PENGUJIAN HOLIDAY EFFECT TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY DI BURSA EFEK INDONESIA

A R T I K E L I L M I A H

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Program Studi Manajemen

Oleh :

OLIVIA DEWI ANGGRAENI

NIM : 2014210191

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

S U R A B A Y A

2018

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama	: Olivia Dewi Anggraeni
Tempat, Tanggal Lahir	: Surabaya, 03 Agustus 1996
N.I.M	: 2014210191
Program Studi	: Manajemen
Program Pendidikan	: Sarjana
Konsentrasi	: Manajemen Keuangan
Judul	: Pengujian *Holiday Effect* terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* di Bursa Efek Indonesia

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing
Tanggal : 2 Maret 2018

(Dr. Muazaroh, S.E., M.T.)

Ketua Program Studi Sarjana Manajemen,
Tanggal : 2 Maret 2018

(Dr. Muazaroh, S.E., M.T.)

PENGUJIAN HOLIDAY EFFECT TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY DI BURSA EFEK INDONESIA

Olivia Dewi Anggraeni
STIE Perbanas Surabaya
Email : olivianggraeni@gmail.com

ABSTRACT

The capital market in Indonesia is currently growing steadily, given the increasing public awareness about the importance of investing. Every investor has a character in trading on the exchange, and some investor have the same behavior with each other. Holiday effects become one of the phenomenon in which investors do buying and selling action before and after holiday. This is indicated by the difference of Abnormal Return and Trading Volume Activity before and after the holiday. Some factors can be the cause of investors taking decisions before and after the holidays, among which information circulating and investor psychological factors. This study examines whether there are differences in Abnormal Return and Trading Volume Activity before and after holidays such as Lunar New Year, Idul Fitri and Christmas. Tests on this study using non-parametric statistical test Wilcoxon Signed. The results of this test are, 1) no difference of Abnormal Return before and after Lunar New Year and there is difference of Trading Volume Activity before and after Lunar New Year, 2) no difference Abnormal Return and Trading Volume Activity before and after Idul Fitri, 3) no difference Abnormal Return before and after Christmas and there is a difference in Trading Volume Activity before and after Christmas.

Key words: *Holiday Effect, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

PENDAHULUAN

Kondisi pasar modal di Indonesia saat ini terus mengalami pertumbuhan, mengingat bertambahnya tingkat kesadaran masyarakat akan pentingnya berinvestasi. Munculnya gagasan "Yuk Nabung Saham" secara nyata dapat meningkatkan jumlah investor di pasar modal. Para investor di pasar modal tentu mengharapkan keuntungan (*return*) yang setara dengan tingkat risiko yang harus ditanggung. *Return* dalam pasar modal dapat berupa *capital gain* maupun dividen. Sebagai cara untuk mengoptimalkan *return*, investor dapat mengamati perilaku saham harian.

Menurut Fama (1970) suatu pasar dikatakan efisien apabila harga suatu saham secara penuh mencerminkan informasi yang tersedia. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi akan memperoleh *return* yang tidak normal atau disebut *abnormal return*. Membahas mengenai pasar efisien, tentu saja tidak akan lepas dari adanya ketidak-teraturan yang ada terkait hipotesis pasar efisien, yang biasa disebut dengan anomali pasar. Anomali pasar merupakan sebuah fenomena yang tidak seharusnya terjadi apabila hipotesis pasar efisien terpenuhi. Hal ini terbukti dengan adanya peristiwa dimana investor mendapatkan *abnormal return* pada kejadian tertentu. Anomali

pasar banyak ditemukan dalam berbagai bentuk pasar efisien, namun lebih sering muncul pada pasar efisien bentuk lemah.

Hasil penelitian membuktikan setidaknya ada empat jenis anomali pasar yaitu,anomali perusahaan, anomali kejadian, anomali akuntansi, dan anomali musiman. Fluktuasi harga saham di pasar modal pada peristiwa tertentu inilah yang biasa disebut dengan anomali musiman (*seasonal*). Berkaitan dengan adanya pola *seasonal* yang dapat terjadi pada waktu-waktu tertentu dalam suatu pasar modal, maka investor dapat menerapkan strategi *market timing* untuk masuk dan keluar dari bursa saham, sehingga mendapatkan *return* yang optimal dan dapat meminimalisir kerugian.

Holiday effect sebagai salah satu bentuk *seasonal anomalies* merupakan suatu bentuk anomali dimana harga saham menjelang liburan (*pre-holiday*) atau sesudah liburan (*post-holiday*) secara rata-rata lebih tinggi jika dibandingkan dengan hari biasa. Hari libur bisa menjadi salah satu pertimbangan investor untuk memutuskan berinvestasi atau tidak. Keputusan investor menjelang dan sesudah hari libur yang secara konsisten inilah yang dapat memicu fluktuasi harga secara berturut-turut sehingga menimbulkan adanya *holiday effect*.

