

**REAKSI PASAR MODAL DARI DAMPAK PERISTIWA HARI BESAR AGAMA ISLAM
TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY
SAHAM PERUSAHAAN INDEKS JII YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Septiana Endang Subekti¹ dan Ika Yustina Rahmawati²

^{1,2}Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Purwokerto
Rahmawatirahma2015@gmail.com

Abstrak. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis reaksi pasar modal dari dampak peristiwa hari besar agama Islam yang akan ditunjukkan dengan ada tidaknya abnormal return dan trading volume activity. Sampel yang digunakan adalah Jakarta Islamic Index (JII). Jenis penelitian ini adalah event study sehingga periode pengamatan digunakan untuk melihat reaksi sebelum dan sesudah peristiwa terjadi. Peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah Maulid Nabi Muhammad SAW, Isra Mi'raj, Idul Fitri, Idul Adha dan Tahun Baru Islam. Masa pengamatan yang digunakan yakni tahun 2014 hingga 2017. Periode penelitian yang digunakan adalah 7 hari sebelum peristiwa dan 7 hari sesudah peristiwa. Sumber data diperoleh dari yahoo finance, sahamok.com dan IDX. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, seperti harga penutupan saham, harga penutupan IHSG dan volume perdagangan saham. Alat analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah uji-t berpasangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hari libur Idul Adha terdapat perbedaan yang signifikan terhadap abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah hari libur. Tidak terdapat perbedaan signifikan terhadap abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah hari libur Isra Miraj. Sedangkan hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW, hari libur Idul Fitri dan hari libur Tahun Baru Islam tidak ada perbedaan yang signifikan antara abnormal return saham dan terdapat perbedaan trading volume activity sebelum dan sesudah hari libur.

Kata Kunci: Liburan Islami, abnormal return, trading volume activity, event study

Abstract. The purpose of this study is to analyze the capital market reaction from the impact of religious holidays which will be indicated by the presence or absence of abnormal return and trading volume activity. The sample used is the Jakarta Islamic Index (JII). This type of research is event study so that the observation period is used to see reactions before and after the event occurs. The events used in this study were the Birthday of the Prophet Muhammad, Isra Mi'raj, Eid al-Fitr, Eid al-Adha and Islamic New Year. The observation period used is from 2014 to 2017. The research period used was 7 days before the event and 7 days after the event. Data sources are obtained from Yahoo Finance, Sahamok.com and IDX. The data used in this study are secondary data, such as stock closing prices, IHSG closing prices and stock trading volume. The analytical tool used to test the hypothesis in this study is a paired t-test. The results showed that Eid al-Adha holidays had a significant difference to the abnormal return and trading volume activity before and after holidays. There were no significant differences in the abnormal return and trading volume activity before and after the Miraj Isra holiday. While the birthday of the Prophet Muhammad SAW, Eid holidays and Islamic New Year holidays there is no significant difference between abnormal stock returns and there are differences in trading volume activity before and after holidays.

Keyword: Islamic holiday, abnormal return, trading volume activity, event study

Pendahuluan

Kegiatan investasi merupakan kegiatan untuk mendapatkan peningkatan atas nilai investasi awal (modal) dalam periode waktu tertentu dalam menempatkan dana pada satu atau lebih aset atau instrumen investasi dengan tujuan untuk memaksimalkan hasil (*return*) serta diharapkan dalam batas resiko yang dapat

diterima oleh setiap investor (Jogiyanto, 2014). Dengan melakukan investasi berarti menunda menggunakan modal untuk keperluan konsumsi saat ini agar memperoleh keuntungan di masa depan. Sarana investasi di Indonesia sangat beragam, salah satu investasi yang sangat menarik yaitu investasi di pasar modal.

Terdapat dua fungsi utama dari pasar modal, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi

keuangan. Dikatakan fungsi ekonomi karena pasar modal menjadi sarana penghubung antara pihak yang kelebihan dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana (*issuer*) untuk melakukan kegiatan jual beli dengan periode waktu yang lama. Sedangkan fungsi keuangan dari pasar modal yaitu karena dengan berinvestasi di pasar modal maka investor akan memperoleh hasil (*return*) dari modal yang diinvestasikan (Bagus, 2017:1).

Investor di pasar modal selalu berusaha memperoleh keuntungan (*return*) dari aktivitas perdagangan yang mereka lakukan di pasar modal. Aktivitas perdagangan investor yang berupa menjual dan membeli saham yang dilakukan untuk memperoleh *return* saham yang positif dan menghindari *return* saham yang negatif. Alasan utama investor melakukan investasi di pasar modal adalah untuk memperoleh keuntungan pada tingkat tertentu dengan pengorbanan tertentu. Keuntungan yang akan diterima para pelaku bisnis dalam investasinya sering disebut sebagai *return* saham (Tandelilin, 2010).

