh libur di pasar saham Amerika Serikat.

Merrill (1996), dalam Arumugam (1999), juga mengemukakan bahwa adanya ketidaksamaan frekuensi pada '*Dow Jones Industrial Average*' yaitu naik pada hari sebelum liburan untuk periode 1897 – 1965. Sedangkan Bessembinder dan Hertzfel (1997), dalam Arumugam (1999), mengemukakan bahwa *return*

positif yang besar pada hari terakhir sebelum akhir pekan dan hari pertama setelah akhir pekan dan liburan.

Arumugam (1999) meneliti pengaruh hari libur di bursa saham India dimana periode penelitian yang dipergunakan adalah mulai dari 4 April 1979 hingga 31 Maret 1997 dengan jumlah observasi sebanyak 3.735. Dalam melakukan pengujian, Arumugam membagi datanya menjadi tiga set pengamatan, yaitu tahun 1979-1985 (kondisi sebelum liberalisasi pasar modal), 1985-1991 (kondisi dimana liberalisasi pasar mulai diperkenalkan), 1991-1997 (kondisi pada mana fase kedua dari reformasi ekonomi menyeluruh diperkenalkan). Hasil studi menunjukkan bahwa *return* saham sebelum libur lebih tinggi daripada hari-hari biasa, dan *return* saham sesudah libur lebih rendah daripada hari-hari biasa dan sebelum libur. Hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya *return* yang positif kecuali pada pasar *bearish*. Rata-rata *return*nya 19,15% ($p < 0,01$) untuk sebelum liburan dan 13,72% ($p < 0,05$) untuk *return* setelah liburan.

Dalam penelitiannya, Arumugam (1999) juga mencoba untuk mengkaji apakah terdapat efek antara liburan akhir pekan dan liburan non-akhir pekan, dan apakah *return* sebelum liburan akhir pekan atau non-akhir pekan secara statistik lebih tinggi daripada *return* pada hari-hari yang lain. *Return* pada sebelum libur akhir pekan memiliki tingkat signifikansi yang lebih baik dibandingkan dengan *return* pada satu hari menjelang libur non-akhir pekan. Temuan lain menunjukkan bahwa *return* pada hari setelah liburan akhir pekan atau non-akhir pekan ternyata tidak jauh berbeda dengan *return* pada hari-hari yang lain. Kenyataan ini mengindikasikan bahwa *return* pada hari menjelang libur akhir pekan atau non-akhir pekan lebih nyata dibandingkan dengan *return* setelah liburan. Kesimpulan yang diangkat oleh Arumugam menyatakan bahwa kenaikan harga terjadi pada perdagangan sebelum liburan, tidak oleh efek adanya libur akhir pekan.

Sedangkan Mills *et al* (2000) meneliti pengaruh hari libur di pasar modal Athena, Yunani. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa pengaruh hari libur adalah signifikan terhadap berbagai saham dan *Index General*. Terdapat 90%

keuntungan saham individu dan *Index General Athena* yang secara signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata keuntungan hari-hari yang lain.

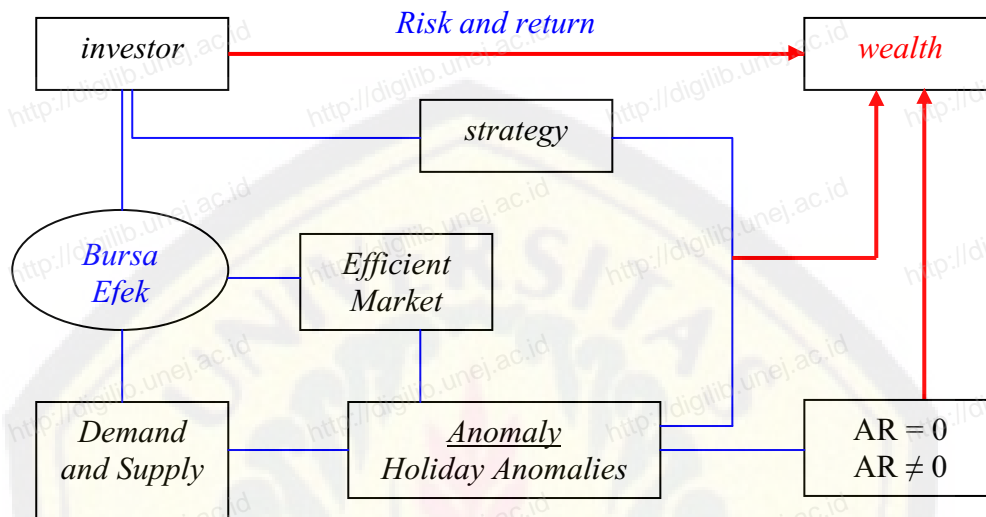
Penelitian di Indonesia tentang pengaruh hari libur ini dilakukan oleh Rodoni (2004). Dengan menggunakan periode penelitian selama 11 tahun, yaitu Januari 1990 hingga Desember 2000, Rodoni membuktikan bahwa terdapat anomali kalender yang mempengaruhi keuntungan menjelang hari libur dimana hari libur yang dimaksudkan adalah hari libur umum umat Islam dan hari libur umum umat Kristen. Ditemukannya tiga saham yang memiliki perbedaan signifikan antara keuntungan saham menjelang hari libur umum dan bukan hari libur umum. Kemudian, terdapat dua saham yang memiliki perbedaan signifikan antara keuntungan saham menjelang hari libur umat Islam dengan hari perdagangan biasa, dan tiga saham yang memiliki perbedaan signifikan antara keuntungan saham menjelang hari libur umat Kristen dengan hari perdagangan biasa.

Berdasarkan kajian teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu, dapat diambil suatu kesimpulan bahwa anomali liburan banyak ditemukan, baik di luar negeri maupun di dalam negeri. Adanya penelitian yang sama mengenai anomali liburan di pasar modal luar negeri oleh beberapa peneliti menjadikan topik ini menarik untuk diteliti. Lebih lanjut alasan inilah yang mendorong untuk melakukan penelitian tentang anomali liburan terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini ditekankan pada efek liburan akhir pekan yang panjang (*long weekend*), yaitu libur pada hari Jumat atau libur pada hari Senin, atau libur pada hari Jumat dan Senin.

Penelitian dengan obyek liburan *long weekend* ini didasari oleh temuan Arumugam (1999) yang menunjukkan bahwa *return* satu hari sebelum akhir pekan, yaitu hari Jumat memiliki tingkat signifikansi yang lebih baik dibandingkan dengan *return* pada menjelang liburan hari-hari yang lain.

2.3 Kerangka Konseptual

Berdasarkan teori yang ada dan temuan empiris, kerangka konseptual yang diajukan dalam penelitian ditunjukkan dalam Gambar 2.1 berikut.



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian

Uraian atas kerangka konseptual pemikiran seperti pada Gambar 2.1 di atas dapat dijelaskan sebagai berikut. Pembahasan dan kajian terhadap pasar modal tentunya tidak akan terlepas dengan investor, dimana untuk mencapai suatu tujuan akhir dari proses investasinya yaitu kemakmuran atau *wealth* seorang investor harus memperkirakan *risk* dan *return*. Dalam memperkirakan *risk* dan *return* tersebut investor harus memiliki strategi dan dapat menguasai pasar dengan baik.

Secara teori, kekuatan *demand* dan *supply* yang didasari oleh banyak faktor akan menentukan naik atau turunnya harga saham. Selain itu, di pasar modal juga berlaku teori pasar efisien dimana terdapat tiga bentuk hipotesis, yaitu *weak form*, *semi-strong form*, dan *strong form*. Suatu pasar dikatakan efisien apabila *abnormal return* yang terjadi adalah sama dengan nol, namun pada kenyataannya pasar tidak selalu berada dalam keadaan efisien. Di dalamnya

sering terjadi penyimpangan-penyimpangan (*anomaly*) yang dipengaruhi oleh *demand* dan *supply*. *Anomaly* terbagi menjadi empat macam, salah satu di antaranya adalah *holiday anomalies* yang menyatakan bahwa terdapat *return* positif pada hari terakhir sebelum liburan. Hal ini yang menyebabkan adanya *abnormal return* tidak sama dengan nol. Strategi-strategi yang dimiliki oleh investor digunakan untuk dapat menguasai pasar baik dalam keadaan efisien maupun tidak efisien dimana di dalam pasar tidak efisien tersebut terdapat *abnormal return* yang menyebabkan adanya anomali.

Berpijak dari kajian teori, dan bukti empiris, penelitian ini mencoba untuk menjawab pertanyaan empiris, yaitu apakah fenomena anomali liburan ditemukan di Pasar Modal Indonesia, khususnya pada perusahaan-perusahaan yang tergolong pada LQ-45.

2.4 Hipotesis

Tinjauan teoritis dan telaah atas penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan adanya bukti bahwa secara rata-rata tingkat harga saham lebih tinggi pada hari-hari sebelum liburan daripada setelah liburan. Artinya, secara empiris di sejumlah pasar modal dunia termasuk Indonesia telah ditemukan suatu fenomena yang dikenal dengan sebutan anomali liburan (*holiday anomalies*). Anomali liburan menyatakan bahwa secara rata-rata, *abnormal return* pada hari sebelum liburan lebih tinggi daripada *abnormal return* setelah liburan. Berpijak dari hasil kajian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H_{01} : Rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan sama dengan nol.

H_{a1} : Rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan tidak sama dengan nol.

H_{02} : Rata-rata *abnormal return* sebelum liburan tidak lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* setelah liburan.

H_{a2} : Rata-rata *abnormal return* sebelum liburan lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* setelah liburan.

