

Analisis abnormal return saham bulan ramadhan

Justice Qayyima Winkasari¹, Yuli Soesetio², Lisa Rahayu Ningsih³

Universitas Negeri Malang, Jalan Semarang No. 5 Malang, Jawa Timur, Indonesia.

²Email: yuli.soesetio.fe@um.ac.id

³Email: 1996lisarahayu@gmail.com

Abstrak

Monthly effect adalah keinginan investor atas likuiditas suatu saham yang dapat berubah pada bulan-bulan tertentu dalam satu tahun. Monthly effect dapat memberikan celah bagi para investor untuk mendapatkan abnormal return dengan memanfaatkan informasi harga maupun volume penjualan di masa lalu. Salah satu monthly effect adalah Ramadhan effect yang banyak diteliti di negara-negara Islam. Ramadhan effect yang berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu masih debatable. Return bulan Ramadhan secara signifikan berbeda jika dibandingkan dengan dengan bulan-bulan lainnya karena adanya sentimen positif investor saat memasuki bulan puasa. Tujuan dari penelitian ini untuk mengukur perbedaan abnormal return yang diterima oleh investor selama Ramadhan dibandingkan dengan bulan lainnya dalam kalender hijriyah. Pada penelitian ini menggunakan sampel yang diambil dari seluruh emiten yang tergabung ke dalam indeks Kompas100 dari tahun 1432 H hingga 1437 H (7 Desember 2010 – 30 September 2016), dan menggunakan tahun setelah krisis untuk menghindari bias hasil penelitian. Untuk menjawab permasalahan penelitian digunakan uji paired sample T-test karena sampel terdistribusi secara normal setelah dilakukan pengujian menggunakan kolmogorov smirnov normality test. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan abnormal return bulan Ramadhan dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya atau dapat dikatakan tidak berlakunya Ramadhan effect di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci: Abnormal return; monthly effect

Analysis of abnormal stock returns during Ramadhan month

Abstract

Monthly effect is the investor's desire for liquidity of the stock that may change in certain months of the year. The existence of a monthly effect can provide a gap for investors to obtain abnormal return by utilizing past the information of stock price or trading volume. One of the most commonly studied of monthly effects is the Ramadhan Effect where many studies are islamic countries. Previously, The study of ramadhan effect was debatable. The stock returns in Ramadhan are significantly different compared to other months due to the increase in positive sentiment when entering the fasting month. The purpose of this study is to examine the difference of abnormal return received by investors during Ramadhan compared to other months on hijri calendar. This study used samples taken from all issuers incorporated into the Compass100 index from 1432 H to 1437 H (December 7, 2010 - September 30, 2016), and used the year after the crisis to avoid the bias of the research results. The statistical method used is paired sample T-test because the samples are normally distributed after being tested using the kolmogorov smirnov normality test. The results showed that there was no significant difference on abnormal return of Ramadhan month compared with other months or can be said that Ramadhan effect does not applied in Indonesia Stock Exchange.

Keywords: abnormal return, monthly effect

PENDAHULUAN

Pasar dikatakan efisien bilamana harga-harga yang terbentuk di pasar adalah cerminan informasi yang ada atau dikatakan efisien bila tidak ada seorangpun di pasar modal yang memperoleh keuntungan tidak normal atau abnormal return. Peristiwa-peristiwa tertentu yang diduga menghasilkan abnormal return masih layak dan menarik untuk diteliti mengingat banyak peristiwa-peristiwa yang diduga memberikan abnormal return kepada investor, salah satunya adalah Monthly Effect. Fenomena monthly effect atau efek bulanan adalah ketika keinginan investor atas likuiditas suatu saham dapat berubah dari bulan ke bulan dalam satu tahun atau lebih mengacu pada perbedaan return saham yang diterima pada bulan-bulan tertentu (Rusmayanti dkk, 2016:2).

Adanya monthly effect dapat memberikan celah bagi para investor untuk mendapatkan abnormal return dengan memanfaatkan informasi harga maupun volume penjualan di masa lalu. Salah satu monthly effect adalah Ramadhan effect yang banyak diteliti di negara-negara Islam dan menunjukkan adanya perbedaan return pasar pada bulan Ramadhan dibandingkan bulan-bulan lainnya. Ramadhan effect adalah pengembangan dari penelitian January effect, yakni bulan-bulan tertentu yang dianggap mampu memberikan abnormal return positif kepada investor. Menurut Rusmayanti dkk (2016:3), peningkatan return saham di bulan Ramadhan akibat adanya peningkatan optimisme investor yang ditandai dengan meningkatnya kebahagiaan, solidaritas dan rasa percaya diri selama bulan Ramadhan. Sedangkan menurut Mustafa (2011:7), return pasar dan transaksi selama bulan Ramadhan di pasar modal Pakistan mengalami penurunan. Hal tersebut diduga akibat dari meningkatnya konsumsi masyarakat dan menjadi kurang berfokus pada perdagangan di pasar modal saat Ramadhan.