Di dalam pasar modal terdapat istilah anomali pasar (*calendar anomalies*). Anomali kalender merupakan salah satu fitur dari pasar keuangan yang bertentangan dengan hipotesis pasar efisien (Mustafa, 2011). Ada dua jenis anomali kalender yaitu anomali yang berkaitan dengan agama seperti efek Hari Natal dan Jumat Agung, efek hari libur Paskah, efek Ramadhan (Azwar dan Imam, 2016). Sedangkan anomali yang tidak berkaitan dengan agama seperti *January Effect*, *Wednesday Effect*, *Weekday Effect*. Anomali dapat muncul pada waktu yang berbeda dalam satu hari, pada hari yang berbeda dalam seminggu, dan di bulan yang berbeda sepanjang tahun (Anwar dan Power, 2015).

Di Indonesia terdapat beberapa hari libur nasional, baik hari libur keagamaan maupun bukan keagamaan. Hari libur nasional merupakan momen khusus yang terjadi setiap tahun. Hal ini menjadi penting bagi investor pasar modal apakah akan membeli atau menjual saham menjelang hari libur atau setelah hari libur

sehingga akan mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Hari libur nasional akan diikuti dengan kegiatan liburnya jual beli di Bursa Efek Indonesia. *Trader* akan merespon adanya hari libur bursa sebagai sinyal untuk mengoptimalkan investasinya dengan melakukan *trading*. *Trading* umumnya berjangka pendek sehingga transaksi yang dilakukan lebih aktif. Hal ini karena *trader* memiliki *time horizon* investasi yang relatif pendek dengan hitungan beberapa hari ataupun beberapa minggu (Bagus, 2017).

Pengumuman adanya hari libur bisa mempengaruhi para investor dalam melakukan perdagangan saham. Peristiwa (*event*) yang dapat dijadikan informasi oleh investor dapat berasal dari kondisi internal maupun kondisi eksternal emiten. Peristiwa yang berasal dari kondisi internal dapat berupa pengumuman *dividen*, penerbitan laporan keuangan, *stock split* dan lain sebagainya. Sedangkan peristiwa eksternal dapat bersifat ekonomi maupun non ekonomi (Aisyah, 2018).

Sehingga dari penjelasan tersebut diatas peneliti tertarik untuk meneliti kembali mengenai anomali pasar hari libur keagamaan dengan judul **“Reaksi Pasar Modal dari Dampak Peristiwa Hari Besar Agama Islam Terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity Saham Perusahaan Indeks JII Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”**.

Kajian Literatur

Investasi diartikan sebagai komitmen untuk mengalokasikan sejumlah dana pada satu atau lebih aset (pada saat ini) yang diharapkan akan mampu memberikan *return* (keuntungan) di masa yang akan datang. Keberanian investor mengalokasikan dana pada saat ini didasarkan atas pertimbangan bahwa ada harapan untuk memperoleh keuntungan yang menarik dimasa mendatang. Tanpa ada harapan memperoleh keuntungan tersebut pemodal tidak akan tertarik untuk melakukan investasi. Investasi dana pada berbagai aset hanyalah bagian dari perencanaan dan keputusan keuangan yang harus dilakukan oleh seorang pemodal. Sebelum melaksanakan

investasi, setiap individu sebaiknya menyusun perencanaan keuangan yang matang (Susilo, 2009:2).

Suatu pasar dikatakan efisien apabila harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan dengan segera. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit (atau hampir tidak mungkin) bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan diatas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi dalam artian ini sering disebut juga sebagai efisiensi informasional. Karena itu konsep efisiensi lebih tepat ditafsirkan sebagai konsep yang *continuum* bukan dikotomi. Semakin cepat suatu pasar bereaksi terhadap informasi baru semakin efisien pasar tersebut.

Fama (1970) mengklasifikasikan informasi menjadi tiga tipe atau bentuk untuk menyatakan efisiensi pasar modal yaitu:

1) Bentuk Efisiensi Yang Lemah (*Weak Form Efficiency*)

Bentuk ini menunjukkan suatu keadaan dimana harga-harga mencerminkan selama informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Ketika harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga di masa-masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien dalam bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

2) Bentuk Efisiensi Setengah Kuat (*Semi Strong Efficiency*)

Suatu keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, tetapi juga mencerminkan seluruh informasi yang terdapat dalam laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Para pemodal tidak dapat

memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan memanfaatkan informasi yang tersedia untuk public (*public information*). Jadi tak seorang pun investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi yang dipublikasikan. Termasuk jenis informasi ini adalah laporan tahunan perusahaan atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi perusahaan pesaing, maupun harga saham historis.

