

## RAMADAN ANOMALY EFFECT PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX BERDASARKAN PERSPEKTIF BEHAVIORAL FINANCE THEORY

Oleh:

R.A. Norromadani Yuniati

(Penulis adalah dosen tetap Prodi Manajemen Unipa Surabaya)

### Abstrak

Bagaimana kita bisa membuktikan bahwa para investor dan pelaku pasar modal selalu bertindak rasional dalam pengambilan keputusan di pasar modal dewasa ini, seperti yang telah banyak dituliskan dalam beberapa literatur manajemen keuangan dan investasi yang telah sering diterangkan secara teoritis dalam dunia akademisi?. Padahal pada prakteknya dan berdasarkan beberapa penelitian terakhir ini, banyak membuktikan fenomena-fenomena penyimpangan yang terjadi di pasar modal, yang pada akhirnya kurang sejalan dengan teori-teori keuangan standart dan teori keuangan konvensional. Praktek di lapangan mulai bergeser dan keilmuan mulai berkembang seiring semakin pesatnya penelitian dan kajian-kajian keuangan moderen saat ini, sehingga melahirkan sebuah paradigma baru bahwa *behavioral finance* mulai melengkapi dan menggantikan teori keuangan standar yang mengkaji konsep *rational* investor menjadi *normal* investor yang memiliki penyimpangan bias secara *social*, kognitif dan emosi. Maka dari itu dengan melihat pola perilaku masyarakat khususnya pelaku pasar di moment Ramadan pada index syariah (Jakarta Islamic Index) yang berkembang di Pasar Modal Indonesia, peneliti mencoba membuktikan ada atau tidaknya *anomaly effect* yang terjadi di Pasar Modal Indonesia dengan menggunakan perspektif *behavioral finance theory*. Penelitian ini berusaha memberikan alternatif pertimbangan bagi investor dan para pelaku pasar dalam pengambilan keputusan perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) khususnya yang terkait dengan kegiatan perdagangan saham Jakarta Islamic Index di waktu bulan Ramadan.

**Kata kunci:** *anomaly effect*, *rasional*, *normal*, *behavioral finance*, investor, Ramadan, saham

### PENDAHULUAN

Sebuah momentum baru dalam dunia Pasar Modal Syariah di Indonesia baru saja di mulai pada beberapa tahun terakhir ini, tepatnya pada bulan Juli tahun 2000 ketika Bursa Efek Indonesia (sebelumnya bernama Bursa Efek Jakarta) bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan sebuah embrio dalam index syariah Indonesia yang kemudian bernama Jakarta Islamic Index (JII). Hal ini dimaksudkan untuk menjadikan panduan bagi investor melakukan investasi di pasar modal dengan menggunakan prinsip syariah.

Pada dasarnya, kegiatan di pasar modal Indonesia dalam syariat Islam dikategorikan sebagai muamalah atau kegiatan yang terkait dengan perniagaan dan hukumnya mubah (dibolehkan) selama tidak ada dalil yang jelas melarangnya (Himpunan Peraturan Tentang Pasar Modal Syariah dan Kumpulan Fatwa DSN-MUI Terkait Pasar Modal Syariah, 2010). Pasar Modal di Indonesia terbagi menjadi dua yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Efek Syariah (BES). Namun perdagangan saham masih didominasi terjadi di BEI karena sistem syariah baru mulai berkembang dewasa ini. Walaupun pada prakteknya, mekanisme perdagangan yang terjadi di BES masih menggunakan konsep pasar modal secara umum kecuali hal-hal yang dilarang secara syariah. Hal itu dikarenakan pasar modal syariah merupakan bagian dari pasar modal Indonesia yang dalam hal ini diwakili oleh Jakarta Islamic Index sebagai index syariah yang berkembang di Indonesia saat ini.

Seperti halnya di Negara Timur Tengah, masyarakat di Indonesia juga merayakan bulan Ramadan karena mayoritas penduduk di sini merupakan umat muslim, namun perbedaannya terletak pada sistem Negara yang tidak menganut syariat Islam. Secara otomatis, sistem perdagangan dan regulasi pasar modal dan keuangan tidak didasarkan pada syariat Islam seperti pasar Negara Muslim Timur Tengah, walaupun sebagian besar penduduk dan pelaku pasar merayakan Ramadan. Mayoritas penduduk yang beragama muslim memungkinkan kentalnya budaya Islam dalam pola hidup dan aktifitas sehari-hari masyarakat, terutama perubahan gaya hidup di saat Ramadan dan menjelang hari Raya Idul Fitri. Di Indonesia hari raya tersebut ditetapkan sebagai hari libur Nasional.

Chan, et. al (1996) menyatakan bahwa efek muncul pada hari libur yang berkaitan dengan kultur, akan lebih besar dibandingkan dengan efek yang ditimbulkan oleh hari libur kenegaraan. Selanjutnya, Yen et. al (2001) juga mengungkapkan bahwa kultur yang dominan di suatu Negara dapat mempengaruhi pergerakan harga saham pada hari-hari sekitar libur yang terkait kultur yang dominan tersebut. Hari libur pada bulan Ramadan dan Idul Fitri memiliki indikasi yang kuat dan dominan membentuk kultur dan pola hidup masyarakat di Indonesia. Hal ini dikarenakan pada beberapa perbedaan peribadatan dan ajaran bagi umat muslim, yang tidak dilaksanakan pada hari-hari lain di luar Ramadan dan Idul Fitri.