III. METODE PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelian

Penelitian ini menjelaskan tentang perbedaan harga saham antar perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta untuk periode Januari 2004 sampai dengan Desember 2004 yang merupakan penelitian berbasis pengujian hipotesis (*hypothesis testing*). Pengujian yang digunakan berbasis penelitian pengujian hipotesis deskriptif yaitu sebuah penelitian yang bertujuan untuk menggambarkan atau mendefinisikan siapa yang terlibat di dalam suatu kegiatan, apa yang dilakukan, kapan dilakukan, dimana dan bagaimana melakukannya (Jogiyanto, 2004:12). Dimensi waktu *cross sectional* dipilih karena melibatkan satu waktu tertentu (libur perdagangan) dengan banyak sampel. Penelitian ini merupakan penelitian empiris pada perusahaan kelompok LQ-45 yang menggunakan data sekunder. Artinya, penelitian ini mendasarkan pada data sekunder yang diambil dan dikutip dari data yang sudah tersedia pada obyek yang diteliti.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah saham-saham yang masuk dalam kelompok indeks LQ-45 untuk periode Januari 2004 sampai dengan Desember 2004. Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel harus memenuhi dua kriteria berikut :

- a. Perusahaan harus tercatat secara terus-menerus kedalam Indeks LQ-45 selama periode penelitian.

Persyaratan ini ditetapkan karena dalam penelitian ini menggunakan periode penelitian yang mencakup tiga periode seleksi penetapan LQ-45. Oleh karena itu, perusahaan yang terpilih harus secara konsisten masuk ke dalam pembentuk indeks LQ-45.

- b. Perusahaan-perusahaan yang diteliti mempunyai beta positif.

Persyaratan ini ditetapkan karena perusahaan yang mempunyai beta negatif secara teori tidak mungkin dan tidak layak untuk diteliti dimana

harga saham perusahaan cenderung tidak mengalami perubahan (saham tidur).

3.3 Jenis dan Sumber Data

Dalam penelitian ini, data yang dipergunakan adalah data sekunder yang bersumber dari Bursa Efek Jakarta untuk saham yang termasuk dalam kelompok Indeks LQ-45 pada kurun waktu tahun 2004. Data yang dipergunakan adalah data-data tentang harga saham harian dan Indeks LQ-45. Sumber data penelitian berasal dari beberapa tempat, yaitu Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Stock Market Database* yang dikembangkan oleh PPA-Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada dan tersedia di Fakultas Ekonomi Universitas Jember, *Indonesian Capital Market Directory*, media masa, dan jurnal-jurnal ilmiah yang relevan.

3.4 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Untuk mempermudah dalam proses analisis data dan membatasi permasalahan dalam penelitian ini, akan diuraikan definisi operasional variabel serta pengukurannya.

a. *Individual Return* Saham

Individual Return adalah tingkat keuntungan yang didapat oleh setiap saham individu yang dinyatakan dalam prosentase dan dihitung harian. *Individual Return* saham dihitung dengan rumus sebagai berikut (Gumanti, 2006) :

$$R_i = \text{Ln} \frac{P_t}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (3.1)$$

Dimana :

R_i = Tingkat keuntungan pada saham individual

P_t = Harga saham pada hari ke- t

P_{t-1} = Harga saham pada hari ke- $t-1$

b. *Market Return* Saham

Market Return adalah tingkat keuntungan yang terjadi di pasar yang merupakan cermin dari keuntungan pasar dalam bentuk perubahan

terhadap indeks pasar. Dalam penelitian ini indeks pasar yang digunakan adalah indeks ILQ-45 yang dinyatakan dalam prosentase dan dihitung per hari. *Market Return* saham dihitung dengan rumus sebagai berikut (Gumanti, 2006).

$$R_M = \text{Ln} \frac{ILQ\ 45_t}{ILQ\ 45_{t-1}} \dots\dots\dots (3.2)$$

Dimana :

R_M = Tingkat keuntungan pasar (LQ-45)

$ILQ-45_t$ = Indeks saham kelompok LQ-45 pada hari ke- t

$ILQ-45_{t-1}$ = Indeks saham kelompok LQ-45 pada hari ke- $t-1$

c. *Expected Return* Saham

Expected Return adalah tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor. Pada penelitian ini *expected return* dihitung dengan menggunakan *Single Index Model*. *Expected return* dinyatakan dalam prosentase dan dihitung per hari atau berbasis harian. Adapun rumus yang untuk *Single Index Model* adalah sebagai berikut (Tandelilin, 2001:68):

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \dots\dots\dots (3.3)$$

Dimana :

$E(R_i)$ = *Expected return* saham i

α_i = Bagian *return* saham i yang tidak dipengaruhi kinerja pasar

β_i = Ukuran kepekaan *return* saham i terhadap perubahan *return* pasar

R_M = *Return* indeks pasar

ε_i = Kesalahan residual

d. *Abnormal return* Saham

Abnormal return adalah selisih tingkat pengembalian sesungguhnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) yang dinyatakan dalam prosentase dan dihitung dalam basis harian. Untuk menghitung *abnormal return* digunakan rumus sebagai berikut (Husnan, 1998):

$$A(R_i) = R_i - E(R_i) \dots\dots\dots (3.4)$$

Dimana :

$A(R_i)$ = *Abnormal return* saham *i*.

R_i = Tingkat pengembalian sesungguhnya untuk saham *i*.

$E(R_i)$ = Tingkat keuntungan yang diharapkan untuk saham *i*.

3.5 Metode Analisis Data dan Uji Hipotesis

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji normalitas data (*Kolmogorov-Smirnov*), *uji-t one sample* dan *uji-t two sample (pair sample)*, *uji Wilcoxon one sample*, dan *uji Wilcoxon two samples*.

1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data ini digunakan untuk menguji apakah data yang akan diteliti normal atau tidak. Pengujian terhadap normalitas data ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (uji K-S). Apabila hasil pengujian tersebut diketahui berprobabilitas lebih dari 0,05, maka data tersebut dikatakan berdistribusi normal, sebaliknya apabila hasil pengujian tersebut diketahui berprobabilitas kurang dari 0,05, maka data tersebut dikatakan berdistribusi tidak normal.

Jika data tersebut berdistribusi normal, maka pengujian hipotesis penelitian menggunakan *uji-t one sample* dan *uji-t two sample*. Tetapi jika data yang diteliti berdistribusi tidak normal, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan uji *Wilcoxon one sample* dan *two sample*.

2. Uji-T (T-test) *one sample for mean*

Uji-t one sample digunakan untuk menguji apakah terdapat *abnormal return* saham pada periode (hari) sebelum dan sesudah liburan.

Langkah-langkah yang digunakan dalam *uji-t one sample* adalah sebagai berikut:

1. merumuskan hipotesis

Ho: Rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan sama dengan nol.

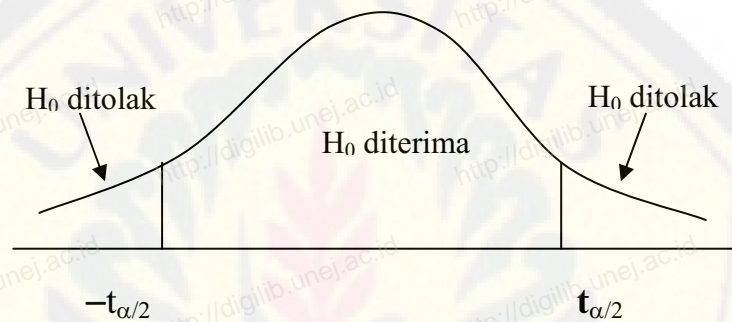
H_a : Rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan tidak sama dengan nol.

2. menentukan *level of significance* (α).

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5% ($\alpha=5\%$)

3. kriteria pengujian

Uji hipotesis yang digunakan adalah uji dua sisi (*two tailed*). Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah rata-rata *abnormal return* sama dengan atau tidak sama dengan nol pada saham dalam kelompok ILQ-45.



Keterangan :

H_0 diterima apabila $-t_{\alpha/2} \leq t_{hitung} \leq t_{\alpha/2}$

H_0 ditolak apabila $t_{hitung} < -t_{\alpha/2}$ atau $t_{hitung} > t_{\alpha/2}$

4. perhitungan nilai t

Nilai t_{hitung} diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Jogyanto, 2004:174) :

$$t = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma / \sqrt{n}}$$

dimana :

\bar{x} = rata-rata nilai pengamatan (*return* saham)

μ = nilai tetapan pembanding

σ = standard deviasi

n = banyaknya sampel

5. menarik kesimpulan

3. Uji-T (T-test) *two sample for mean*

Uji-t two sample digunakan untuk menguji apakah *abnormal return* sebelum liburan sama dengan setelah liburan.

Langkah-langkah yang digunakan dalam *uji-t two sample* adalah sebagai berikut :

1. merumuskan hipotesis

H_0 : Rata-rata *abnormal return* sebelum liburan tidak lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* setelah liburan.

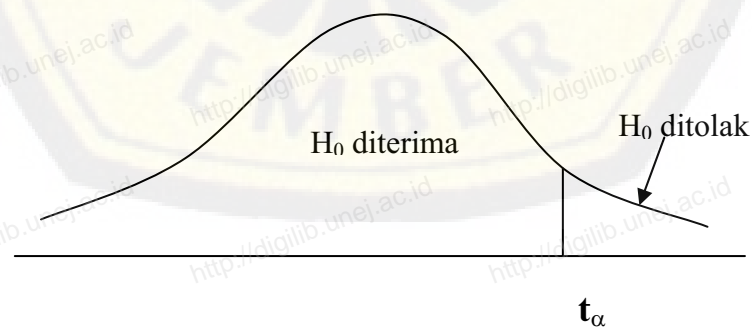
H_a : Rata-rata *abnormal return* sebelum liburan lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* setelah liburan.

2. menentukan *level of significance* (α).