3) Bentuk Efisiensi Yang Kuat (*Strong Forms Efficiency*)

Menurut bentuk ini, harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Jika pasar modal bentuk ini maka tidak ada individual atau group dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return*. Keadaan ini akan membuat pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal yaitu harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik mengenai harga saham.

Menurut Titik (2016) menyatakan bahwa pasar yang efisien tidak ada kemungkinan memperoleh tingkat pengembalian *abnormal*, meskipun dalam praktiknya terdapat hal-hal yang menyimpang dari pakem, yang disebut anomali pasar modal. Pembahasan mengenai pasar efisien, maka harus juga membahas tentang adanya ketidak-teraturan (anomali) yang ada yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali disini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Anomali pasar adalah teknik-teknik atau strategi-strategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan dengan mudah.

Salah satu bentuk anomali dalam pasar modal adalah *holiday effect* yang beberapa penelitian telah mengaitkan antara peristiwa hari libur tertentu dengan kinerja pada bursa efek. Dampak dari peristiwa hari libur tersebut dinamakan *holiday effect*. Penelitian mengenai pengaruh dan peristiwa hari libur tertentu terhadap kinerja bursa, faktor yang

dipertimbangkan, yaitu perkembangan transaksi perdagangan, nilai maupun perkembangan harga saham. Perkembangan faktor-faktor itu dibandingkan selama periode waktu pra libur dan post holiday atau paska libur. Jika ada perbedaan yang signifikan antara waktu tersebut, maka dirumuskan peristiwa hari libur tertentu mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja bursa. Wahyudi dalam Titik (2016) mengatakan kinerja bursa sebelum libur dapat terkena efek positif dan negatif. Terjadi efek positif apabila pembelian saham akan banyak dilakukan sebelum hari libur sedangkan akan terjadi efek negatif apabila terjadi keadaan yang sebaliknya, yaitu sebelum libur bursa efek sepi dari pembeli. Anomali yang digunakan disini adalah anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*) berupa *holiday effect* dimana salah satu bagian dari *event effect* dan salah satu anomali pasar yang terjadi di dalam pasar modal. Satu atau lebih liburan penting dalam kalender mengandung *holiday effect* dimana pendapatan saham di hari-hari menjelang libur jauh lebih tinggi dibandingkan hari-hari biasa (Utomo dan Leo, 2015). Hari libur nasional merupakan event yang mempengaruhi aktivitas perdagangan di bursa efek, sehingga dapat menyebabkan *return* saham mengalami *abnormal return*.

Perumusan Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah yang telah ditetapkan maka hipotesis penelitian adalah sebagai berikut :

- H1:** Terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *Average abnormal return (AAR)* dan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum dan sesudah hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW.
- H2:** Terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *Average abnormal return (AAR)* dan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum dan sesudah hari libur Isra Mi'raj.
- H3:** Terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *Average abnormal return (AAR)* dan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri,

H4: Terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *Average abnormal return (AAR)* dan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum dan sesudah hari libur Idul Adha.

H5: Terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *Average abnormal return (AAR)* dan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum dan sesudah hari libur Tahun Baru Hijriyah.

Metode Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian *event study*. Studi peristiwa (*event study*) merupakan *study* yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman (Hartono, 2014). Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dan aktivitas perdagangan saham dari sekuritas yang bersangkutan.

Penentuan sampel menggunakan *Purposive Sampling*. *Purposive Sampling* yaitu sampel yang dipilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tertentu atau tidak secara acak (*non-probabilitas*) dan dapat dianggap mewakili populasinya (Sugiyono, 2016).

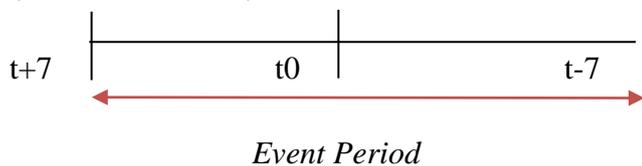
Untuk menganalisis *event study*, periode pengamatan dibagi menjadi dua periode yaitu periode estimasi (*estimation windows*) dan periode peristiwa (*event windows*). Periode estimasi dalam penelitian ini terdiri dari 7 hari sebelum periode peristiwa dan 7 hari setelah peristiwa itu terjadi. Pemilihan 7 hari sebelum dan 7 hari setelah *event date* sebagai periode peristiwa dengan alasan bahwa dengan waktu tersebut informasi yang dipublikasikan dalam hal ini *event date* sudah diterima oleh investor dan dianggap cukup untuk melihat reaksi para investor terhadap pengumuman tersebut (Subhan, dkk., 2016). Data yang digunakan dalam penelitian meliputi:

- a. Data perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index (JII)* pada periode tahun 2014

- 2017. Data diperoleh dari website resmi PT Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id
- b. Data harian *Jakarta Islamic Index (JII)* periode tahun 2014 – 2017. Data diperoleh dari website www.financeyahoo.com
- c. Data penutupan harga saham (*closing price*)
- d. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSKG)
- e. *Volume* perdagangan saham

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dengan menggunakan *event windows* seperti ditunjukkan pada gambar di bawah ini (Rahmawati, 2016) :



Dari *event windows* tersebut maka langkah-langkah yang harus dilakukan adalah:

1. Menentukan sampel perusahaan Index JII sesuai dengan kriteria.
2. Menentukan waktu penelitian (*event date*), t-7 yaitu 7 hari sebelum peristiwa hari besar agama terjadi. t0 yaitu saat peristiwa hari besar agama terjadi dan t+7 yaitu peristiwa setelah terjadinya peristiwa hari besar agama Islam.
3. Mencatat harga penutupan saham harian sesuai sampel perusahaan yang sudah ditentukan pada *event periode*.
4. Mencatat IHSKG pada *event periode*.
5. Melakukan perhitungan *return* saham harian (*Rit*) yang diambil dari harga saham penutupan (*closing price*), dengan menggunakan rumus berikut ini :

$$Rit = \ln (Pit/Pit-1) \dots\dots\dots (1)$$

Dimana :

Rit: *Return* saham ke i untuk bulan ke-t

Ln : *Logaritma natural*

Pit : Harga penutupan untuk saham i pada bulan ke-t.

Pit-1 : Harga penutupan untuk saham i pada bulan sebelumnya.

6. Melakukan perhitungan *Return* pasar bulanan (*Rmt*). Dengan menggunakan rumus di bawah ini:

$$Rmt = \ln (IHSKGt/IHSKGt-1) \dots\dots (2)$$

Dimana :

Rmt : *Return market* pada bulan ke-t

Ln : *Logaritma natural*.

IHSKGt : *Index Harga Saham Gabungan (IHSKG)* pada bulan ke-t.

IHSKGt-1 : *Index Harga Saham Gabungan (IHSKG)* pada bulan sebelumnya.

7. Menghitung *Abnormal return (ARit)* dengan menggunakan *market adjusted model*, dengan rumus sebagai berikut:

$$ARit = Rit - Rmt \dots\dots\dots (3)$$

Dimana:

Arit : *Abnormal return* saham i pada bulan ke-t

Rit : *Return* saham i pada bulan ke-t.

Rmt : *Return market (return pasar)* pada bulan ke-t.

8. Menghitung *Average Abnormal return (AAR)*, dengan rumus sebagai berikut :

$$AARit = ARit \dots\dots\dots (4)$$

Dimana :

AARit : *Rata-rata Abnormal return* saham pada periode ke-t.

Arit : *Abnormal return* saham i pada periode ke-t.

N : *Jumlah observasi* atau jumlah periode.

9. Melakukan perhitungan *Trading Volume Activity (TVA)*. Dengan menggunakan rumus seperti berikut ini :

$$TVAit = \text{Jumlah saham diperdagangkan} / \text{jumlah saham beredar}$$

10. Data dianalisis dengan menggunakan uji beda *Paired Sample t-test* dengan bantuan program Excel 2013 dan *Software SPSS 24*.

11. Menarik kesimpulan.

Hasil dan Pembahasan

Sampel yang didapatkan dari data jumlah perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* dan memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian pada tahun 2014-2017 disajikan dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 1. Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang listing dan termasuk kelompok <i>Jakarta Islamic Index</i>	30
2	Perusahaan yang tidak masuk ke dalam kelompok <i>JII</i> periode I dan II	(4)
3	Jumlah perusahaan yang diteliti	26
Sampel perusahaan yang digunakan selama 2014-2017		104

(Sumber : Data diolah, 2019)

Hasil Pengujian

Uji Normalitas

Uji normalitas data pada penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov One Sample*. Jika hasil dari pengolahan data menghasilkan nilai probabilitas signifikansi di bawah 5% atau 0,05 hal ini menunjukkan bahwa hipotesis nol ditolak atau variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Begitupun jika nilai probabilitas di atas 5% atau 0,05 maka menunjukkan bahwa hipotesis nol diterima atau variabel terdistribusi normal.