Di Indonesia terdapat banyak hari libur, namun yang paling bisa dirasakan oleh masyarakat Indonesia adalah hari Libur Imlek. Masyarakat bisa menjumpai di berbagai tempat umum bahkan di jalan beragam hiasan yang berkaitan dengan perayaan Imlek. Ada juga perayaan Hari Raya Idul Fitri yang tentu saja ditunggu-tunggu oleh masyarakat Indonesia yang mayoritas beragama Islam. Selain karena nuansa ramadhan yang begitu terasa selama sebulan penuh, juga biasanya diiringi dengan hari libur panjang sehingga hari libur Idul Fitri ini juga menjadi hari libur yang ditunggu oleh masyarakat Indonesia karena biasa digunakan untuk bersilaturahim ke sanak saudara. Selain hari libur Imlek dan Idul Fitri, juga ada hari Libur Natal yang sangat ditunggu-tunggu oleh masyarakat Indonesia. Seluruh masyarakat Indonesia akan dibuat merasakan momen natal karena disetiap tempat seperti mall dan jalan-jalan akan dipenuhi dengan hiasan maupun ucapan Natal. Ditambah dengan beriringan pula dengan hari libur tahun baru sehingga membuat libur natal ini akan semakin menjadi momen yang baik untuk masyarakat Indonesia melepas penat dengan berlibur atau sekedar berkumpul bersama keluarga.

Arkami, Garkaz, dan Mehrazin (2012) dalam penelitiannya menguji efek bulan Ramadhan terhadap *abnormal return* perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam *Tehran Stocks Exchange*. Hasilnya menunjukkan bahwa adanya hubungan antara bulan Ramadhan dengan *abnormal return* yang terjadi setiap tahunnya.

Venny (2015) menguji reaksi pasar modal terhadap hari libur Idul Fitri pada emiten yang masuk dalam daftar ISSI periode 2011-2013. Hasil yang didapat dari penelitian tersebut adalah terdapat *Average Abnormal Return* yang tidak signifikan dan terdapat perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri.

Berdasarkan beberapa hasil penelitian yang berbeda, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai fenomena *Holiday Effect* dengan *event date*, sampel, dan periode yang berbeda. Hal ini dilakukan untuk mengetahui lebih jauh tentang pengaruh *holiday* effect terhadap perbedaan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* pada perusahaan yang tercatat dalam Saham Indeks LQ45 periode 2015-2016.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Anomali Musiman

Anomali musiman adalah anomali yang terkait dengan waktu-waktu perdagangan pasar yang terjadi pada pasar modal. *Holiday effect* adalah salah satu bagian dari *event study* dan salah satu anomali pasar yang terjadi di pasar modal. Satu atau lebih liburan penting dalam kalender mengandung *holiday effect*, dimana pendapatan saham di hari-hari menjelang hari libur jauh lebih tinggi dibanding hari biasa (Marret dan Worthington, 2007). Hasil penelitian menunjukkan kinerja bursa sebelum hari libur dapat terkena dampak positif maupun negatif. Terjadi dampak positif apabila perkembangan bursa pasca libur diprediksi akan membaik. Dengan demikian maka transaksi beli akan banyak dilakukan sebelum hari libur. Demikian pula akan terjadi dampak negatif bila terjadi keadaan yang sebaliknya, yaitu berdampak pada sepi nya pembeli di bursa (Saint John, 2013).

Perilaku Investor

Dalam mengambil keputusan investasi, ada beberapa faktor psikologis yang dapat mempengaruhi perilaku investor dalam mengambil keputusan, antara lain :

1. *Emotion*

Emosi berkaitan dengan perasaan seseorang, seperti *badmood* atau *goodmood*, yang dapat mempengaruhi investor dalam melakukan transaksi di Bursa. Emosi merupakan bagian penting dalam proses pengambilan keputusan – keputusan yang memiliki ketidakpastian yang tinggi (Nofsinger, 2005:86). Pada saat investor *goodmood*, maka akan mempengaruhi investor untuk mengambil investasi yang beresiko. Sedangkan ketika investor *badmood*, keputusan untuk melakukan investasi akan cenderung menurun.

2. *Overconfidence*

Overconfidence merupakan bentuk dari kepercayaan diri yang berlebihan. *Overconfidence* membuat investor *overestimate* terhadap pengetahuan yang dimilikinya, dan *underestimate* terhadap risiko yang mungkin dihadapi karena melebih-lebihkan kemampuannya (Nofsinger, 2005:10). Hal ini menyebabkan investor melakukan *trading* yang berlebihan sehingga menyebabkan *return* di portofolio rendah dan risiko yang dihadapi besar.

3. *Pride and Regret*

Pride and Regret adalah perasaan gembira pada saat keputusan yang dibuat berjalan dengan baik dan penyesalan ketika keputusan yang dibuat tidak berjalan dengan baik (Nofsinger, 2005:22)

4. *Data Mining*

Investor menemukan pola diluar random dengan membaca, meneliti data di masa lalu (*historical data*), dan menggunakannya sebagai alat ukur untuk memprediksi kejadian di masa yang akan datang (Roth, 2007)

5. *Fear and Greed*

Fear and Greed merupakan naluri manusia dimana seseorang akan lari atau menghindar dari sesuatu yang membahayakan mereka dan menghampiri sesuatu yang mereka inginkan. Investor akan melakukan aksi beli saat pasar sedang naik (*bull market*) dan melakukan aksi jual saat pasar sedang turun (*down market*) (Roth, 2007).

Saham Indeks LQ45

LQ45 merupakan salah satu indeks di Bursa Efek Indonesia (BEI), dimana indeks tersebut diperoleh dari perhitungan 45 emiten dengan seleksi kriteria seperti penilaian atas likuiditas. Yang dimaksud dengan penilaian atas likuiditas itu sendiri adalah seleksi atas emiten-emiten dengan mempertimbangkan kapitalisasi dari pasar.

Bursa Efek Indonesia dengan rutin mengevaluasi setiap enam bulan sekali emiten-emiten di pasar modal terutama yang termasuk dalam saham Indeks LQ45. Penggantian dilakukan pada awal bulan Februari dan Agustus. Apabila ada perusahaan yang tidak memenuhi kriteria Indeks LQ45, maka Bursa Efek Indonesia

akan mengeluarkannya dari jajaran Indeks LQ45 dan menggantikannya dengan emiten yang memenuhi kriteria Indeks LQ45.

Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. *Expected return* yaitu keuntungan yang diharapkan oleh investor dan *actual return* adalah keuntungan sebenarnya yang didapatkan investor.

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

Keterangan :

$RTN_{i,t}$: *abnormal return* saham pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$: *actual return* saham yang terjadi pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{i,t}]$: *expected return* saham pada periode peristiwa ke-t

Dalam mengestimasi *expected return*, penelitian ini menggunakan model sesuaian pasar (*market-adjusted-model).* Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

$$\mathbf{R_{MJ}} = \frac{IHSGj - IHSGj-1}{IHSGj-1}$$

Keterangan :

R_{MJ} : *return* pasar pada periode j

$IHSG_j$: IHSG saham pada periode j

$IHSG_{j-1}$: IHSG saham pada periode j-1

Trading Volume Activity

Volume perdagangan adalah salah satu indikator untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu kebijakan atau informasi yang terkait dengan suatu saham. Aktivitas perdagangan dalam volume yang sangat tinggi di suatu bursa dapat ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik.

Berikut adalah cara untuk menghitung volume perdagangan :

$$\mathbf{TVA} = \frac{\sum saham\ perusahaan\ i\ yang\ diperdagangkan\ pada\ waktu\ t}{\sum saham\ perusahaan\ i\ yang\ beredar\ pada\ tahun\ t}$$

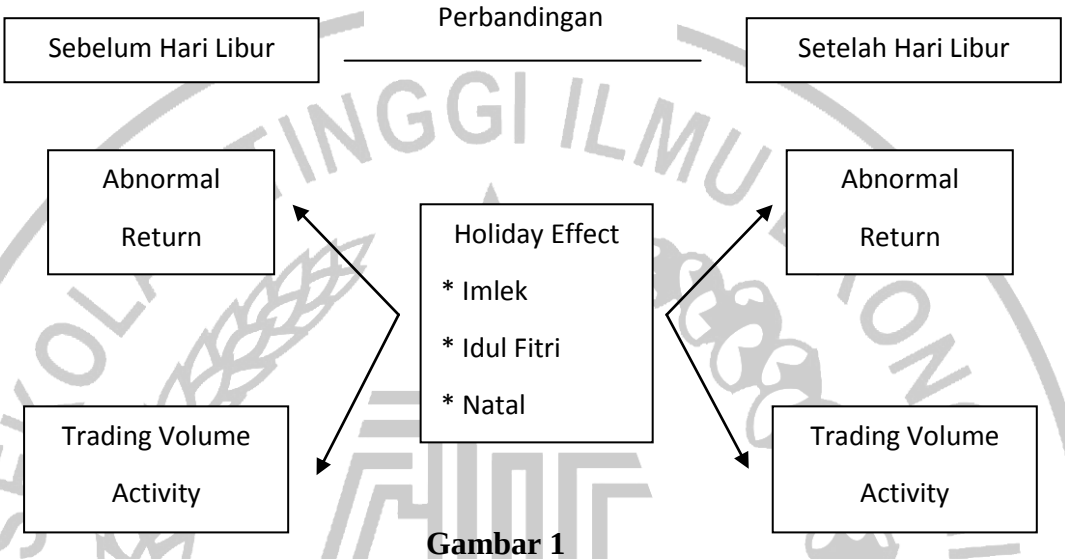
Ditinjau dari fungsinya, volume perdagangan atau *Trading Volume Activity* merupakan variasi dalam *event study* (Venny, 2015). Hasil perhitungan TVA menggambarkan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan saham beredar pada waktu tertentu. Pendekatan TVA juga dapat berfungsi untuk menguji hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Hal tersebut dikarenakan pasar yang belum efisiensi atau efisiensi pasar bentuk lemah, perubahan harga belum dapat dengan segera mencerminkan informasi pasar sehingga investor hanya dapat melakukan pengamatan terhadap reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan pasar modal yang diamati.

Dampak Hari Libur terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*

Tujuan investor berinvestasi adalah untuk memaksimalkan keuntungan. Agar mendapat keuntungan yang maksimal, para investor harus pandai menerapkan strategi *market timing*. Salah satu *timing* yang biasa digunakan para investor untuk keluar masuk bursa adalah menjelang atau sesudah hari libur. Beberapa teori menyebutkan bahwa menjelang hari libur pasar akan cenderung turun karena banyak aksi jual yang dilakukan para investor sedangkan pasca libur pasar akan kembali naik. Namun tidak jarang pula muncul teori yang mengatakan bahwa menjelang hari libur pasar akan naik dan pasca libur pasar cenderung turun. Berbagai kemungkinan bisa saja terjadi mengingat perilaku investor yang tidak menentu. Bisa saja menjelang hari libur para investor ingin mencairkan dana karena tidak ingin hari liburnya terganggu dengan perasaan tidak tenang yang di sebabkan oleh ketidakpastian harga saham pasca libur sehingga harus menjual sahamnya yang mengakibatkan pasar menjadi turun dan setelah libur para investor kembali melakukan aksi beli karena aktivitas sudah kembali normal. Begitu pula sebaliknya,

investor bisa jadi membeli saham menjelang libur karena memiliki kelebihan dana yang tidak digunakan sehingga menyebabkan pasar menjadi naik. Perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah hari libur inilah yang akan diuji oleh peneliti sehingga hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi para investor dalam mengambil keputusan.