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5% ($\alpha=5\%$)

3. kriteria pengujian

Uji hipotesis yang digunakan adalah uji satu sisi (*one tailed*). Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah *abnormal return* yang terjadi pada hari sebelum liburan = 0 atau $\neq 0$ jika dibandingkan dengan hari setelah liburan pada saham kelompok LQ-45.



Keterangan :

H_0 diterima apabila $t_{hitung} \leq t_{\alpha}$

H_0 ditolak apabila $t_{hitung} > t_{\alpha}$

4. perhitungan nilai t

Nilai t_{hitung} diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2004:179) :

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{S_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}}$$

$$\text{dengan } S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)\sigma_1^2 + (n_2 - 1)\sigma_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

dimana :

\bar{x}_1 = nilai rata-rata sample ke-1

\bar{x}_2 = nilai rata-rata sample ke-2

μ_1 = nilai rata-rata populasi sample ke-1

μ_2 = nilai rata-rata populasi sample ke-2

σ_1 = standard deviasi sampel ke-1

σ_2 = standard deviasi sampel ke-2

S_p^2 = varian dari sampel gabungan

n_1 = jumlah observasi di dalam sampel ke-1

n_2 = jumlah observasi di dalam sampel ke-2

5. menarik kesimpulan

4. Uji *Wilcoxon one sample for median*

Sama halnya dengan uji-t, uji *Wilcoxon* ini dilakukan untuk menentukan apakah terdapat *abnormal return* saham pada periode (hari) sebelum dan sesudah liburan serta untuk menguji apakah *abnormal return* sebelum liburan sama dengan setelah liburan. Hanya saja, uji *Wilcoxon* ini dilakukan ketika sudah diketahui bahwa data yang akan diteliti termasuk dalam kategori data yang berdistribusi tidak normal. Uji *Wilcoxon one sample for median* digunakan untuk menguji apakah ada *abnormal return* pada periode sebelum liburan dan setelah liburan. Uji ini menggunakan uji dua sisi (*two tailed*).

Langkah-langkah yang digunakan dalam uji *Wilcoxon one sample for median* adalah sebagai berikut: (Uji Wilcoxon adalah uji berbasis median, sehingga perlu ada modifikasi dalam pernyataan hipotesis)

1. merumuskan hipotesis

H_0 : Median *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan sama dengan nol.

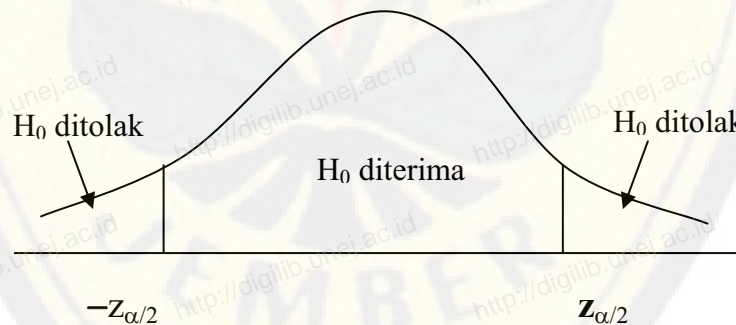
H_a : Median *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan tidak sama dengan nol.

2. menentukan *level of significance* (α).

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5% ($\alpha=5\%$)

3. kriteria pengujian

Uji hipotesis yang digunakan adalah uji dua sisi. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah median *abnormal return* sama dengan atau tidak sama dengan nol pada saham dalam kelompok ILQ-45.



Keterangan :

H_0 diterima apabila $-Z_{\alpha/2} \leq Z_{hitung} \leq Z_{\alpha/2}$

H_0 ditolak apabila $Z_{hitung} < -Z_{\alpha/2}$ atau $Z_{hitung} > Z_{\alpha/2}$

4. perhitungan nilai z

Nilai Z_{hitung} diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Mendenhall *et al.*, 1989:942) :

$$E(T) = \frac{n(n+1)}{4}$$

dengan standard deviasi = $\sigma^2_T = \frac{n(n+1)(2n+1)}{24}$

dengan demikian $z = \frac{T - E(T)}{\sigma_T}$

dimana :

T = median nilai pengamatan (*return* saham)

σ^2_T = varian median

σ_T = standard deviasi median

n = banyaknya sampel

5. menarik kesimpulan

5. Uji Wilcoxon *two sample for median*

Uji Wilcoxon two sample digunakan untuk menguji apakah *abnormal return* sebelum liburan sama atau berbeda dengan *abnormal return* setelah liburan.

Langkah-langkah yang digunakan dalam *uji Wilcoxon two sample* adalah sebagai berikut :

1. merumuskan hipotesis

H_0 : Median *abnormal return* saham sebelum liburan tidak lebih tinggi daripada *abnormal return* saham setelah liburan.

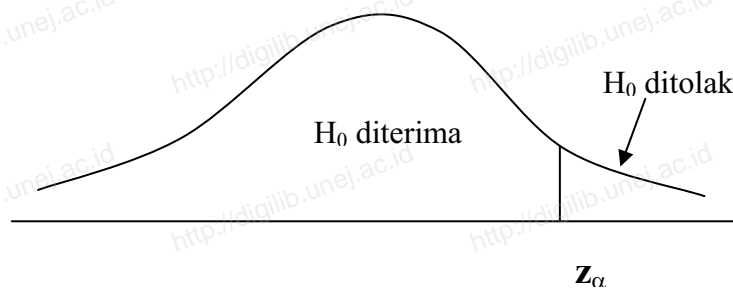
H_a : Median *abnormal return* saham sebelum liburan lebih tinggi daripada *abnormal return* saham setelah liburan.

2. menentukan *level of significance* (α).

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5% ($\alpha=5\%$)

3. kriteria pengujian

Uji hipotesis yang digunakan adalah uji satu sisi. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah *abnormal return* yang terjadi pada hari sebelum liburan lebih tinggi atau tidak lebih tinggi jika dibandingkan dengan *abnormal return* hari setelah liburan pada saham kelompok LQ-45.



Keterangan :

Ho diterima apabila $Z_{hitung} \leq Z_{\alpha}$

Ho ditolak apabila $Z_{hitung} > Z_{\alpha}$

4. perhitungan nilai z

Nilai Z_{hitung} diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Mendenhall *et al.*, 1989:942) :

$$E(T) = \frac{n(n+1)}{4}$$

dengan standard deviasi = $\sigma^2_T = \frac{n(n+1)(2n+1)}{24}$

dengan demikian $z = \frac{T - E(T)}{\sigma_T}$

dimana :

T = median nilai pengamatan (*return* saham)

σ^2_T = varian median

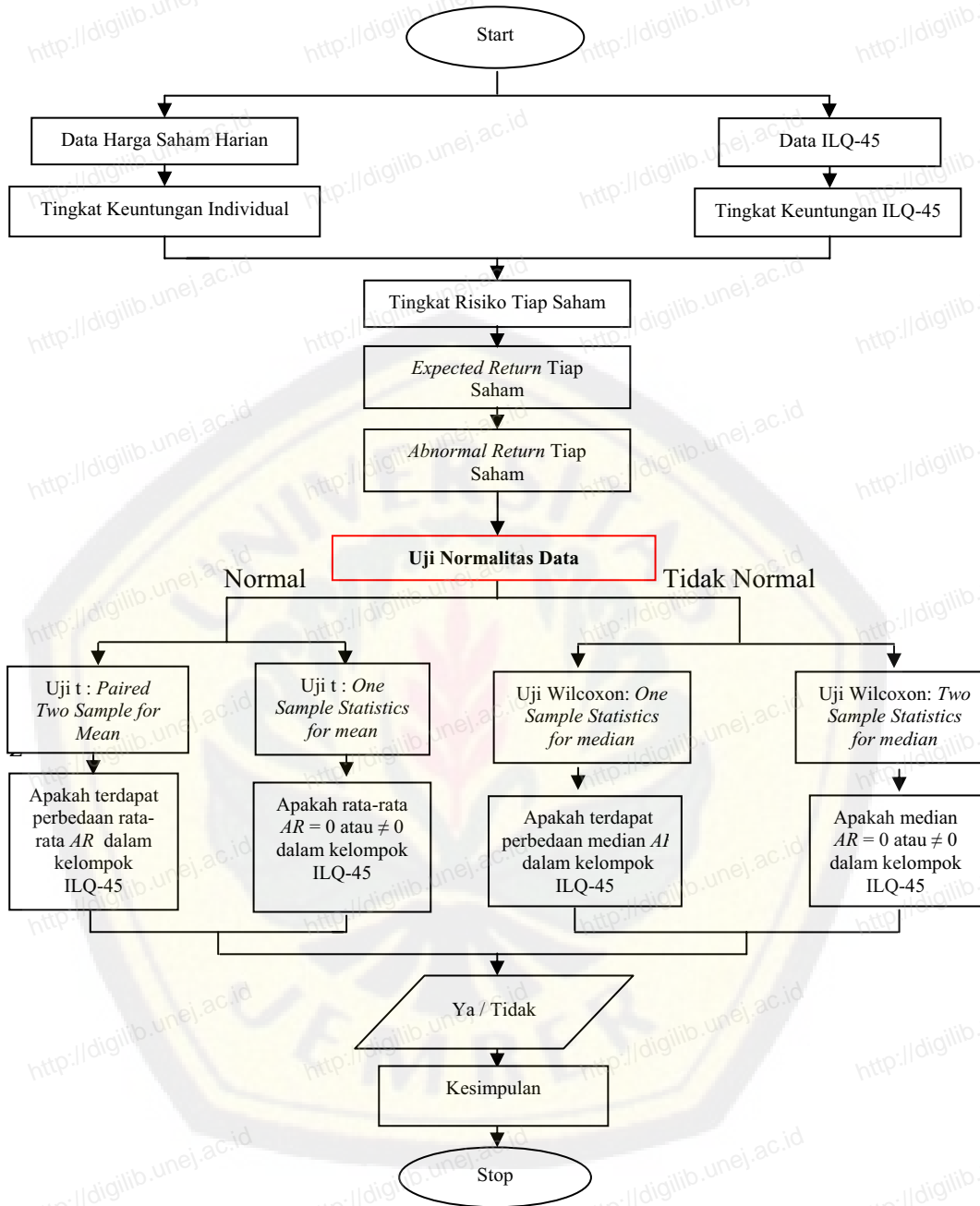
σ_T = standard deviasi median

n = banyaknya sampel

5. menarik kesimpulan

3.6 Kerangka Pemecahan Masalah

Berdasarkan metode analisis data yang digunakan maka dapat disusun urutan proses penyelesaian penelitian ini secara skematis sebagaimana ditunjukkan dalam Gambar 3.1 berikut.