Uji normalitas yang dilakukan terhadap variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*. Hasil dari pengujian normalitas data pada sebelum dan sesudah hari libur keagamaan ditunjukkan dalam Tabel 2.

Tabel 2. Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov

Hari Libur Keagamaan	Variabel	Sig	Ket
Maulid Nabi Muhammad SAW	AR_sebelum	0,00	Tidak Normal
	AR_sesudah	0,00	Tidak Normal
	TVA_sebelum	0,00	Tidak Normal
	TVA_sesudah	0,00	Tidak Normal
Isra Miraj	AR_sebelum	0,00	Tidak Normal
	AR_sesudah	0,00	Tidak Normal
	TVA_sebelum	0,00	Tidak Normal
	TVA_sesudah	0,00	Tidak Normal
Idul Fitri	AR_sebelum	0,00	Tidak Normal
	AR_sesudah	0,00	Tidak Normal
	TVA_sebelum	0,00	Tidak Normal
	TVA_sesudah	0,00	Tidak Normal
Idul Adha	AR_sebelum	0,00	Tidak Normal
	AR_sesudah	0,00	Tidak Normal
	TVA_sebelum	0,00	Tidak Normal
	TVA_sesudah	0,00	Tidak Normal
Tahun Baru Hijriyah	AR_sebelum	0,00	Tidak Normal
	AR_sesudah	0,00	Tidak Normal
	TVA_sebelum	0,00	Tidak Normal
	TVA_sesudah	0,00	Tidak Normal

(sumber : data diolah, 2019)

Berdasarkan tabel di atas diketahui distribusi dari data setiap variabel sebelum maupun sesudah hari libur agama Islam. Untuk variabel *Abnormal Return* terlihat bahwa dari 5 peristiwa hari libur yang ada semuanya tidak terdistribusi normal. Sedangkan variabel *Trading Volume Activity* terlihat bahwa dari 5 peristiwa hari libur yang ada semuanya tidak terdistribusi normal. Karena data dari variabel *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* terdistribusi

tidak normal, maka pengujian dari dua variabel tersebut menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank Test*.

Pengujian Hipotesis

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Hari Libur Keagamaan	Variabel	Sig	Ket.	Hasil
Maulid Nabi Muhammad SAW	AR_sebelum	0,317	Tidak Signifikan	Hipotesis ditolak
	AR_sesudah			
	TVA_sebelum	0,002	Signifikan	Hipotesis diterima
	TVA_sesudah			
Isra Miraj	AR_sebelum	0,317	Tidak Signifikan	Hipotesis ditolak
	AR_sesudah			
	TVA_sebelum	0,187	Tidak Signifikan	Hipotesis ditolak
	TVA_sesudah			
Idul Fitri	AR_sebelum	0,715	Tidak Signifikan	Hipotesis ditolak
	AR_sesudah			
	TVA_sebelum	0,007	Signifikan	Hipotesis diterima
	TVA_sesudah			
Idul Adha	AR_sebelum	0,00	Signifikan	Hipotesis diterima
	AR_sesudah			
	TVA_sebelum	0,004	Signifikan	Hipotesis diterima
	TVA_sesudah			
Tahun Baru Hijriyah	AR_sebelum	0,800	Tidak Signifikan	Hipotesis ditolak
	AR_sesudah			
	TVA_sebelum	0,041	Signifikan	Hipotesis diterima
	TVA_sesudah			

Sumber : data diolah, 2019

Berdasarkan hasil pengujian dapat terlihat dengan jelas sebagai berikut:

1. Reaksi *Abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Maulid Nabi Muhammad

Penelitian ini menunjukkan bahwa *abnormal return* tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Samhaji dkk, (2018), Pujiadi (2017) dan Abu Rub (2011) dijelaskan bahwa variabel rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW memiliki perbedaan yang signifikan. Samhaji (2018) dijelaskan bahwa variabel rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW tidak memiliki perbedaan yang signifikan. Hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW yang

jatuh pada tanggal 12 Rabiul Awal telah dijadikan sebagai hari libur Nasional oleh pemerintah Indonesia, ini menyebabkan liburnya perdagangan efek. Sehingga mendapatkan pengaruh terhadap para investor yang akan melakukan transaksi pembelian atau penjualan saham.

