



ANALISIS PERBEDAAN RETURN SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH HOLIDAY EFFECT PADA PERUSAHAAN PERUSAHAAN KEUANGAN PERIODE 2012 – 2016

Shienna Cutiara
Martha Ayerza Esra*

Program Studi Manajemen, Kwik Kian Gie School of Business, Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Jakarta 14350

Abstract

This research aims to analyze the differences in stock returns and trading volumes before and after holiday effect on financial companies that listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) period 2012 – 2016. The theory underlying this research is event study. Holiday effect is one of the event study that claim the circumstances of the return is higher ahead of holiday. The method to be used is purposive sampling, which is a sampling technique with respect to certain criteria that have been determined in advance by the researcher. Data examination using paired sample t-test through SPSS 22. The results of this research is no differences between stock returns before and after holiday effect, while there have differences between trading volumes before and after holiday effect. Conclusion that can be drawn from the result of the results of this research is no differences between stock returns, however there have differences between trading volumes before and after holiday effect.

Keyword: Stock Returns, Trading Volumes, Holiday Effect, Event Study

Pendahuluan

Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua saham yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia, baik informasi masa lalu, informasi saat ini, maupun informasi yang bersifat pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (Tandelilin, 2001). Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Hartono, 2008). Konsep ini pertama kali dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970.

Berbagai penelitian yang dilakukan mengidentifikasi adanya penyimpangan terhadap konsep pasar efisien yang sering disebut anomali pasar, yang faktornya sulit diketahui dengan pasti. Levi (1996) mengklasifikasikan anomali pasar tersebut menjadi empat yaitu anomali perusahaan (*firm anomaly*), anomali musiman (*seasonal anomaly*), anomali peristiwa (*event anomaly*), dan anomali akuntansi (*accounting anomaly*). Anomali *day of the week* dijumpai hampir di semua pasar modal di



Indonesia. Pola *return* musiman atau sering disebut anomali kalender semacam ini selain dijumpai di pasar saham ternyata juga ditemukan di pasar valuta asing (Corhay, Fatemi, dan Rad, 1995) dan pasar obligasi pemerintah (Flannery dan Protopapadakis, 1988).

Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pasar yang efisien apabila harga sekuritas yang diperdagangkan di bursa selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

Ball dan Brawn (1968) merupakan orang yang pertama mempelajari reaksi pasar akibat informasi akuntansi. Penelitian tersebut menggunakan laporan keuangan tahunan 261 perusahaan pada tahun 1945-1965. Penelitian tersebut mengklasifikasikan pendapatannya meningkat secara relatif dan perusahaan yang pendapatannya turun secara relatif. Kesimpulan yang diperoleh Ball dan Brawn adalah bahwa pasar bercorak semi-kuat. Pada saat laporan keuangan dipublikasi, semua kenaikan harga yang menyesuaikan dengan berita buruk telah berlangsung. Efisiensi pasar modal tergantung pada kondisi tertentu, terutama volume perdagangan. Pasar dengan volume perdagangan yang relatif kecil menyulitkan investor untuk bereaksi terhadap informasi baru dan memudahkan bagi pedagang besar untuk memanipulasi karena adanya *channel* informasi (Banner, 1985).

Peristiwa *holiday effect* ini telah dilakukan banyak penelitian, hasilnya adalah *holiday effect* mempengaruhi *abnormal return*. Pada saat sekitar *holiday effect* perdagangan saham akan mengalami keadaan diluar kewajaran terhadap *return* dan volume perdagangan. Banyak penelitian yang meneliti *return* yang signifikan tinggi dibandingkan *return* pada hari perdagangan lainnya pada saat sesudah dan sebelum *holiday effect*. *Return* sebelum *holiday effect* lebih besar 23 kali



dibandingkan *return* setelah *holiday effect*. *Return* yang tinggi ini pada saat *holiday effect* berbeda dari anomali musiman yang lain (Lakonishok dan Smidt,1988).