Berdasarkan *logical thinking* yang telah dipaparkan diatas, maka digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek.

H2 : Terdapat perbedaan antara *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah hari libur Imlek.

H3 : Terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri.

H4 : Terdapat perbedaan antara *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri.

H5 : Terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Natal.

H6 : Terdapat perbedaan antara *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah hari libur Natal.

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Penelitian ini menggunakan populasi Saham Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dengan cara menentukan kriteria khusus yang sesuai dengan tujuan penelitian. Berikut merupakan kriteria yang digunakan dalam penelitian : (1) Saham perusahaan-perusahaan yang bertahan dalam Saham Indeks LQ45 pada tahun 2015-2016 secara berturut-turut. (2) Perusahan-perusahan yang tidak melakukan *corporate action* berupa *stock split*, *stock reverse*, *right issue*, dividen saham dan *buyback* selama periode penelitian sehingga tidak mempengaruhi jumlah lembar saham yang beredar.

Data dan Metode Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder *return* pasar Saham Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data (Mudrajad Kuncoro, 2009). Data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari website http://www.idx.co.id/id-id/beranda/unduhdata/ringkasan.aspx

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi dimana peneliti mengambil data harga saham harian dan saham yang diperdagangkan yang tergabung dalam Saham Indeks LQ45 dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia.

Variabel Penelitian

Variable penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*.

Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini, variabel yang digunakan adalah *abnormal return* saham dan *Trading Volume Activity*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. *Expected return* yaitu keuntungan yang diharapkan oleh investor dan *actual return* adalah keuntungan sebenarnya yang didapatkan investor. Dalam mengestimasi *expected return*, penelitian ini menggunakan model sesuaian pasar (*market-adjusted-model).* Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut (rumus lima).

Trading Volume Activity merupakan salah satu indikator untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu kebijakan atau informasi yang terkait dengan suatu saham. Cara mengukur Trading Volume Activity yaitu dengan membandingkan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan saham beredar pada waktu tertentu.

Alat Analisis

Dalam melakukan pengolahan data, peneliti memilah data terlebih dahulu kedalam variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Setelah itu, data dimasukkan dalam program SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*) *for windows*. Teknik analisis yang digunakan peneliti adalah pendekatan kuantitatif dengan alat statistik deskriptif dan pengujian hipotesis.

Model analisis deksriptif memberikan gambaran mengenai variabel-variabel yang akan diamati dalam penelitian. Alat analisis yang digunakan adalah minimum, maximum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari rata-rata *pra* dan *post abnormal return* serta *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah hari libur Imlek, Idul Fitri, dan Natal pada Saham Indeks LQ45 periode 2015-2016. Adapun pengujian hipotesis menggunakan alat uji statistik non parametrik Wilcoxon Signed yang menguji perbedaan nilai rata-rata dari *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek, Idul Fitri, dan Natal.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk mendapatkan suatu data yang dilihat dari nilai minimum, maximum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari rata-rata *pra* dan *post abnormal return* serta *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah hari libur Imlek, Idul Fitri, dan Natal pada Saham Indeks LQ45 periode 2015-2016.

Tabel 1
STATISTIK DESKRIPTIF *ABNORMAL RETURN* HARI LIBUR IMLEK

	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Abnormal_Return_Pra	-.01391	.03406	.0051721	.01202733
Abnormal_Return_Post	-.02678	.01263	-.0003193	.00861963

Sumber : Data diolah

Dari tabel 1 terlihat bahwa nilai rata-rata untuk *abnormal return* sebelum hari libur Imlek sebesar 0,0051721. Hasil positif yang didapat menunjukkan bahwa *actual return* lebih besar daripada *expected return*. Adapun nilai rata-rata untuk *abnormal return* sesudah hari libur Imlek sebesar -0,0003193. Hasil negatif yang didapat menunjukkan bahwa *actual return* lebih kecil daripada *expected return*. Hasil deskriptif pada tabel 1 menunjukkan bahwa ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Imlek dimana *abnormal return* sebelum hari libur lebih tinggi dibandingkan sesudah hari libur. Data yang diperoleh sesudah hari libur lebih merata dengan standar deviasi lebih kecil yaitu sebesar 0,00861963 dibanding sebelum hari libur dengan standar deviasi sebesar 0,01202733.

Pada tabel 1 terlihat bahwa *abnormal return* minimum sebelum hari libur Imlek yaitu sebesar -0,01391, terjadi pada perusahaan PT. Charoen Pokphand Indonesia Tbk dan *abnormal return* minimum sesudah hari libur Imlek yaitu sebesar -0,02678, terjadi pada perusahaan PT. Adaro Energy Tbk. Adapun *abnormal return* maksimum sebelum hari libur Imlek yaitu sebesar 0,03406, terjadi pada perusahaan PT. Matahari Department Store Tbk dan *abnormal return* maksimum sesudah hari libur Imlek yaitu sebesar 0,01263, terjadi pada perusahaan PT. Matahari Putra Prima Tbk. Dari perolehan *abnormal return* maksimum dan minimum beberapa perusahaan diatas, dapat disimpulkan bahwa peranan sektor industri dalam perayaan hari libur juga dapat dijadikan pertimbangan dalam berinvestasi. Karena dalam perayaan Imlek biasa dijual baju-baju tradisional China, maka industri pusat perbelanjaan seperti Matahari Department Store bisa merasakan dampak dari perayaan hari libur ini.