2. Reaksi *Abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Isra Miraj

Penelitian ini menunjukkan bahwa *abnormal return* tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Samhaji dkk, (2018), Latifah (2016) dan Pujiadi (2017) menunjukkan bahwa variabel rata-rata *abnormal return* tidak memiliki perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur Isra Mi'raj. Sedangkan dalam variabel rata-rata *trading volume activity* tidak memiliki perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur Isra Mi'raj. Perolehan *return* saham pada hari perdagangan sebelum libur (*pre-holiday effect*) yang tinggi dan positif signifikan berbeda jika dibandingkan dengan rata-rata *return* saham hari perdagangan lainnya dikarenakan investor melakukan aksi *profit taking* untuk menghadapi hari libur Isra Mi'raj. Isra Mi'raj merupakan perjalanan Nabi Muhammad SAW dari Masjidil Aqsa menuju ke Sidratul Muntaha. Peristiwa ini dijadikan investor sebagai

3. Reaksi *Abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri

Penelitian ini menunjukkan bahwa *abnormal return* tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Al-Issis (2015) dalam Pujiadi (2017), Hinawati (2016) dan Malasari (2014) menemukan adanya perbedaan

yang signifikan hasil return sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri. Hari raya Idul Fitri dijadikan sebagai hari yang memiliki makna kesucian bagi umat Islam setelah satu bulan melaksanakan puasa bulan Ramadhan. Hari libur Idul Fitri memiliki libur paling panjang diantara hari libur lainnya. Banyaknya jumlah hari libur pada hari libur Idul Fitri membuat investor mengantisipasi untuk melakukan penjualan saham sebelum hari libur dimulai. Sehingga setelah hari libur Idul Fitri investor berbondong-bondong untuk melakukan pembelian saham kembali dan terdapat kenaikan yang diperoleh lebih tinggi dibandingkan hari-hari lainnya.

4. Reaksi *Abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Idul Adha

Penelitian ini menunjukkan bahwa abnormal return tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Abbes dan Zouch (2015), Samhaji dkk, (2018) dan Pujiadi (2017) menyatakan bahwa variabel rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah hari libur Idul Adha tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hari raya Idul Adha yang jatuh pada tanggal 10 Dzulhijjah bulan ke dua belas pada Tahun Hijriyah dijadikan sebagai hari raya dimana umat Islam melaksanakan shalat Idul Adha bersama-sama dan melakukan penyembelihan hewan qurban. Pada hari raya Idul Adha biasanya investor yang beragama Islam yang mampu sedang melaksanakan ibadah haji ke tanah suci karena ini merupakan salah satu rukun Islam yang wajib dilakukan oleh umat Islam. Sehingga investor lebih memilih untuk melakukan penjualan saham dan dana tersebut dialokasikan untuk melaksanakan kewajiban melakukan qurban ataupun melaksanakan ibadah haji.

5. Reaksi *Abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Tahun Baru Hijriyah

Penelitian ini menunjukkan bahwa *abnormal return* tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah hari libur. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Samhaji dkk, (2018), Chong, dkk (2015) dan Pujiadi (2017) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur Tahun Baru Hijriyah. Sedangkan tidak terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah hari libur Tahun Baru Hijriyah. Tahun Baru Hijriyah merupakan peringatan tahun baru pada bulan Muharram, bulan pertama dalam kalender Hijriyah yang ditetapkan sebagai sejarah awal pindahnya (hijrah) Nabi Muhammad SAW dari kota Makkah ke kota Madinah. Investor biasanya melakukan penjualan sahamnya sesudah hari libur Tahun Baru Hijriyah dan menyebabkan *return* saham mengalami penurunan.

Berdasarkan dalam tabel diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa hari libur Idul Adha terdapat perbedaan signifikan terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah hari libur dibandingkan dengan hari libur yang lain.

Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil analisis pengujian hipotesis di atas maka peneliti dapat memberikan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. *Abnormal return* tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah peristiwa hari libur Maulid Nabi Muhammad SAW.
2. *Abnormal return* tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah hari libur Isra Mi'raj. Sedangkan *trading volume activity*

- tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah peristiwa hari libur Isra Mi'raj.
3. *Abnormal return* tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah hari libur Idul Fitri. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah peristiwa hari libur Idul Fitri.
 4. *Abnormal return* terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah hari libur Idul Adha. Sedangkan *trading volume activity* tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah peristiwa hari libur Idul Adha.
 5. *Abnormal return* tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah hari libur Tahun Baru Hijriyah. Sedangkan *trading volume activity* terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah peristiwa hari libur Tahun Baru Hijriyah.

Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya menggunakan beberapa teknis analisis dalam mengestimasi return saham dan *volume* perdagangan, sehingga tidak dapat dibandingkan bagaimana hasilnya apabila menggunakan teknis analisis yang lain.
2. Penelitian ini hanya menggunakan kelompok perusahaan *Jakarta Islamic Index* (JII) sehingga belum keseluruhan perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia.
3. Penelitian ini hanya menggunakan *mean adjusted model* untuk mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan.
4. *Event study* pada penelitian ini hanya sebatas peristiwa hari besar agama Islam saja.