Gambar 3.1 Kerangka Pemecahan Masalah

Keterangan Kerangka Pemecahan Masalah

1. Start
2. Langkah pertama pada penelitian ini adalah pengumpulan data sekunder dari berbagai sumber yang berupa harga penutupan saham dan Indeks LQ-45.
3. Data harga saham yang diperoleh diolah untuk mendapatkan tingkat keuntungan individual (R_i), dan Indeks LQ-45 (ILQ-45) diolah untuk mendapatkan tingkat keuntungan pasar (R_M). Kedua data tersebut diolah bersama-sama sehingga mendapatkan tingkat risiko tiap saham, *expected return*, dan *abnormal return* .
4. Melakukan uji normalitas data dengan menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov*. Jika data yang di uji tersebut diketahui normal maka dilanjutkan ke nomor 5, sedangkan jika diketahui tidak normal maka dilanjutkan ke nomor 6.
5. Pengujian ada tidaknya perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah libur perdagangan dilakukan dengan uji t *paired two sample for mean*, sedangkan uji t *one sample statistics* digunakan untuk menguji apakah *abnormal return* rata-ratanya sama dengan atau tidak sama dengan nol.
6. Uji *Wilcoxon* dilakukan ketika diketahui data yang diuji tidak normal.
7. Stop

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek yang Diteliti

4.1.1 Sejarah Pasar Modal

Pada tanggal 14 Desember 1912 Pasar Modal Indonesia didirikan secara resmi oleh *Amsterdamse Effectenhandel* yang bertempat di Batavia (Jakarta) bernama *Vereniging voor de Effectenhandel* yang langsung memulai perdagangan. Kemudian setelah Perang Dunia I, menyusul Pasar Modal Surabaya yang berdiri pada tanggal 11 Januari 1925 serta di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Permulaan tahun 1939, dimana pada waktu itu suhu politik Eropa meningkat, Pemerintah Hindia Belanda mengambil kebijakan untuk memusatkan perdagangan efek di Jakarta dan menutup bursa efek di Surabaya dan di Semarang. Namun pada tanggal 17 Mei 1940, Pemerintah Hindia Belanda menutup seluruh bursa di Indonesia dan mengeluarkan peraturan bahwa semua efek harus disimpan dalam bank yang telah ditunjuk oleh Pemerintah Hindia Belanda sehingga mengakibatkan banyak perusahaan atau perseorangan yang enggan menanamkan modalnya di Indonesia.

Pasar Modal Indonesia mulai aktif kembali setelah Pemerintah Belanda mengakui kedaulatan Republik Indonesia. Pada tanggal 31 Juni 1952, Pemerintah Indonesia membuka kembali Bursa Efek di Jakarta. Sejak saat itulah bursa efek berkembang dengan pesat, semua anggota diperbolehkan melakukan transaksi arbitrase dengan luar negeri terutama dengan Amsterdam. Pada tahun 1958, Pasar Modal Indonesia kembali mengalami kelesuan dalam perdagangan. Hal ini dikarenakan adanya konfrontasi politik antara Indonesia dengan Belanda sehingga banyak warga negara Belanda yang meninggalkan Indonesia.

Untuk meningkatkan gairah dan mendorong perkembangan pasar modal secara menyeluruh, Pemerintah Indonesia mengeluarkan beberapa kebijakan di bidang pasar modal melalui paket-paket deregulasi sebagai berikut.

1. Paket 23 Desember 1987 (Pakdes 1987),

Dalam Pakdes 1987 disebutkan bahwa adanya penghapusan batasan fluktuasi harga saham di bursa efek dan memperkenalkan bursa paralel. Selain itu, Pakdes 1987 ini merupakan penyederhanaan persyaratan emisi saham dan obligasi, dihapuskannya biaya yang sebelumnya dipungut oleh Bapepam.

2. Paket 27 Oktober 1988 (Pakto 1988),

Sebenarnya Pakto 1988 ini ditujukan untuk sektor perbankan tetapi berdampak terhadap perkembangan pasar modal. Didalamnya dimuat tentang ketentuan 3 L yaitu : Legal, Lending, dan Limit. Selain itu juga peraturan pengenaan pajak atas bunga deposito.

3. Paket 20 Desember 1988 (Pakdes 1988),

Pada dasarnya Pakdes 1988 ini hanya memberikan dorongan yang lebih jauh pada pasar modal dengan membuka peluang bagi swasta untuk menyelenggarakan bursa.

4.1.2 Perkembangan Bursa Efek Jakarta

Bursa Efek Jakarta diaktifkan kembali pada tahun 1977 setelah dinyatakan tidur dalam kurun waktu 11 tahun dengan keputusan presiden nomor 52 tahun 1976. Pada tanggal 10 Agustus 1977, Presiden Suharto meresmikan kembali Bursa Efek Jakarta sekaligus pembentukan Badan Pembina Pasar Modal, Badan Pelaksana Pasar Modal, dan PT Danareksa.

Sebelum tahun 1988 perusahaan yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Jakarta hanya terdapat 24 perusahaan, tetapi setelah berjalan selama tiga tahun yaitu pada tahun 1990 jumlah perusahaan yang *listed* di bursa mencapai 238 perusahaan.

Dengan semakin ramai dan menariknya Bursa Efek Jakarta di mata dunia, maka diperlukannya layanan yang cepat, tepat, dan profesional. Penerapan sistem otomatis sangat diperlukan di bursa, *Jakarta Automated Trading System* (JATS) mulai dioperasikan pada tanggal 22 Mei 1995. Sistem ini mampu menangani sebanyak ± 50.000 transaksi setiap harinya. Sistem ini lebih efisien

jika dibandingkan dengan system manual yang hanya mampu menangani sebanyak \pm 3.800 transaksi setiap harinya.

Dengan diterapkannya JATS ini diharapkan dapat menghilangkan keterbatasan sistem manual, yaitu kesalahan penulisan, keterlambatan penyampaian informasi, dan biaya transaksi yang tinggi. Setelah diterapkannya JATS ini, terjadi peningkatan volume perdagangan dari 14,8 juta lembar dalam 1.606 transaksi ke 19,3 juta lembar dalam 1.740 transaksi.

4.1.3 Indeks LQ-45

Indeks LQ-45 yang terdiri dari 45 saham ini pertama kali diperkenalkan pada tanggal 24 Februari 1997, namun hari dasar untuk perhitungannya adalah 13 Juli 1994 dengan nilai dasar 100. Saham yang masuk dalam kelompok LQ-45 ini dinilai atas dasar likuiditas dan kapitalisasi pasar. Ketika seleksi awal dilakukan, yaitu dengan data pasar dari bulan Juli 1993 sampai bulan Juni 1994 diperoleh 45 emiten yang meliputi 72% dari total kapitalisasi pasar dan 72,5% dari total transaksi di pasar reguler.

Indeks LQ-45 ini memiliki empat kriteria pemilihan saham. Keempat kriteria tersebut adalah sebagai berikut.

1. Saham yang dimaksud harus masuk dalam urutan 60 besar dari total transaksi saham pada pasar reguler dengan rata-rata nilai transaksi selama satu tahun terakhir,
2. Urutan berdasarkan kapitalisasi pasar dengan rata-rata nilai kapitalisasi pasar selama satu tahun terakhir,
3. Telah mencatatkan diri di Bursa Efek Jakarta minimal 3 bulan, dan
4. Memiliki kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan yang bagus.

Untuk mempertahankan likuiditas dari indeks ini dilakukan pemantauan perkembangan kinerja komponen saham secara rutin oleh Bursa Efek Jakarta. Selain itu dilakukan penyesuaian terhadap saham setiap 6 bulan sekali yaitu pada awal Februari dan awal Agustus serta setiap 3 bulan sekali dilakukan *review* pergerakan ranking saham yang akan digunakan untuk pengkalkulasian indeks

LQ-45. Ketika saham-saham yang masuk dalam indeks ini sudah tidak memenuhi kriteria indeks LQ-45, maka saham-saham tersebut akan dikeluarkan dari perhitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang memenuhi kriteria.

4.1.4 Deskripsi Sampel Penelitian

Sebelum dilakukan proses seleksi sampel, penelitian ini terlebih dahulu mengidentifikasi hari libur perdagangan yang ada di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2004. Hal ini dilakukan karena dengan diketahui posisi hari libur, perhitungan beta saham dapat dilakukan yang mana hasil perhitungan beta tersebut merupakan dasar untuk menentukan apakah perusahaan target dapat terpilih sebagai sampel atau tidak.

Hasil penelusuran terhadap libur panjang akhir pekan menghasilkan sebelas hari libur. Rincian selengkapnya untuk masing-masing hari libur ditunjukkan dalam Tabel 4.1 berikut.