Penelitian tentang tingkat return juga dilakukan di 14 negara yang mayoritas beragama muslim salah satunya di Indonesia yang mana dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa selama bulan Ramadhan tingkat return hampir 9 kali lebih tinggi daripada beberapa bulan setelah ramadhan selama periode penelitian 1989-2007 kejadian anomali yang bertepatan dengan bulan ramadhan pada saat itu terjadi krisis di Asia. (Bialkowski, Etebari & Wisniewski, 2010:26). Terjadi perubahan return antara bulan Ramadhan dan selain Ramadhan yang mana meningkat dari 33,77% diukur dengan US dollar menjadi 35,66%. Jadi Ramadhan effect memunculkan perubahan pada nilai harga saham daripada perubahan nilai tukar.

Hasil penelitian lainnya menunjukkan 10 hari pertama bulan Ramadhan akan memperoleh return yang meningkat secara tidak signifikan di 12 negara islam termasuk indonesia, pada penelitian 10 hari kedua ramadhan return yang diperoleh menurun secara tidak signifikan di Indonesia. Kesimpulan yang ditarik dari observasi 31 Desember 2005 sampai 31 Desember 2015 menunjukkan rata-rata return untuk semua negara selama 10 hari terakhir 8,02% lebih tinggi daripada 10 hari pertama 3,52% dan 10 hari kedua 0,80%. (Khazali, Bouri, Zoubi, 2017:28). Dukungan penelitian lain menunjukkan bahwa aktivitas pada bulan Ramadhan tidak memiliki pengaruh yang berarti pada pasar modal turki pada tingkat return saham berkategori islam maupun konvensional pada indeks of BIST100 dan KAT30 (Öztürk, Uysal, Arslan, Kayhan, 2018:15).

Dalam penelitian ini, peneliti kembali menguji pengaruh Ramadhan effect pada pasar modal di Indonesia mengingat mayoritas penduduk Indonesia yang beragama Islam namun hasil penelitian terdahulu yang belum konsisten, berdasarkan data Badan Pusat Statistik (2010) yaitu sebesar 87% dan merupakan penduduk muslim terbesar di dunia. Konsumsi masyarakat selama bulan Ramadhan mengarah lebih konsumtif daripada hari-hari lainnya. Badan Pusat Statistik (2017) merilis adanya kenaikan Indeks Tendensi Konsumen (ITK) Jawa Timur pada Triwulan II-2017. Tingkat optimisme konsumen pada Triwulan II-2017 mengalami kenaikan signifikan 18,91 poin dibandingkan Triwulan I-2017 (104,30) menjadi sebesar 123,21. Penyebab utama meningkatnya optimisme ini didorong oleh pengeluaran kebutuhan konsumsi rumah tangga selama bulan Ramadhan hingga Lebaran. Pada saat bulan Ramadhan, Allah juga menjanjikan pahala bagi orang yang memberi makan orang yang berpuasa sehingga kebutuhan pemenuhan konsumsi meningkat. Dampaknya adalah harga kebutuhan pokok yang cenderung meningkat karena aktivitas pemenuhan kebutuhan selama bulan Ramadhan hingga untuk merayakan hari raya dan juga adanya gangguan pada stok kebutuhan pokok tersebut. Pemberian Tunjangan Hari Raya (THR) pada akhir bulan Ramadhan turut andil dalam memberikan efek meningkatnya peredaran uang di Indonesia sehingga kemungkinan berdampak pada keuangan pribadi berupa tabungan maupun jual beli saham.

Menurut Gharaibeh & Al Azmi (2015:758) dalam penelitiannya menyatakan bahwa pasar sekuritas yang berada pada negara-negara berkembang (Indonesia) masih kurang efisien, karena karakteristik dari operasi mereka (seperti ukuran, regulasi pasar, biaya perdagangan dan sifat dari investor atau psikologi investor). Peserta yang berbeda memungkinkan mendapatkan keberagaman jumlah dan kualitas informasi yang tidak sama. Kenyataan ini menyiratkan bahwa sebuah suatu kejadian peristiwa dapat dijadikan sebagai sumber informasi dalam menilai pergerakan harga saham di bursa. Jika kejadian peristiwa tersebut berindikasi baik, maka harga saham akan cenderung meningkat, sebaliknya jika kejadian peristiwa tersebut berindikasi buruk, maka harga saham akan cenderung turun.

Penelitian lainnya menunjukkan pengujian pengaruh bulan ramadhan terhadap harga saham, volume perdagangan dan index saham di Bursa Efek Teheran negara Iran menunjukkan terdapat hubungan yang signifikan antara bulan ramadhan dengan harga saham dan volume perdagangan saham, namun hasilnya tidak signifikan antara efek bulan ramadhan terhadap index saham (Garkaz, Hazini, Azimi, 2014: 551).

