



1 PENDAHULUAN

Latar belakang

Sarana untuk melakukan jual beli instrumen keuangan adalah pasar modal. Undang-undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 menyebutkan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek. Menurut Fakhrudin (2008) salah satu fungsi pasar modal adalah sebagai sarana menghimpun dana-dana masyarakat untuk disalurkan ke dalam kegiatan yang produktif. Selain itu, pasar modal juga berfungsi sebagai sumber pembiayaan yang mudah, murah, dan cepat bagi dunia usaha dan pembangunan nasional. Sebagai salah satu penopang pertumbuhan ekonomi, membaiknya kinerja pasar modal tidak lepas dari perkembangan pasar saham. Dalam sistem perekonomian modern pasar saham sebagai salah satu alternatif untuk memenuhi kebutuhan dana semakin diminati, selain itu pasar modal juga memiliki fungsi sebagai intermediasi antara pihak yang kelebihan dana (*lender/investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*borrower/emiten*).

Pasar modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir mengalami perkembangan yang cukup pesat. Hal ini dibuktikan dengan kenaikan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari posisi Desember 2011 sebesar 3.821,992 menjadi 4.281,86 pada akhir Desember 2012, atau tumbuh hingga 12,03%. Pertumbuhan tersebut yang tertinggi ke delapan di Asia Pasifik (Tim BEI 2013). Kenaikan IHSG ini memicu pertumbuhan sejumlah indeks saham. Salah satunya adalah indeks yang terdiri dari 45 saham unggulan dengan kapitalisasi terbesar (LQ45) mencatatkan pertumbuhan sebesar 10,82% dibandingkan tahun 2011, sedangkan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang berisi 30 saham syariah meningkat lebih tinggi dibandingkan LQ45 sebesar 13,17% (Wulandari 2012). Mengamati perkembangan tersebut, terlihat pertumbuhan JII lebih tinggi dari perkembangan keuntungan pasar di kelompok saham LQ45.

Tabel 1 Pertumbuhan Indeks Saham di Indonesia Kurun Waktu 2011-2012

Indeks	2011	2012	%
IHSG	3.821,9	4281,8	12,03
LQ45	673,5	746,4	10,82
JII	537,0	607,7	13,17

Fama (1970) menyatakan suatu pasar dikatakan efisien apabila harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. Jika terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang baru dengan yang lainnya terhadap harga saham yang sama, maka pasar modal dapat dikatakan tidak efisien karena informasi yang disebarakan hanya dapat diprediksikan dengan baik

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 atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

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 atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

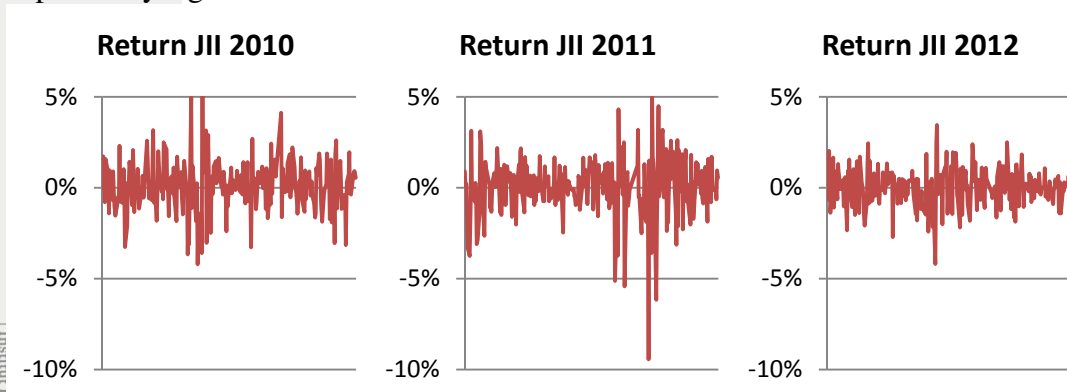
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

oleh sebagian pelaku pasar. Ketidakberaturan ini memiliki dampak yang sangat luas sehingga disebut anomali pasar (*market anomalies*).