Penelitian lainnya tentang hari perdagangan saham yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian Gunadi (1995) adalah tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *return* saham rata-rata secara harian dari data di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1994. Investor mendapatkan *abnormal return* bila *return* aktual lebih besar daripada *return* yang diharapkan.

Menurut Corrado dan Jodan (2000) menyatakan bahwa *return* saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham investor atas investasi yang dilakukannya, yang terdiri dari dividen dan *capital gain* atau *loss*. Menurut Pettengil (1989) *return* saham dipengaruhi oleh dampak *holiday effect*. *Return* saham menjadi lebih tinggi pada hari sebelum *holiday effect*. Dampak hari perdagangan saham sebelum *holiday effect* diperkuat dengan dampak pergantian tahun , bulanan, dan mingguan. Pola ini mengakibatkan *return* saham lebih rendah pada hari perdagangan setelah *holiday effect*.

Pearce (1995) membuktikan bahwa terjadi pengaruh positif terhadap *return* saham pada hari sebelum *holiday effect* dan pengaruh negatif pada akhir pekan untuk semua *return* kecuali pada perusahaan – perusahaan besar setelah tahun 1985. *Return* yang signifikan cukup tinggi pada saat sebelum *holiday effect* karena adanya faktor psikologi yang mempengaruhi perilaku investor. Chandi (1993) menemukan pola perilaku pembelian saham didorong oleh informasi *stock highlight*. Menurut Chandi, pola perilaku dipengaruhi oleh informasi yang diumumkan terhadap beberapa saham yang berada pada *highlight*. Informasi sekitar *highlight* ini terkadang membawa tindakan reaksi yang berlebihan yang mendorong harga saham melampaui kewajaran, sehingga mengakibatkan pembalikan arah harga saham. Hamid (2003) menyatakan bahwa keputusan investor individu untuk mengambil *short position* yaitu menunggu waktu yang tepat untuk bertransaksi dapat berpengaruh positif terhadap *return* saham sebelum libur.

Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Jika berinvestasi pada sebuah obligasi atau mendepositokan uang di bank, maka besarnya *yield* ditunjukkan dari bunga obligasi atau bunga



deposito yang diterima. Jika berinvestasi dalam saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang diperoleh. Sedangkan, *capital gain (loss)* sebagai komponen kedua dari *return* merupakan kenaikan atau penurunan harga suatu surat berharga (saham atau obligasi), yang bisa memberikan keuntungan atau kerugian bagi investor.

Volume perdagangan merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume saham yang dapat diperdagangkan di pasar (Sutrisno, 2000). Apabila suatu saham aktif diperdagangkan, maka emiten tidak akan lama menyimpan saham tersebut sebelum diperdagangkan. Naiknya volume perdagangan saham dapat menambah informasi yang berguna bagi investor secara kontinyu dalam periode perdagangan, dimana saat volume perdagangan saham dalam jumlah kecil yang menyebabkan harga jatuh (Darwis, 2013). Volume perdagangan berpengaruh terhadap *return* saham, bila volume perdagangan meningkat maka *return* saham juga akan meningkat. Dari data-data yang ada, memperlihatkan bahwa volume perdagangan cenderung rendah sebelum *holiday effect* dan sebelum libur akhir tahun.

Studi peristiwa adalah meneliti reaksi pasar terhadap sebuah peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (1999), studi peristiwa mendeskripsikan teknik penelitian keuangan yang empiris yang dapat diteliti untuk mengetahui pengaruh dari suatu peristiwa terhadap harga saham perusahaan. Lakonishok & Smidt (1988) dari studinya dijelaskan bahwa keuntungan pada index Dow Jones menunjukkan adanya perbedaan yang nyata antara awal bulan dengan pertengahan dan akhir bulan. Boundreaux (1995) mengamati *turn of the month effect* di tujuh bursa saham dunia yaitu: Denmark, Prancis, Jerman, Norwegia, Singapura, Spanyol dan Swiss. *Holiday effect* merupakan salah satu faktor anomali perilaku investor, pada saat sebelum *holiday effect*, saham sepi dari investor, namun setelah *holiday effect* bursa ramai oleh investor. Dalam penelitian yang dilakukan Pettengill (1989), adanya hubungan antara *holiday effect* dengan ukuran perusahaan.