Tabel 4.1 Daftar Hari Libur Panjang Akhir Pekan

No	Tanggal Libur		Hari	Nama Libur
	Awal	Akhir		
1	30-Jan-04	2-Feb-04	Sabtu, Minggu, Senin	Idul Adha 1424 H
2	21-Feb-04	23-Feb-04	Sabtu, Minggu, Senin	Tahun Baru Hijriyah 1425 H
3	20-Mar-04	22-Mar-04	Sabtu, Minggu, Senin	Hari Raya Nyepi
4	3-Apr-04	5-Apr-04	Sabtu, Minggu, Senin	Libur Perdagangan di BEJ
5	9-Apr-04	11-Apr-04	Jumat, Sabtu, Minggu	Wafat Isa Almasih
6	1-May-04	3-May-04	Sabtu, Minggu, Senin	Maulid Nabi Muhammad SAW
7	3-Jul-04	5-Jul-04	Sabtu, Minggu, Senin	Libur Perdagangan di BEJ
8	11-Sep-04	13-Sep-04	Sabtu, Minggu, Senin	Isra' Mi'raj Nabi Muhammad SAW
9	18-Sep-04	20-Sep-04	Sabtu, Minggu, Senin	Libur Perdagangan di BEJ
10	13-Nov-04	21-Nov-04	Sabtu - Minggu	Idul Fitri 1425 H dan cuti bersama
11	24-Dec-04	26-Dec-04	Sabtu, Minggu, Senin	Natal

Sumber : Kalendar 2004 dan Kalendar Perdagangan BEJ 2004

Sampel penelitian ini ditetapkan dengan kriteria bahwa perusahaan yang dimaksud adalah perusahaan yang tercatat selama tiga periode pada tahun 2004 ke dalam indeks LQ-45 secara terus menerus dan perusahaan-perusahaan yang memiliki beta positif karena perusahaan yang memiliki beta negatif secara teori tidak mungkin dan tidak layak untuk diteliti. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat dalam Tabel 4.2 di bawah ini.

Tabel 4.2 Penentuan Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Jumlah perusahaan yang masuk kelompok LQ-45	45
2	Perusahaan tidak masuk kedalam kelompok LQ-45 selama tiga periode berturut-turut	<u>20</u> -
3	Perusahaan yang masuk kedalam kelompok LQ-45 selama tiga periode berturut-turut	25
4	Perusahaan dengan beta negatif	<u>1</u> -
5	Perusahaan dengan beta positif	24
6	Sampel akhir penelitian	24

Sumber : Lampiran 1 dan 2.

Dari 45 saham yang masuk dalam kelompok LQ-45 pada tahun 2004 terdapat 25 saham yang konsisten selama tiga periode tercatat dalam kelompok LQ-45 ini. Setelah beta dihitung pada masing-masing perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian terdapat satu perusahaan yang memiliki beta negatif yaitu Dankos Laboratories, Tbk dengan lima beta negatif dari sebelas hari libur sedangkan untuk Ramayana Lestari Sentosa, Tbk dan Semen Gresik, Tbk hanya memiliki dua beta negatif dari sebelas hari libur, sehingga sampel penelitian yang dipergunakan adalah sebanyak 24 perusahaan.

Sebagaimana disebutkan dalam metode analisis, perhitungan beta dalam penelitian ini menggunakan model indeks tunggal. Perhitungan beta dilakukan pada setiap perusahaan dan setiap hari libur perdagangan dengan interval waktu mundur selama 60 hari perdagangan. Secara total, perhitungan beta yang dilakukan sebanyak 275 kali (= 25 perusahaan x 11 hari libur) pada semua target sampel setelah penerapan kriteria pemilihan sampel yang pertama. Perusahaan dinyatakan memiliki beta negatif dan dikeluarkan dari sampel jika dari 11 libur perdagangan yang teridentifikasi, perhitungan yang dilakukan menghasilkan lebih dari 2 kali beta negatif. Jika beta negatif yang diperoleh kurang dari 3 maka perhitungan *expected return* didasarkan pada beta yang positif. Lampiran 2 menyajikan data tentang ringkasan beta masing-masing target sampel pada masing-masing libur, serta rata-rata beta selama 11 hari libur perdagangan.

Dua puluh empat perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian tersebut terbagi dalam sembilan sektor industri yang ada di Bursa Efek Jakarta. Secara rinci disajikan dalam Tabel 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3 Deskripsi Perusahaan Menurut Sektor Industrinya

No	Industri	Jumlah perusahaan	% dari total
1	Pertanian	1	4,167
2	Pertambangan	2	8,333
3	Industri Dasar dan Kimia	3	12,500
4	Aneka Industri	3	12,500
5	Industri Barang Konsumsi	6	25,000
6	Properti dan Real Estat	1	4,167
7	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	2	8,333
8	Keuangan	2	8,333
9	Perdagangan, Jasa dan Investasi	4	16,667
	Total	24	100,000

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2004.

Sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4.3, perusahaan dari sektor atau industri barang konsumsi mempunyai wakil sampel terbanyak, yaitu 6 (enam) perusahaan atau 25% dari total sampel. Sektor dengan wakil paling sedikit ada dua, yaitu sektor atau industri pertanian dan industri properti dan real estat yang mana masing-masing diwakili oleh satu perusahaan.

4.2 Hasil Analisis Data

4.2.1 Deskripsi *Abnormal Return Saham*

Abnormal return adalah selisih antara tingkat pengembalian yang nyata dan tingkat pengembalian seharusnya (*actual return* dengan *expected return*). Dalam penelitian ini terdapat dua jenis *abnormal return*, yaitu *abnormal return* sebelum hari libur dan *abnormal return* sesudah hari libur. Hasil perhitungan terhadap *abnormal return* untuk saham LQ-45 yang masuk dalam sampel penelitian ini selama tahun 2004 (periode penelitian) disajikan dalam Tabel 4.4. Dalam tabel tersebut diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah secara keseluruhan adalah 0,0024746 atau 0,247% dan 0,0004727 atau 0,047%.

Tabel 4.4 Deskripsi Statistik *Abnormal Return* Sampel Penelitian untuk Masing-masing Hari Libur dan Keseluruhan

Libur	<i>Abnormal return</i>	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum
1	Sebelum	0,00640	0,00799	0,03003	-0,09142	0,05593
	Sesudah	-0,03422	-0,03395	0,02146	-0,07724	0,00387
2	Sebelum	-0,00882	-0,00464	0,01870	-0,04874	0,03559
	Sesudah	-0,02272	-0,02506	0,01885	-0,06079	0,01494
3	Sebelum	-0,00452	-0,00965	0,02473	-0,05402	0,07984
	Sesudah	0,00079	0,00028	0,02446	-0,05076	0,05166
4	Sebelum	0,00976	-0,00134	0,02867	-0,02774	0,07306
	Sesudah	0,02285	0,01970	0,02209	-0,00997	0,08494
5	Sebelum	0,01539	0,01417	0,03087	-0,06461	0,08068
	Sesudah	-0,01227	-0,01467	0,01698	-0,03749	0,03571
6	Sebelum	0,00147	0,00270	0,01848	-0,04608	0,03707
	Sesudah	-0,00633	-0,00417	0,02843	-0,05379	0,05176
7	Sebelum	0,00890	0,00809	0,02491	-0,04830	0,05946
	Sesudah	0,01436	0,00623	0,03247	-0,04652	0,11702
8	Sebelum	0,00503	-0,00183	0,02075	-0,02131	0,05347
	Sesudah	0,01295	0,01317	0,02768	-0,04779	0,05393
9	Sebelum	0,00202	-0,00122	0,01326	-0,02052	0,03399
	Sesudah	0,00449	-0,00085	0,02557	-0,04779	0,04945
10	Sebelum	-0,00492	-0,00403	0,01782	-0,05130	0,04036
	Sesudah	0,00939	0,00583	0,02758	-0,04297	0,06597
11	Sebelum	-0,00350	-0,00021	0,01622	-0,04640	0,01818
	Sesudah	0,00552	0,00026	0,01832	-0,03785	0,05013
Semua Libur	Sebelum	0,00247	0,00061	0,02359	-0,09142	0,08068
	Sesudah	0,00047	0,00096	0,02890	-0,07724	0,11702

Sumber : lampiran 5

Pada Tabel 4.4 dapat diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur tertinggi terdapat pada liburan ke-5 yaitu 0,01539 (=1,539%) dan rata-rata *abnormal return* sesudah hari libur tertinggi terdapat pada liburan ke-4 yaitu 0,02285 (=2,285%) sedangkan rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur terendah terdapat pada liburan ke-2 yaitu -0,00882 (= -0,882%) dan rata-rata *abnormal return* sesudah hari libur terendah terdapat pada liburan ke-1 yaitu -0,03422 (= -3,422%).

Median sebelum hari libur tertinggi terdapat pada liburan ke-5 yaitu 0,01417 (=1,417%) dan median setelah hari libur tertinggi terdapat pada liburan

ke-4 yaitu 0,01970 (=1,970%) sedangkan median sebelum hari libur terendah terdapat pada liburan ke-3 yaitu -0,00452 (= -0,452%) dan median setelah hari libur terendah terdapat pada liburan ke-1 yaitu -0,03422 (= -3,422%).

Untuk Standar deviasi tertinggi sebelum hari libur terdapat pada liburan ke-5 yaitu 0,03087 (=3,087%) dan standar deviasi tertinggi setelah hari libur terdapat pada liburan ke-7 yaitu 0,03247 (=3,247%) sedangkan standar deviasi terendah sebelum hari libur terdapat pada liburan ke-9 yaitu 0,01326 (=1,326%) dan standar deviasi terendah setelah hari libur terdapat pada liburan ke-5 yaitu 0,01698 (=1,698%).

Nilai minimum tertinggi sebelum hari libur terdapat pada liburan ke-9 yaitu -0,02052 (= -2,052%) dan nilai minimum tertinggi setelah hari libur terdapat pada liburan ke-4 yaitu -0,02774 (= -2,774%) sedangkan nilai minimum terendah sebelum hari libur terdapat pada liburan ke-1 yaitu -0,09142 (= -9,142%) dan nilai minimum terendah setelah hari libur terdapat pada liburan ke-1 yaitu -0,07724 (= -7,724%).

