

## “Sell in May and Go Away” pada Bursa Efek Indonesia

Restu Hayati<sup>1\*</sup>; Poppy Camenia Jamil<sup>1</sup>

### INFO ARTIKEL

#### Penulis:

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Riau, Pekanbaru, Indonesia

\*E-mail: [restuhayati@eco.uir.ac.id](mailto:restuhayati@eco.uir.ac.id)

#### Untuk mengutip artikel ini:

Hayati, R & Jamil, PC 2018, ‘Sell in may and go away pada bursa efek indonesia’, Jurnal Ekonomi KIAM, vol. 29, no. 2, hal. 31-41. <https://doi.org/10.24127/je.v29i2.12345>

#### Akses online:

<https://journal.uir.ac.id/index.php/kiat>

E-mail:

[kiat@journal.uir.ac.id](mailto:kiat@journal.uir.ac.id)

#### Di bawah lisensi:

Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International Licence

### ABSTRAK

*Sell in May and go away* merupakan fenomena anomali *return* yang dimulai pada bulan Mei dan berlangsung hingga bulan Oktober. Bulan-bulan ini disebut dengan bulan-bulan terburuk saham. Sebaliknya, bulan-bulan November hingga April sering disebut dengan bulan-bulan terbaik saham dimana akan tercapai tingkat *return* yang lebih tinggi sepanjang tahun. Walaupun belum terbukti secara akademis, fenomena ini telah disebutkan oleh berbagai media di Indonesia seperti Kontan, CNN Indonesia, dan Bisnis Tempo yang diprediksi akan mengoreksi IHSG sepanjang tahun 2017. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan fenomena *sell in May and go away* pada Bursa Efek Indonesia dan meneliti kembali hubungan *risk* dan *return* pada kondisi anomali yang berlawanan dengan teori dasar keuangan *trade off risk* dan *return* di dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Hasil penelitian membuktikan tidak terdapat fenomena *sell in May and go away* di Bursa Efek Indonesia disertai arah hubungan *risk* dan *return* yang bertolak belakang yang mengarahkan Bursa efek Indonesia pada *efficient market hypothesis*.

**Katakunci:** *Sell In May Effect, Return, Risk, Anomaly, Efficient Market Hypothesis*

### 1. Pendahuluan

Pasar modal Indonesia telah menjadi perhatian dunia sejak awal tahun 2017. Sejak bulan Januari hingga April 2017, IHSG yang merupakan gambaran dari rata-rata keseluruhan harga saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengalami peningkatan yang signifikan. Dari awal Januari hingga sampai dengan awal bulan Mei, IHSG mengalami *trend* peningkatan hingga mencapai dua kali angka tertinggi yaitu pada 9 Mei 2017 yaitu 5.745,8 atau meningkat 9,89% dari awal tahun dan titik tertinggi pada 22 Mei 2017 yaitu 5.874,4 atau meningkat 11% dari awal tahun. *Trend* peningkatan IHSG menggambarkan iklim investasi yang semakin baik pada Bursa Efek Indonesia dan rata-rata kinerja perusahaan yang baik setelah pengumuman laporan keuangan pada Quartal 1 sehingga dapat meningkatkan harga saham perusahaan yang berimbas kepada peningkatan indeks harga saham gabungan (IHSG) di Indonesia. Walaupun sempat mencapai titik tertinggi pada awal dan akhir bulan Mei, tetapi titik-titik tertinggi tersebut berada dalam *trend* penurunan. Sejak awal bulan Mei, terdapat 2 *secondary trend* yang menurun walaupun *major trend* tahunan menunjukkan *trend* peningkatan. Penurunan *trend* yang di mulai pada bulan Mei juga terlihat jelas pada tahun sebelumnya terutama pada tahun 2013, 2014, dan 2015. Pada tahun 2016 di bulan Mei pasar mengalami *sideaway* dan mengalami penurunan signifikan hingga bulan Oktober 2016. Penurunan rata-rata harga saham di saat kinerja keuangan perusahaan yang baik merupakan suatu

anomali di pasar modal. Anomali merupakan suatu keadaan dimana *return* saham perusahaan tidak sesuai dengan nilai yang seharusnya. Disaat kinerja keuangan rata-rata pada seluruh perusahaan baik, seharusnya terjadi peningkatan *return*. Keadaan anomali yang di mulai di bulan Mei dan berakhir pada bulan Oktober disebut dengan “*Sell in May and Go Away*”.

“*Sell in May and Go Away*” merupakan suatu ungkapan di pasar modal dimana investor lebih memilih untuk tidak melakukan investasi dan menjual saham-saham nya pada bulan Mei. Siklus ini akan menandakan dimulainya penurunan *trend* harga saham (bearish) yang berlangsung dari bulan Mei sampai dengan bulan Oktober. Siklus ini akan berbalik arah dimulai bulan November dan mencapai puncak pada bulan Januari tahun depan hingga yang akan berakhir pada bulan April. Istilah *Sell in May and Go Away* yang sering juga disebut “*Halloween Indicator*” mulai muncul sejak tahun 1964 pada Financial Times di Inggris yang menulis “*the stock exchange world is in sort of twilight state at the moment. The potential buyer seems to have sold in May and go away ....*”. Beberapa media bisnis di Indonesia seperti Kontan, CNN Indonesia, dan Bisnis Tempo juga menuliskan fenomena “*Sell in May and Go Away*” yang mungkin akan mengoreksi IHSG pada bulan Mei tahun 2017 di Indonesia meskipun secara akademis belum ada bukti yang signifikan terjadinya “*Sell in May and Go Away*” dan belum diketahui jangka waktu dari “*Sell in May*

and Go Away” akan berpengaruh pada Bursa Efek Indonesia

Fenomena “*Sell in May and Go Away*” telah banyak diteliti akademisi dari seluruh dunia. Bouman dan Jacobsen (2002) membuktikan pertama kali secara akademis fenomena “*Sell in May and Go Away*”. Fenomena ini terbukti signifikan pada 19 negara. *Return* di bulan November-April terbukti lebih tinggi dari pada *return* pada bulan Mei-Oktober. *Return* pada bulan Mei-Oktober adalah mendekati 0 bahkan bernilai negatif (-). Jacobsen dan Zhang (2012) meneliti lebih lanjut dengan menghubungkan *return* dengan *risk* (risiko) pada bulan November-April dan bulan Mei-Oktober. Hasil penelitian Jacobsen dan Zhang bahkan membantah teori dasar keuangan mengenai *risk* dan *return*. Di dalam teori keuangan akan terjadi *trade off* antara *risk* dan *return* yang berarti semakin tinggi *return* yang ingin dicapai investor, maka akan semakin tinggi risiko yang harus diambil untuk mencapai *return* tersebut. Jacobsen dan Zhang (2012) menemukan rata-rata risiko pada bulan Mei-Oktober lebih besar dibandingkan risiko di bulan November-April, sedangkan *return* bulan Mei-Oktober lebih kecil dibandingkan di bulan November-April. Penelitian ini menimbulkan “*puzzle*” (teka-teki) yang lebih besar di dalam investasi dan keuangan.