Salah satu anomali pasar adalah efek hari libur atau *holiday effect*, yaitu terjadinya perubahan *return* saham secara signifikan menjelang atau sesudah hari libur. Fenomena hari libur di Amerika, sebagai kiblat pasar modal dunia, dan Indonesia memiliki perbedaan yang signifikan. Investor Amerika menjelang hari libur cenderung melakukan pembelian agar harga saham naik, sedangkan di Indonesia cenderung menjual saham karena kekhawatiran terhadap informasi yang tidak merata dan menyebabkan ketidakpastian. Hal ini menyebabkan harga saham cenderung turun menjelang hari libur (Salim 2013). Selain itu, di Amerika hari libur cenderung panjang berbeda dengan di Indonesia yang memiliki hari libur banyak namun jangka waktunya pendek. Hari libur di Indonesia yang memiliki jangka waktu panjang adalah hari libur keagamaan seperti libur Idul Fitri dan libur Natal.

Menjelang hari libur keagamaan, kecenderungan masyarakat untuk membelanjakan uang meningkat yang ditandai dengan meningkatnya harga-harga barang konsumsi. Fenomena ini terjadi karena hari libur keagamaan yang terjadi hanya setahun sekali sering dimanfaatkan oleh masyarakat sebagai ajang liburan panjang sekaligus silaturahmi kepada kerabat-kerabat lainnya. Di lain sisi, kenaikan harga-harga tersebut bisa menyebabkan terjadinya inflasi. Fenomena ini didukung oleh hasil penelitian Iqbal dan Haider (2005) yang menunjukkan bahwa inflasi merupakan faktor makroekonomi yang signifikan mempengaruhi imbal hasil saham.

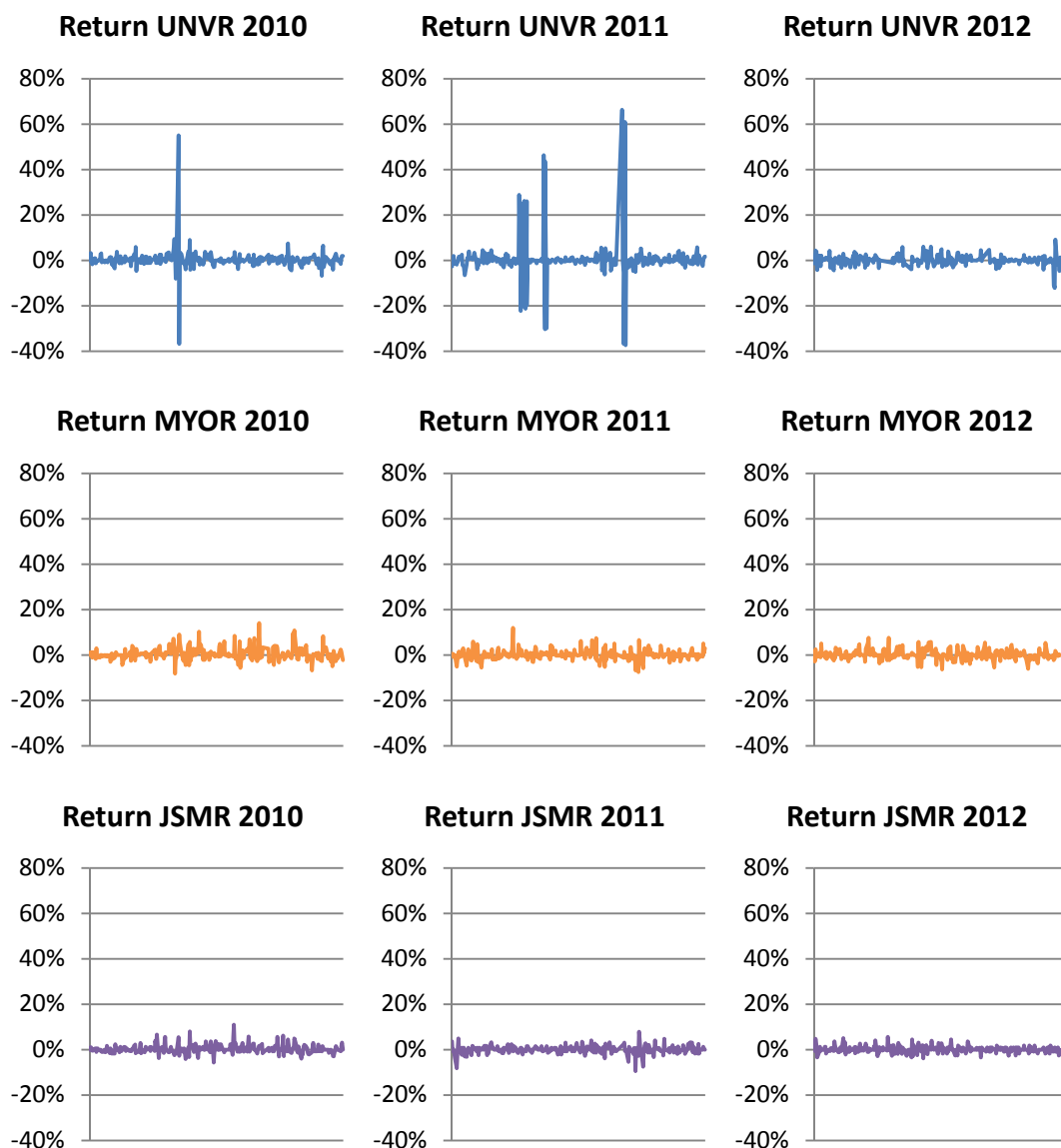
Pengumuman adanya hari libur bisa mempengaruhi perilaku para investor dalam perdagangan saham. Perilaku investor individual dalam membuat keputusan finansialnya tidak hanya dipengaruhi oleh pertimbangan rasionalitas ekonomis dan data objektif saja, namun juga dipengaruhi oleh tindakan yang tidak rasional seperti emosi, kebiasaan psikologis tertentu, dan suasana hati investor individual (Rystorm dan Benson 1989). Penelitian yang dilakukan oleh Daniel, Hirshleifer, dan Subrahmanyam (1998) juga mengungkapkan bahwa pendekatan psikologi yang berkaitan dengan perasaan, tempramen, dan motivasi yang setiap saat dapat berubah mempengaruhi perilaku investor. Hal ini mengakibatkan perbedaan *return* saham harian setiap minggunya, sehingga adanya libur hari perdagangan saham juga mempengaruhi pengambilan keputusan yang dilakukan investor dalam bertransaksi.