Nilai maksimum tertinggi sebelum hari libur terdapat pada liburan ke-5 yaitu 0,08068 (=8,068%) dan nilai maksimum tertinggi setelah hari libur terdapat pada liburan ke-7 yaitu 0,11702 (=11,702%) sedangkan nilai maksimum terendah sebelum hari libur terdapat pada liburan ke-9 yaitu 0,01326 (=1,326%) dan nilai maksimum terendah setelah hari libur terdapat pada liburan ke-1 yaitu 0,00387 (0,387%).

4.2.2 Uji Normalitas Data

Pengujian terhadap normal tidaknya data penelitian dilakukan dengan menggunakan *uji Kolmogorov-Smirnov*. Hasil uji statistik terhadap normal tidaknya data penelitian disajikan dalam Tabel 4.5 berikut ini.

Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas dengan Uji Kolmogorov-Smirnov

Libur	Z-value		p-value		Normalitas	
	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
1	0,661	0,490	0,774	0,970	Normal	Normal
2	0,771	0,597	0,592	0,869	Normal	Normal
3	0,980	0,682	0,292	0,741	Normal	Normal
4	0,870	0,585	0,436	0,883	Normal	Normal
5	0,631	0,660	0,821	0,777	Normal	Normal
6	0,511	0,799	0,956	0,546	Normal	Normal
7	0,563	0,773	0,910	0,588	Normal	Normal
8	0,832	0,809	0,493	0,530	Normal	Normal
9	0,876	1,027	0,426	0,243	Normal	Normal
10	1,272	0,749	0,079	0,629	Normal	Normal
11	0,829	0,859	0,498	0,451	Normal	Normal
Keseluruhan	1,441	1,557	0,031	0,016	Tidak normal	Tidak normal

Sumber : lampiran 3 dan 4

Dengan uji Kolmogorov-Smirnov tersebut dapat diketahui bahwa data perhari libur yang dipergunakan sebagai sampel penelitian adalah normal maka pengujian hipotesis penelitian dilanjutkan dengan uji-t one sample dan uji-t two sample. Untuk pengujian hipotesis hari libur secara keseluruhan yang dinyatakan tidak normal oleh uji Kolmogorov-Smirnov maka dilanjutkan dengan uji Wilcoxon one sample dan two sample.

4.2.3 Uji Hipotesis Pertama

Uji hipotesis ini dilakukan untuk dapat mengambil kesimpulan apakah rata-rata abnormal return pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan sama dengan nol atau tidak sama dengan nol. Uji hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah uji beda rata-rata satu sampel (*t-test one sample for mean*) dan uji Wilcoxon (*Wilcoxon test one sample for median*).

Uji-t one sample digunakan untuk menguji apakah terdapat abnormal return saham pada hari sebelum dan sesudah liburan. Pengujian statistik ini menggunakan sampel seluruh data hari libur panjang akhir pekan selama tahun 2004. Data penelitian untuk uji-t one sample secara detail disajikan dalam Tabel 4.6 berikut ini.

Tabel 4.6 Hasil Uji-t one sample Statistik dan Uji Median One Sample Statistik

Libur	Hasil Pengujian					
	Nilai Rata-rata		t_{hitung}		Kesimpulan (signifikan)	
	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
1	0,0064	-0,0340	1,004	-7,812	tidak signifikan	signifikan
2	-0,0088	-0,0230	-2,311	-5,906	signifikan	signifikan
3	-0,0045	0,0008	-0,896	0,158	tidak signifikan	tidak signifikan
4	0,0098	0,0229	1,668	5,069	tidak signifikan	signifikan
5	0,0154	-0,0120	2,442	-3,539	signifikan	signifikan
6	0,0015	-0,0063	0,391	-1,091	tidak signifikan	tidak signifikan
7	0,0089	0,0144	1,750	2,166	tidak signifikan	signifikan
8	0,0050	0,0013	1,188	2,292	tidak signifikan	signifikan
9	0,0020	0,0045	0,748	0,860	tidak signifikan	tidak signifikan
10	-0,0049	0,0094	-1,352	1,667	tidak signifikan	tidak signifikan
11	-0,0035	0,0052	-1,056	1,475	tidak signifikan	tidak signifikan
Keseluruhan*)	0,00061	0,00096	0,360**)	0,394**)	tidak signifikan	tidak signifikan

Sumber : lampiran 3 dan 4

Catatan :

*) menggunakan uji *Wilcoxon*, dan yang diuji adalah nilai mediannya.

***) tingkat signifikansi (*p-value*).

Sebagaimana dapat dilihat dalam Tabel 4.6 di atas, rata-rata *abnormal return* yang signifikan ditemukan pada libur ke-2 dan ke-5, baik untuk periode sebelum maupun sesudah libur hari perdagangan. Nilai rata-rata *abnormal return* juga ditemukan signifikan hanya pada setelah hari libur perdagangan pada libur ke-1, ke-4, ke-7, dan ke-8. Sedangkan pada hari-hari libur yang lain serta secara keseluruhan (nilai median *abnormal return*) tidak ditemukan nilai *abnormal return* yang signifikan atau berbeda dengan nol. Berikut ini diulas temuan pada masing-masing hari libur perdagangan.

Hari libur yang memiliki nilai rata-rata *abnormal return* yang signifikan yaitu hari libur ke-2 dan ke-5. Untuk hari libur kedua (21 – 23 Februari 2004), hasil analisis pengujian ini diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah -2,311 dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar -5,906 yang mana keduanya lebih rendah dari t_{tabel} yaitu sebesar 2,069 (sebelum hari libur = $-2,311 < 2,069$; $p=0,030$) dan (sesudah hari libur = $-5,906 < 2,069$; $p=0,000$). Sedangkan hari libur kelima (9 – 11 April

2004), diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah 2,442 ($=2,442 > 2,069$; $p=0,023$) dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar -3,539 ($=-3,539 < 2,069$; $p=0,002$).

Kemudian untuk hari libur yang memiliki nilai rata-rata *abnormal return* hanya signifikan pada setelah liburan adalah : (a) hari libur pertama (31 Januari – Februari 2004) hasil pengujian ini diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah 1,044 dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar -7,812 kurang dari t_{tabel} yaitu sebesar 2,069 (sebelum hari libur = $1,044 < 2,069$; $p=0,307$) dan (sesudah hari libur = $-7,812 < 2,069$; $p=0,000$), (b) hari libur keempat (3 – 5 April 2004), diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur sebesar 1,668 kurang dari t_{tabel} ($=1,668 < 2,069$; $p=0,109$) dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar 5,069 lebih dari t_{tabel} ($=5,069 > 2,069$; $p=0,000$), (c) hari libur ketujuh (3 – 5 Juli 2004), hasil pengujiannya diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah 1,750 ($=1,750 < 2,069$; $p=0,093$) dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar 2,166 ($=2,166 > 2,069$; $p=0,041$), dan (d) hari libur kedelapan (11 – 13 September 2004), diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah 1,188 kurang dari t_{tabel} yaitu sebesar 2,069 dengan $p=0,247$ dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar 2,292 lebih dari t_{tabel} yaitu sebesar 2,069 dengan $p=0,031$.

Sedangkan untuk hari libur yang memiliki nilai rata-rata *abnormal return* yang tidak signifikan adalah ditemukan pada hari libur ke-3, ke-6, ke-9, ke-10, dan ke-11. Hari libur ketiga (20 – 22 Maret 2004) dinyatakan bahwa hasil pengujiannya diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah -0,896 dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar 0,158 kurang dari t_{tabel} yaitu sebesar 2,069 dengan probabilitas sebelum hari libur = 0,380 dan probabilitas setelah hari libur = 0,876. hari libur keenam (1 – 3 Mei 2004), diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah 0,391 dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar -1,091 kurang dari t_{tabel} (sebelum hari libur = $0,391 < 2,069$; $p=0,700$) dan (sesudah hari libur = $-1,091 < 2,069$; $p=0,287$), hari libur kesembilan (18 – 20 September 2004), diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah 0,748 dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar 0,860 kurang dari t_{tabel} yaitu sebesar 2,069 (sebelum hari libur = $0,748 < 2,069$; $p=0,462$) dan (sesudah hari libur = $0,860 < 2,069$; $p=0,399$), hari libur kesepuluh (13 – 21 November 2004), hasil pengujiannya diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah -1,352 dan t_{hitung} sesudah

hari libur sebesar 1,667 kurang dari t_{tabel} (sebelum hari libur = $-1,352 < 2,069$; $p=0,190$) dan (sesudah hari libur = $1,667 < 2,069$; $p=0,109$), hari libur kesebelas (13 – 21 November 2004), diperoleh t_{hitung} sebelum hari libur adalah $-1,056$ dan t_{hitung} sesudah hari libur sebesar $1,475$ kurang dari t_{tabel} yaitu sebesar $2,069$ dengan $p=0,302$ sebelum libur dan $p=0,154$ sesudah libur.

Uji Wilcoxon *one sample* dilakukan ketika data diketahui berdistribusi tidak normal untuk mengetahui apakah terdapat median *abnormal return* saham pada hari sebelum dan sesudah liburan. Dari uji normalitas data diketahui bahwa secara keseluruhan libur panjang akhir pekan yang diteliti menunjukkan ketidaknormalan data, dimana probabilitas sampel yang didapatkan sebelum hari libur adalah $0,031$ dan sesudah hari libur adalah $0,016$.