Doeswijk (2005) menyebutkan “*Sell in May and Go Away*” sebagai siklus musiman dimana terdapat hipotesis siklus optimis (*optimism-cycle hypothesis*). Pada bulan-bulan di akhir tahun, investor awalnya terlalu optimis terhadap potensi pertumbuhan pada awal tahun baru sehingga akan meningkatkan *return* saham. Setelah itu beberapa bulan setelah awal tahun (Mei-Oktober), investor akan menjadi pesimis karena akan memasuki musim panas (awal bulan Mei). Pada negara-negara Eropa dan Amerika investor lebih memilih menikmati liburan musim panas (*summer*) dan mengurangi kegiatan investasi di pasar modal pada bulan-bulan ini sehingga akan menurunkan volume penjualan di bursa saham yang kemudian menurunkan harga saham karena menurunnya permintaan terhadap saham tersebut.

*Return* merupakan tingkat pengembalian yang diterima investor yang berasal dari selisih harga beli dan harga jual saham (*capital gain*) ditambah dengan pendapatan dividen yang diterima pada jangka waktu tertentu. Semakin tinggi harga saham dan dividen yang diberikan kepada investor maka semakin tinggi pula *return* yang diterima investor tersebut. Tinggi rendahnya harga suatu saham dipengaruhi oleh berbagai faktor dari dalam maupun dari luar perusahaan. Secara teoritis, perbaikan kinerja keuangan perusahaan akan meningkatkan harga pasar saham perusahaan dalam jangka panjang. Fama dan French (2007) menemukan *abnormally high return* pada perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi. Tetapi belum ada bukti yang cukup kuat bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang rendah akan

memiliki *return* yang rendah pula. *Return* akan membentuk sebuah pola yang tidak bisa dijelaskan oleh *Capital Asset Pricing Model*, suatu model dasar yang menjelaskan hubungan pertukaran (*trade off*) antara *risk* dan *return*. *Return* saham juga dapat dipengaruhi *seasonal effect* (efek musiman) yang telah terbukti pada beberapa penelitian sehingga membentuk *anomaly return* (Werastuti, 2012). Efek musiman ini dapat berupa *the day of the week effect*, *week four effect*, dan *January effect*. *Sell on May* merupakan salah satu efek musiman di pasar modal sehingga dapat menyebabkan terjadinya anomali *return*. Pada bulan ini sebagian investor akan memilih tidak melakukan investasi sehingga bursa saham akan kehilangan volume penjualan. Bagi investor yang tetap melakukan investasi pada bulan ini akan mengalami kerugian akibat turunnya harga saham.

*Risk* (risiko) di dalam investasi merupakan peluang terjadinya tingkat keuntungan yang berbeda dari hasil yang diharapkan (*expected return*). Pada dasarnya investor adalah tidak suka dengan risiko (*risk aversion*), karena itu mereka akan berusaha meminimalisir risiko yang diterimanya. Risiko yang dapat dihindari investor adalah risiko tidak sistematis yang berasal dari dalam perusahaan. Berdasarkan teori portofolio modern Markowitz, risiko tidak sistematis atau disebut juga *idiosyncratic risk* dapat diperkecil melalui portofolio (Zubir, 2013). *Capital asset pricing model* (CAPM) kemudian dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) untuk menilai suatu aset yang akan menghubungkan *expected return* dan risiko suatu aset. Meskipun Fama dan French (2004) menilai model CAPM Sharpe dan Lintner secara empiris tidak valid (*..the model is poor-poor enough to invalidate*) dikarenakan banyaknya asumsi yang terlalu disederhanakan, sampai saat ini CAPM merupakan satu-satunya alat yang masih digunakan untuk menilai suatu aset berdasarkan risiko (*risk*) dan tingkat pengembaliannya (*return*). Hubungan antara *risk* dan *return* menurut CAPM adalah berbanding lurus. Artinya akan terjadi pertukaran (*trade off*) antara *risk* dan *return*. Investor yang menginginkan tingkat pengembalian yang tinggi harus menanggung risiko yang tinggi juga. Dengan adanya anomali “*Sell in May and Go Away*”, hubungan antara *risk* dan *return* menjadi terbalik. Bulan-bulan terbaik sepanjang tahun yang memiliki *return* tertinggi justru memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan bulan-bulan terburuk sepanjang tahun yang seharusnya memiliki risiko lebih rendah karena *return* yang rendah juga.

Penelitian ini akan membandingkan *return* pada saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada bulan Mei-Oktober dengan *return* di bulan November-April, serta mencari hubungan antara *return* dan *risk* pada keadaan anomali tersebut dalam waktu 3 tahun yaitu dimulai tahun 2015 hingga tahun 2017. Pembuktian “*Sell in May and Go Away*” pada Bursa Efek Indonesia akan memberikan masukan khususnya bagi investasi di Indonesia dan mencari

jawaban mengapa pada bulan-bulan Mei-Oktober disebut sebagai 6 bulan terburuk saham dan bulan-bulan November-April merupakan bulan terbaik saham dengan *risk* premium yang mendekati 0 bahkan bernilai negatif (-) (Jacobsen dan Zhang, 2013). Dengan membandingkan hubungan antara *return* dan *risk*, akan diketahui penyebab rendahnya *return* ketika investor mulai meninggalkan pasar modal pada bulan-bulan terburuk tersebut.

Sejalan dengan pemaparan dalam latar belakang masalah di atas maka tujuan hendak dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Untuk mengetahui perbedaan *return* pada bulan Mei-Oktober dengan *return* pada bulan November-April.
- 2) Untuk mengetahui hubungan *return* dan *risk* pada bulan Mei-Oktober dan *return* dan *risk* pada bulan November-April.

## 2. Telaah Pustaka

### 2.1. Sell in may and go away

*Sell in May and Go Away* merupakan suatu istilah yang digunakan di dalam pasar modal untuk menunjukkan fenomena kecenderungan turunnya rata-rata harga saham keseluruhan di pasar modal yang di mulai pada awal bulan Mei dan berlangsung hingga bulan Oktober. Pasar akan kembali normal dan menunjukkan reversal *trend* (*trend* balik) dimulai pada bulan November hingga memasuki awal tahun dan berakhir pada bulan April. Siklus ini akan terus berlangsung sepanjang tahun. Karena itu bulan Mei-Oktober sering disebut dengan bulan-bulan terburuk saham, sebaliknya bulan November-April sering disebut dengan bulan-bulan terbaik saham. Beberapa ahli keuangan menyebutkan sebaiknya investor mengalihkan investasinya pada sekuritas pasar uang, obligasi atau sekuritas lain selain saham pada bulan Mei-Oktober karena bulan-bulan ini akan memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang rendah bahkan negatif.

Penurunan rata-rata harga saham di bulan Mei awalnya sudah mulai terlihat sejak tahun 1694 di Inggris. Hal ini dituliskan *Financial Times* bahwa bursa saham pada saat tersebut berada dalam masa penurunan (*idiom*). Pembeli potensial tampaknya menjual dan meninggalkan bursa pada bulan Mei.

“*The Stock Exchange world is in a sort of twilight state at the moment. The potential buyer seem to have “sold in May and gone away”...*” *Financial Times*, *Saturday, May 30, 1964, page 2* (Bouman dan Jacobsen, 2002)

Di Amerika, efek penurunan saham di bulan Mei disebut dengan “*Halloween Effect*”, karena mengharuskan investor untuk kembali di pasar modal saat 31 Oktober yang bertepatan dengan *halloween*. *Sell in May and go away effect* juga terjadi karena efek musiman dimana *return* pada musim dingin (November-April) adalah lebih besar dari *return* musim panas (Mei-Oktober). Bouman dan Jacobsen (2002) menemukan hal ini sebagai anomali efisiensi pasar

yang baru (*new market efficiency anomaly*) yang merupakan teka-teki baru (*new puzzle*) di dalam teori EMH (*efficient market hypothesis*).