Gaya hidup masyarakat Indonesia yang terjadi di bulan Ramadan sangat kuat didominasi oleh kultur dan kebiasaan umat muslim yang dilaksanakan pada bulan ini dalam rangka menyambut hari raya Idul Fitri. Salah satunya adalah semakin tingginya konsumsi masyarakat menjelang Ramadan dan hari Raya Idul Fitri telah banyak dibicarakan di berbagai media massa dan elektronik. Jadi, dapat dikatakan bahwa Ramadan dan Idul Fitri dimungkinkan memberi dampak pada aktifitas di lantai bursa. Ramadan dapat menjadi sebuah periode yang tidak pasti yang artinya pengalaman emosional tidak selalu memberikan bentuk yang positif (Al-Hajjeh, et.al., 2010). Apabila Ramadan mendatangkan ketidakpastian emosional yang lebih tinggi, itu berarti bahwa ketidakpastian akan menyebar pada semua aspek kehidupan seseorang, termasuk didalamnya keputusan keuangan yang dibentuk oleh timbulnya emosi dari aspek-aspek lain di kehidupan seseorang.

Dalam teori *behavioral finance* mengungkapkan bahwa peningkatan kondisi ketidakpastian akan sangat membuatnya lebih tergantung pada *behavioral heuristic*, sehingga memungkinkan terjadinya kesalahan-kesalahan sistematis dalam pengambilan keputusan keuangan atau biasa disebut dengan *behavioral biases* (Pompian, 2006). Berdasarkan penjelasan tersebut selanjutnya Al-Hajjeh et. al (2010) dalam jurnalnya menyatakan bahwa, pada umumnya sebuah mood positif pada bulan Ramadan dimungkinkan dapat meningkatkan tendensi untuk berinvestasi dan mood positif dapat menyebabkan investor menjadi sedikit diskriminatif dan kurang analitis terkait pengambilan keputusan investasi pasar saham mereka. Hal itu dibuktikan dengan hasil penelitian mereka, yang menunjukkan terdapat volatilitas saham yang tinggi pada hari pertama dan hari terakhir perdagangan di bulan Ramadan pada sebagian besar pasar modal Negara Timur Tengah.

Peneliti menggunakan *abnormal return* sebagai variabel penelitian dalam mengukur anomali karena anomali merupakan bentuk penyimpangan terhadap hipotesis efisiensi pasar secara informasi. Dalam teori pasar efisien (Fama, 2005) menjelaskan bahwa pasar efisien mampu menyerap informasi yang tersedia di pasar untuk menuju harga keseimbangan yang baru sehingga investor tidak memperoleh *abnormal return* secara terus-menerus. Hal ini berarti pasar mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan pada sebuah sekuritas.

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dipaparkan di atas, maka rumusan masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham selama bulan Ramadan dengan bulan-bulan di luar Ramadan?
2. Bagaimana pola rata-rata *abnormal return* saham yang terbentuk di awal dan di akhir bulan Ramadan selama periode pengamatan?

## Kajian Teori

### Pasar Modal Efisien dan *Efficient Market Hypothesis*

Pasar efisien didefinisikan oleh Tandelilin (2010) adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Selanjutnya, Tandelilin juga menjelaskan bahwa konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respons atas informasi baru yang masuk ke pasar. *Efficient Market Hypothesis* (EMH/ Hipotesis Pasar Efisien) dikembangkan oleh Eugene Fama tahun 1965, beranggapan bahwa di pasar yang efisien harga atas suatu sekuritas yang terbentuk merupakan cermin dari semua informasi yang tersedia dan relevan tentang sekuritas tersebut. Dengan kata lain, harga yang terbentuk di pasar merupakan nilai wajar (*fair value*). Akibatnya, secara teori, pelaku pasar yang aktif tidak mungkin memperoleh *abnormal return* (*beat the market*) secara terus menerus karena investor lain akan segera mencium aksi yang dilakukan oleh seorang investor.

Jogiyanto (2005) juga menjelaskan bahwa informasi saja tidak cukup untuk membuat pasar efisien. Pasar efisien memerlukan variabel kedua, yaitu kepintaran pasar. Pasar yang pintar dapat mengambil keputusan yang pintar, begitu pula sebaliknya. Efisiensi pasar juga perlu dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan. Selanjutnya Jogiyanto menyebutkan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) adalah semua informasi tersedia dan semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan dengan canggih. Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah jika efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan sebuah faktor yaitu ketersediaan informasi, sedangkan efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan dua faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar.

### Anomali Pasar

Mekanisme harga yang terbentuk dalam pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru sebagai sebuah respon terhadap informasi yang baru masuk ke pasar. Beberapa penelitian telah menemukan adanya ketidakberaturan yang jelas terdeteksi di pasar modal. Ketidakberaturan ini bersifat persisten dan memiliki dampak yang cukup luas sehingga disebut sebagai suatu anomali pasar (*market anomalies*). Jones (1996) mendefinisikan anomali pasar (*market anomaly*) sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien. Suatu anomali dapat disebut sebagai suatu ketidakberaturan yang memang ada dan berlangsung lama pada beberapa pasar modal. Beberapa anomali dari pengujian empiris yang telah dilakukan di berbagai Pasar Modal Internasional adalah *Size Effect*, *Neglected Effect*, *Weekend Effect*, *Holiday Effect*, *Day-end Transaction Price Anomaly*, *January Effect*, *Price-to-Earning Anomaly*, dan *Postearnings Announcement Anomaly*.

Jogiyanto (2005) menjelaskan bahwa anomali pasar menunjukkan suatu fenomena yang terjadi berulang-ulang dan secara konsisten menyimpang dari kondisi pasar yang efisien secara informasi. *Calendar anomaly effect* terjadi karena pada waktu tertentu menghasilkan *return* yang lebih tinggi secara sistematis dan konsisten dibandingkan waktu yang lain. Anomali ini terdiri dari efek waktu dalam hari (*time of the day effect*), efek hari dalam minggu (*day of the week effect*) dan efek bulan dalam tahun

(*month of the year effect*). Anomali yang diteliti dalam penelitian ini merupakan *month of the year effect* karena menjadikan periode Ramadan sebagai *point of view* dalam satu tahun dengan cara membandingkannya dengan hari-hari di luar bulan Ramadan dalam tahun yang sama.