Hasil perhitungan uji Wilcoxon diperoleh tingkat signifikansi $0,360$ untuk sebelum liburan dan $0,394$ untuk setelah liburan. Untuk lebih detilnya dapat dilihat pada Lampiran 3: 24. Mengacu pada hasil uji tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa median *abnormal return* yang terjadi di pasar adalah sama dengan nol (median *abnormal return* sebelum liburan = $0,001160$ dan sesudah liburan = $-0,001083$).

Memperhatikan hasil analisis sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4.6, dari sebelas hari libur yang diuji, hanya pada hari libur ke-5 ditemukan hasil seperti yang diharapkan, yaitu ada *abnormal return* dan *abnormal return* yang diterima pada periode sebelum liburan lebih tinggi daripada sesudah liburan. Rata-rata *abnormal return* yang signifikan juga ditemukan pada hari libur ke-2 baik untuk sebelum maupun sesudah libur perdagangan, tetapi rata-rata *abnormal return* untuk sebelum hari libur perdagangan adalah negatif dan ini berlawanan dengan harapan yang seharusnya adalah positif. Pengujian untuk data secara keseluruhan menunjukkan bahwa tidak ada *abnormal return* yang signifikan baik untuk sebelum maupun sesudah hari libur perdagangan. Dengan demikian, hipotesis penelitian (H_{01}) yang menyatakan bahwa “rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan sama dengan nol” adalah diterima.

4.2.4 Uji Hipotesis Kedua

Uji hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah uji beda rata-rata dua sampel (*t-test two sample for mean*) dan uji *Wilcoxon (Wilcoxon test two sample for median)*.

Uji-t two sample digunakan untuk menguji apakah rata-rata *abnormal return* sebelum liburan tidak lebih tinggi atau lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* setelah liburan. Pengujian statistik ini menggunakan sampel seluruh data hari libur panjang akhir pekan selama tahun 2004. Data penelitian untuk *uji-t two sample* secara detail disajikan dalam Tabel 4.7 berikut ini

Tabel 4.7 Hasil uji-t two sample statistics Sebelum dan Sesudah Liburan

Libur ke-	Hasil Pengujian				
	Rata-rata Sebelum	Rata-rata Sesudah	Beda Rata-rata	t_{hitung}	Uji T two sample
1	0,0064	-0,0340	0,0404	5,270	signifikan
2	-0,0088	-0,0230	0,0142	2,446	signifikan
3	-0,0045	0,0008	-0,0053	-0,798	tidak signifikan
4	0,0098	0,0229	-0,0131	-1,518	tidak signifikan
5	0,0154	-0,0120	0,0274	3,130	signifikan
6	0,0015	-0,0063	0,0078	1,037	tidak signifikan
7	0,0089	0,0144	-0,0055	-0,692	tidak signifikan
8	0,0050	0,0013	0,0037	-2,069	tidak signifikan
9	0,0020	0,0045	-0,0025	-0,408	tidak signifikan
10	-0,0049	0,0094	-0,0143	-1,774	tidak signifikan
11	-0,0035	0,0052	-0,0087	-1,672	tidak signifikan
Keseluruhan*)	0,00061	0,00096	-0,00035	-1,249	tidak signifikan

Sumber : lampiran 3 dan 4

*) Uji median dengan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Dalam uji ini, nilai median yang dibandingkan dan bukan t_{hitung} yang dijadikan patokan melainkan adalah nilai z-nya.

Sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4.7, dari 11 hari libur yang diuji, perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah libur hari perdagangan ditemukan pada libur ke-1, ke-2, dan ke-5. Pada ketiga hari libur tersebut, besaran rata-rata *abnormal return*-nya antara sebelum dan sesudah hari libur perdagangan sesuai dengan harapan, yaitu rata-rata *abnormal return* lebih tinggi ditemukan pada periode sebelum libur dan periode sesudah libur lebih

rendah. Sedangkan pada delapan hari libur yang lain tidak ditemukan adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan.

Berdasarkan data dalam Tabel 4.7, hari libur yang ditemukan perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan adalah hari libur pertama (31 Januari – Februari 2004) yaitu diperoleh t_{hitung} sebesar 5,270 lebih dari t_{tabel} sebesar 1,174 dengan tingkat signifikansi 0,000, hari libur kedua (21 – 23 Februari 2004), hasil analisis pengujian ini diperoleh t_{hitung} sebesar 2,446 dengan tingkat signifikansi 0,023, dan hari libur kelima (9 – 11 April 2004), t_{hitung} yang diperoleh adalah sebesar 3,130 dengan tingkat signifikansi 0,005.

Sedangkan untuk hari libur yang tidak ditemukan perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan adalah hari libur ketiga (20 – 22 Maret 2004) misalnya, t_{hitung} yang di peroleh adalah sebesar -0,798. Nilai ini kurang dari t_{tabel} yaitu sebesar 1,174 dengan tingkat signifikansi 0,433. Hari libur keempat (3 – 5 April 2004) juga demikian, hasil analisisnya diperoleh t_{hitung} sebesar -1,518 yang kurang dari t_{tabel} dengan tingkat signifikansi 0,143, dan hari libur kesebelas (13 – 21 November 2004). hasil analisisnya sama dengan libur ketiga dan keempat yaitu diperoleh t_{hitung} sebesar -1,672 yang kurang dari t_{tabel} dengan tingkat signifikansi 0,108. Begitu juga dengan hari libur ke-6, ke-7, ke-8, ke-9, dan ke-10.

Sementara itu, hasil pengujian dengan uji Wilcoxon *two sample* yang ditunjukkan pada lampiran 3 halaman ke-23 dapat diambil suatu kesimpulan bahwa median *abnormal return* sebelum liburan sama dengan median *abnormal return* setelah liburan ($z=-1,249$, $p=0,212$).

Secara keseluruhan, untuk kesebelas hari libur yang diuji, penelitian ini tidak dapat menolak H_0 yang diajukan karena perbedaan rata-rata *abnormal return* antara periode sebelum dan sesudah libur hari perdagangannya ditemukan pada tiga hari libur. Hasil uji beda secara keseluruhan juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return*. Oleh karena itu, hipotesis penelitian (H_0) yang menyatakan bahwa “rata-rata *abnormal return* sebelum hari libur tidak lebih tinggi daripada sesudah hari libur” adalah diterima. Dengan kata lain, penelitian ini tidak menemukan bukti yang kuat akan adanya anomali liburan di

Bursa Efek Jakarta, khususnya pada saham-saham yang masuk dalam kelompok LQ-45 tahun 2004.

4.3 Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil pengujian normalitas data pada penelitian ini menunjukkan bahwa data yang ada memiliki distribusi yang normal untuk semua hari libur perdagangan, kecuali untuk keseluruhan data. Oleh karena itu, pengujian pada masing-masing hari libur menggunakan uji t, sedangkan untuk keseluruhan hari libur menggunakan uji Wilcoxon. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa secara keseluruhan pada hari perdagangan menjelang dan sesudah hari libur perdagangan tidak ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan. Hasil uji beda rata-rata *abnormal return* juga tidak secara keseluruhan menunjukkan adanya bukti bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum libur perdagangan lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* pada periode setelah libur perdagangan. Oleh karena itu, penelitian ini tidak berhasil membuktikan bahwa anomali liburan ditemukan di Pasar Modal Indonesia, lebih khusus pada perusahaan yang masuk kelompok LQ-45.

Hasil analisis per hari libur hampir memiliki persamaan. Secara mayoritas *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur panjang akhir pekan adalah sama dengan nol. Ini ditunjukkan dengan tidak signifikannya rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur panjang akhir pekan ke-1, 3, 6, 9, 10, dan 11 (Tabel 4.6). *Abnormal return* tidak sama dengan nol terdapat pada hari libur ke-2, 4, 5, 7, dan 8. Dari kelima hari libur tersebut hanya hari libur ke-2 dan ke-5 saja yang ditemukan signifikan baik sebelum maupun sesudah hari libur sehingga pada hari libur tersebut ditemukan adanya *abnormal return* saham. Namun untuk hari libur ke-2 ditemukan rata-rata *abnormal return* untuk sebelum hari libur perdagangan adalah negatif. Untuk libur secara keseluruhan, *abnormal return* adalah sama dengan nol karena didapatkan t_{hitung} kurang dari t_{tabel} yaitu $-1,249 < 2,069$. Artinya, median *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur tidak berbeda dengan nol.

Hasil pengujian terhadap apakah *abnormal return* sebelum hari libur panjang akhir pekan lebih tinggi daripada *abnormal return* pada periode sesudah hari libur perdagangan menunjukkan bahwa adanya perbedaan yang signifikan pada hari libur ke-1 (libur Idul Adha 1424 H), ke-2 (libur Tahun Baru Hijriyah 1425 H), dan ke-5 (libur Wafat Isa Almasih). Untuk hari libur ke-1, 3, 4, 6, 7, 8, 9, 10, dan 11 tidak terdapat perbedaan *abnormal return* (Tabel 4.7). Dari hasil uji tersebut dapat disimpulkan bahwa mayoritas rata-rata *abnormal return* pada kelompok LQ-45 sebelum liburan panjang akhir pekan tidak lebih tinggi daripada sesudah liburan panjang akhir pekan.

Hasil penelitian tentang anomali liburan di BEJ atas saham LQ-45 tahun 2004 ini mendukung pendapat French (1980), yang melakukan penelitian di Amerika Serikat tentang efek akhir pekan, menyatakan bahwa ditemukannya efek akhir pekan yang tidak signifikan sebelum liburan dibandingkan dengan sesudah liburan. Dengan demikian, penelitian ini tidak sependapat dengan penelitian Rodoni (2004) yang pernah dilakukan di Indonesia pada tahun 2004 yang membuktikan bahwa terdapat anomali kalender yang mempengaruhi keuntungan menjelang hari libur dimana hari libur yang dimaksudkan adalah hari libur umum umat Islam dan hari libur umum umat Kristen. Walaupun pada penelitian ini terdapat dua hari libur dimana *abnormal return* yang diperoleh adalah signifikan, yaitu hari libur Tahun Baru Hijriyah 1425 H dan hari libur Wafat Isa Almasih, hasil tersebut belum dapat menjadikan adanya anggapan umum bahwa anomali liburan ditemukan di BEJ. Artinya, tidak bisa dikatakan bahwa penelitian ini terdapat anomali liburan karena tidak bisa mewakili hari libur-hari libur yang lain.