Kajian Teoritis

Pasar Efisien

Pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 2005). Sedangkan menurut Tandelilin (2007 : 112), pasar yang efisien

Hak cipta dilindungi undang-undang
© Hak cipta milik BIKS (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar BIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin BIKKG.



adalah pasar di mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Teori pasar efisien pertama kali ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Bachelier pada tahun 1900 untuk mengetahui harga saham berfluktuasi secara acak atau tidak. Pada tahun 1905 Pearson memperkenalkan pola *random walk* atau dikenal juga dengan konsep *drunkardwalk*. Pada tahun 1953, Kendall pertama kalinya menggunakan dan memperkenalkan istilah *random-walk* dalam literatur keuangan (Yalcin,2010). Fama kemudian membahas beberapa bukti empiris yang mendukung teori *random-walk* dalam disertasi doktornya dan memelopori munculnya teori EMH (*Efficiency Market Hypotesis*) pada tahun 1970.

Ada tiga bentuk untuk menyatakan efisiensi pasar modal:

a. *Weak form efficiency* (efisiensi yang lemah)

Keadaan di mana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu.

Dalam hipotesis ini harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya segera mungkin untuk menghindari kerugian akibat dari jatuhnya harga saham yang diamati. Jika hipotesis pasar bentuk lemah terpenuhi, dan akibatnya harga adalah bebas dari bentuk harga saham historis, maka dapat dikatakan bahwa perubahan-perubahan harga akan mengikuti *random walk* dimana pengujian hanya dilakukan terhadap perubahan harga secara historis. *Random walk* adalah konsep statistik yang memprediksi bahwa keluaran berikutnya dalam suatu urutan tidak tergantung pada keluaran sebelumnya.

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



b. *Semi strong efficiency* (efisiensi setengah kuat)

Keadaan di mana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*. Para peneliti telah menguji keadaan ini dengan melihat peristiwa-peristiwa tertentu seperti penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, merger, dan pemecahan saham.

Investor tidak akan mampu memperoleh *abnormal returns* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Analisis terhadap laporan keuangan tidak memberikan manfaat apa-apa. Pandangan ini menyatakan bahwa sekali informasi tersebut menjadi informasi umum, artinya tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan semua informasi publik yang ada. Berlawanan dengan pendukung hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pada pasar efisien bentuk semi – kuat ada banyak investor yang berpikir bahwa mereka dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan analisis fundamental.

c. *Strong forms efficiency* (efisiensi yang kuat)

Keadaan di mana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Dalam keadaan semacam ini pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal, harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham.

Pasar efisien bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik maupun informasi pribadi. 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 seperti manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditur.

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Bentuk pasar efisien kuat merupakan bentuk pasar efisien paling ketat. Hal ini terkait dengan pengertiannya bahwa harga pasar mencerminkan semua informasi baik publik maupun nonpublik. Dalam kaitannya dengan hal tersebut, maka dalam konteks pasar efisien bentuk kuat tidak ada seorang pun baik individu maupun institusi dapat memperoleh *abnormal return* untuk suatu periode tertentu dengan menggunakan informasi yang tersedia di publik dalam konteks kelebihan informasi.

Teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah (Jones, 1996).

Beberapa anomali yang terdapat di pasar modal antara lain :

- a. *Price earning (P/E) effect* adalah anomali dimana saham dengan P/E rendah menunjukkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki P/E tinggi (Jones, 1996). Anomali ini pertama kali ditemukan oleh Basu pada tahun 1977 dan 1983.
- b. *Size effect* adalah anomali dimana *risk adjusted return* dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi dari perusahaan dengan ukuran besar (Jones, 1996). Anomali ini ditemukan oleh Banz (1981) dan Reinganum (1981).
- c. *January effect* merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan yang lalu (Kleim, 1986 dalam Jones, 1996).
- d. *Neglected firm effect*, merupakan suatu kecenderungan bahwa investasi pasar saham pada perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi tingkat keuntungan abnormal, karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar maka informasi mengenai perusahaan ini cenderung tidak tersedia. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi

Anomali Pasar



lebih berisiko sehingga menimbulkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini ditemukan oleh Profesor keuangan Avner Arbel pada tahun 1982 (Jones, 1982).