Gambar 1 Pergerakan *return* indeks saham JII, saham UNVR, MYOR, dan JSMR selama periode 2010-2012



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 atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Gambar 1 Pergerakan *return* indeks saham JII, saham UNVR, MYOR, dan JSMR selama periode 2010-2012 (lanjutan)

Pada Gambar 1 lonjakan *return* tertinggi indeks JII tahun 2010 terjadi menjelang hari libur Paskah pada 13 Mei dan hari raya Waisak yang jatuh pada tanggal 28 Mei. Pada tahun 2011 juga terjadi lonjakan *return* yang ditunjukkan menjelang hari raya Idul Adha tanggal 6 November. Sedangkan pada 2012, *return* indeks saham JII melonjak menjelang hari libur Isra' Mi'raj Nabi Muhammad SAW.

Lonjakan *return* tersebut tidak hanya terjadi pada indeks saham saja, tetapi juga pada saham. Kenaikan harga-harga barang konsumsi menjelang hari libur berpengaruh terhadap saham konsumsi (Rachmawati 2005). Pada indeks saham JII terdapat dua emiten *consumer good* yang memiliki kapitalisasi besar, yaitu PT Unilever Indonesia, Tbk (UNVR) dan PT Mayora Indah, Tbk (MYOR). Pada Gambar 1 lonjakan *return* saham UNVR terjadi pada saat sebelum libur Wafat Isa Almasih (2 April 2010) hari Raya Idul Adha (6 November 2011), dan hari Raya



Natal (25 Desember 2012). Sementara itu, lonjakan *return* tertinggi saham MYOR di tahun 2010 terjadi menjelang Hari Raya Idul Fitri, sedangkan yang terendah terjadi menjelang Kenaikan Isa Almasih. Pada tahun 2011 lonjakan tertinggi terjadi menjelang Nyepi dan yang terendah menjelang Hari Raya Idul Adha. Saham MYOR menjelang Waisak mengalami lonjakan *return* tertinggi pada 2012, sedangkan menjelang Hari Raya Idul Fitri 2012 justru menghasilkan *return* terendah.