### **Behavioral Finance**

Litner (1998) "*Behavioral finance is the study of how humans interpret and act on information to make informed investment decisions*". Ricciardi dan Simon (2000) menyatakan bahwa *behavioral finance* mencoba menjelaskan dan menambahkan pemahaman kita terhadap pola-pola yang mendasari investor dalam pengambilan keputusan termasuk di dalamnya aspek emosional dan seberapa besar derajat dari aspek tersebut mempengaruhi proses pengambilan keputusan. "*Behavioral finance attempts to explain and increase understanding of the reasoning patterns of investors, including the emotional processes involved and the degree to which they influence the decision-making process*". Hal ini berarti *behavioral finance* mencoba mencari jawaban atas *what, why and how* keuangan dan investasi dari sudut pandang manusia itu sendiri.

Pompian (2006) memberikan definisi *behavioral finance* sebagai aplikasi psikologi dalam keuangan. Pompian juga membagi *behavioral finance* menjadi dua bagian, yaitu:

- a. *Behavioral Finance Micro* (BFMI) yaitu menguji perilaku-perilaku atau bias investor individual yang membedakannya dari perilaku rasional seperti yang dikemukakan dalam teori ekonomi klasik
- b. *Behavioral Finance Macro* (BFMA) yaitu mendeteksi dan menjelaskan anomali-anomali dalam hipotesis pasar efisien yang mungkin dapat dijelaskan dengan model *behavioral finance*.

Tidak dapat dipungkiri bahwa pengambilan keputusan termasuk keputusan keuangan dan investasi dipengaruhi oleh timbulnya emosi dari beberapa aspek lain dalam kehidupan seseorang. Aspek lain tersebut dapat berupa suatu moment tertentu yang terjadi dan mempengaruhi psikologis seseorang termasuk di dalamnya bulan Ramadan. Solvic et. al (2002) mengusulkan sebuah pengaruh *heuristic*. Pengaruh tersebut adalah "*feelings*" (perasaan), hal itu bersifat lembut dan pada beberapa orang mempengaruhi tingkat kesadarannya. Anggapan dan perasaan sering kali menjadi dasar dalam pengambilan keputusan dari pada menggunakan evaluasi yang objektif, terutama ketika keputusan yang diambil investor sangat kompleks. Maka dari itu *heuristic* sering kali digunakan untuk menilai probabilitas dan memprediksi nilai (Tverky dan Kahneman, 1974).

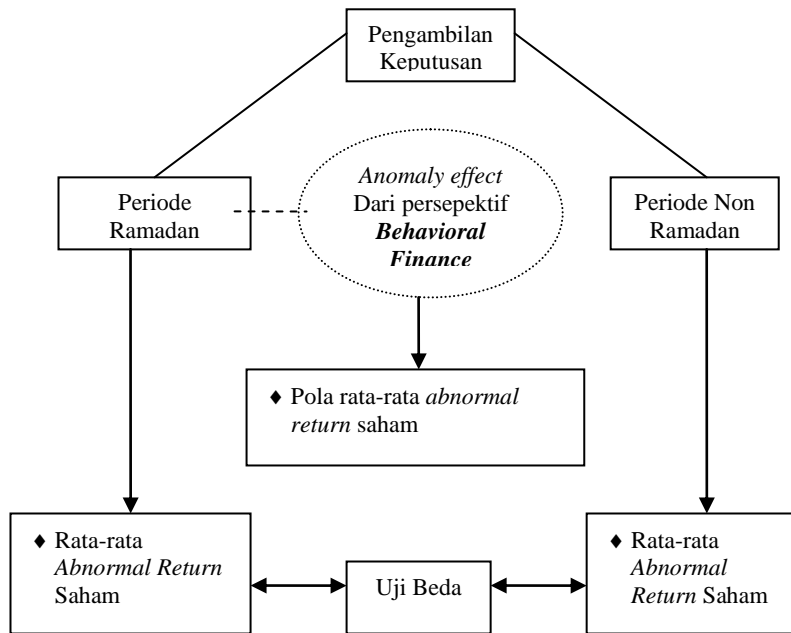
Secara sederhana *heuristic* dapat diartikan sebagai *rule of thumb*, yaitu suatu tindakan praktis dan sederhana yang dilakukan seseorang ketika ingin mengambil keputusan dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi. *Heuristic* adalah *short cut*. Dengan *heuristic* orang tidak akan berpikir rumit dengan menggunakan hukum-hukum matematis, mengabaikan hukum *normative* dan cenderung pragmatis (Tverky dan Kahneman, 1973). Maka dari itu, banyak ahli berpendapat bahwa penggunaan asumsi rasionalitas mungkin akan mengarah pada pemahaman yang salah atas mekanisme sebenarnya dari anomali-anomali keuangan yang sering kali terbukti terjadi di beberapa pasar. Para praktisi di pasar keuangan menggunakan istilah *heuristics* untuk mengungkap informasi yang akan digunakan dalam proses pengambilan keputusan, sedangkan para ahli ekonomi *behavior finance* memasukkan aspek agen "normal" bukan rasional dalam model-model yang dikembangkan dalam rangka anomali-anomali yang ada dan ditemukan dalam studi empiris (Gumati, 2009).

**Hipotesis dan Rerangka Pemikiran**

Berdasarkan rumusan masalah dan landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini, maka peneliti mengajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H<sub>1</sub> : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham selama bulan Ramadan dengan bulan di luar Ramadan.
- H<sub>2</sub> : Terdapat perbedaan rata-rata volume perdagangan saham/ TVA saham selama bulan Ramadan dengan bulan di luar Ramadan.