- e. *Reversal effect* adalah efek pembalikan rata-rata *return* yang merupakan sebutan lain untuk anomali *winner-loser* yaitu kecenderungan saham yang memiliki kinerja buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja baik (*winner*) pada periode berikutnya dan begitu juga sebaliknya. Anomali ini pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler tahun 1983 (Yulianawati,2003).

Menurut Jogiyanto (2000) , *return saham* adalah hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return actual* yang sudah terjadi maupun *return* ekspektasi yang belum terjadi namun diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang.

Menurut Tandelilin (2001) , *return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinteraksi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya.

Sembel dan Sugiharto (2009 : 129) membagi *return* saham menjadi dua yaitu :

1. Dividen

Dividen merupakan pembagian sebagian keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu tertentu (*cum date*).

2. *Capital Gain*

Capital gain merupakan selisih yang terjadi antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk karena adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder.

Return Saham

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Tingkat keuntungan yang diharapkan dihasilkan dengan menggunakan model tertentu. Model yang paling sering dipergunakan adalah *market model* dan *Capital asset pricing model (CAPM)*. Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya, sedangkan *return* ekspektasi merupakan ekspektasi *return* yang diharapkan dengan menggunakan persamaan *return* ekspektasi.

C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Volume Perdagangan Saham

Volume perdagangan saham adalah jumlah lembar saham yang diperdagangkan secara harian (Magdalena , 2004). Pendapat lain dari Halim dan Hidayat (2000) , volume perdagangan adalah lembar saham yang diperdagangkan pada hari t. Volume perdagangan saham merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk melakukan penilaian harga saham dan melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui aktivitas volume perdagangan saham di pasar. Volume perdagangan berpengaruh negatif terhadap *bid ask spread* (Magdalena , 2004).

Studi Peristiwa

Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2003). Studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan pada perubahan harga dari sekuritas bersangkutan.

- a. Macam macam studi peristiwa

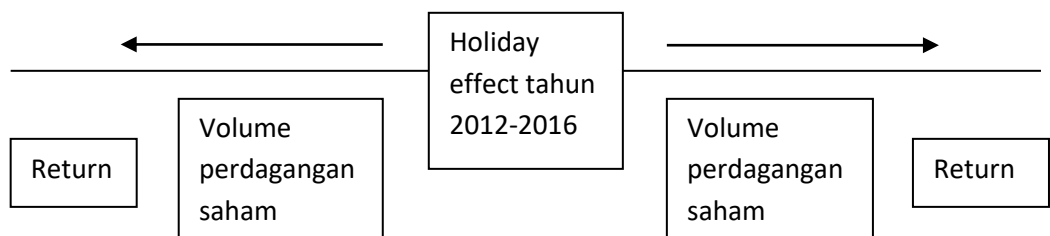


- *January effect* merupakan suatu anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding bulan-bulan yang lain (Kleim, 1986).
- *Weekend effect* merupakan keadaan di mana *return* saham lebih rendah pada hari Senin dibandingkan hari – hari lainnya.
- *Holiday effect* adalah keadaan di mana *return* saham lebih tinggi menjelang libur.
- *Turn of the month effect* adalah keadaan di mana *return* saham lebih tinggi di awal dan akhir bulan.

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu, maka dapat diambil hipotesis penelitian sebagai berikut :

- H1 : Terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect* tahun 2012 - 2016.
- H2 : Tidak ada perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect* tahun 2012 - 2016.
- H3 : Terdapat perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *holiday effect* tahun 2012 - 2016.
- H4 : Tidak ada perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *holiday effect* tahun 2012 – 2016

GAMBAR 1



Metodologi Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan – perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012 – 2016. Peneliti menggunakan



studi peristiwa pada penelitian ini untuk melihat reaksi pasar modal Indonesia terhadap adanya *holiday effect*. Pada penelitian ini diamati pergerakan harga saham di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini mengambil data pengamatan satu hari sebelum dan setelah *holiday effect*, dua hari sebelum dan setelah *holiday effect*, tiga hari sebelum dan setelah *holiday effect*.