Pada hari libur keagamaan juga terdapat tradisi yang cukup unik di Indonesia, yaitu tradisi mudik. Para pemudik biasanya memanfaatkan tradisi ini untuk berlibur sekaligus sebagai ajang silaturahmi kepada kerabat di kampung halamannya. PT. Jasa Marga, Tbk (JSMR) selaku BUMN transportasi mengelola hampir seluruh jalan tol di Indonesia. Jalan tol ini juga dimanfaatkan pemudik sebagai salah satu jalur transportasi mudik ke kampung halamannya. Selain sebagai jalur bebas hambatan, waktu tempuh untuk mudik pun bisa dipersingkat jika melewati jalan tol. Pada Gambar 1, dapat dilihat gejolak *return* dari saham JSMR pada kurun waktu 2010-2012. Lonjakan *return* tertinggi saham JSMR di tahun 2010 terjadi menjelang Hari Raya Idul Fitri, sedangkan yang terendah terjadi menjelang Isra' Mi'raj Rasulullah SAW. Pada tahun 2011 lonjakan tertinggi terjadi menjelang Hari Raya Idul Adha dan yang terendah menjelang Maulid Nabi Muhammad SAW. Saham JSMR menjelang hari libur Wafat Isa Almasih mengalami lonjakan *return* tertinggi pada 2012, sedangkan menjelang Isra' Mi'raj Rasulullah SAW pada 2012 justru menghasilkan *return* terendah.

Dari beberapa uraian tersebut cukup mengindikasikan adanya pengaruh hari libur keagamaan terhadap *return* saham di pasar modal Indonesia. Pembuktian hal itu akan penulis lakukan melalui penelitian ini.

Perumusan Masalah

Kim dan Park (1994) pada hasil penelitiannya menyimpulkan pengaruh hari libur terhadap *return* saham di pasar modal Jepang dan Inggris tidak dipengaruhi oleh hari libur yang terjadi di Amerika Serikat. Hal ini ditunjukkan dengan perbedaan rata-rata *return* saham yang diperoleh. Di pasar modal AS pada hari libur *return* saham bisa mencapai 30% bahkan hingga 46%. Sedangkan di pasar modal Jepang maupun Inggris hanya mencapai 22%, bahkan hingga negatif 14%. Penelitian yang dilakukan di pasar modal India didapatkan kesimpulan bahwa terdapat pengaruh hari libur terhadap *return* saham *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (BSE SENSEX). Namun, dalam penelitian tersebut terdapat perbedaan dengan hasil penelitian Kim dan Park yang dilakukan di pasar modal AS. *Return* saham yang diperoleh setelah hari libur di BSE SENSEX positif dan signifikan berbeda dibandingkan *return* saham pada hari perdagangan lainnya (Arumugam 1999). Dibandingkan dengan India, Indonesia juga mempunyai karakter yang hampir sama sebagai negara berkembang serta pasar modal yang sedang mengalammi perkembangan. Dampak hari libur terhadap harga saham juga diperkuat dengan objek penelitian pada saat pergantian tahun, dampak bulanan, dan mingguan.



Beberapa penelitian terkait dengan anomali hari perdagangan di pasar modal Indonesia menunjukkan hasil yang bervariasi. Ambarwati (2009) menyatakan terdapat beberapa anomali pasar yang berkaitan dengan return saham, yaitu anomali Intraday (*Time of The Day*), anomali harian (*Day of the Week*), *Holiday effect*, *Turn of the Month*, dan anomali bulanan (*Month of The Year*) akibat perilaku return saham yang berubah-ubah dari waktu ke waktu. Pola return saham tersebut menurut Kim dan Park (1994) memiliki dampak yang berbeda-beda pada hari libur pasar modal di berbagai negara, karena adanya perbedaan hari libur di masing-masing negara.

Beberapa penelitian di pasar modal Indonesia yang menghubungkan pengaruh hari libur terhadap return saham harian menemukan adanya anomali-anomali seperti *day of week effect* (Ambarwati, 2009), *monday effect* (Aryanti 2008), *week four effect* (Supriyono dan Wibowo 2008), *weekend effect* (Nurhayati 2001), *pre holiday effect* (Hamid 2003), dan *post holiday effect* (Rachmawati 2005). Pola-pola tersebut terjadi karena di Bursa Efek Indonesia terdapat kalender libur bursa dimana dalam kalender tersebut berisi jadwal yang menerangkan waktu (hari dan tanggal) peniadaan kegiatan pelaksanaan perdagangan dan penyelesaian transaksi efek di Bursa (BEI 2010a).

Perolehan return saham pada hari perdagangan sebelum libur (*pre holiday effect*) yang tinggi dan signifikan berbeda dibandingkan dengan rata-rata return saham yang diperoleh pada hari perdagangan lainnya telah dibuktikan oleh Tangjitprom (2010). Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa liburnya aktivitas perdagangan di pasar saham berdampak pada return saham, baik perusahaan besar maupun kecil. Return saham menjadi lebih tinggi pada hari perdagangan saham sebelum hari libur pada periode amatan 1994 sampai 2009 yang dilakukan di *Stock Exchange Thailand* (SET) dengan metode penelitian *OLS Regression*.