Saran

1. Penelitian berikutnya sebaiknya memilih salah satu hari libur atau kelompok hari libur yang lebih luas dan bagi penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) agar lebih menggambarkan keseluruhan saham yang ada di Bursa Efek Indonesia.
2. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan teknik analisis yang lain dalam mengestimasi return saham dan

volume perdagangan, agar dapat dibandingkan dengan metode yang telah digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan periode penelitian yang lebih lama.

3. Penelitian selanjutnya sebaiknya dapat menggunakan model lain, seperti *market adjusted model* dan *market model* atau menggunakan ketiga model sekaligus untuk perbandingan penelitian yang lebih baik.
4. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat meneliti peristiwa reaksi pasar modal selain peristiwa hari besar agama Islam tetapi peristiwa hari besar agama yang lain. Sehingga dapat mengetahui perbandingan dampak peristiwa satu agama dengan peristiwa agama yang lainnya terhadap kestabilan harga dan *volume* perdagangan.
5. Bagi investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan oleh investor untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi dengan melihat kalender libur perdagangan bursa efek khususnya hari libur agama Islam untuk mendapatkan return yang positif.
6. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan untuk memperhatikan libur kalender perdagangan bursa khususnya libur agama Islam dalam menentukan kebijakan perusahaan agar investor tertarik untuk memperoleh *return* yang positif.

Daftar Pustaka

- Abbes, Mouna Boujelb'ene., Edi-Zouch, Mouna Abdelh. 2015. *Does Hajj Pilgrimage Affect the Islamic Investor Sentiment?*. Research in International Business and Finance.
- Al-Ississ, Mohamad. 2015. *The Holiday Effect*. Journal of Behaviour and Experimental Finance.
- Anwar, Samsul. 2015. *Efek Ramadhan Terhadap Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham Pada Perusahaan Yang Masuk Dalam Jakarta Islamic Index Tahun 2004-2014*. Tesis. Fakultas Sya'riah dan Hukum. UIN Sunan Kalijaga.
- Arman, Agus. 2014. *Hari Baik Transaksi Saham Di Bursa Efek Indonesia Studi Kasus Pada*

- Kondisi Pasar Bullish Tahun 2009-2012.* Journal Of Management and Bussiness Review. Vol 11 No 2 Juli 2014. STIM Nitro Makassar.
- C.T.S.Liwe, dkk. (2018). *Reaksi Investor dalam Pasar Modal atas Peristiwa Menguatnya Kurs Dolar Amerika Serikat Terhadap Penilaian Nilai Tukar Rupiah Pada 26 Agustus 2015.* Jurnal EMBA. Vol 6 No.3 Juli 2018. Universitas Sam Ratulangi Manado.
- Fama, et al. 1969. The Adjustment Of stock Prices To New Information. *International Economic Review.* Vol.10, No.1, Februari
- Halari, A., Tantisantiwong, N., Power, Dd., dan Helliari, C. 2015. *Islamic Calendar Anomalies: Evidence From Pakistani Firm-Level Data.* Quarterly Review of Economics and Finance.
- Hartono. J. 2014. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi.* Edisi Kesembilan. BPFE, Yogyakarta.
- Hartono.J. 2015. *Studi Peristiwa Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa.* Edisi Pertama. BPFE, Yogyakarta.
- Hartono. J. 2017. *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman.* Edisi Keenam. BPFE, Yogyakarta.
- Hidayati, Nurul., Maslichah dan Junaidi. 2018. *Reaksi Abnormal Return dan Trading Volume Activity Terhadap Ramadhan Effect.* Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Islam Malang.
- Indriastuti, Aisyah.(2018). *Pengaruh Hari Libur Idul Fitri Terhadap Abnormal Return Security Return Variability dan Trading Volume Activity Pada Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2013-2016.* Tesis. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam. IAIN Surakarta.
- Kristiyanto, Setya dan Sri Hermuningsih (2018). *Pengaruh Peristiwa Bom Thamrin Terhadap Return Saham dan Trading Volume Activity pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di BEI.* Jurnal Manajemen Dewantara. Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa.
- L. P.N.Putu dan Wirawan Yasa, Gerianta. 2016. *Perbedaan Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pemilihan Presiden dan Wakil Presiden Republik Indonesia Tahun 2014.* Jurnal Buletin Studi Ekonomi. Vol 21 No.2, Agustus 2016. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Udayana.
- Latifah, Uli dan Prasetiono. 2012. *Analisis Perbedaan Return Saham Sebelum dan Sesudah Hari Libur Keagamaan Serta Hari Libur Nasional.* Jurnal Manajemen. Vol I No 2. Fakultas Ekonomika dan Bisnis. Universitas Diponegoro Semarang.
- Mc.Gowan, Carl dan Izani Ibrahim. 2009. *An Analysis Of The Day Of The Week Effect In Russian Stock Market.* International Bussines & Economics Resourch Journal. Vol VIII No.9 September 2009.
- Mc.Gowan, Carl dan Noor Azzudin Jakob. 2010. *Is There In Eid al-Fitr Effect In Malaysia.* International Bussines & Economics Resourch Journal. Vol IX No.4 April 2010.
- Nurdhiana, Elisa Vien dan Norita. 2017. *Analisis Pembentukan Portofolio Optimal Menggunakan Capital Asset Pricing Model Serta Penilaian Kinerja Portofolio Berdasarkan Metode Shrap Ratio, Treynor Rasio dan Jensen.* E-Proceeding of Management : Vol 4 No 1 April 2017. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Telkom.
- Partogi, Andreas.(2017). *Pengaruh Hari Besar Nasional (Idul Fitri dan Natal) Terhadap Laju Inflasi Di Indonesia Periode 2004.1-2016.4: Pendekatan Error Correction Model.* Tesis. Fakultas Ekonomika dan Bisnis. Universitas Diponegoro Semarang.
- Pujiadi, Bagus dan Astiwi Indriani. 2017. *Analisis Pengaruh Hari Libur Islam Terhadap Abnormal Return Saham.* Jurnal Manajemen Diponegoro. Vol 6 No.4, 2017. Fakultas Ekonomika dan Bisnis. Universitas Diponegoro Semarang.
- Rahmawati, Ika dan Tiara Pandansari. 2016. *Reaksi Pasar Modal Dari Dampak Peristiwa Bom Plaza Sarinah Terhadap Abnormal Return Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di BEI.* Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia. Vol 1 No.2, 2016. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Muhammadiyah Purwokerto.
- Ratnasari, Anita. 2015. *Pengaruh Volume Perdagangan, Tingkat Inflasi dan Nilai Tukar (RP/USD) Terhadap Volatilitas Harga Saham.* Fakultas Bisnis dan Manajemen. Universitas Widyatama Bandung.
- Resdiani, Anggie., Andrieta S.Dewi dan Anisah F., (2016). *Analisis Perbedaan Return*