Penelitian ini ingin mengetahui ada atau tidaknya perbedaan *return* saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *holiday effect* pada perusahaan – perusahaan keuangan periode 2012 – 2016 dengan *paired sample t-test*. *Paired sample t-test* merupakan pengujian yang digunakan untuk dua sampel data yang berpasangan. Pada uji ini menggunakan sampel yang sama, tetapi diberi perlakuan yang berbeda. Pengujian ini untuk membandingkan data sebelum diberi perlakuan (*pretest*) dan sesudah diberi perlakuan (*posttest*). *Paired sample t-test* dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Consuelo, 1993) :

$$t \text{ hitung} = \frac{d}{s_d / \sqrt{n}}$$

Keterangan:

n = jumlah sampel

S_d = Standar deviasi selisih dua sampel berpasangan

d = rata-rata selisih dua sampel berpasangan

Untuk menghitung standar deviasi dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$S_d = \sqrt{\frac{\sum d^2 - \frac{(\sum d)^2}{n}}{n-1}}$$

Keterangan:

S_d = Standar deviasi selisih dua sampel berpasangan

d = rata-rata selisih dua sampel berpasangan

n = Jumlah sampel

Hasil Penelitian

Pengujian melakukan perbandingan antara *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect*. *Return* saham yang diuji diambil dari data harga saham perusahaan – perusahaan keuangan tahun



2012 – 2016. Pada objek penelitian ini ada beberapa perusahaan yang menghasilkan nilai *return* nol atau dikenal dengan saham tidur, karena harga saham perusahaan tersebut sama atau cenderung pasif. Hal ini yang bisa menyebabkan kurangnya minat investor memilih berinvestasi pada sektor keuangan. Saham tidur dapat terjadi karena saham perusahaan tersebut tidak likuid. Terjadi karena saham yang beredar di pasar masih minim atau di bawah ketentuan Bursa Efek Indonesia. Selain itu, saham cenderung bergerak naik turun atau berfluktuasi. Berikut adalah hasil analisis :

Tabel 4.1

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 Sebelum	.0034910	364	.02308808	.00121014
Sesudah	.0033394	364	.03128735	.00163990

Dapat dilihat, tidak ada perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect* . Pada pengujian ini, menghasilkan tidak adanya perbedaan *return* saham yang bisa disebabkan karena pada sektor ini, ada beberapa perusahaan yang memiliki saham tidur. Sehingga, *return* saham yang dihasilkan bernilai nol, yang tidak akan memberikan perbedaan pada saat dibandingkan rata-ratanya. Banyaknya saham tidur pada sektor ini perlu ditinjau lebih lanjut karena pasar saham ini dinilai kurang aktif atau perusahaan - perusahaan tersebut dinilai kurang baik oleh para investor. Sektor keuangan yang kurang aktif memperdagangkan sahamnya juga dapat mengindikasikan pada keadaan perekonomian di Indonesia yang kurang baik. Pada keadaan ini, pasar saham Indonesia pada sektor keuangan berada di posisi *semi strong*.

Tabel 4.2

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

© Hak Cipta Dilindungi IBIKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 Sebelum & Sesudah	364	-.008	.885

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Return saham sebelum dan sesudah *holiday effect* memperlihatkan pergerakan saham pada perusahaan – perusahaan keuangan yang digunakan sebagai objek penelitian. Harga saham yang dihasilkan pada saat akan terjadi *holiday effect* berbeda dengan harga saham yang dihasilkan setelah *holiday effect*. Hal ini, dapat terjadi karena ada juga faktor dari psikologis para investor yang mengharpkan adanya *capital gain* dari informasi yang para investor terima.