**Gambar 1. Rerangka Pemikiran**



**Metode Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, karena menitikberatkan pada pembuktian ada atau tidaknya Ramadan *anomaly effect* seperti yang dijelaskan dalam teori *behavioral finance* dengan dikaitkan pada fenomena masyarakat di Indonesia selama bulan Ramadan. Penelitian dilakukan pada Jakarta Islamic Index (JII) selama Januari 2002 sampai dengan Desember 2011 untuk menganalisa perilaku investor selama hari-hari di bulan Ramadan terkait aktifitas perdagangan sahamnya. Kemungkinan gejala *anomaly* dianalisa menggunakan perspektif *behavior finance*, dengan cara menguji perbedaan *abnormal return* saham selama bulan Ramadan dan bulan-bulan di luar Ramadan, serta dilengkapi dengan kajian secara deskriptif mengenai pola seasonalitas pada *abnormal return* saham yang terbentuk selama periode pengamatan.

**Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel Penelitian**

*Abnormal return* saham merupakan keuntungan atau laba yang dari aktivitas perdagangan saham, dan indikator untuk mengukurnya diperoleh dari selisih *expected return* dengan *actual return* saham. *Abnormal return* saham dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots\dots\dots (1)$$

Karena,  $E(R_{i,t}) = R_{m,t}$ , maka *abnormal return* dihitung dengan rumus:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- $AR_{i,t}$  = *Abnormal return* saham i pada waktu t
- $R_{i,t}$  = *Actual return* saham i pada waktu t
- $E(R_{i,t})$  = *Expected return* saham i pada waktu t
- $R_{m,t}$  = *Return* pasar saham sekuritas i pada waktu t

a) *Actual return*

*Return* yang benar-benar diperoleh saat investasi saham, yang diperoleh dari pembagian antara selisih harga saham pada waktu t ( $P_t$ ) dan harga saham pada waktu t-1 ( $P_{t-1}$ ) dengan harga saham pada waktu t-1 ( $P_{t-1}$ ). Formula perhitungannya adalah:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- $P_t$  = Harga saham pada waktu t
- $P_{t-1}$  = Harga saham pada waktu t-1

b) *Expected return*

*Return* yang diharapkan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang, dimana dalam penelitian ini *expected return* menggunakan indeks JII.

$$R_{mr} = \frac{JII_t - JII_{t-1}}{JII_{t-1}} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan:

- $JII_t$  = Jakarta Islamic Indeks pada waktu t
- $JII_{t-1}$  = Jakarta Islamic Indeks pada waktu t-1

**Data dan Objek Penelitian**

Adapun jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

**Tabel 1. Jenis dan Sumber Data**

No.	Jenis Data	Sumber Data
1.	Data sekunder <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Harga saham penutupan harian</li> <li>▪ Indeks JII harian</li> </ul>	Data sekunder yang digunakan dalam diperoleh dari <i>JSX Monthly Statistic</i> , <i>Indonesian Capital Market Directory (ICMD)</i> , <i>Daily Stock Quotation</i> , <a href="http://www.idx.co.id">www.idx.co.id</a> , <a href="http://www.yahoofinance.com">www.yahoofinance.com</a> dan <a href="http://www.jsx.co.id">www.jsx.co.id</a> .

Penetapan emiten JII dilakukan minimal sebanyak dua kali dalam satu tahun yaitu pada periode Januari-Juni dan Juli-Desember. Jumlah emiten pada setiap periode penetapan adalah sebanyak 30 emiten. Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, dan diperoleh 30 emiten sebagai sampel penelitian dengan berdasarkan kriteria pemilihan sampel, dan rangking jumlah tahun terbanyak yang termasuk dalam daftar emiten JII selama 10 tahun berturut-turut berdasarkan kelengkapan data emiten selama bulan Ramadan dan non Ramadan dalam satu tahun penuh.

**Teknik Analisis**

Uji normalitas masing-masing variabel dilakukan menggunakan uji *Kolmogorof Smirnof Godnes of Fit Test (K-S)* yang terdapat dalam program SPSS 16.0 for windows. Jika probalitas nilai  $(K-S) > \alpha$  dengan tingkat signifikansi 5%, maka data tersebut disebut normal. Begitu pula sebaliknya, jika probalitas nilai  $(K-S) < \alpha$  dengan tingkat signifikansi 5%, maka data tersebut disebut tidak normal. Untuk data yang berdistribusi normal, alat analisa yang akan digunakan untuk menguji adalah statistik parametrik dengan uji rata-rata dua kelompok sampel independent atau *independent sample t test*,

sedangkan data yang berdistribusi tidak normal alat analisis yang akan digunakan adalah statistik nonparametrik yaitu dengan *Mann-Whitney Test*. Perhitungan statistik dilakukan dengan menggunakan program SPSS 16.0 for windows pada level *significance* sebesar 5% dengan uji 2 ekor (*two tailed test*).

**Hasil Penelitian Dan Pembahasan**

**Deskripsi Hasil Penelitian**

**Pola Rata-Rata *Abnormal Return* Saham pada Periode Ramadan dan Non Ramadan**

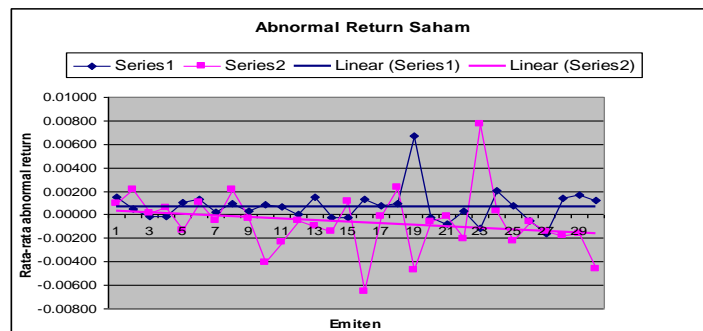
Berdasarkan hasil perhitungan pada rata-rata *abnormal return* saham selama periode penelitian diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* saham bulan Ramadan < rata-rata *abnormal return* saham non Ramadan, yang ditunjukkan dengan nilai  $-0.00065 < 0.00071$ .