Beberapa hal perlu kiranya diperhatikan, yang sekaligus sebagai kelemahan dalam penelitian ini, terkait dengan temuan yang dilaporkan dalam penelitian ini, khususnya dengan tidak ditemukannya bukti yang kuat bahwa anomali liburan ada di Pasar Modal Indonesia untuk tahun pengamatan 2004. Pertama, penelitian ini hanya meneliti LQ-45 saja, dimana dalam hal ini jumlah sampel penelitian sebanyak 24 perusahaan yang secara konsisten masuk ke dalam kelompok LQ-45 secara berturut-turut selama tiga periode pengelompokan. Oleh

karena itu, hasil yang diperoleh tidak dapat dijadikan sebagai dasar untuk menganggap umum (generalisasi). Selain itu *range* periode penelitian hanya satu tahun, sehingga belum mampu mencerminkan bentangan waktu yang lebih lama dan konsekuensinya hasil yang diperoleh belum mencerminkan kondisi yang bervariasi.

Kelemahan kedua yang teridentifikasi dalam penelitian ini terkait dengan penetapan hari libur. Dalam penelitian ini, hari libur yang diteliti ditekankan pada hari libur panjang akhir pekan. Kondisi ini bisa jadi tumpang tindih dengan potensi adanya anomali akhir pekan. Oleh karena itu, temuan yang dilaporkan bisa jadi tidak secara khusus mampu membedakan apakah ada efek akhir pekan pada saham-saham yang diteliti.

Ketiga, Bursa Efek Indonesia masih tergolong dalam daftar *emerging market* dimana informasi-informasi tentang hal-hal yang berhubungan dengan pasar modal masih kurang sehingga investor masih merasa enggan untuk berspekulasi pada hari menjelang liburan panjang akhir pekan. Hasil yang berbeda tentu akan bisa ditemukan jika penelitian dilakukan di pasar modal yang sudah maju atau dengan membandingkan dua pasar modal yang berbeda.

V. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Sesuai dengan tujuan penelitian yaitu untuk menentukan ada tidaknya anomali liburan dan *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah liburan panjang akhir pekan selama tahun 2004 pada 24 perusahaan dalam kelompok LQ-45 di Bursa Efek Jakarta dimana dalam hal ini terdapat 11 hari libur panjang akhir pekan, maka berdasarkan hasil pengujian dan analisis kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut.

- a. Dari sebelas hari libur panjang akhir pekan yang ada dilakukan pengujian statistik dengan menggunakan *uji-t one sample* dan uji Wilcoxon *one sample* dan ditemukan bahwa rata-rata *abnormal return* yang terjadi adalah sama dengan nol, baik secara keseluruhan hari libur panjang akhir pekan maupun per hari libur panjang akhir pekan. Hal ini ditunjukkan dengan ditolaknya hipotesis nul (H_{a1}) yang menyatakan bahwa “rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah libur perdagangan tidak sama dengan nol”, artinya, anomali liburan tidak ditemukan di Bursa Efek Jakarta, khususnya pada perusahaan yang masuk kelompok LQ-45 untuk periode pengamatan tahun 2004.
- b. Dengan *uji-t two sample* dan uji Wilcoxon *two sample* juga ditemukan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum liburan panjang akhir pekan tidak lebih tinggi daripada sesudah hari libur panjang akhir pekan. Hal ini dibuktikan dengan ditolaknya H_{a2} yang menyatakan bahwa “rata-rata *abnormal return* sebelum liburan lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* setelah liburan”. Dengan kata lain, penelitian ini tidak menemukan bukti bahwa rata-rata *abnormal return* saham pada periode sebelum libur hari perdagangan lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* pada periode setelah hari libur perdagangan.

5.2 Saran

Memperhatikan hasil analisis, pembahasan dan kesimpulan yang diajukan, maka saran-saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut.

- a. Untuk penelitian yang akan datang diharapkan dapat menjelaskan dan menguraikan lebih dalam lagi. Hal tersebut dapat dilakukan misalnya dengan memperluas *range* periode penelitian atau penelitian yang dilakukan tidak hanya dilakukan pada hari libur akhir pekan saja tetapi juga hari libur-hari libur yang lain, begitu juga dengan sampel penelitian tidak hanya dalam kisaran LQ-45. Diharapkan dengan beberapa modifikasi tersebut, penelitian yang akan datang dapat menemukan hasil yang lebih representatif dalam mengungkap adanya anomali di Bursa Efek Jakarta. Selain itu, penelitian yang akan datang hendaknya tidak hanya meneliti tentang anomali musiman saja tetapi dapat juga ditambahkan dengan anomali perusahaan, anomali peristiwa, dan anomali akuntansi sehingga masalahnya bisa lebih kompleks.
- b. Dengan memperhatikan hasil penelitian, terkait dengan strategi perdagangan saham, investor dapat melakukan investasi di Bursa Efek Jakarta setiap hari perdagangan karena tidak ditemukannya anomali liburan khususnya liburan panjang akhir pekan secara kontinyu di Bursa Efek Jakarta. *Return* yang terjadi pada hari menjelang hari libur panjang akhir pekan tidak berbeda dengan *return* hari setelah hari libur panjang akhir pekan.

Daftar Pustaka

- Anoraga, P dan Puji P. 2001. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta, PT Rineka Cipta
- Ariel, R.A.1997. A Monthly Effects in Stocks Returns. *Journal of Financial Economics*, 18: 161-174.
- Arumugam, S. 1999. Focus on High Stock Return Before Holiday New Evidence From India. *Journal of Financial Management and Analysis*. Juli-Dec: 69-84.
- Barone, E. 1990. The Italian Stock Market. *Journal of Banking and Finance*, 14: 483-510.
- Bekaert, G., dan Harvey, C.R. 2003. Emerging Markets Finance, *Journal of Empirical Finance*, 10: 3-55.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., dan Lunblad, C. 2001. Emerging Equity Markets and Economic Development, *Journal of Development Economics*, 66: 465-504.
- Darmadji, T dan Fakhrudin, H. M. 2001. *Pasar Modal di Indonesia (Pendekatan Tanya Jawab)*, edisi pertama. Jakarta, Salemba Empat
- Deny Hesti Sagita. 2005. *Analisis January Effect di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus Tahun 1990 – 1997)*. Skripsi. Universitas Jember
- Djarwanto dan Pangestu S. 1994. *Satistik Induktif*. Yogyakarta, BPFE
- Effi Setyawati. 2001. *Perubahan Pola Return Saham Sebagai Implikasi Adanya Perdagangan di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi. Universitas Jember
- Fama, M. J. 1970. Efficient Market: A Review of Theory and Ampirical Work. *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Gumanti, T.A. dan Farid Ma'ruf. 2004. Efek Akhir Pekan Terhadap Return Saham. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, November: 22-28.
- Handaru, Y.S,. 1996. *Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta, UPP.AMP YKPN
- Husnan, S. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta,UPP.AMP YKPN
- Husnan, S. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta, UPP.AMP YKPN
- Jacob, B dan Levy, K. 1988. Calendar Anomalies : *Abnormal return* at Calendar Turning Points. *Financial Analysts Journal*, Nov - Des: 28-39.
- Jogiyanto, H. M. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis*. Yogyakarta, BPFE
- Jogiyanto, H. M. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Yogyakarta, BPFE

Kim, C dan Park, J. 1994. Holiday Effect and a Stock Return : Further Evidence. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 29: 145-157.

Lakonishok, J dan Smidt S.. 1988. Are Seasonal Anomalies Real ? A ninety year Perspective. *Review of Financial Studies*, 1: 403-425.

Levy, H. S. 1996. *Introduction to Investment*, New Jersey, South Western Publishing.

Mendenhall, W., Reinmuth, J.E., dan Beaver, R. 1989. *Statistics for Management and Aconomics*, Sixth Edition, Boston, PWS-Kent Publishing Company.

Mills, T., Siripoulos, C., Markellos, dan Harizanis, D. 2000. Seasonality in the Athens Stock Exchange, *Applied Financial Economics*, 10: 137-142.

Nanik Dwi Lestari. 2002. *Analisis Anomali Nilai Pasar terhadap Nilai Buku dalam Menjelaskan Variasi Return di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi. Universitas Jember

Pettengil, G.N. 1989. *Holiday Closing and Security Return*. *Journal of Financial Research*, 12: 57-67.

Rodoni, Ahmad. 2004. Anomali Kalendar: Pengaruh Keuntungan Menjelang Hari Libur dan Keuntungan Bulan Januari. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* , 6 (1): 27-59.

Sunariyah. 1997. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta, UPP.AMP.YKPN

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta, BPFE

Weston, J. F. dan Brigham E. F.. 1995. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid satu. *Essentials of Managerial Finance*, A.Q. Khalid, Jakarta, Erlangga.

Weston, J. F. dan Copeland, T.---. *Manajemen Keuangan ; Jilid dua, edisi kesembilan*. *Managerial Finance*, A. Jaka Wasana dan Kirbrandoko, Jakarta, Binarupa Aksara

Widiatmojo, S. 1996. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. Jakarta, PT Jurnalindo Grafika.

Gumanti, T.A. 2006. *Manajemen Investasi*. <http://elearning.unej.ac.id>

www.finance.gov.ab.ca/business/ahstf/glossary.html

www.jsx.co.id

www.usturst.com/public/ustrust/global_pages/glossary.d.html