- Saham Sebelum dan Sesudah Holiday Effect di Bursa Efek Indonesia*. E-Proceeding of Management : Vol 3 No 1 April 2016. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Telkom.
- Sandika, Rudi Sofia., Yusni Maulida dan Deny Setiawan. 2014. *Pengaruh Investasi Terhadap Penyerapan Tenaga Kerja di Kabupaten Pelalawan*. Jom Fekon : Vol 1 No 2 Oktober 2014. Fakultas Ekonomi. Universitas Riau.
- Saputro, Aditya. 2014. *Day Of The Week Effect dan Month Of The Year Effect Terhadap Return Indeks Pasar*. Jurnal Nominal. Vol III No 2, 2014. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Satt, Harit. 2017. *Eid Mawlid al-Nabi, Eid al-Fitr and Eid al-Adha; Optimism and Impact On Analyst Recommendations: Evidence From MENA Region*. Arab Economics and Business Journal. No.12 h.57-67. School Of Business Administration. Al-Akhawayn University In Ifraine Morocco.
- Sonjaya, Azwar Ramadhana dan Wahyudi Imam. 2016. *The Ramadhan Effect: Illusion or Reality?*. Arab Economics and Business Journal. No.11 h 55-71. Department of Management. Faculty Of Economics and Business. Universitas Indonesia.
- Subhan, Muhammad., Amir Hasan dan Errin Wijaya.2016. *Analisis Perbedaan Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah January Effect Pada Saham Index LQ45 di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Tepak Manajemen Bisnis. Vol VIII No 3 September 2016. Fakultas Ekonomi. Universitas Riau.
- Susilo. B. 2009. *Pasar Modal Mekanisme Perdagangan Saham, Analisis Sekuritas, dan Strategi Investasi Di Bursa Efek Indonesia(BEI)*. Cetakan Pertama. UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Sugiyono. 2016. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Edisi Pertama. Alfabeta, Bandung.
- T Mulya, Lega dan Kirmizi Ritonga (2017). *Pengaruh Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Aksi Damai 4 November 2016 (Event study pada Saham Kompas 100 Yang Terdaftar di BEI)*.Jurnal Tepak Manajemen Bisnis. Vol IX No.3 September 2017.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Ketujuh*. Yogyakarta: Kanisius.
www.idx.co.id
www.yahoo-finance.co.id