**Tabel 2. Rata-Rata *Abnormal Return* Saham Ramadan dan Non Ramadan**

No	Emiten	Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham		No	Emiten	Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham	
		Non Ramadan	Ramadan			Non Ramadan	Ramadan
1	ANTM	0.00151	0.00095	16	MEDC	0.00130	-0.00651
2	INTP	0.00053	0.00212	17	BUMI	0.00073	-0.00016
3	UNVR	-0.00012	0.00013	18	ASII	0.00099	0.00231
4	TLKM	-0.00011	0.00055	19	GJTL	0.00669	-0.00468
5	AALI	0.00103	-0.00134	20	BLTA	-0.00026	-0.00063
6	UNTR	0.00133	0.00107	21	KIJA	-0.00080	-0.00019
No	Emiten	Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham		No	Emiten	Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham	
		Non Ramadan	Ramadan			Non Ramadan	Ramadan
7	KLBF	0.00020	-0.00047	22	LPKR	0.00036	-0.00210
8	PTBA	0.00097	0.00213	23	BMTR	-0.00117	0.00775
9	INCO	0.00033	-0.00028	24	PGAS	0.00206	0.00033
10	TINS	0.00090	-0.00409	25	ITMG	0.00073	-0.00228
11	SMGR	0.00073	-0.00231	26	BNBR	-0.00046	-0.00056
12	SMCB	0.00005	-0.00055	27	INKP	-0.00163	-0.00146
13	LSIP	0.00154	-0.00101	28	SGRO	0.00137	-0.00176
14	INDF	-0.00022	-0.00145	29	UNSP	0.00166	-0.00160
15	ISAT	-0.00020	0.00113	30	ELSA	0.00127	-0.00460
				<b>Total</b>		<b>0.00071</b>	<b>-0.00065</b>

Hasil ini juga terlihat dalam grafik di bawah ini yang menunjukkan pergerakan *abnormal return* saham.

**Gambar 2. Grafik Rata-rata *Abnormal Return* Saham**

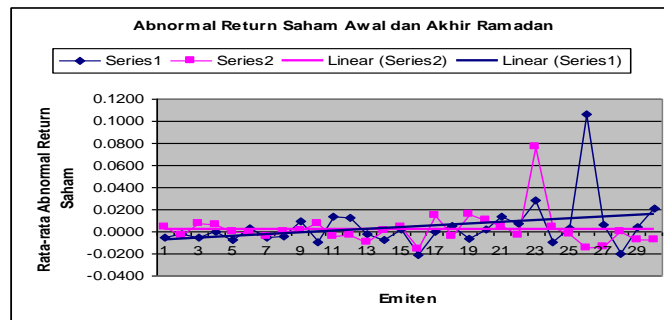


Keterangan Gambar:  
 Series 1 : Non Ramadan  
 Series 2 : Ramadan

**Pola Rata-rata Abnormal Return Saham Awal dan Akhir Ramadan**

Berdasarkan hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* saham di awal Ramadan lebih tinggi dari pada hari terakhir bulan Ramadan. Hal itu ditunjukkan dari nilai rata-rata *abnormal return* awal Ramadan sebesar  $0.0044 > 0.0022$  rata-rata *abnormal return* akhir Ramadan. Nilai hasil perhitungan ini dikuatkan dengan pembentukan garis trend yang ditunjukkan pada gambar di bawah ini:

**Gambar 3. Grafik Pola Rata-rata Abnormal Return Saham Awal & Akhir Ramadan**



Keterangan Gambar:  
 Series 1 : Awal Ramadan  
 Series 2 : Akhir Ramadan

**Hasil Uji Hipotesis**

Berdasarkan hasil uji normalitas data pada rata-rata *abnormal return* saham periode Ramadan dan non Ramadan dengan *Kolmogorof Smirnof Godnes of Fit Test* (K-S) dengan  $\alpha 5\%$  menunjukkan data berdistribusi tidak normal. Sehingga peneliti menggunakan uji t statistik non parametrik yaitu dengan *Mann-Whitney Test*. Perhitungan statistik dilakukan dengan menggunakan program SPSS 16.0 *for windows* pada level *significance* sebesar 5% dengan uji 2 ekor (*two tailed test*).

Berdasarkan hasil uji statistik pada tabel di bawah ini, rata-rata *abnormal return* menunjukkan nilai *Asymp. Sig. 2-tailed* sebesar  $0,003 \leq \alpha 5\%$ , maka  $H_{01}: \mu_{11} = \mu_{12}$  ditolak, dan  $H_{a1}: \mu_{11} \neq \mu_{12}$  diterima. Hal ini berarti terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* saham pada periode Ramadan dengan rata-rata *abnormal return* saham periode non Ramadan.

**Tabel 3. Hasil Uji t Abnormal Return Saham Ramadan dan Non Ramadan**  
 Test Statistics<sup>a</sup>

	abnormal return
Mann-Whitney U	248.500
Wilcoxon W	713.500
Z	-2.979
Asymp. Sig. (2-tailed)	.003



### Interpretasi

Berdasarkan hasil uji deskriptif dan statistik dengan uji t statistik non parametrik *Mann-Whitney Test* di atas dapat dikatakan bahwa telah terbentuk *pesimistic expectations* selama bulan Ramadan, dan memberikan perbedaan signifikan pada *abnormal return* saham para investor selama 10 tahun terakhir. Hal ini dibuktikan dari nilai rata-rata *abnormal return* pasar pada bulan Ramadan lebih rendah dari pada non Ramadan. Hasil uji beda pada *abnormal return* saham ini membuktikan terdapat Ramadan *anomaly effect* yang terjadi pada JII.