Terdapat hasil penelitian yang berbeda-beda terkait dengan pengaruh bulan Ramadhan terhadap return maupun abnormal return saham. Penelitian oleh A'immah, dkk (2015:8) menghasilkan bahwa abnormal return selama Ramadhan tidak berbeda secara signifikan dengan abnormal return selama Sya'ban dan Syawal, namun Trading Volume Activity selama Ramadhan berbeda secara signifikan, hasil penelitian mengindikasikan Trading Volume Activity bereaksi terhadap Ramadhan Effect. Penelitian lain oleh Rusmayanti, dkk (2016:10) mengemukakan bahwa tidak ada pengaruh bulan Ramadhan terhadap return pasar saham di Bursa Efek Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Hinawati (2016:48) menghasilkan bahwa rata-rata abnormal return minggu pertama sebelum libur Idul Fitri cenderung lebih rendah dibanding dengan rata-rata abnormal return minggu lainnya dan rata-rata abnormal return minggu pertama sesudah libur Idul Fitri cenderung lebih tinggi dibanding dengan rata-rata abnormal return minggu lainnya. Penelitian lain oleh Hasanuddin (2015:258) mengemukakan bahwa terdapat perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah libur Idul Fitri pada saham Jakarta Islamic Indeks (JII) maupun non-JII.

Penelitian ini akan menguji efisiensi pasar bentuk lemah di Indonesia apakah ada efek dari Bulan Ramadhan pada pasar modal Indonesia dilihat dari abnormal return-nya. Dalam bulan Ramadhan ada perbedaan pola perilaku seseorang dalam menjalankan kesehariannya sehingga diduga berpengaruh terhadap aktivitas perdagangan saham. Perubahan pola hidup, jam kerja dan peningkatan konsumsi pada saat bulan Ramadhan diduga ikut mempengaruhi aktivitas pasar modal dan juga return saham itu sendiri. Selain alasan tersebut, penelitian ini menguji ada tidaknya Ramadhan Effect dengan menggunakan perusahaan yang tergabung ke dalam indeks saham Kompas100 mulai tahun 2010 hingga tahun 2016, karena saham-saham yang terpilih untuk dimasukkan dalam indeks Kompas100 ini selain memiliki likuiditas yang tinggi serta nilai kapitalisasi pasar yang besar, juga menjadi indikator pilihan investor dalam portofolionya. Berdasarkan penelitian Mulyono (2015:338), menyatakan bahwa return indeks saham yang memiliki koefisien korelasi tertinggi adalah indeks Kompas100, yang memiliki return koefisien korelasi 0,949 terhadap IHSG. Selain itu juga indeks Kompas100 sudah mewakili 70% kapitalisasi pasar di Bursa Efek Indonesia, kinerja indeks ini diukur mulai 30 Desember 2016 sampai 21 Desember 2017 (Hedrayana, 2016). Berdasarkan uraian diatas, peneliti tertarik untuk memilih judul "Analisis Abnormal Return Saham Bulan Ramadhan pada Emiten Kompas 100 (Periode 1432 H - 1437 H)".

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat teoritis dan manfaat praktis. Dilihat secara teoritis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumbangan pemikiran untuk menambah pengetahuan dan pengalaman mengenai *Ramadhan Effect* terhadap abnormal return saham di Bursa Efek Indonesia. Manfaat praktis, Penelitian ini diharapkan menjadi sumber informasi perusahaan mengenai dampak dari Ramadhan Effect dan menjadi alternatif bagi perusahaan dalam mengambil suatu keputusan investasi pada bulan-bulan tertentu. Selain itu, Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan referensi maupun wawasan yang membantu dalam menjawab permasalahan yang sama.

METODE

Return pasar (R_m)

Return pasar adalah tingkat pengembalian yang didapat melalui investasi pada seluruh saham yang ada di bursa saham dimana pada penelitian return pasar tercermin pada return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), return pasar dapat dihitung dengan rumus:

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_m = Return pasar

IHSG_t = Indeks pasar hari ke-t

IHSG_{t-1} = Indeks pasar hari ke-t-1

Menghitung return (R)

Return merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh investor. Return dihitung dari membandingkan harga saham periode saat ini dengan harga saham periode sebelumnya. Cara menghitung return:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = Return sekuritas i pada hari ke-t

P_{it} = Harga sekuritas i pada hari ke-t

P_{it-1} = Harga sekuritas i pada hari ke-t-1

Menghitung abnormal return (AR)

Abnormal return adalah keuntungan tidak normal yang diperoleh dari selisih antara return yang diterima dengan return pasar. Cara menghitung abnormal return:

$$AR_{it} = R_{it} - R_m$$

Keterangan:

AR_{it} = abnormal return sekuritas i pada hari ke-t

R_{it} = return sesungguhnya sekuritas i pada hari ke-t

R_m = return pasar

Menghitung average abnormal return (AAR)

Average abnormal return (AAR) adalah rata-rata abnormal return semua sekuritas pada periode t (harian). Cara menghitungnya:

$$AAR_t = \frac{\sum AR_{it}}{n}$$

Keterangan:

AAR_t = average abnormal return hari ke-t

$\sum AR_{it}$ = jumlah abnormal return sekuritas i pada hari ke-t

n = jumlah sekuritas yang diamati

Menghitung cumulative average abnormal return (CAAR)

Cumulative average abnormal return merupakan kumulatif AAR semua sekuritas tiap bulan selama tahun pengamatan. Cara menghitungnya:

$$CAAR_t = \sum AAR_a$$

Keterangan:

CAAR_t = cumulative average abnormal return hari ke-t

$\sum AAR_a$ = jumlah average abnormal return hari ke-a (bulanan)

Metode Analisis Data

Metode yang digunakan adalah model analisis Paired Sample T -Test atau Wilcoxon Sign Rank tergantung dengan distribusi datanya, analisis dilakukan dengan menggunakan bantuan program

software SPSS. Sebelumnya data yang terkumpul akan dianalisis secara bertahap dengan dilakukan analisis statistik deskriptif terlebih dahulu. Selanjutnya dilakukan pengujian statistik dengan uji distribusi normal dengan menggunakan uji kolmogorov-smirnov. Kemudian tahap selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis untuk masing-masing variabel penelitian dengan menggunakan uji analisis Paired Sample T-Test apabila data berdistribusi normal dan model uji analisis Wilcoxon Sign Rank apabila data berdistribusi tidak normal. Tingkat signifikan (significant level) yang ditetapkan dalam penelitian ini adalah sebesar 5% atau 0,05 karena dinilai cukup untuk menguji hubungan antara variabel-variabel yang diuji atau menunjukkan bahwa korelasi antara kedua variabel cukup nyata. Tingkat signifikansi 0,05 artinya adalah kemungkinan besar dari hasil penarikan kesimpulan mempunyai probabilitas 95% atau toleransi kesalahan sebesar 5%.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata kumulatif *abnormal return* tiap bulan 42 emiten sampel pada tahun Hijriyah mulai tanggal 7 Desember 2010 – 30 September 2016. Selanjutnya akan dilakukan analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum tentang objek penelitian yang dijadikan sampel penelitian.

Analisis Deskriptif

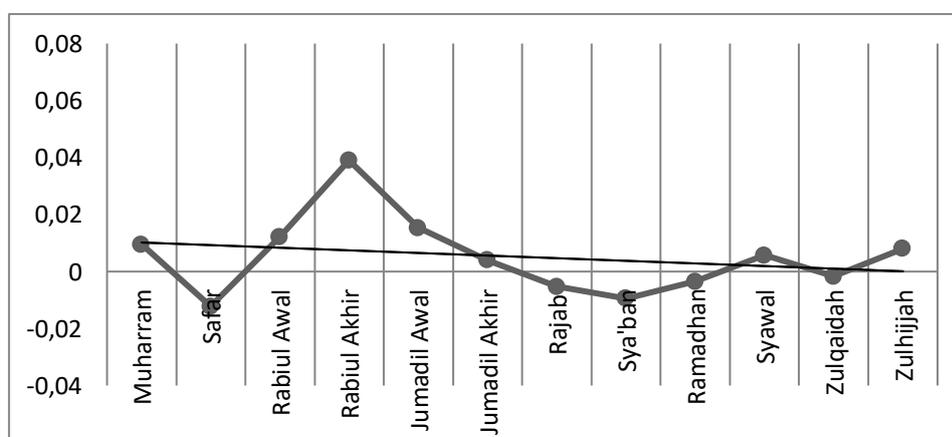
Hasil perhitungan rata-rata kumulatif *abnormal return* bulanan pada emiten yang terpilih selama periode penelitian disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1. Data Rata-Rata Kumulatif Abnormal Return

| Bulan | 1432 H | 1433 H | 1434 H | 1435 H | 1436 H | 1437 H | Mean |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Muharram | 0.0072 | 0.0275 | 0.0084 | 0.0202 | 0.0143 | -0.0208 | 0.0095 |
| Safar | -0.0159 | 0.0062 | -0.0195 | -0.0036 | 0.0066 | -0.0470 | -0.0122 |
| Rabiul Awal | 0.0100 | 0.0478 | -0.0024 | -0.0016 | -0.0001 | 0.0196 | 0.0122 |
| Rabiul Akhir | 0.2011 | 0.0116 | 0.0286 | 0.0034 | 0.0131 | -0.0236 | 0.0390 |
| Jumadil Awal | -0.0102 | 0.0181 | 0.0231 | -0.0104 | -0.0123 | 0.0834 | 0.0153 |
| Jumadil Akhir | 0.0112 | -0.0296 | 0.0051 | -0.0107 | 0.0060 | 0.0421 | 0.0040 |
| Rajab | -0.0110 | 0.0081 | -0.0063 | -0.0009 | -0.0002 | -0.0211 | -0.0052 |
| Sya'ban | 0.0225 | 0.0067 | -0.0254 | -0.0262 | -0.0349 | 0.0005 | -0.0095 |
| Ramadhan | -0.0048 | -0.0244 | 0.0199 | -0.0067 | -0.0290 | 0.0242 | -0.0035 |
| Syawal | -0.0280 | 0.0142 | 0.0023 | -0.0321 | 0.0419 | 0.0360 | 0.0057 |
| Zulqaidah | 0.0374 | 0.0189 | -0.0260 | -0.0301 | 0.0075 | -0.0178 | -0.0017 |
| Zulhijjah | -0.0121 | 0.0097 | -0.0188 | 0.0519 | 0.0230 | -0.0053 | 0.0081 |

Sumber: (diolah peneliti, 2018)

Berdasarkan Tabel 1. Kemudian dibuat grafik rata-rata abnormal return saham dalam kalender hijriah.