Tabel 2
STATISTIK DESKRIPTIF *TRADING VOLUME ACTIVITY* HARI LIBUR IMLEK

	Min	Max	Mean	Std. Deviation
TVA_Pra	.00032	.00691	.0021544	.00194218
TVA_Post	.00016	.00661	.0014422	.00150117

Sumber : Data diolah

Dari tabel 2 terlihat bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum hari libur Imlek sebesar 0,0021544. Adapun rata-rata *Trading Volume Activity* setelah hari libur Imlek sebesar 0,0014422. Hasil deskriptif pada tabel 2 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata antara sebelum dan sesudah hari libur, terlihat sebelum hari libur pasar lebih ramai dibanding setelah hari libur.

Pada tabel 2 terlihat bahwa *Trading Volume Activity* minimum sebelum hari libur Imlek sebesar 0,00032, terjadi pada perusahaan PT. Unilever Indonesia Tbk dan *Trading Volume Activity* minimum sesudah hari libur Imlek sebesar 0,00016, juga terjadi pada perusahaan PT. Unilever Indonesia Tbk. Adapun *Trading Volume Activity* maksimum sebelum hari libur Imlek yaitu sebesar 0,00691, terjadi pada perusahaan PT. Matahari Putra Prima Tbk dan *Trading Volume Activity* maksimum sesudah hari libur Imlek yaitu sebesar 0,00661, terjadi pada perusahaan PT. Sawit Sumbermas Sarana Tbk

Tabel 3
STATISTIK DESKRIPTIF *ABNORMAL RETURN* HARI LIBUR IDUL FITRI

	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Abnormal_Return_Pra	-.01487	.00917	-.0003531	.00502336
Abnormal_Return_Post	-.01406	.01473	.0007535	.00645720

Sumber : Data diolah

Dari tabel 3 terlihat bahwa nilai rata-rata untuk *abnormal return* sebelum hari libur Idul Fitri sebesar -0,0003531. Hasil negatif yang didapat menunjukkan bahwa *actual return* lebih kecil daripada *expected return*. Adapun nilai rata-rata untuk *abnormal return* sesudah hari libur Idul Fitri sebesar 0,0007535. Hasil positif yang didapat menunjukkan bahwa *actual return* lebih besar daripada *expected return*. Hasil deskriptif pada tabel 3 menunjukkan bahwa ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri dimana *abnormal return* sebelum hari libur lebih rendah dibandingkan sesudah hari libur. Data yang diperoleh sebelum hari libur lebih merata dengan standar deviasi lebih kecil yaitu sebesar 0,00502336 dibanding setelah hari libur dengan standar deviasi sebesar 0,00645720.

Pada tabel 3 terlihat bahwa *abnormal return* minimum sebelum hari libur Idul Fitri yaitu sebesar -0,01487, terjadi pada perusahaan PT. Adaro Energy Tbk dan *abnormal return* minimum sesudah hari libur Idul Fitri yaitu sebesar -0,01406, terjadi pada perusahaan PT. Semen Gresik (Persero) Tbk. Adapun *abnormal return* maksimum sebelum hari libur Idul Fitri yaitu sebesar 0, 00917, terjadi pada perusahaan PT. Kalbe Farma Tbk dan *abnormal return* maksimum sesudah hari libur Idul Fitri yaitu sebesar 0,01473, terjadi pada perusahaan PT. Adaro Energy Tbk. Minimum dan maximum *abnormal return* yang didapat oleh setiap perusahaan dapat diindikasi oleh informasi yang diperoleh investor, berkaitan dengan mood investor, maupun berdasarkan sektor-sektor yang dirasa dapat menguntungkan atas suatu *event* tertentu.

Tabel 4
STATISTIK DESKRIPTIF *TRADING VOLUME ACTIVITY* HARI LIBUR IDUL FITRI

	Min	Max	Mean	Std. Deviation
TVA_Pra	.00025	.00517	.0015451	.00122246
TVA_Post	.00028	.00427	.0016152	.00103476

Sumber : Data diolah

Dari tabel 4 terlihat bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum hari libur Idul Fitri sebesar 0,0015451. Adapun rata-rata *Trading Volume Activity* setelah hari libur Idul Fitri sebesar 0,0016152. Hasil deskriptif pada tabel 4 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata antara sebelum dan sesudah hari libur, terlihat sesudah hari libur pasar lebih ramai dibanding sebelum hari libur. Pada tabel 4 terlihat bahwa *Trading Volume Activity* minimum sebelum hari libur Idul Fitri sebesar 0,00025, terjadi pada perusahaan PT. Unilever Indonesia Tbk dan *Trading Volume Activity* minimum sesudah hari libur Idul Fitri sebesar 0,00028, juga terjadi pada perusahaan PT. Unilever Indonesia Tbk. Adapun *Trading Volume Activity* maksimum sebelum hari libur Idul Fitri yaitu sebesar 0,00517, terjadi pada perusahaan PT. Sawit Sumbermas Sarana Tbk dan *Trading Volume Activity* maksimum sesudah hari libur Idul Fitri sebesar 0,00427, juga terjadi pada perusahaan PT. Sawit Sumbermas Sarana Tbk. Minimum dan maximum *Trading Volume Activity* yang terjadi disetiap perusahaan dapat disebabkan oleh informasi yang diperoleh investor maupun disebabkan mood investor untuk melakukan aksi jual-beli atas saham tertentu.