### 2.2. Return

*Return* (tingkat pengembalian) adalah tingkat keuntungan yang diterima dari membeli suatu sekuritas atau aset keuangan. *Return* saham atau sering disebut dengan *rate of return* merupakan tingkat keuntungan yang diterima seseorang (investor) dari membeli saham di pasar modal. Keuntungan yang didapat investor dari berinvestasi saham adalah *capital gain* dan pembagian dividen. *Capital gain* merupakan keuntungan modal yang didapatkan investor dari selisih harga beli dan jual saham yang tidak memperhitungkan biaya pajak dan biaya transaksi dari jual beli saham. Keuntungan lain yang diperoleh investor atas kepemilikan saham adalah dividen. Dividen adalah sebagian keuntungan perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham. Dividen yang dibagikan dapat berupa *cash dividend* (dividen tunai) atau *stock dividend* (dividen dalam bentuk saham). Perhitungan *return* saham hanya memperhitungkan tingkat keuntungan dari pembagian dividen tunai ditambah dengan *capital gain* dibagi harga beli saham.

Perhitungan *return* saham di dalam penelitian ini menggunakan *monthly return* (*return* bulanan) untuk membandingkan *return* saat anomali yaitu bulan-bulan terburuk saham (Mei-Oktober) dan bulan-bulan terbaik saham (November-April).

### 2.3. Risk

Risiko adalah perbedaan antara hasil yang diharapkan dan realisasinya. Semakin besar perbedaan hasil yang diharapkan (*expected return*) dengan *return* yang sesungguhnya maka semakin berisiko suatu saham. Faktor-faktor yang dapat menyebabkan timbulnya risiko sehingga mempengaruhi melencengnya *expected return* diantaranya adalah (Zubir, 2011):

- 1) Tingkat suku bunga (*interest free rate*).
- 2) Risiko pasar (*market risk*).
- 3) Risiko Inflasi (*inflation risk*).
- 4) Risiko bisnis (*business risk*).
- 5) Risiko finansial (*financial risk*).
- 6) Risiko likuiditas (*liquidity risk*).
- 7) Risiko nilai tukar (*exchange risk*).
- 8) Risiko di dalam suatu negara (*country risk*).

### 2.4. Teori portofolio modern (*modern portfolio theory*)

Teori portofolio diajukan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952 yang menjelaskan bagaimana investor yang tidak menyukai risiko (*risk averse*-investor) dapat memaksimalkan *return* yang dihadapkannya berdasarkan risiko pasar tertentu. Untuk itu investor dapat mengkombinasikan saham-saham ke dalam portofolio. Markowitz menemukan jika saham-saham berisiko tinggi disatukan dalam suatu portofolio dengan suatu cara, portofolio tersebut akan memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan risiko saham secara individu.

Berdasarkan teori portofolio, terdapat 2 jenis risiko yaitu:

- 1) Risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) merupakan risiko yang dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Jika seluruh investor melakukan diversifikasi, maka akan ada risiko yang hilang akibat membentuk suatu portofolio, risiko tersebut adalah risiko tidak sistematis.
- 2) Risiko sistematis (*systematic risk*) atau sering juga disebut risiko pasar merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi yang disebabkan faktor-faktor yang menimpa seluruh ekonomi atau pasar.

Hubungan antara risiko tidak sistematis dan risiko sistematis dijelaskan dalam persamaan matematis di bawah ini:

$$\text{Total Risk} = \text{Market Risk} + \text{Diversifiable Risk}$$

$$\sigma_i^2 = b_i^2 \cdot \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$$

Total risiko yang harus ditanggung investor dari portofolio sahamnya adalah penjumlahan risiko pasar dan risiko tidak sistematis. Investor tidak peduli dengan risiko tidak sistematis karena risiko ini dapat dihilangkan melalui portofolio. Investor hanya peduli dengan risiko pasar yang dihitung dengan koefisien beta. Koefisien beta adalah koefisien yang menunjukkan kepekaan keuntungan suatu saham terhadap perubahan keuntungan saham-saham secara rata-rata di pasar. Beta dihitung melalui regresi antara *return* saham dan keuntungan historis indeks pasar atau indeks harga saham gabungan (IHSG). Didalam penelitian ini perhitungan risiko saham menggunakan monthly beta yang dihubungkan dengan *return* pada saat bulan-bulan anomali.

### 2.5. Hubungan antara risk dan return berdasarkan capital asset pricing model (CAPM)

Setelah 12 tahun Harry Markowitz mengembangkan teori portofolio modern, William Sharpe, John Lintner, dan Jon Mossin mengembangkan teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menghubungkan antara risiko dan *expected return* suatu sekuritas atau portofolio. Berdasarkan CAPM, investor rasional hanya mempertimbangkan risiko pasar atau risiko sistematis, karena risiko tidak sistematis bisa dihilangkan dengan membentuk portofolio. Fungsi utama CAPM adalah (Zvi Bodie *et al.* dalam Zubir, 2013) :

- 1) Sebagai tolak ukur dalam mengevaluasi *expected return* investasi
- 2) Membantu dalam prediksi *expected return* sekuritas yang tidak atau belum diperdagangkan di pasar.

Untuk menyederhanakan kerangka analisis, CAPM menggunakan beberapa analisis, yaitu:

- 1) Tidak ada biaya transaksi. Pada kenyataannya, tidak ada transaksi jual beli saham tanpa adanya biaya transaksi atau *broker fee*. Setiap jual beli saham harus melalui perusahaan sekuritas yang pastinya mengenakan *broker fee* yang jumlahnya tergantung

pada kebijakan tiap perusahaan sekuritas. Hal ini tentunya akan menurunkan tingkat *return* yang diterima investor.