Gambar 1. Grafik Pergerakan Rata-Rata Kumulatif Abnormal Return Saham

Sumber: (diolah peneliti, 2018)

Berdasarkan Gambar 1, rata-rata kumulatif *abnormal return* tertinggi pada bulan Rabiul Akhir yaitu sebanyak 0,0390 dan rata-rata kumulatif *abnormal return* terendah pada bulan Safar yaitu sebesar -0,0122. Angka positif artinya tingkat keuntungan lebih dari yang diharapkan, yang ditaksir dengan *market adjusted model* atau model disesuaikan pasar, begitu juga sebaliknya. Pada bulan Rabiul Akhir didapat *return* sebesar 0,0390 yang artinya emiten mendapat *abnormal return* sebesar 3,9% apabila menjual sahamnya pada saat bulan Rabiul Akhir. Namun sebaliknya pada bulan Safar diketahui rata-rata *abnormal return* negatif yang artinya investor mendapat tingkat pengembalian dibawah *return* pasar. Tren pergerakan *abnormal return* emiten indeks Kompas100 pada periode pengamatan bergerak turun halus.

Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dalam penelitian ini peneliti menggunakan uji statistik *one sample kolmogorov smirnov* karena dianggap lebih peka dalam mendeteksi normalitas data. Uji *kolmogorov smirnov* menggunakan $\alpha=5\%$ (0,05), apabila hasil dari pengujian data *kolmogorov smirnov* > α dengan tingkat signifikansi 5% maka data tersebut normal dan begitu pula sebaliknya. Apabila data yang diperoleh berdistribusi normal maka pengujian hipotesis menggunakan uji *paired sample t-test*. Namun apabila data yang diperoleh tidak berdistribusi normal maka pengujian hipotesis menggunakan uji *wilcoxon sign rank test*. Hasil pengujian normalitas data pada *abnormal return* tiap bulan dalam penelitian ini disajikan dalam Tabel berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas Data Saham Bulanan Selama Periode Pengamatan

| Bulan | Asym sig (2-tailed) | Distribusi Data |
|---------------|---------------------|-----------------|
| Muharram | 0.738 | Normal |
| Safar | 0.979 | Normal |
| Rabiul Awal | 0.888 | Normal |
| Rabiul Akhir | 0.338 | Normal |
| Jumadil Awal | 0.828 | Normal |
| Jumadil Akhir | 0.944 | Normal |
| Rajab | 0.996 | Normal |
| Sya'ban | 0.815 | Normal |
| Ramadhan | 0.981 | Normal |
| Syawal | 0.979 | Normal |
| Zulqaidah | 0.926 | Normal |
| Zulhijjah | 0.977 | Normal |

Sumber: (diolah peneliti, 2018)

Berdasarkan hasil uji normalitas data pada Tabel 3, maka diketahui bahwa distribusi data rata-rata kumulatif *abnormal return* saham pada emiten yang tergabung dalam indeks Kompas100 adalah berdistribusi normal. Jika data berdistribusi normal maka tahap selanjutnya yakni uji hipotesis menggunakan uji statistik *paired sample t-test*.

Uji Hipotesis

Setelah melakukan uji normalitas dan diketahui bahwa data berdistribusi normal maka selanjutnya dilakukan uji hipotesis *paired sample t-test* atau uji beda dua sampel berpasangan dengan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$ (0,05). Hasil uji beda ditunjukkan dalam Tabel 4 dibawah ini:

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis *Abnormal Return* Saham Selama Periode Penelitian

| Periode | Mean | | t | Sig (2-tailed) | Kesimpulan |
|---------------------------------|----------|---------|--------|----------------|------------------|
| | Ramadhan | Lainnya | | | |
| Ramadhan – Muharram | -0.0035 | 0.0095 | -0.873 | 0.423 | Tidak signifikan |
| Ramadhan – Safar | -0.0035 | -0.0122 | 0.519 | 0.626 | Tidak signifikan |
| Ramadhan - Rabiul Awal | -0.0035 | 0.0122 | -1.176 | 0.293 | Tidak signifikan |
| Ramadhan - Rabiul Akhir | -0.0035 | 0.0390 | -1.209 | 0.281 | Tidak signifikan |
| Ramadhan - Jumadil Awal | -0.0035 | 0.0153 | -1.728 | 0.145 | Tidak signifikan |
| Ramadhan - Jumadil Akhir | -0.0035 | 0.0040 | -0.986 | 0.369 | Tidak signifikan |
| Ramadhan – Rajab | -0.0035 | -0.0052 | 0.141 | 0.893 | Tidak signifikan |
| Ramadhan - Sya'ban | -0.0035 | -0.0095 | 0.489 | 0.646 | Tidak signifikan |
| Ramadhan – Syawal | -0.0035 | 0.0057 | -0.575 | 0.590 | Tidak signifikan |

| | | | | | |
|-----------------------------|---------|---------|--------|-------|------------------|
| Ramadhan – Zulqaidah | -0.0035 | -0.0017 | -0.101 | 0.924 | Tidak signifikan |
| Ramadhan – Zulhijjah | -0.0035 | 0.0081 | -0.669 | 0.533 | Tidak signifikan |