Tabel 5
STATISTIK DEKSRIPTIF *ABNORMAL RETURN* HARI LIBUR NATAL

	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Abnormal_Return_Pra	-.02009	.03011	-.0012265	.01088468
Abnormal_Return_Post	-.01540	.02226	.0026843	.00892679

Sumber : Data diolah

Dari tabel 5 terlihat bahwa nilai rata-rata untuk *abnormal return* sebelum hari libur Natal sebesar -0,0012265. Hasil negatif yang didapat menunjukkan bahwa *actual return* lebih kecil daripada *expected return*. Adapun nilai rata-rata untuk *abnormal return* sesudah hari libur Natal sebesar 0,0026843. Hasil positif yang didapat menunjukkan bahwa *actual return* lebih besar daripada *expected return*. Hasil deskriptif pada tabel 5 menunjukkan bahwa ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Natal dimana *abnormal return* sebelum hari libur lebih rendah dibandingkan sesudah hari libur. Data yang diperoleh sesudah hari libur lebih merata dengan standar deviasi lebih kecil yaitu sebesar 0,00892679 dibanding sebelum hari libur dengan standar deviasi sebesar 0,01088468.

Pada tabel 5 terlihat bahwa *abnormal return* minimum sebelum hari libur Natal yaitu sebesar -0,02009, terjadi pada perusahaan PT. Astra International Tbk dan *abnormal return* minimum sesudah hari libur Natal yaitu sebesar -0,01540, terjadi pada perusahaan PT. Charoen Pokphand Indonesia Tbk. Adapun *abnormal return* maksimum sebelum hari libur Natal yaitu sebesar 0,03011, terjadi pada perusahaan PT. Surya Citra Media Tbk dan *abnormal return* maksimum sesudah hari libur Natal yaitu sebesar 0,02226, terjadi pada perusahaan PT. Vale Indonesia Tbk. Minimum dan maximum *abnormal return* yang didapat oleh setiap perusahaan dapat diindikasi oleh informasi yang diperoleh investor, berkaitan dengan mood investor, maupun berdasarkan sektor-sektor yang dirasa dapat menguntungkan atas suatu *event* tertentu.

Tabel 6
STATISTIK DESKRIPTIF *TRADING VOLUME ACTIVITY* HARI LIBUR NATAL

	Min	Max	Mean	Std. Deviation
TVA_Pra	.00024	.00650	.0010629	.00120116
TVA_Post	.00021	.00704	.0009537	.00129263

Sumber : Data diolah

Dari tabel 6 terlihat bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum hari libur Natal sebesar 0,0010629. Adapun rata-rata *Trading Volume Activity* setelah hari libur Natal sebesar 0,0009537. Hasil deskriptif pada tabel 6 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata antara sebelum dan sesudah hari libur, terlihat sebelum hari libur pasar lebih ramai dibanding setelah hari libur.

Pada tabel 6 terlihat bahwa *Trading Volume Activity* minimum sebelum hari libur Natal yaitu sebesar 0,00024, terjadi pada perusahaan PT. Unilever Indonesia Tbk dan *Trading Volume Activity* minimum sesudah hari libur Natal yaitu sebesar 0,00021, juga terjadi pada perusahaan PT. Unilever Indonesia Tbk. Adapun *Trading Volume Activity* maksimum sebelum hari libur Natal yaitu sebesar 0,00650, terjadi pada perusahaan PT. Sawit Sumbermas Sarana Tbk dan *Trading Volume Activity* maksimum sesudah hari libur Natal yaitu sebesar 0,00704, juga terjadi pada perusahaan PT. Sawit Sumbermas Sarana Tbk. Minimum dan maximum *Trading Volume Activity* yang terjadi disetiap perusahaan dapat disebabkan oleh informasi yang diperoleh investor maupun disebabkan mood investor untuk melakukan aksi jual-beli atas saham tertentu.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Tabel 7
HASIL UJI WILCOXON *ABNORMAL RETURN* DAN *TRADING VOLUME ACTIVITY* HARI LIBUR PADA PERUSAHAAN INDEKS LQ45

Event	*Abnormal Return*		*Trading Volume Activity*	
	Asymp. Sig. (2-tailed)	Kesimpulan	Asymp. Sig. (2-tailed)	Kesimpulan
Imlek	0,159	H0 diterima	0,000	H0 ditolak
Idul Fitri	0,790	H0 diterima	0,381	H0 diterima
Natal	0,280	H0 diterima	0,006	H0 ditolak

Sumber : Data diolah

Dari tabel 7 menunjukkan nilai signifikansi *abnormal return* pada hari libur Imlek sebesar 0,159 lebih besar dari 0,05. Begitu juga pada *event* lainnya seperti Idul Fitri dan Natal memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa pada *event* Imlek, Idul Fitri, dan Natal menyimpulkan

H0 diterima dan H1 ditolak. Ini berarti tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek, Idul Fitri dan Natal.

Dari tabel 7 juga menunjukkan nilai signifikansi *Trading Volume Activity* pada hari libur Imlek sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05. Begitu juga pada *event* hari libur Natal memiliki tingkat signifikansi 0,006 lebih kecil dari 0,05. Namun, pada *event* Idul Fitri memilliki nilai signifikansi 0,381 lebih besar dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa pada *event* Idul Fitri menyimpulkan H0 diterima dan H1 ditolak sedangkan pada *event* Imlek dan Natal menyimpulkan H0 ditolak dan H1 diterima. Ini berarti terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek dan Natal serta tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri.