Tabel 4.3

Paired Samples Test

	Mean	Std. Deviation	t hitung	Sig. (2-tailed)
Return Sebelum & Sesudah	.00015167	.03902556	.074	.941

Berdasarkan hasil di atas maka H1 ditolak dan H2 diterima , jadi tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect*. Adanya *holiday effect* tidak mempengaruhi *return* pada sektor keuangan ini. *Return* saham yang tidak berubah berarti memberikan *capital gain* yang sama seperti pada hari – hari perdagangan saham lainnya. Dalam hal ini, *capital gain* juga tidak dipengaruhi *holiday effect*.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Pengujian dilakukan dengan melihat volume perdagangan saham harian perusahaan – perusahaan keuangan pada saat penutupan kemudian dicari rata-rata per tahun dan dipresentasikan untuk dipakai dalam pengujian selanjutnya. Karpof (1986, hal.1072) menyatakan bahwa dalam investasi saham di pasar modal, volume perdagangan saham menunjukkan jumlah saham emiten yang ditransaksikan dengan tingkat harga yang disepakati oleh pihak penjual dan pembeli selama periode transaksi. Suatu informasi yang diartikan positif oleh investor, maka tingkat permintaan saham akan lebih tinggi daripada tingkat penawaran saham yang ada, sehingga volume perdagangan akan diperkirakan meningkat. Sebaliknya, apabila suatu informasi diartikan sebagai hal yang negatif, menyebabkan tingkat penawaran saham menurun dan menurunnya juga volume perdagangan saham.

Berikut adalah hasil analisis :

Tabel 4.4

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 Sebelum	.0010549	364	.00351201	.00018408
Sesudah	.0008840	364	.00247621	.00012979

Perdagangan surat berharga yang aktif yaitu dengan volume perdagangan yang besar, menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh para investor. Kondisi seperti itu akan mendorong investor untuk tidak memiliki saham dalam jangka waktu yang lama sehingga akan menurunkan biaya pemilikan. Jadi semakin aktif perdagangan suatu saham atau semakin besar volume perdagangan saham maka dengan sendirinya akan makin rendah biaya pemilikan yang nantinya akan berdampak pada semakin kecilnya *bid-ask*. Studi Chan dan Seow (1998)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



memberikan bukti empiris mengenai pengaruh negatif harga saham terhadap *bid ask spread* saham.



Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Tabel 4.5

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 Sebelum & Sesudah	364	.927	.000

Peningkatan volume perdagangan diiringi dengan peningkatan harga merupakan gejala yang semakin kuat dan kondisi *bullish* (Husnan, 1998). Naiknya volume perdagangan saham merupakan kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Semakin meningkat volume permintaan dan penawaran suatu saham, semakin besar pengaruhnya terhadap fluktuasi harga saham di bursa, dan semakin meningkatnya volume perdagangan menunjukkan semakin diminatnya saham tersebut oleh masyarakat sehingga akan membawa pengaruh terhadap naiknya harga atau *return* saham. Volume perdagangan saham digunakan untuk melihat reaksi pasar pada informasi melalui pengamatan perubahan volume perdagangan di pasar modal. Para pelaku pasar cenderung kurang menyukai transaksi pada saham yang kurang likuid, sehingga hal ini akan menurunkan tekanan pada *spread*.

Tabel 4.6

Paired Samples Test

	Mean	Std. Deviation	t hitung	Sig. (2-tailed)
Volume Sebelum & Sesudah	.00017093	.00153050	2.131	.034

Berdasarkan hasil di atas maka H3 diterima dan H4 ditolak, jadi ada perbedaan yang signifikan antara volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *holiday effect*. Di mana volume perdagangan saham sebelum *holiday effect* lebih besar dibandingkan volume perdagangan saham sesudah *holiday effect*. Sangat diyakini bahwa aspek kepercayaan (*belief*) dari investor (*financial analyst*) merupakan salah satu aspek yang sangat berpengaruh di pasar modal atau sering disebut dengan *behavioral finance*.