Hal ini berarti terjadi ketidakberaturan atau penyimpangan terhadap hipotesis pasar efisien secara informasi. Ketidakberaturan ini terjadi secara berulang-ulang dan berlangsung lama dalam pasar modal Indonesia yakni selama 10 tahun terakhir (2002-2011). Hal itu jelas dibuktikan dengan hasil uji beda rata-rata *abnormal return* saham selama bulan Ramadan yang berbeda atau dengan kata lain menyimpang dengan pola rata-rata *abnormal return* saham pada bulan-bulan di luar Ramadan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa investor dan pelaku pasar modal Indonesia tidak menggunakan rasionalisme sebagai faktor yang dominan dalam pengambilan keputusan investasi mereka, khususnya di perdagangan bulan Ramadan. Adapun Keith Redhead (2008) dalam bukunya menyatakan telah menemukan aplikasi *behavior finance* menggunakan aspek psikologis dalam pembuatan keputusan investasi investor.

*Behavior finance* menyatakan bahwa masyarakat nyaris bersifat tidak rasional seperti yang telah dijelaskan oleh teori *financial traditional*. Teori ini mengatakan bahwa psikologi menyebabkan penyimpangan harga dan nilai fundamental saham. Teori ini membantu para pelaku pasar mewaspadaikan perilaku mereka sendiri yang bertujuan menghindari kesalahan dalam pengambilan keputusan investasi yang akan merugikan diri mereka sendiri.

Seperti halnya yang dikemukakan oleh Chan, Khan Thavit dan Thomas (1996), menyatakan bahwa efek yang muncul pada hari libur yang berkaitan dengan kultur, akan lebih besar dibandingkan dengan efek yang ditimbulkan oleh hari libur kenegaraan. Selanjutnya, Gili Yen et. al (2001) juga mengungkapkan bahwa kultur yang dominan di suatu Negara dapat mempengaruhi pergerakan harga saham pada hari-hari sekitar libur yang terkait kultur yang dominan tersebut. Hari libur pada bulan Ramadan dan Idul Fitri di negara ini memberikan indikasi yang kuat dan dominan membentuk kultur dan pola hidup masyarakat di Indonesia yang mayoritas beragama Islam. Hal ini dikarenakan secara langsung maupun tidak langsung ajaran agama Islam yang sudah berkembang di Indonesia selama puluhan tahun memiliki pengaruh yang kuat dan mengakar dalam pola hidup sehari-hari masyarakat kita.

Peningkatan konsumsi masyarakat Indonesia telah mendorong peningkatan harga-harga kebutuhan masyarakat, akan tetapi di sisi lain masyarakat dituntut untuk meningkatkan likuiditasnya. Hal itu dilakukan sebagai sebuah bentuk eforia menyambut bulan Ramadan, dimana mayoritas umat muslim memberikan sedekah dan amal pada sesama sebagai sebuah bentuk ketaatan peribadatan pada Sang Khalik. Semua ini erat kaitannya dengan paradigma yang muncul pada masyarakat kita dengan kehadiran bulan Ramadan dari sudut pandang Islam. Kondisi ketidakpastian dalam masyarakat ini secara tidak disadari telah mendorong munculnya *anomaly effect* yang dibuktikan dengan terdapatnya perbedaan *abnormal return* saham Ramadan dengan bulan-bulan di luar Ramadan selama 10 tahun terakhir.

Selain itu, bukti kuat *pesimistic expectations* yang terbentuk di pasar modal Indonesia selama bulan Ramadan terlihat dari hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* pada hari pertama puasa 0.44% > rata-rata *abnormal return* saham di hari terakhir puasa Ramadan yaitu sebesar 0.22%. Hasil ini semakin dipertegas dengan nilai rata-rata *abnormal return* saham Ramadan yang lebih rendah dari pada saat bulan-bulan di luar Ramadan. Dalam *behavior finance theory*, kondisi Ramadan yang dijelaskan di atas dan

nilai uji statistik rata-rata *abnormal return* saham tersebut, menggambarkan bahwa telah terjadi “*noise trading*” di lantai bursa selama bulan Ramadan. Investor cenderung mengikuti rumor yang beredar di pasar atau mungkin menggunakan informasi yang kurang relevan dan akurat sebagai dasar pertimbangan pengambilan keputusan kegiatan perdagangannya di bulan Ramadan.

Seperti telah kita ketahui bahwa investor dituntut untuk dapat bertindak dengan cepat menanggapi rumor yang beredar dan tidak punya banyak waktu untuk mengecek keakuratan rumor tersebut. Tekanan yang kuat untuk melakukan tindakan secara cepat menyebabkan stress yang tinggi, sehingga tidak selalu tepat dalam menanggapi informasi yang baik atau buruk yang beredar di pasar dan inilah yang disebut *behavioral finance heuristic* (Redhead, 2008). Pada kenyataannya, informasi yang baik atau buruk (rumor) cenderung lebih cepat dipercaya oleh pelaku pasar, dan hal ini memberikan dampak pada perolehan *return* periode tersebut.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2006) yang membuktikan ada atau tidaknya *anomaly monthly effect* di BEJ Tahun 2000 sampai Maret 2003, yang melihat rata-rata *return* pasar pada hari perdagangan di awal bulan dengan *return* pasar pada hari lainnya. Setiawan membuktikan bahwa *anomaly monthly effect* tidak terjadi di BEJ. Maka dari itu penelitian ini berusaha membuktikan ada atau tidaknya *anomaly effect* bulan Ramadan dengan periode pengamatan yang lebih panjang dan terkini, guna melengkapi penelitian-penelitian lain yang masih jarang mengungkap *anomaly effect* dalam bulan Ramadan.