- 2) Saham dapat dipecah-pecah dalam satuan yang tidak terbatas, sehingga investor dapat membeli dalam bentuk pecahan. Pada kenyataannya di Indonesia sejak Juni 2014, pembelian 1 lot saham adalah sama dengan 100 lembar yang sebelumnya berjumlah 500 lembar. Investor tidak dapat membeli dalam pecahan kurang dari 100 lembar.
- 3) Tidak ada pajak pendapatan pribadi, sehingga tidak masalah mendapatkan *return* dalam bentuk *capital gain* maupun dalam bentuk *dividen*. Pada kenyataannya, setiap *capital gain* dan *dividen* yang diterima investor dalam penjualan saham pasti dikenakan pajak.
- 4) Seseorang tidak dapat mempengaruhi harga saham melalui tindakan membeli atau menjual saham yang dimilikinya. Pada kenyataannya, pihak-pihak yang memiliki kepemilikan dana yang besar di dalam bursa, dapat mempengaruhi permintaan dan penawaran sehingga dapat menaikkan dan menurunkan harga dalam jangka pendek. Di dalam pasar modal sering dikenal istilah “bandar” yang dipercaya sebagian investor dapat mempengaruhi harga saham, meskipun belum terbukti apakah “bandar” yang benar benar mempengaruhi harga saham di bursa.
- 5) Investor adalah orang yang rasional yang membuat keputusan investasi hanya berdasarkan risiko dan *expected return* sesuai dengan model Markowitz. Pada kenyataannya, rasionalitas investor hanya terjadi saat kondisi pasar bebas dari isu-isu atau berita yang berkaitan dengan perusahaan atau suatu negara.
- 6) *Short sale* diperbolehkan dan tidak terbatas. *Short selling* adalah suatu cara yang digunakan dalam penjualan saham di mana investor/trader meminjam dana (*on margin*) untuk menjual saham (yang belum dimiliki) dengan harga tinggi dengan harapan akan membeli kembali dan mengembalikannya pialang saham ke pialangnya pada saat saham turun (wikipedia). Pada kenyataannya untuk melakukan *short sale* terdapat banyak persyaratan dan mekanisme yang ahrus dipenuhi investor sehingga kebijakan ini sangat terbatas.
- 7) *Lending* dan *borrowing* pada tingkat bunga bebas risiko dapat dilakukan dalam jumlah tidak terbatas. Pada kenyataannya, untuk mendapatkan keuntungan pemilik dana tentu saja akan mengenakan tingkat suku bunga yang lebih tinggi dari pada tingkat suku bunga bebas risiko.
- 8) Semua saham dapat dipasarkan (*marketable*), termasuk *human capital*. Pada kenyataannya, semua aset dapat dengan mudah diperjualbelikan di pasar seperti tenaga kerja, aset pemerintah, gedung pemerintah, dll.

Asumsi-asumsi diatas merupakan asumsi yang sangat tidak mungkin diterapkan pada kenyataannya di

bursa dan sangat bertentangan dengan kenyataan yang terjadi. Karena itu sangat banyak kritik yang muncul terhadap CAPM dari berbagai penelitian yaitu:

1) Fama dan French (2003)

Model CAPM menggambarkan kegagalan dari teori yang terlalu menyederhanakan banyak asumsi. Karena penyederhanaan CAPM, model secara empiris buruk digunakan dalam pengaplikasiannya. Hal ini bisa disebabkan buruknya indikator portofolio pasar yang merupakan indikator utama dalam prediksi model.

2) Womack dan Zhang (2003)

Kesederhanaan CAPM merupakan kekurangan terbesarnya. Asumsi yang mendasari CAPM membatasi kemampuan model ini dalam memprediksi *return* aktual dari suatu sekuritas.

3) Fernandez (2014)

CAPM merupakan model yang absurd dikarenakan banyaknya asumsi dan prediksi nya yang tidak berdasarkan pada dunia nyata.

**2.6. Hipotesis pasar efisien (market efficient hypothesis)**

Hipotesis pasar efisien (EMH) dikembangkan oleh Paul A. Samuelson dan Eugene F. Fama di tahun 1960 an. Hipotesis ini menerangkan bahwa nilai dari sekuritas akan tergambar dari harga perdagangan aktual dari sekuritas tersebut. Pasar akan bergerak cepat dalam menerima informasi sehingga dengan sendirinya akan menyeimbangkan harga saham aktual. Hal ini disebut dengan efisiensi pasar (Thompson *et al.*, 2006).

EMH menjamin bahwa harga pasar tiap sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang ada. Suatu pasar modal dikatakan efisien jika harga sekuritas yang diperjualbelikan mencerminkan seluruh informasi yang ada dan dapat dengan cepat menyesuaikan diri terhadap informasi baru. Kondisi yang diperlukan agar pasar efisien adalah:

- 1) Tidak ada informasi
- 2) Tidak ada biaya transaksi
- 3) Seorang pemodal tidak dapat mempengaruhi harga
- 4) Semua investor adalah rasional

Pada kenyataannya, asumsi yang diberlakukan jika pasar efisien adalah tidak pernah terjadi. Tetapi dalam keadaan normal bisa dikatakan pasar adalah efisien walaupun semua asumsi tidak berlaku. Keadaan anomali dimana harga pasar bergerak tidak sesuai dengan yang seharusnya adalah kondisi dimana pasar tidak efisien. Penelitian ini ingin membuktikan keadaan anomali pasar pada bulan-bulan Mei-Oktober merupakan kondisi di mana pasar tidak efisien.

**2.7. Hipotesis penelitian**

H1 : Terdapat perbedaan *return* bulan Mei-Oktober dan *return* bulan November-April

H2 : Terdapat hubungan positif antara risk dan *return* pada bulan Mei-Oktober dan bulan November-April

**3. Metode Penelitian**

**3.1. Populasi dan sampel**

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 3 tahun terakhir yaitu dari tahun 2015 hingga 2017 dari 9 klasifikasi industri berbeda. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu metode pengumpulan sampel dengan menggunakan kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel adalah:

- 1) Saham perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 3 tahun terakhir.
- 2) Saham perusahaan merupakan saham biasa (tidak saham preferen)

Dari 582 saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 426 saham perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel di dalam penelitian.

**Tabel 1.** Pengambilan *purposive sampling*

Populasi (Total saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia s/d Juni 2017)	582
Saham IPO* 2015	(4)
Saham IPO** 2016	(15)
Saham IPO*** 2017	(10)
Saham delisting**** 2015-2017	(5)
Saham preferen*****	(3)
Saham tidak likuid > 3 bulan	(119)
Jumlah Sampel	426

**Sumber:** Data olahan, fact book, ksei (2018)

Keterangan:

\*Saham IPO (*initial public offering*) di tahun 2015 yang tidak termasuk dalam sampel adalah perusahaan yang melakukan penawaran perdana setelah 1 November 2015.

\*\*Saham IPO (*initial public offering*) di tahun 2016 yang berjumlah 16 perusahaan tidak termasuk sampel penelitian.

\*\*\*Saham IPO (*initial public offering*) di tahun 2017 yang s/d Juni 2017 yang berjumlah 10 perusahaan tidak termasuk sampel penelitian. (Data terlampir)

\*\*\*\*Saham *delisting*, baik *force delisting* maupun *voluntary delisting* periode 2015-2017 tidak termasuk sampel penelitian.

\*\*\*\*\*Saham preferen tidak termasuk sampel penelitian.

**3.2. Jenis dan sumber data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari:

- 1) Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), berupa fact book, data laporan keuangan akhir tahun, data keuangan triwulan, IHSG, dan data lainnya yang berhubungan dengan saham perusahaan-perusahaan yang diteliti.
- 2) PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia ([www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)), berupa data kepemilikan efek dan data lainnya yang berhubungan dengan saham perusahaan-perusahaan yang diteliti.

3) Aplikasi IPOT dari PT. Indopremier Securities dan melalui [www.indopremier.com](http://www.indopremier.com), berupa data harga saham *monthly, composite index* (IHSG) dan data lainnya yang berhubungan dengan saham perusahaan-perusahaan yang diteliti.