Berikut pembahasan atas hasil uji hipotesis yang telah dilakukan dalam penellitian ini :

Hasil Uji *Abnormal Return* Hari Libur Imlek

Hasil statistik pada hari libur Imlek menunjukkan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek. Hasil ini mendukung penelitian Saint John (2013) yang mengatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *Return* 2 hari sebelum dan sesudah hari libur pada periode *bearish* dan *bulllish*. Hari libur Imlek menjadi salah satu hari libur Nasional di Indonesia. Hari libur ini tidak hanya dapat dinikmati oleh masyarakat Tionghoa, melainkan oleh seluruh lapisan masyarakat. Tidak banyak dari masyarakat Indonesia yang merayakan Imlek karena sedikit masyarakat Indonesia yang berdarah Tionghoa. Bagi masyarakat yang berdarah Tionghoa, mereka akan memanfaatkan momen ini untuk merayakan bersama keluarga, makan-makan bersama serta membersihkan rumah sebagai bentuk membuang sial dengan harapan mendapat keberuntungan di tahun baru. Sebagian investor akan mencairkan portofolionya untuk perayaan dan membagi-bagi angpao, sebagaimana tradisi yang biasa dilakukan oleh masyarakat Tionghoa. Meski begitu, tidak semua investor baik yang merayakan maupun tidak akan mencairkan portofolionya. Tidak ada perbedaan *abnormal return* pada *event* Imlek ini dimungkinkan karena tidak banyak informasi negatif yang diterima dan mereka dalam keadaan bersemangat menyambut hari libur sehingga investor akan cenderung berani ambil risiko melakukan transaksi di bursa menjelang Imlek dengan menerapkan strategi *market timing*. Setelah hari libur, secara psikologis *mood* investor sedang tidak dalam keadaan baik (*badmood*) karena harus memulai aktivitasnya kembali dan membuat sebagian investor memilih untuk tidak langsung kembali melakukan transaksi di bursa atau beberapa investor justru menjual sahamnya yang mengakibatkan turunnya *return* yang diterima investor namun tetap tidak ada perbedaan yang signifikan perolehan *abnormal return* yang diterima investor baik sebelum maupun sesudah hari libur.

Hasil Uji *Trading Volume Activity* Hari Libur Imlek

Hasil statistik pada hari libur Imlek menunjukkan menunjukkan adanya perbedaan *Trading Volume Activity* antara sebelum dan sesudah Imlek. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Venny Julia (2015) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah hari libur. *Trading Volume Activity* sebelum hari libur lebih tinggi yang artinya perdagangan sebelum hari libur lebih ramai karena antusias investor dalam menyambut hari libur. Hasil ini berkaitan dengan *abnormal return* yang

diterima oleh investor. Pasca hari libur, secara psikologis investor dalam keadaan *badmood* yang membuat investor tidak ingin segera kembali ke bursa saham. Hal ini memicu sepinya bursa saham pasca libur dan terjadi perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah hari libur.

Hasil Uji *Abnormal Return* Hari Libur Idul Fitri

Hasil statistik hari libur Idul Fitri menunjukkan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Arkami, Garkaz dan Mehrazin (2012) yang menyatakan adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah Ramadhan. Perbedaan hasil penelitian bisa terjadi dikarenakan perbedaan kondisi ekonomi di masing-masing negara ataupun teknik analisisnya. Pada penelitian Arkami, Garkaz dan Mehrazin (2012) melakukan penelitian pada Tehran Stock Exchange dengan teknik analisis RM ANOVA, sementara penelitian ini dilakukan pada Indonesian Stock Exchange dengan teknik analisis uji statistik non parametrik Wilcoxon Signed. Tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri ini bisa disebabkan oleh beberapa faktor. Tradisi Idul Fitri menjadi tradisi yang paling di nantikan oleh masyarakat Indonesia dengan mayoritas muslim. Idul Fitri juga menjadi hari libur terpanjang yang ada di Indonesia. Idul Fitri biasa digunakan untuk mudik dan bersilaturahmi ke sanak saudara sebagai bentuk perayaan hari kemenangan masyarakat muslim. Indonesia sebagai negara kepulauan, membutuhkan biaya yang banyak bagi masyarakat yang ingin mudik keluar pulau maupun provinsi. Hal ini dapat menjadi alasan investor memilih untuk mencairkan portofolionya sebagai persiapan untuk menyambut hari libur panjang. Menyambut libur panjang dengan berbagai keperluan yang dibutuhkan menjelang Idul Fitri seperti membeli baju baru, membeli kue untuk hidangan tamu, maupun parcel akan membuat investor berpikir ulang untuk menggunakan dananya bertransaksi di bursa. Setelah perayaan Idul Fitri, secara psikologis investor dalam keadaan *goodmood*. Investor telah lama melewati hari libur sehingga pasca libur investor merasa siap untuk kembali ke rutinitas dan mulai memperbaiki portofolionya yang telah banyak dicairkan untuk persiapan Idul Fitri. Faktor lain yang dapat mempengaruhi investor untuk melakukan atau tidak transaksi di bursa adalah informasi yang beredar. Informasi baik bisa menjadi sentimen positif bagi investor sehingga ingin segera kembali bertransaksi di bursa dan membuat pengaruh positif terhadap indeks namun tidak secara signifikan.