Untuk memperdalam kajian mengenai hasil penelitian ini, peneliti menambahkan pengujian statistik terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* saham bulan Ramadan dengan satu bulan sebelum Ramadan selama 10 tahun berturut-turut dengan menggunakan *independent sample t test*. Berdasarkan hasil uji varians dua group sampel (group Ramadan dan non Ramadan) menunjukkan nilai *p value* pada *Levene's Test for Equality of Variances* sebesar 0.774 yang berarti varians kedua group sama, karena  $> \alpha$  5%. Maka dari itu, untuk mengetahui nilai uji *t sample independent* digunakan asumsi kedua group varians sama besar atau dilihat pada baris *Equal variances assumed*. Hasil uji *t* menunjukkan nilai *Asymp. Sig. 2-tailed* sebesar  $0.013 \leq \alpha$  5% yang berarti terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* saham bulan Ramadan dan 1 bulan sebelum Ramadan. Bukti ini memperkuat terjadinya *anomaly effect* dalam bulan Ramadan. Rata-rata *abnormal return* pada bulan Ramadan memiliki trend menurun dibandingkan rata-rata *abnormal return* saham 1 bulan sebelum Ramadan.

Bukti kuat terjadinya Ramadan *anomaly effect* pada JII ini menurut perspektif *behavior finance*, dinilai sebagai bentuk kesalahan investor dengan pengambilan keputusan yang tidak rasional dalam kegiatan perdagangan di lantai bursa. Tetapi teori ini mentolerir kesalahan tersebut, karena *behavior finance* menganggap investor bersifat normal bukan rasional. Selanjutnya, teori ini mengatakan bahwa faktor utama pengambilan keputusan investor adalah dari psikologi diri investor itu sendiri sehingga memungkinkan terjadinya kesalahan yang dikenal dengan *behavioral biases* yang disebabkan oleh *behavioral heuristic* yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya.

Solvic et.al (2002) menambahkan bahwa *behavioral heuristic* sebagai sebuah pengaruh anggapan dan perasaan yang bersifat halus yang mempengaruhi seorang investor kurang analitis dalam pengambilan keputusan, khususnya ketika keputusan bersifat kompleks. Penggunaan pengaruh ini yang kemudian disebut sebagai “*short cut*”. *Anomaly effect* merupakan sebuah penyimpangan terhadap hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah, yang dalam hal ini berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya pasar modal di Indonesia dikategorikan kedalam bentuk tersebut.

Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga yang terbentuk di lantai bursa merupakan *random walk* artinya harga dan volume perdagangan tidak

menyebabkan perolehan *abnormal return* secara terus-menerus. Seperti yang telah dibuktikan dalam penelitian ini, bahwa nilai rata-rata *abnormal return* pasar pada bulan Ramadan bernilai -0.00065. Nilai negatif rata-rata *abnormal return* pasar pada bulan Ramadan ini, mengindikasikan terjadi pola *seasonalitas* yang menurun pada saat Ramadan di pasar modal Indonesia disebabkan mood negatif atau *pessimistic expectations*, karena ketidakpastian yang tinggi di bulan Ramadan dan efek libur kultur terhadap saham seperti yang telah dikemukakan beberapa peneliti sebelumnya.

### Kesimpulan

Berdasarkan permasalahan dan hasil pembahasan penelitian maka penelitian ini menarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham selama bulan Ramadan dengan bulan-bulan di luar Ramadan. Hasil ini membuktikan bahwa telah terjadi Ramadan *anomaly effect* pada Jakarta Islamic Index selama 10 tahun terakhir. Dengan kata lain, dapat pula disimpulkan bahwa investor dan pelaku pasar modal khususnya pada index syariah di Indonesia bersifat normal bukan rasional dikarenakan aspek psikologis yang cenderung digunakan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal seperti yang diterangkan dalam *behavioral finance theory*.
2. Pola rata-rata *abnormal return* saham yang terbentuk di awal dan di akhir bulan Ramadan selama periode pengamatan, menunjukkan trend penurunan di akhir Ramadan. Dengan kata lain, nilai rata-rata *abnormal return* saham di awal Ramadan lebih tinggi dari pada nilai di akhir Ramadan. Hasil ini mengindikasikan terjadinya *pessimistic expectations* selama bulan Ramadan, yang selanjutnya memicu terjadinya *anomaly* di lantai bursa. Hal ini juga diperkuat dengan berdasarkan uji statistik pada hari-hari satu bulan sebelum Ramadan dan satu bulan Ramadan yang menunjukkan terjadinya perbedaan yang signifikan, serta terbentuk pola yang menurun pada setiap bulan Ramadan dibandingkan 1 bulan sebelum Ramadan. Hasil ini memperkuat bukti bahwa Ramadan *anomaly effect* telah terjadi pada bulan Ramadan selama periode pengamatan.

### Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka peneliti mengajukan beberapa saran, sebagai berikut :

1. Bagi peneliti selanjutnya disarankan menggunakan sampel penelitian berupa emiten yang memiliki jumlah tahun yang seragam dengan data yang lengkap dan runtut, sehingga hasil penelitian dapat lebih sempurna. Selain itu, guna memperdalam analisa Ramadan *anomaly effect* yang terjadi di Indonesia disarankan penelitian berikutnya melakukan pengujian dengan menambahkan indikator pengukuran saham yang lain seperti pengujian harga saham, Trading Volume (TVA), Security Return Variability (SRV) saham dan indikator lainnya.
2. Bagi para pelaku pasar khususnya investor, sebaiknya menggunakan hasil penelitian ini sebagai salah satu bahan pertimbangan terkait pengambilan keputusan investasi yang dilakukan pada bulan Ramadan, karena terdapat bukti kuat bahwa terjadi *anomaly effect* bulan Ramadan sebagai implikasi pembentukan mood yang negatif yang terjadi pada bulan ini.
3. Bagi lembaga atau instansi yang berhubungan langsung dengan pasar modal Indonesia, untuk sebaiknya memberikan kemudahan dan prosedur administrasi yang jelas dalam hal publikasi data yang terkait dengan perdagangan di Bursa Efek Indonesia sebab kemudahan akses dalam memperoleh data penelitian menjadi penentu penting dalam kemajuan penelitian para akademisi.