Sumber: (diolah peneliti, 2018)

Berdasarkan Tabel 4.3, pada periode Ramadhan – Muharram, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Muharram adalah sebesar 0,0095 dengan nilai t sebesar -0,873 dan nilai signifikansi sebesar 0,423. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang berarti H01 diterima dan Ha1 ditolak. H01 diterima berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Muharram pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan – Safar, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Safar adalah sebesar -0,0122 dengan nilai t 0,519 dan signifikansi sebesar 0,626. Nilai signifikansi yang lebih besar yaitu 0,626 dari nilai probabilitas 0,05 artinya H02 diterima dan Ha2 ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Safar pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan – Rabiul Awal, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Rabiul Awal adalah sebesar 0,0122 dengan signifikansi sebesar 0,293 dan nilai t sebesar -1,176. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang berarti H03 diterima dan Ha3 ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Rabiul Awal pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan – Rabiul Akhir, rata-rata kumulatif *abnormal return* pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Rabiul Akhir adalah sebesar 0,0390 dengan nilai t sebesar -1,209 dan signifikansi sebesar 0,281. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang berarti H04 diterima dan Ha4 ditolak. H04 diterima berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Rabiul Akhir pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan–Jumadil Awal, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Jumadil Awal adalah sebesar 0,0153 dengan nilai t sebesar -1,728 dan signifikansi sebesar 0,145 dimana hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05. Nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai probabilitas artinya H05 diterima dan Ha5 ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Jumadil Awal pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan–Jumadil Akhir, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Jumadil Akhir adalah sebesar 0,0040 dengan nilai t -0,986 dan signifikansi sebesar 0,369. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,440 lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang artinya H06 diterima dan Ha6 ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Jumadil Akhir pada periode pengamatan.

Berdasarkan tabel diatas, pada periode Ramadhan – Rajab, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif *abnormal return* pada bulan Rajab adalah sebesar -0,0052 dengan nilai t sebesar 0,141 dan signifikansi sebesar 0,893. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang berarti H07 diterima dan Ha7 ditolak. H07 diterima artinya tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Rajab pada periode pengamatan.

Berdasarkan tabel diatas, pada periode Ramadhan–Sya’ban, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Sya’ban adalah sebesar -0,0095, nilai t sebesar 0,489 dengan signifikansi sebesar 0,637. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,646 lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang berarti H08 diterima dan Ha8 ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Sya’ban pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan – Syawal, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Syawal adalah sebesar 0,0057. Diketahui nilai t sebesar -0,575 dan signifikansi sebesar 0,590 dimana hal tersebut menunjukkan bahwa

nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05. Nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai probabilitas artinya H_0 diterima dan H_a ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Syawal pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan–Zulqaidah, rata-rata kumulatif *abnormal return* pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif *abnormal return* pada bulan Zulqaidah adalah sebesar -0,0017. Diketahui nilai t sebesar -0,101 dan signifikansi sebesar 0,924 dimana hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang artinya H_{010} diterima dan H_{a10} ditolak atau tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Zulqaidah pada periode pengamatan.

Pada periode Ramadhan–Zulhijjah, rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan sebesar -0,0035 dan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Zulhijjah adalah sebesar 0,0081 dengan nilai t sebesar -0,669 dan signifikansi sebesar 0,533. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang berarti H_{011} diterima dan H_{a11} ditolak. H_{011} diterima berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara bulan Ramadhan dengan bulan Zulhijjah pada periode pengamatan. Berdasarkan pengujian hipotesis bahwa semua hasil perhitungan signifikansi tiap bulan menunjukkan hasil yang lebih besar dari nilai probabilitas, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* bulan Ramadhan dengan bulan Muharram, Safar, Rabiul Awal, Rabiul Akhir, Jumadil Awal, Jumadil Akhir, Rajab, Sya'ban, Syawal, Zulqaidah dan Zulhijjah dilihat dari rata-rata kumulatif *abnormal return*-nya.

Kondisi cumulative average abnormal return emiten yang tergabung dalam indeks saham Kompas100 selama tahun 1432-1437 h

Grafik menunjukkan bahwa kenaikan tertinggi rata-rata kumulatif abnormal return selama periode tahun 1432-1437 H terjadi pada bulan Rabiul Akhir yakni sebesar 0,0390 dan penurunan terendah terjadi pada bulan Safar sebesar -0,0122. Sedangkan rata-rata kumulatif abnormal return pada bulan Ramadhan, nilainya berbeda tipis dengan bulan Safar yang memiliki nilai terendah, yaitu sebesar -0,0035.