Pada dasarnya semua investor berharap dapat menjual sahamnya. Jika itu terjadi, maka tidak seorang pun yang membeli saham. Lain halnya dengan heterogenitas persepsi investor, hal ini akan mendorong terjadinya transaksi perdagangan saham (Asnawi & Wijaya, 2005). Perbedaannya terletak pada respon investor dalam menghadapi hari libur, di Amerika menjelang masuk liburan sengaja melakukan pembelian saham agar harga saham naik, sedangkan investor di Indonesia justru menjual saham mereka karena takut terhadap penyebaran informasi yang kurang merata menjelang liburan, sehingga pasar khawatir ada perkembangan informasi yang mengakibatkan ketidakpastian, oleh karena itu untuk mengurangi risiko pelaku pasar bersikap untuk memegang saham pada saat hari libur, dan menjualnya sesudah hari libur dampaknya terjadi penurunan harga saham di pasar (Sulfian, 2010 dalam Salim 2005).

Pembahasan

1. Return Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori Pettengil (1989) dalam Sullivan et al (1998) yang menyatakan bahwa *return* saham menjelang *holiday effect* lebih tinggi





, namun penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Viky Hari Chandra Siregar dan Lela Hindasah (2010) di mana tidak ada perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah hari libur nasional.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Viky Hari Chandra Siregar dan Lela Hindasah (2010), dengan adanya keputusan investor yang cepat dan relatif tidak menunggu informasi lebih lanjut, sehingga tetap terjadi jual beli saham meskipun akan libur. Kinerja yang sangat baik pada tahun 2007 di Burs Efek Indonesia juga dicerminkan dari peningkatan IHSG sekitar 50% pada tahun tersebut. Fenomena ini memungkinkan tidak adanya pengaruh antara hari libur dengan *return* dalam penelitian tersebut.

Tidak adanya perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *holiday effect* bisa terjadi karena beragam hari libur yang terjadi di Indonesia, sehingga para investor menganggap adanya *holiday effect* sebagai hal yang wajar dan bukan kejadian yang istimewa. Selain itu penelitian yang dilakukan pada perusahaan – perusahaan keuangan di mana beberapa diantaranya ada saham yang nilai *return* nol atau dikenal dengan istilah saham tidur dan beberapa saham lainnya memiliki prospek dalam memberikan dividen yang teratur sehingga diminati oleh investor jangka panjang yang jarang memperjual belikan saham tersebut. Saham tidur merupakan saham – saham yang kurang aktif diperdagangkan atau kurang diminati karena tidak memberikan prospek yang baik atau tidak berprospek.

Berbeda dengan pasar saham di luar negeri, pasar saham di Indonesia tidak bereaksi terhadap hari libur karena banyaknya dan beragam hari libur yang ada selain itu ada juga faktor informasi dan banyaknya investor yang takut mengambil risiko karena pengetahuan yang rendah atau analisis saham yang kurang dalam pasar saham.

2. Volume Perdagangan Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *holiday effect*. Dimana volume perdagangan saham sebelum *holiday effect* lebih besar dibandingkan volume perdagangan saham sesudah *holiday effect*. Hasil ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Venny Julia Utomo dan Leo Herlambang (2015) yang menemukan adanya perbedaan *average abnormal trading volume activity* yang signifikan



sebelum dan sesudah Idul Fitri. Investor di Indonesia cenderung takut akan adanya penurunan harga saham setelah *holiday effect*, maka banyak investor yang menjual saham untuk mengurangi risiko kerugian yang akan dialami.

Perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *holiday effect* mencerminkan adanya reaksi pasar yang mempengaruhi harga saham. Dengan adanya reaksi pasar ini menandakan bahwa pasar saham tersebut masih aktif. Adanya kekhawatiran dan informasi yang tidak pasti mengenai suatu saham, menyebabkan para investor menjualkan saham-saham sebelum hari libur untuk menghindari penurunan harga saham.

Volume perdagangan saham yang berbeda sebelum dan sesudah *holiday effect* berarti bahwa adanya kecepatan reaksi pasar menyerap informasi yang ada dalam suatu peristiwa. Adanya perbedaan ini menandakan adanya informasi yang penting yang didapat para investor sebelum *holiday effect*.