**Daftar Pustaka**

- Al-Hajjeh, Heitham., Keith Redhead., and Timothy Rodgers. 2010. Investor Sentiment and Calender Anomaly Effects: A Case Study of The Impact Ramadan on Islamic Middle Eastern Markets. *Research in International Business and Finance*. No. 25 (2011): 345-356.
- Baker, H.K., Nofsinger, J.R. 2002. Psychological Biases of Investors. *Financial Services Reviews*. No. 11: 97-116.
- Chan, M. W. L., A. Khantavit and H. Thomas. 1996. *Seasonality and Cultural Influences on 4 Asian Stock Markets*. *Asia Pasific Journal of Financial Economic*. Vol 8, pp: 55-69.
- Composite Indexs Jakarta Stock Exchange. [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com). Diakses pada Tanggal 20 September 2012.
- Elliot, J., Echols, M., 1976. Market Segmentation, Speculative Behavior, and The Term Structure of Interest Rates. *Review of Economics and Statistics*. 58 (1): 40-49.
- Freund, William C., Pagano, Michael S. 2000. Market Efficiency in Specialist Markets Before and After Automation. *The Financial Review*. No 35: 79-104.
- Gili, Yen., Lee, Chen and Lin. 2001. *On The Chinese Lunar New Year Effect in Six Asian Stock Markets: An Empirical Analysis (1991-2000)*. *Review of Pasific Basin Financial Markets and Policies*. Vol 4. pp 463-478.
- Goldberg, Joachim., and Rudiger Von Nitzsch. 2001. *Behavioral Finance*. England: John Willey and Sons. L.T.D.
- <http://www.duniainvestasi.com>. Diakses pada Tanggal 29 September 2012.
- <http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/ListedCompanies/PerformanceSummary>. Diakses pada Tanggal 30 September 2012.
- [http://202.155.2.90/corporate\\_actions/New\\_Info\\_JSX/Jenis\\_Informasi/01\\_Laporan\\_Keuangan/02\\_Soft\\_Copy\\_Laporan\\_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202008/Audit](http://202.155.2.90/corporate_actions/New_Info_JSX/Jenis_Informasi/01_Laporan_Keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202008/Audit). Diakses pada Tanggal 30 September 2012.
- Hartono, Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPF.
- 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPF.
- 2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Jones, Charles P. 1996. *Invesment Analysis and Management (fifth edition)*. New York: John Willey & Sons, Inc.
- 2004. *Investments: Analysis and Management*. 9<sup>th</sup> edition. USA: John Willey and Sons, Inc.
- Lintner, G. 1998. *Behavioral Finance: Why Investors Make Bad Decisions*. The Planner. Vol.13. No. 1: 7 – 8.
- Malhotra, Naresh K. 2005. *Riset Pemasaran “Pendekatan Terapan”* Edisi 4 Jilid 1. Jakarta: PT. Indeks.

- Nachrowi, D N dan Usman, H. 2006. *Pendekatan Populer Dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi Dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit FE UI.
- Nofsinger, John R., and Kim. 2005. Social Mood and Financial Economics. *The Journal of Behavioral Finance*. Vol. 6. No. 3, 144-160.
- Pemerintah Berupaya tekan Keras Harga Komoditi. [www.voanews.com](http://www.voanews.com)\_diakses tanggal 18 Januari 2012.
- Pompian, Michael M. 2006. *behavioral Finance and Wealth Creation: How to Build Optimal Portofolio That Account for Investor Biases*. United States of America: John Willey & Sons, Inc.
- Prechter, R.R. 2003. Unconscious Herding Behavior as The Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns. *Journal of Psychology and Financial Markets*. Vol. 2. No. 3: 120-125.
- Readhed, Keith. 2008. *Personal Finance and Invesments: a Behavioural Finance Perspective*. London and New York: Routledge Taylor & Francis Group.
- Ricciardi V. And Simon, H, K. (2000). *What is Behavior in Finance?* Business, Education, and Technology Journal, Fall: 1 – 9.
- Sabardi, Agus. 2002. *Perilaku Pasar Modal di Indonesia*. Cetakan Pertama. Yogyakarta: STIE YKPN.
- Setiawan, Rahmat. 2006. Pasar Efisien Bentuk Lemah kajian Empiris di Bursa Efek Jakarta. *Majalah Ekonomi*. No. 1: 73-83.
- Slovic, P., Finecane, M., Peters, E., Macgregor, D. 2002. *The Affect Heuristic*. Cambridge University Press.
- Suryawijaya, M.A, & Setiawan, F.A. 1998. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Mei 1996). *Kelola*, VII (18): 145.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Penerbit Kanisius.
- Thaversky, A and Kahneman, D. 1974. *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* 3-20. Science New Series, Vol. 185. American Association for the Advancement of Science.
- Wong, P. L., S. K. Nedh and T.S. Thong. 1990. *Seasonality in Malaysian Stock Market*. Asia Pasific Journal of Management. Vol 7. pp 43-46.
- Yuniati, Norromadani. R.A. 2012. Ramadan Anomaly Effect pada Jakarta Islamic Indexs. Universitas Airlangga. Tesis tidak dipublikasikan.