Rata-rata kumulatif abnormal return bulan Ramadhan adalah sebesar -0,0035 atau berada pada kisaran angka negatif. Hal tersebut berarti return yang didapat investor pada saat bulan Ramadhan lebih kecil dari return pasar atau IHSG. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mustafa (2011:567) bahwa pada saat Ramadhan nilai transaksi saham berada pada angka yang rendah karena meningkatnya konsumsi pada saat bulan Ramadhan sehingga diduga investor kurang berfokus pada aktivitas di pasar modal. Bialkowski et al. (2012:841) dalam penelitiannya menemukan bahwa faktor emosi dan mood dari investor memainkan peran yang signifikan dalam memberikan penilaian dan pengambilan keputusan, yang berkaitan dengan jual dan beli saham. Pilihan untuk sisiko dan tingkat imbal hasil dan merespon ketidakpastian. Faktor-faktor psikologi tersebut kenyataannya terdapat faktor lain yang menjadi pertimbangan investor dalam mengalokasikan dananya selama ramadhan untuk kegiatan seperti: zakat, infaq dan shodaqoh dan membeli keperluan lain menjelang idul fitri.

Dugaan lain untuk menjelaskan kondisi tersebut seperti misalnya investor banyak yang menjual sahamnya untuk mengurangi ketidakpastian resiko pada waktu libur panjang lebaran sehingga harga saham menjadi turun. Selain itu juga diduga ada perbedaan pola perilaku selama bulan Ramadhan seperti orang yang lebih khusuk dalam beribadah dibanding aktif dalam perdagangan saham.

Menurut Ashari (2018:44), pada saat bulan Ramadhan volume transaksi perdagangan mengalami penurunan sebesar 0,00215 atau dengan nilai rata-rata volume perdagangan sebesar 32.226.517 pada 7 tahun terakhir. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada bulan Ramadhan terjadi penurunan aktivitas perdagangan namun secara statistik tidak terlihat perbedaannya dengan bulan lainnya. Asumsi-asumsi tersebut yang mendasari mengapa abnormal return saham pada bulan Ramadhan berada pada angka negatif. Iqbal, Kouser & Azeem (2013:1005) Penelitian dilakukan di KSE –INDEX 100 selama 20 tahun dari 1992 sampai 2011 tingkat signifikansi 10%. Return 15 hari pertama Bulan Ramadhan memiliki hubungan yang signifikan dengan adanya return positif yang signifikan, return positif tersebut dapat merubah tingkah laku investor untuk menghindari gambling. 15 hari menjelang bulan ramadhan berakhir dengan memperoleh return negatif.

Rata-rata kumulatif abnormal return tertinggi adalah pada bulan Rabiul Akhir. Apabila dikaitkan di sisi agama, Rabiul Akhir adalah untuk mengingatkan kita pada peristiwa-peristiwa perang sehingga diduga membantu untuk meningkatkan rasa solidaritas ke sesama dan membawa sentimen positif pada

aktivitas sehari-hari. Bulan Rabiul Akhir jika dikaitkan dengan tahun masehi adalah sekitar pertengahan bulan Januari hingga awal bulan April. Pembagian dividen di Indonesia biasanya dimulai bulan Maret sampai dengan bulan Juni (Setiawan, 2018). Biasanya menjelang pembagian dividen, saham-saham perusahaan go public banyak diburu untuk mendapatkan keuntungan pada saat pembagian dividen. Investor yang berhak mendapatkan dividen adalah investor yang memegang saham hingga pada saat bursa tutup pada saat cum date. Cum date biasanya berjarak satu bulan dari tanggal pembagian dividen sehingga jarak satu hingga dua bulan sebelum cum date biasanya saham banyak diburu investor. Pembagian dividen dimulai bulan Maret hingga bulan Juni berarti cum date sekitar bulan Februari hingga bulan Mei, sehingga diduga sekitar bulan Januari hingga bulan Mei (Rabiul Akhir), saham-saham emiten yang akan mengadakan pembagian dividen akan banyak diburu sehingga menyebabkan harga saham naik. Naiknya harga saham akan diikuti oleh naiknya return yang diterima investor dan juga abnormal return-nya. Sesuai dengan temuan penelitian bahwa bulan Rabiul Akhir adalah bulan dimana saham perusahaan-perusahaan Kompas100 memiliki abnormal return saham yang paling tinggi sepanjang tahun.

Rata-rata kumulatif abnormal return terendah selama periode penelitian terjadi pada bulan Safar. Bulan Safar memiliki arti “kosong” karena kebiasaan orang-orang Arab zaman dulu meninggalkan tempat kediaman atau rumah mereka. Pengertian Safar tersebut diduga memiliki arti negatif dan memberi kesan bahwa Bulan Safar itu harus diwaspadai. Kesan seperti ini berkembang dari suatu generasi ke generasi berikutnya hingga saat ini. Bahkan diduga bulan Safar dipercaya masyarakat kita sebagai bulan yang tidak menguntungkan (Redaksi Aktual, 2015). Selain alasan tersebut, bulan Safar jika dikonversikan pada tahun masehi adalah sekitar pertengahan November hingga awal Januari atau bisa dikatakan bulan Safar selama periode penelitian adalah pada saat akhir tahun. Abnormal return saham yang cenderung rendah pada akhir tahun sesuai dengan penelitian tentang January Effect yaitu asumsi bahwa pada saat akhir tahun harga saham cenderung rendah kemudian meningkat lagi ketika awal tahun.