Hasil Uji *Trading Volume Activity* Hari Libur Idul Fitri

Hasil statistik menunjukkan tidak adanya perbedaan antara *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri. Hasil ini berbeda dengan penelitian Venny Julia (2015) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah hari libur. Perbedaan hasil penelitian bisa terjadi dikarenakan periode penelitian ataupun sampel yang digunakan serta alat ujinya. Pada penelitian Venny Julia (2015) periode penelitian tiga tahun dengan sampel Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menggunakan alat uji *Paired Sample T-Test*. Sementara penelitian ini hanya dua tahun penelitian dengan sampel Indeks LQ45 menggunakan alat uji Wilcoxon Signed. Berdasarkan hasil deskriptif menunjukkan bahwa sebelum hari libur Idul Fitri, volume perdagangan lebih rendah dibandingkan sesudah hari libur. Hal ini beriringan dengan *abnormal return* yang

diterima oleh investor dimana pendapatan *abnormal return* investor lebih tinggi sesudah hari libur. Hal ini menunjukkan bahwa sebelum hari libur tidak banyak investor yang melakukan transaksi dibursa yang menyebabkan harga penawaran saham menurun dan berakibat pada *return* yang diterima investor lebih rendah dari ekspektasinya. Sedangkan setelah hari libur Idul Fitri yang panjang, investor mulai meramaikan bursa dengan transaksi jual beli.

Hasil Uji *Abnormal Return* Hari Libur Natal

Hasil statistik pada hari libur Natal menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Natal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Saint John (2013) yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur baik pada periode *bearish* maupun *bullish*. Faktor yang paling banyak mempengaruhi naik turunnya harga saham adalah informasi pasar. Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah Natal menunjukkan bahwa *event* ini tidak banyak berpengaruh terhadap keputusan investor baik sebelum maupun sesudah liburan. Meski demikian, menjelang hari libur investor cenderung untuk menjual sahamnya dan berakibat pada penurunan harga saham. Penurunan harga saham mengakibatkan rendahnya *return* yang diterima investor hingga lebih kecil dari nilai ekspektasinya. Ketika mendekati penghujung tahun, adanya fenomena *window dressing* dapat menarik minat investor untuk melakukan transaksi terutama sesudah hari libur Natal. Hal ini biasa dimanfaatkan investor dengan menerapkan strategi *market timing* untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal.

Uji *Trading Volume Activity* Hari Libur Natal

Hasil statistik menunjukkan adanya perbedaan *Trading Volume Activity* antara sebelum dan sesudah hari libur Natal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Venny Julia (2015) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah hari libur. Sebelum hari libur, volume perdagangan lebih ramai dibandingkan setelah hari libur. Hal ini menunjukkan banyaknya aksi jual yang terjadi di bursa menjelang hari libur dan menyebabkan *abnormal return* juga lebih rendah.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan terkait *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek, Idul Fitri, dan Natal dengan menggunakan uji statistik non parametrik Wilcoxon Signed, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut : (1) Tidak terjadi reaksi pasar ditunjukkan dengan tidak ada perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek. (2) Ada perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Imlek. (3) Tidak terjadi reaksi pasar ditunjukkan dengan tidak ada perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri. (4) Tidak ada perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri. (5) Tidak terjadi reaksi pasar ditunjukkan dengan tidak ada perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Natal. (6) Ada perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah hari libur Natal.

Dari penelitian tentang pengujian *holiday effect* terhadap *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* pada saham Indeks LQ45 periode 2015-2016 memiliki keterbatasan, diantaranya, (1) Penelitian

ini menguji secara rata-rata pada periode tertentu 2015-2016, sehingga tidak bisa melihat isu-isu disekitar hari libur apa yang dapat mempengaruhi perilaku para investor dalam pengambilan keputusan. (2) Penelitian ini hanya menggunakan dua periode sehingga tidak bisa menjelaskan secara garis besar apakah *holiday effect* terjadi di Indonesia. (3) Dalam menghitung *expected return* dalam penelitian ini menggunakan IHSG sedangkan sampel penelitian menggunakan perusahaan yang tercatat dalam Indeks LQ45 sehingga hasil kurang akurat.

Saran yang dapat diberikan terkait dengan penelitian yang telah dilakukan yaitu penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah periode pengamatan sehingga data bisa lebih akurat, menambah hari libur lain yang digunakan untuk pengujian *holiday effect* karena tidak menutup kemungkinan pada hari libur lain terjadi *holiday effect* dilihat berdasarkan *abnormal return* yang didapat investor, serta menggunakan IDX LQ45 dalam mengestimasi *expected return*.

DAFTAR RUJUKAN

Arkami, H., Garkaz, M., & Mehrazin, A. (2012). "The Effect of Ramadhan Month on Stocks Abnormal Return of The Companies Accepted in Tehran Stock Exchange". *Economics and Finance Review Vol. 2(5)*, Pp 45 - 51.

Fama, E. (1970). "Efficient Capital Markets : Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance Vol. 25*, Pp 383-417.

Nofsinger, John, R,. 2005.. *Phsychology of Investing.* Second Edition. New Jersey: Presentice – Hall Inc.

Marrett, G & Worthington, A.C. 2007. "An Empirical Note on the Holiday Effect in the Australia Stock Market, 1996-2006". *School of Accounting and Finance Working Paper Series 07/11*, University of Wollongong.

Mudrajad Kuncoro. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis & Ekonomi.* Jogjakarta: Penerbit Erlangga.

Roth, Allan. 2007. *Behavioral Finance.* Article Wealth Logic. LLC (http://daretobedull.com/ diakses 10 Oktober 2017)

Saint John B.S. (2013). "Pengaruh Holiday Effect Terhadap Return Indonesia Composite Index". *FINESTA Vol. 1, No. 1*, Pp 78 - 85.

Venny Julia (2015). "Efek Hari Libur Lebaran pada Emiten yang Terdaftar dalam ISSI Periode 2011 – 2013". *JESTT Vol. 2*, Pp 372 - 386.