### 3.3. Identifikasi dan pengukuran variabel

#### 3.3.1. Monthly return

Return bulanan merupakan persentase tingkat pengembalian bulanan yang diterima investor dari penerimaan dividen dan peningkatan atau penurunan harga saham, (Atmaja, 2008).

$$\text{Monthly Return} = \frac{D(t) + (P(t) - P(t-1))}{P(t-1)}$$

Keterangan:

Monthly return = tingkat pengembalian saham (return) bulanan

$D(t)$  = dividen pada periode ( $t$ )

$P(t)$  = harga saham pada periode ( $t$ )

$P(t-1)$  = harga saham pada periode sebelumnya ( $t-1$ )

#### 3.3.2. Beta

Beta merupakan suatu parameter yang digunakan untuk mengkuantifikasi relativitas dari volatilitas. Beta digunakan sebagai ukuran kontribusi risiko dari sekuritas individual hingga portofolio, (Womack dan Zhang, 2003).

$$\beta_A = \frac{\text{cov}(r_A, r_M)}{\sigma_m^2}$$

Keterangan:

$r_A$  = return saham A

$r_M$  = return IHSG

$\sigma_m^2$  = varian dari return pasar

$\text{cov}(r_A, r_M)$  = kovarian dari return IHSG dan return saham

### 3.4. Analisis data

Tahapan dalam menganalisis data di dalam penelitian ini adalah

- 1) Perhitungan *monthly return* tiap saham selama 5 tahun.
- 2) Perhitungan *monthly risk* tiap saham selama 5 tahun
- 3) Melakukan uji hipotesis (uji beda) dengan menggunakan *software* pengolahan data yaitu SPSS dengan uji *Independent Sample T Test*. *Independent Sample T Test* digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan antara hubungan antara 2 sampel yang akan diteliti.
- 4) Perhitungan korelasi antara *monthly return* dan *monthly risk* untuk mengetahui hubungan antara *risk* dan *return*.

#### 3.4.1. Pengujian hipotesis 1

Uji hipotesis dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan antara *return* pada bulan Mei-Oktober dan *return* pada bulan November-April.

Untuk mengetahui perbedaan *return* saham digunakan *Independent Sample T Test*.

Langkah-langkah pengujian *Independent Sample T Test* adalah:

- 1) Merumuskan hipotesis

$H_0$ : Tidak terdapat perbedaan antara *return* pada bulan Mei-Oktober dan *return* pada bulan November-April

$H_1$ : Terdapat perbedaan antara *return* pada bulan Mei-Oktober dan *return* pada bulan November-April

- 2) Menentukan  $t_{hitung}$  dan signifikansi berdasarkan hasil output *Independent Sample T Test*.
- 3) Menentukan  $t_{tabel}$ .
- 4) Kriteria Pengujian

Dengan kriteria pengujian :

- 1) Jika  $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima
- 2) Jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$  atau  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak

Atau berdasarkan signifikansi :

- 1) Jika signifikansi  $> 0.05$ , maka  $H_0$  diterima
- 2) Jika Signifikansi  $< 0.05$ , maka  $H_0$  ditolak
- 3) Pembuatan kesimpulan

#### 3.4.2. Pengujian hipotesis ke 2

Pengujian hipotesis 2 dilakukan untuk mencari hubungan (korelasi) antara *risk* dan *return* pada kondisi anomali yang mendukung atau tidak mendukung teori *Capital Asset Pricing Model* serta seberapa kuat hubungan tersebut (koefisien korelasi).

Uji korelasi yang digunakan adalah korelasi bivariate Pearson dengan *software* SPSS untuk mengukur keeratan hubungan antara hasil pengamatan yang mempunyai dua varian (*bivariate*) yaitu *risk* dan *return* pada data rasio dengan hipotesis:

$H_0$  : Tidak terdapat hubungan antara *return* pada bulan Mei-Oktober dan bulan November-April terhadap *risk* pada bulan Mei-Oktober dan bulan November-April.

$H_1$  : Terdapat hubungan antara *return* pada bulan Mei-Oktober dan bulan November-April terhadap *risk* pada bulan Mei-Oktober dan bulan November-April.

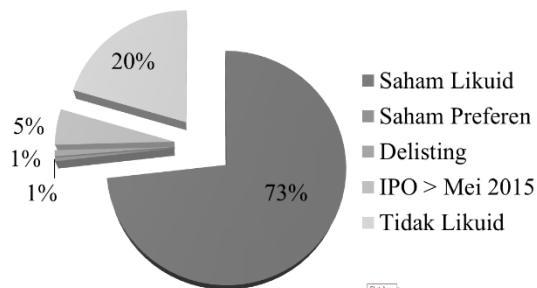
Dasar pengambilan keputusan :

- 1) Jika probabilitas  $> 0.025$ , maka  $H_0$  diterima
- 2) Jika probabilitas  $< 0.025$  maka  $H_0$  ditolak

## 4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Penelitian ini telah dilaksanakan pada 426 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan data harga saham bulanan (*monthly*) untuk menghitung *return* saham individu; dan data *composite index* atau Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) untuk menghitung *return* pasar yang digunakan sebagai salah satu perhitungan Beta (*non diversifiable risk*). Seluruh data *return* saham individual dan IHSG diambil dalam rentang waktu bulan Mei tahun 2015 hingga bulan Oktober 2017 yang menandakan berakhirnya fenomena *sell in may and go away effect*. 156 perusahaan dikeluarkan dari sampel dikarenakan

sebagian besar perusahaan tidak likuid dengan harga yang stagnan lebih dari 3 bulan. Sebagian kecil perusahaan juga tidak termasuk ke dalam jangka waktu penelitian karena baru melakukan IPO setelah bulan Mei tahun 2015 dan delisting dari Bursa. Berikut perbandingan saham perusahaan yang digunakan di dalam penelitian dan saham yang dikeluarkan dari sampel penelitian.



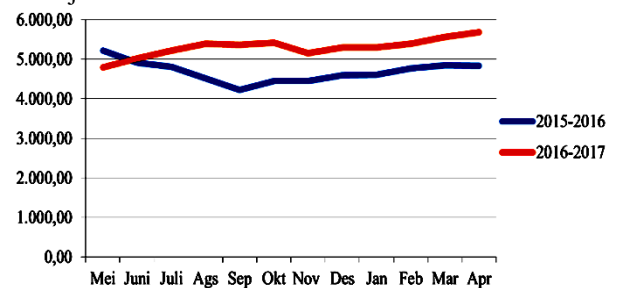
**Gambar 1.** Perusahaan terdaftar di BEI yang dijadikan sampel

Berdasarkan Gambar 1 di atas, penelitian ini menggunakan 73% saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Saham-saham yang tidak dilikuid dikeluarkan dari penelitian.

#### 4.1. Gambaran umum return saham di Indonesia

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau disebut Jakarta Composite Index (JKSE) menunjukkan indeks

harga keseluruhan saham di Bursa Efek Indonesia. Sejak bulan Mei hingga September 2015 terdapat penurunan trend harga IHSG yang indikasikan terjadinya "sell in may and go away effect". Tetapi hal ini tidak berlaku di bulan Mei 2016. Di tahun 2016 IHSG bahkan menunjukkan kenaikan trend di Bulan Mei dengan koreksi di bulan Oktober dan kembali meningkat di tahun 2017 hingga bulan April yang ditunjukkan di dalam Gambar di bawah ini.