1. Tidak terdapat perbedaan *return* saham pada perusahaan – perusahaan keuangan sebelum dan sesudah *holiday effect* periode 2012 – 2016.
2. Terdapat perbedaan volume perdagangan saham pada perusahaan – perusahaan keuangan sebelum dan sesudah *holiday effect* periode 2012 – 2016.

Penelitian selanjutnya, dapat mengubah metode penelitian dan objek penelitian yang digunakan. Diharapkan mampu menambah jumlah sampel perusahaan atau industri agar hasil yang didapat lebih akurat dan bervariasi. Peneliti yang ingin melakukan penelitian sejenis dapat menghubungkan perbedaan *return* saham dengan pengujian studi peristiwa untuk menguji efisiensi pasar.

Daftar Pustaka

Alteza, Munirya (2007), *Efek Hari Perdagangan Terhadap Return Saham : Suatu Telaah atas Anomali Pasar Efisien*, Jurnal Ilmu Manajemen, Vol. 3, No. 1.

Simpulan

Saran

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



- Ambarwati, Sri Dwi Ari (2009), *Pengujian Week Four, Monday, Friday dan Earnings Management Effect Terhadap Return Saham*, Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 13, No.1 , Januari 2009, hal 1-14.
- Asnawi, Said Kelana dan Chandra Wijaya (2015), *Finance For Non Finance*, Jakarta:PT Raja Grafindo Persada.
- Bachtiar, Yanuar (2009), *Day Of The Week Effect Terhadap Return dan Volume Perdagangan Saham LQ 45 dan Non LQ 45*, Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 13, No. 3, September 2009, hal 487 – 497.
- Bodie, Z. A. Kane, dan A. J. Marcus (2008), *Investments (7th Edition ed.)*, New York: McGraw-Hill.
- Gakhovich, Alex (2011), *Disertation: The Holiday Effect in The Central and Eastern European financial Markets*, Auckland University of Technology.
- Gitman, Lawrence J., Chad J. Zatter (2015), *Principle of Managerial Finance*, Edisi 14, Global Edition, England : Pearson.
- Hasanuddin (2015), *Analisis Komparatif Abnormal Return Saham JII dan Non JII Sebelum dan Sesudah Eibur Idul Fitri*, Jurnal MIX, Volume VI, No. 2, Juni 2015.
- Hinawati, Tiik (2016), *Efek Hari Libur Idul Fitri Terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Indonesia*, Cakrawala, Vol. XI, No. 1, Juni 2016.
- Indriati, Iin dan Desti Mulyani(2011), *Analisis Perbandingan Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Stock Split*, Jurnal Ilmu Ekonomi ASET, Maret 2011,hal 57-63.
- Kieso, Donald E et al (2008), *Intermediate Accounting; Akuntansi Intermediate* ,Terjemahan oleh Emil Salim, Edisi 12, Jilid 1, Jakarta: Erlangga.
- Malim, Helma & Mohammad Jais (2012), *Month Of The Year and Pre - Holiday Effects In Indonesia and Malaysia Shari'ah Compliance*, Indonesian Capital Market Review, Vol. VI, No. 1.
- Ross, Stephen A. (2008), *Modern Financial Management*, Edisi 8, International Edition, USA: Mc Graw Hill Companies.
- Sadikin, Ali (2011), *Analisis Abnormal Return Saham dan Volume Perdagangan Saham, Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pemecahan Saham*, Jurnal Manajemen dan Akuntansi, April 2011, Vol. 12, No. 1.
- Tandelilin, Eduardus (2010), *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, Yogyakarta: Kanisius.
- Wahyuliantini, Ni Made dan Anak Agung Gede Suarjaya (2015), *Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan Saham, dan Volatilitas Return Saham pada Bid-Ask Spread*, Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan, Vol. 9, No. 2, Agustus 2015.
- Werastuti, Desak Nyoman Sri (2012), *Anomali Pasar pada Return Saham : The Day Of The Week, Week Four Effect, Rogalsky Effect, dan January Effect*, Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika, Vol. 2, No.