Penelitian tentang dampak hari perdagangan terhadap return saham di pasar modal Indonesia juga telah banyak dilakukan. Pada penelitian yang dilakukan Gunadi (1995) disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan terhadap return saham harian secara rata-rata pada Bursa Efek Jakarta tahun 1994. Tandelilin dan Algifari (1999) menunjukkan bahwa terdapat return saham yang signifikan pada hari selasa, rabu, dan jumat, sedangkan pada hari senin dan kamis *abnormal return* tidak signifikan secara statistik. Chomariah (2004) dalam penelitiannya menyimpulkan hari-hari libur nasional hanya berpengaruh pada hari-hari perdagangan setelah hari libur, sedangkan pada saat sebelum hari libur tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Tidak adanya konsistensi kesimpulan penelitian tentang dampak hari perdagangan terhadap return saham, menjadikan fenomena ini hal yang menarik untuk diteliti. Dampak hari libur terhadap return saham telah banyak diteliti di luar negeri. Namun, hari libur yang diperingati tiap-tiap negara sangat berbeda, terutama hari libur keagamaan. Hari-hari libur resmi yang tercantum dalam kalender Indonesia dapat diklasifikasikan menjadi hari libur keagamaan (Idul Fitri, Idul Adha, Tahun Baru Hijriyah, Maulid Nabi Muhammad, Isra' Mi'raj, Nyepi, Natal, Kenaikan Isa Almasih, Wafat Isa Almasih, dan Waisak) serta hari libur nasional (hari kemerdekaan 17 Agustus, Tahun Baru 1 Januari, dan Imlek). Khusus untuk hari libur keagamaan, penanggalan pada kalender masehi selalu berubah-ubah setiap tahunnya mengikuti penanggalan kalender keagamaan masing-masing. Hari libur keagamaan juga sangat dimanfaatkan oleh masyarakat Indonesia sebagai



ajang berlibur panjang, khususnya hari Raya Idul Fitri. Selain sebagai ajang silaturahmi dengan keluarga, pemerintah pun memberikan hari libur tambahan (cuti bersama) pada libur keagamaan tersebut. Selain itu pada hari-hari libur keagamaan, kegiatan ekonomi masyarakat Indonesia secara umum akan meningkat. Hal ini dikarenakan kebutuhan yang meningkat demi menyambut hari libur keagamaan. Pada Hari Raya Idul Fitri dan Natal, pemerintah memberikan hari libur tambahan. Tidak jarang harga-harga kebutuhan pokok mendadak naik karena *event* tahunan tersebut. Fenomena ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Akrami, Garkaz, dan Mehrazin (2012). *Abnormal return* yang terjadi pada saat sebelum dan sesudah bulan Ramadhan di Iran berbeda signifikan dan disebabkan karena menurunnya aktifitas perekonomian di negara tersebut yang mayoritas penduduknya beragama Islam.

Dari pembahasan dan pemaparan diatas, penulis tertarik untuk meneliti tentang pengaruh hari libur keagamaan terhadap *return* saham agar para pelaku bisnis di Indonesia memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi *return* atau keuntungan jika akan melakukan investasi saham. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan pertanyaan penelitian apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan mengindikasikan anomali *holidays effect* di sekitar hari-hari libur keagamaan dalam saham-saham yang terdaftar pada kelompok JII periode 2010-2012?

Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah menguji adanya *abnormal return* yang signifikan mengindikasikan anomali *holidays effect* di sekitar hari-hari libur keagamaan dalam saham-saham yang terdaftar pada kelompok JII periode 2010-2012.

Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

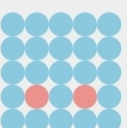
1. Bagi penulis
Agar penelitian ini dapat menambah wawasan ilmu pengetahuan dalam bidang Manajemen Keuangan dan Investasi khususnya yang berkaitan dengan teori pasar modal yang efisien dan anomali yang terjadi terhadap teori tersebut.
2. Bagi pembaca
Agar penelitian ini dapat menambah informasi tentang peluang adanya *Holiday Effect* pada hari libur keagamaan di pasar modal Indonesia.
3. Bagi investor
Agar penelitian ini dapat menambah informasi bagi investor perorangan maupun institusi sebelum melakukan investasi pembelian serta dapat memberikan masukan dalam perumusan strategi perdagangan saham sehingga mendapatkan keuntungan yang diharapkan.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IPB

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB



MB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

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 atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.