**Gambar 2.** Perkembangan IHSG tahun 2015-2017

Untuk menganalisis kecenderungan kenaikan *trend* dan penurunan *trend* pada bulan-bulan terjadinya siklus *sell in may effect* secara keseluruhan dapat dilakukan dengan mengetahui perbandingan rata-rata *return* saham pada satu siklus (Mei 2015-April 2016) dan rata-rata *return* saham pada 2 siklus (Mei 2015-April 2017) dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 2.** Rata-rata, standar deviasi *return* saham

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>
2 Siklus (2015-2017)				
Mei - Oktober	5112	0.0390013	0.62998	0.00881
November - April	5112	0.0388727	0.42099	0.00588
1 Siklus (2015-2016)				
Mei - Oktober	2556	0.0300	0.76444	0.01512
November - April	2556	0.0442	0.50446	0.00998
1 Siklus (2016-2017)				
Mei - Oktober	2556	0.0480	0.45761	0.00905
November - April	2556	0.0335	0.31626	0.00626

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Terdapat perbedaan nilai rata-rata *return* jika dihitung secara keseluruhan (2 siklus) dan 1 tahun (1 siklus). Nilai rata-rata *return* antara bulan Mei-Oktober dan November-April yang dihitung secara keseluruhan (2 siklus) tidak terlalu terdapat perbedaan yaitu 0,039 dan 0,038 dengan penimpangan *return* yang lebih besar di bulan Mei-Oktober. Untuk mengetahui signifikansi perbedaan *return* akan dijelaskan kemudian melalui uji *independend sample t-test*. Sedangkan perhitungan rata-rata *return* berdasarkan siklus *sell in may and go away* tahunan (1 tahun) terdapat perbedaan antara *return* bulan Mei-Oktober dan *return* bulan November-April. Berdasarkan data tersebut terdapat ketidakkonsistenan tinggi rendahnya nilai rata-rata *return* khususnya Mei-Oktober di tahun 2015-2016 dan tahun 2016-2017. Rata-rata *return* di bulan Mei-Oktober di tahun 2015-2016 lebih rendah di bandingkan rata-rata *return* di bulan November-April.

Hal ini sesuai dengan fenomena *sell in May and go away* yang menjelaskan investor memilih untuk menunda investasinya pada bulan-bulan tersebut sehingga rata-rata *return* menjadi lebih rendah. Tetapi sebaliknya, pada siklus di tahun 2016-2017 berlaku sebaliknya yaitu rata-rata *return* di bulan Mei-Oktober lebih tinggi dari *return* di bulan November-April yang sangat bertolak belakang dengan fenomena *sell in may and go away effect* meskipun risiko yang ditunjukkan oleh standar deviasi dari *return* saham tetap menunjukkan angka yang lebih tinggi di bulan Mei-Oktober dibandingkan dengan bulan November-April.

#### 4.2. Uji beda *independend sample t-test*

Uji beda dilakukan untuk mengetahui perbedaan signifikan *return* bulan Mei-Oktober di tahun 2015-2017 dan *return* di bulan November-April tahun 2015-2017 (2 siklus). Tahapan yang dilakukan untuk melakukan uji beda adalah:



4.2.1. Uji varians antara 2 populasi

Uji varians antara 2 populasi dilakukan untuk menentukan penggunaan *equal variance assumed* atau *equal variance not assumed* pada uji beda rata-rata populasi. Hasil statistik uji varians terdapat pada tabel berikut:

**Tabel 3.** Uji varians antara 2 populasi

		Levene's Test for Equality of Variance	
		F	Sig.
Monthly Return	Equal variance assumed	5.481	.019
	Equal variance not assumed		

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Hipotesis :

H<sub>0</sub> : Kedua varians populasi adalah identik

H<sub>1</sub> : Kedua varians populasi adalah tidak identik

Dengan dasar pengambilan keputusan:

- 1) Jika probabilitas > 0,05, maka H<sub>0</sub> diterima
- 2) Jika probabilitas < 0,05, maka H<sub>1</sub> diterima

Berdasarkan uji varians diatas nilai probabilitas adalah 0,019 (< 0,05), maka H<sub>0</sub> ditolak, H<sub>1</sub> diterima yang berarti kedua varians populasi adalah tidak identik, karena itu dasar yang akan digunakan untuk t test adalah *equal variance not assumed*.

4.2.2. Uji rata-rata populasi (t test)

**Tabel 4.** t test

		t	df	Sig. (2-tailed)
Monthly Return	Equal variance not assumed	.019	8916.895	.990

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Hipotesis :

H<sub>0</sub> : Tidak terdapat perbedaan *return* bulan Mei-Oktober dengan *return* bulan Oktober-April tahun 2015-2017

H<sub>1</sub> : Terdapat perbedaan *return* bulan Mei-Oktober dengan *return* bulan Oktober-April tahun 2015-2017

Dengan dasar pengambilan keputusan:

- 1) Jika probabilitas > 0,05, maka H<sub>0</sub> diterima
- 2) Jika probabilitas < 0,05, maka H<sub>1</sub> diterima

Berdasarkan hasil uji t tes, nilai *t<sub>hitung</sub>* dengan *Equal variance not assumed* adalah 0,019 dengan probabilitas 0,990. Karena dilakukannya uji 2 sisi, maka probabilitas menjadi 0,495 (0,990 / 2). Nilai probabilitas > 0,05 maka H<sub>0</sub> diterima. Tidak terdapat perbedaan *return* bulan Mei-Oktober dan *return* bulan November-April selama 2 tahun (2015-2017).

Untuk melihat lebih rinci terjadinya fenomena *sell in May and go away* tahunan, maka dilakukan uji *independent t test* untuk *return* perusahaan pada setiap

periode *sell in may effect* yang di mulai bulan Mei-Oktober hingga bulan November-April tiap tahunnya.

4.2.3. Uji varians antara 2 populasi siklus *sell in may effect*

**Tabel 5.** Uji varians antar 2 populasi 2 siklus *sell in may effect*

		Levene's Test for Equality of Variance	
		F	Sig.
May2015-April 2016	Equal variance assumed	3.168	.075
	Equal variance not assumed		
May2016-April2017	Equal variance assumed	2.072	.150
	Equal variance not assumed		

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Berdasarkan uji varians diatas nilai probabilitas siklus *return* May 2015 – Oktober 2015 dan *return* Oktober 2015 – April 2016 adalah 0,075 (< 0,05), maka H<sub>0</sub> ditolak, H<sub>1</sub> diterima yang berarti kedua varians populasi adalah tidak identik, karena itu dasar yang akan digunakan untuk t test adalah *equal variance not assumed*.

Sedangkan untuk siklus *sell in may effect* yang kedua pada periode *return* May 2016 – Oktober 2016 dan *return* Oktober 2016 – April 2017 nilai probabilitas adalah 0,150 (> 0,05) maka H<sub>0</sub> diterima, H<sub>1</sub> ditolak yang berarti kedua varians populasi adalah identik, karena itu dasar yang akan digunakan untuk t test adalah *equal variance assumed*.

4.2.4. Uji rata-rata populasi siklus *sell in may and go away effect* (t test)

**Tabel 6.** t test populasi 2 siklus *sell in may and go away effect*

		t	df	Sig. (2-tailed)
May2015-April 2016	Equal variance not assumed	-.783	4425.54	.434
May2016-April2017	Equal variance assumed	1.313	5110	.189

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Berdasarkan hasil uji t tes, nilai *t<sub>hitung</sub>* dengan *Equal variance not assumed return* May 2015 – Oktober 2015 dan *return* Oktober 2015 – April 2016 adalah -0,783 dengan probabilitas 0,434. Karena dilakukannya uji 2 sisi, maka probabilitas menjadi 0,217 (0,434/2). Nilai probabilitas > 0,05 maka H<sub>0</sub> diterima. Tidak terdapat perbedaan *return* bulan Mei – Oktober dan *return* bulan November - April pada periode *return* May 2015 – Oktober 2015 dan *return* Oktober 2015 – April 2016.



Untuk siklus yang kedua periode *return* May 2016 – Oktober 2016 dan *return* Oktober 2016 – April 2017 nilai  $t_{hitung}$  adalah 1,313 dengan probabilitas 0,0945 (0,189/2). Karena itu tidak terdapat perbedaan *return* bulan Mei – Oktober dan *return* bulan November – April pada periode May 2016 –Oktober 2016 dan *return* Oktober 2016 – April 2017.

Hasil penelitian ini membuktikan perubahan kecenderungan *return* saham selama hampir 30 tahun terakhir yang telah diteliti sebelumnya pada *emerging market* oleh Bouman dan Jacobsen (2002) termasuk Bursa Efek Indonesia. Penelitian Bouman dan Jacobsen menunjukkan terjadinya perbedaan signifikan *return* pada bulan Mei - Oktober (*summer*) dan *return* pada bulan November-April (*winter*) dari tahun 1988-1998 pada kebanyakan negara dengan *emerging market* seperti Tuki, Meksiko, Brazil, Cili, Argentina, Selandia Baru, Yunani, Firlandia, Indonesia, Jordania, Portugal, Irlandia, Philipina, Korea, Malaysia, Thailand, Taiwan, dan Rusia. Meskipun terbukti terjadinya fenomena *sell in may and go away effect*, tetapi penelitian Bouman dan Jacobsen hanya berfokus pada industri *mining*, sehingga tidak menggambarkan keseluruhan Bursa Efek Indonesia. Dan juga dengan semakin banyaknya perusahaan dari berbagai jenis industri yang *go public* di BEI, fenomena *sell in May and go away* yang mungkin terjadi pada industri perminyakan sekarang tidak menjadi jaminan akan berlaku pada seluruh saham di bursa. Sullivan et al (2001) membuktikan *systematic abnormal stock returns* yaitu *day of the week*, *week of the month*, *the month of the year* signifikan terjadi jika diteliti secara individual pada industri *mining*. Tetapi tidak signifikan jika menggunakan keseluruhan data untuk membuktikan *abnormal return*.

Andrade et al. (2013) membuktikan fenomena *sell in May and go away* dari tahun 1998-2012 dimana pada bulan November-April *return* saham 10% lebih tinggi dari pada bulan Mei-April. Terjadinya *sell in May and go away* juga dibuktikan oleh penelitian Haggard dan

### 4.3. Korelasi return dan risk

#### 4.3.1. Korelasi return dan risk keseluruhan

Tabel 7. Hasil korelasi return dan risk keseluruhan

		Return 2 cycle 2015-2017	Risk 2 cycle 2015-2017
Return 2 cycle 2015-2017	Pearson Correlation	1	-.198**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	10224	10224

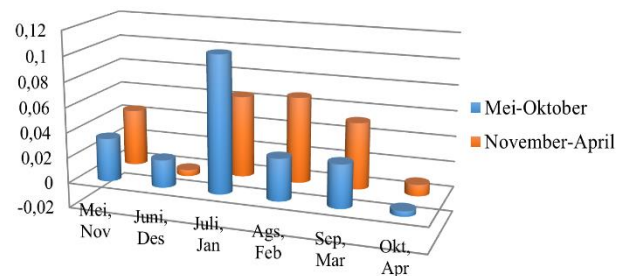
\*\*Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

Sumber: Data olahan, SPSS (2018)

Berdasarkan hasil perhitungan korelasi Pearson, nilai probabilitas adalah 0,000 ( $<0,25$ ) yang berarti terdapat hubungan antara *return* dan *risk* sepanjang bulan Mei 2015 - April 2017. Nilai koefisien pearson adalah -0.198 yang berarti semakin tinggi *return*

Witte (2010), Jacobsen dan Zhang (2012), Haggard et all (2014).

Sedangkan penelitian ini membuktikan sebaliknya yang mengarahkan Bursa Efek Indonesia kepada *efficient market hypothesis* dengan tidak terjadinya fenomena *sell in May and go away*. Hal ini juga berlaku di Amerika Serikat yang menunjukkan harga saham di bulan May-Oktober baik dan positif (Waggle dan Agrawal, 2018). Perbandingan harga saham di bulan Mei-Oktober dan November-April selama 2 tahun (2015-2017) dapat dilihat pada grafik di bawah ini dimana rata-rata bulan November-April memiliki *return* yang lebih tinggi dari bulan Mei-Oktober, meskipun perbedaan tersebut tidak signifikan dan tidak mendekati nilai nol ataupun negatif. Grafik di bawah ini juga menggambarkan terjadinya anomali berupa *january effect* dimana terjadi penurunan *return* yang bernilai negatif di bulan Desember dan meningkat di bulan Januari meskipun nilai *return* di bulan Januari masih lebih rendah dibandingkan *return* di bulan Juli, dan hal ini membutuhkan penelitian lebih lanjut.



Gambar 3. Perbandingan *return* Mei-Oktober dan *return* November-April

Dichtl dan Drobotz (2015) juga menjelaskan *sell in may and go away effect* sebagai *Halloween Effect* yang semakin melemah sepanjang tahun dan bahkan *sell in may and go away* menghilang pada beberapa tahun belakangan ini dengan menggunakan batasan waktu di dalam penelitian sehingga lebih mengefektifkan penggunaan strategi *Halloween Effect* di dalam keputusan investasi.

semakin rendah *risk* dan berlaku juga sebaliknya pada saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Arah hubungan negatif antara *return* dan *risk* sangat bertolak belakang teori klasik selama ini mengenai adanya *trade off* antara *risk* dan *return* (Sharpe, 1964) dan (Lintner,

1965). Meskipun terdapat hubungan signifikan antara *risk* dan *return*, tetapi nilai korelasi sangat lemah dengan nilai koefisien korelasi yang jauh dari angka 1 (-0.198). Untuk mengetahui lebih jelas apakah terdapat perbedaan hubungan antara *risk* dan *return*, terutama pada bulan-bulan *sell in may and go away* dilakukan perhitungan korelasi dengan membagi *risk* dan *return* pada periode Mei-Oktober dan November-April selama dua tahun.

#### 4.3.2. Korelasi *return* dan *risk* pada bulan Mei-Oktober

**Tabel 8.** Hasil korelasi *return* dan *risk* bulan Mei-Oktober

		Risk Mei-Oktober
Return	Pearson Correlation	-.224**
Mei-Oktober	Sig. (2-tailed)	.000
	N	5112

\*\*Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Hasil perhitungan korelasi pada bulan Mei-Oktober selama dua tahun menunjukkan terdapat hubungan negatif yang signifikan antara *risk* dan *return*. Jika dibandingkan dengan perhitungan korelasi *risk* dan *return* secara keseluruhan, koefisien korelasi menunjukkan nilai yang lebih tinggi. Hal ini berarti hubungan antara *risk* dan *return* semakin kuat pada bulan Mei-Oktober.

#### 4.3.3. Korelasi *return* dan *risk* pada bulan November-April

**Tabel 9.** Hasil korelasi *return* dan *risk* bulan November-April

		Risk November-April
Return	Pearson Correlation	-.192**
November-April	Sig. (2-tailed)	.000
	N	5112

\*\*Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

**Sumber:** Data olahan, SPSS (2018)

Sedangkan hasil perhitungan korelasi antara *risk* dan *return* pada bulan November-April juga menunjukkan nilai yang signifikan (<0.05) meskipun nilai koefisien korelasi tidak setinggi bulan Mei-Oktober dan *risk* dan *return* secara keseluruhan.

Berdasarkan hasil statistik tersebut penelitian ini membuktikan terdapat hubungan antara *risk* dan *return* pada saham di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian

ini tidak menemukan adanya *trade off* (hubungan positif) antara *risk* dan *return*. Pada kondisi terjadinya *sell in May and go away* seharusnya terdapat hubungan yang positif antara *risk* dan *return* (Jacobsen dan Zhang, 2012). Pada penelitian ini dengan tidak terjadinya *sell in May and go away*, akan mengarahkan bursa kepada *efficient market hypothesis*, dimana harga saham perusahaan akan bergerak sesuai dengan nilai sebenarnya. Jika harga saham telah bergerak sesuai dengan nilai asennya, hal ini akan menurunkan risiko pada saham tersebut sehingga mengakibatkan hubungan *risk* dan *return* menjadi negatif.

## 5. Simpulan

Perbedaan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada periode Mei-Oktober dan November-April menjadikan kemungkinan timbulnya fenomena *sell in May and go away* pada Bursa Efek Indonesia. Setelah dibuktikan secara komprehensif pada *return* saham seluruh perusahaan di BEI selama 2 tahun yang melalui 2 siklus fenomena dari tahun 2015-2017, hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan antara *return* bulan Mei-Oktober dan *return* bulan November-April. Meskipun rata-rata *return* pada bulan Mei-Oktober di tahun 2015-2016 lebih rendah dibandingkan rata-rata *return* bulan November-April, yang mengindikasikan terjadinya *sell in May and go away effect*, pada tahun berikutnya yaitu tahun 2016-2017 rata-rata *return* bulan Mei-Oktober terbukti lebih tinggi dibandingkan rata-rata *return* bulan November-April walaupun perbedaan *return* ini tidak signifikan. Tidak terjadinya *Sell in May and Go Away Effect* di BEI mengarahkan Pasar Modal Indonesia ke dalam bentuk yang efisien dimana harga saham akan menggambarkan seluruh informasi yang terdapat pada Bursa. Meskipun telah terbukti tidak terjadi *anomaly* pada Bursa Efek Indonesia, hubungan *risk* dan *return* berlawanan dengan teori klasik CAPM yang semakin kuat di bulan Mei-Oktober dan membutuhkan penelitian lebih lanjut.

## 6. Saran

Penelitian ini menggunakan 2 siklus *sell in may and go away*, sehingga hanya membuktikan fenomena dalam jangka pendek. Penambahan jangka waktu penelitian menjadi 10 tahun akan membuktikan fenomena dalam jangka panjang dan dapat mengetahui perubahan *anomaly* yang terjadi pada Bursa Efek Indonesia dari tahun ke tahun serta perubahan arah hubungan *risk* dan *return*. Penelitian selanjutnya dapat berfokus pada *efficient market hypothesis* sehingga dapat menjelaskan *return* rasional yang dapat memudahkan investor dalam melakukan keputusan investasinya.

## Referensi

- Andrade, Sandro C et al. 2013. 'Sell in May and Go Away': *Just Won't Go Away*. Financial Analyst Journal, 69(4), 94-105. <https://ssrn.com/abstract=2115197>
- Atmaja, Lukas Setia. 2008. *Teori dan Praktik Manajemen keuangan*. Penerbit Andi : Jakarta.
- Fernandez, Pablo. 2015. *CAPM: An Absurd Model*. <https://ssrn.com/abstract=2505597>
- Doeswijk, Ronald Q. 2005. *The Optimism Cycle: Sell in May*. De economist, 156 (2), 175-200. <https://ssrn.com/abstract=643583>
- Dichtl, Hubert dan Wolfgang Drobetz. 2015. *Sell in May and Go Away : Still Good Advice for Investors?*. International Review of Financial Analysis 38 (2015) 29-43.
- Fama, Eugene F. dan Kenneth R. French. 2003. *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. CRSP Working Paper No. 550; Tuck Business School Working Paper No. 03-26.
- Fama, Eugene F. dan Kenneth R. French. 2007. *Dissecting Anomalies*. CRSP Working Paper No. 610. <https://ssrn.com/abstract=911960>.
- Jacobsen, Ben dan Sven Bouman. 2002. *The Halloween Indicator, 'Sell in May and Go Away': Another Puzzle*. American Economic Review, vol.92, no. 5 (December) : 1618-1635. <https://ssrn.com/abstract=76248>
- Jacobsen, Ben dan Nuttawat Visaltanachoti. 2006. *The Halloween Effect in US Sectors*. The Financial Review, Forthcoming. <https://ssrn.com/abstract=901088>
- Jacobsen, Ben dan Cherry Y. Zhang. 2012. *The Halloween Indicator, 'Sell in May and Go Away': an Even Bigger Puzzle*. Working Paper, Massey University. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- K. Stephen Haggard Jeffrey Scott Jones H Douglas Witte. 2015. *Black Cats or Black Swans? Outliers, Seasonality in Return Distribution Properties, and The Halloween Effect*, Managerial Finance, Vol. 41 Iss 7 pp. 642 – 657
- Kochman, L, Badarinathi, R dan Bray, D. 2014. *Sell in May and go away Revisited*. American Economist, Vol 59 No 1 pp 90-91.
- Markowitz, H. 1959. *Portofolio Selection. Efficient Diversification of Investment*. Yale University Press.
- Lintner, J. 1965. *The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budget*. Review of Economic and Statistic 47, 13-37.
- Sharpe, W. 1964. *Capital Asset prices : a Theory of Market Equilibrium*". Journal of Finance. 19. 425-442.
- Sullivan, Ryan. Allan Timmermann, dan Halbert White. 2001. *Dangers of Data Mining: The Case of Calendar Effects in Stock Returns*. Journal of Econometrics 105 (2001) 249-286.
- Thompson, J.R, et al. 2006. *Nobels for Nonsense*". Journal of Post Keynesian Economics 29 (1): 3-18.
- Waggle, Doug dan Pankaj Aggrawal. *Is the "sell in May and go away" adage the result of an election-year effect?*. Emerald Publishing Limited 2018. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2017-0505>
- Werastuti, Desak Nyoman Sri. 2012. *Anomali Pasar pada Return Saham, The Day Effect of Week Effect, Week Four Effect, Rogalski Effect, dan January Effect*. Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika, Volume 2, Nomor 1, Singaraja, Desember 2012, ISSN 2089-3310.
- Womack, Kent L dan Ying Zhang. 2003. *Understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three Factor Model*. Tuck Case No. 03-111.
- Zubir, Zalmi. 2013. *Manajemen Portofolio Penerapannya dalam Investasi Saham*. Penerbit salemba Empat. Jakarta. [https://id.wikipedia.org/wiki/Jual\\_kosong](https://id.wikipedia.org/wiki/Jual_kosong)