Sharpe dkk (dalam Astuti & Legowo, 2010:35) menyatakan bahwa ada faktor-faktor yang menyebabkan harga saham turun pada akhir tahun (January Effect) yaitu tax-loss selling dan window dressing. Tax-loss selling dan window dressing pada dasarnya melakukan hal yang sama, yaitu menjual saham-saham dengan nilai yang rendah. Bedanya adalah tax-loss selling dilakukan untuk pengurangan hutang pajak, sedangkan window dressing dilakukan untuk memperbaiki portofolio akhir tahun yang dimiliki perusahaan agar terlihat baik. Selain itu juga diduga untuk menghindari ketidakpastian resiko ketika libur panjang akhir tahun sehingga investor lebih memilih untuk menjual sahamnya untuk menghindari kerugian. Kemudian aksi jual bersih saham (net sell) menjelang akhir tahun merupakan suatu strategi rebalancing, agar mencatatkan kinerja menarik atau mendapatkan return sesuai target awal tahun saat tutup buku di ujung tahun (DetikFinance, 2013).

Analisis perbedaan cumulative average abnormal return bulan ramadhan dengan bulan lain pada emiten yang tergabung dalam indeks saham Kompas100 selama tahun 1432-1437 h

Berdasarkan hasil uji hipotesis menggunakan uji *paired sample t-test*, rata-rata *abnormal return* pada bulan Ramadhan tidak berbeda secara signifikan dengan bulan lainnya (Muharram, Safar, Rabiul Awal, Rabiul Akhir, Jumadil Awal, Jumadil Akhir, Rajab, Sya'ban, Syawal, Zulqaidah dan Zulhijjah) yang diuji secara parsial. Seluruh hasil uji hipotesis menunjukkan nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai probabilitas 0,05 yang artinya tidak ada perbedaan yang signifikan antara abnormal return bulan Ramadhan dengan bulan selain Ramadhan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa tidak terjadi Ramadhan Effect selama periode pengamatan dalam penelitian ini.

Hal tersebut mengindikasikan bahwa tidak ada perubahan aktivitas perdagangan di bursa saham Indonesia. Penelitian lainnya dilakukan oleh (Tauritus&Pukartas, 2009:23) penelitian dengan Gregorian Calender untuk bulan Ramadhan selama 1980-2008, membedakan 2 kelompok bursa yang pertama terbuka untuk investor luar negeri dan kedua hanya untuk investor dalam negeri. Indonesia mayoritas muslim pada saat itu sebesar 88,2% dengan bursa yang terbuka untuk investor diluar negeri. Pengujian terhadap return yang diperoleh selama satu minggu setelah bulan Ramadhan di Indonesia memperoleh imbal hasil yang negatif secara signifikan dengan signifiaksi 10%. Sedangkan satu minggu sebelum bulan ramadhan memperoleh return yang positif. Asumsi bahwa investor muslim akan meluangkan

waktu pada saat Ramadhan untuk lebih fokus dalam urusan agama daripada perdagangan saham ternyata tidak terbukti berdasarkan hasil penelitian ini.

Hal tersebut diduga pertama disebabkan oleh kebiasaan atau behavior investor baik individu maupun institusi yang sudah terbentuk selama 11 bulan sebelumnya sehingga tidak bisa mengikuti tuntutan perubahan pola perilaku sesaat selama Ramadhan. Kebiasaan yang sudah terbentuk dan sulit untuk diubah apalagi dengan jangka waktu yang pendek (1 bulan) dan jangka waktu pengulangannya sangat lama (11 bulan), sehingga bulan Ramadhan yang hanya terjadi satu bulan dalam setahun tidak mampu mengubah kebiasaan atau pola perilaku investor di bursa saham.

Menurut Frensidy (2016:39), jika ditotal, dana investor institusi yang tercatat besarnya bisa hampir 11 kali lipat nilai portofolio investor individu, atau sekitar 92% dari total nilai dan bisa bertambah lagi seiring tahun. Hal itu membuat aktivitas transaksi investor institusi menjadi tolak ukur perdagangan saham. Hal tersebut diduga memberikan dampak bahwa pada bulan Ramadhan tidak terdapat perubahan perilaku investor sehingga tidak terdapat perbedaan abnormal return yang diterima. Investor institusi tidak melihat apakah itu bulan Ramadhan atau tidak, target investasi tetap harus dicapai. Dalam institusi ada pola kerja yang tetap dengan target yang harus dicapai (bekerja secara rasional) sehingga dengan nilai kapitalisasinya yang besar tidak terlihat perubahan perilaku maupun perubahan return pada saat bulan Ramadhan. Meskipun ada beberapa perubahan perilaku individu dalam menyesuaikan bulan Ramadhan (tidak semua investor berubah pola kerjanya karena return yang didapat merupakan fungsi pendapatan), diduga tidak mampu menggerakkan abnormal return yang diterima investor pada pasar modal yang dikuasai oleh institusi.

Alasan kedua untuk menjelaskan mengapa tidak ada perbedaan abnormal return yang diterima investor pada saat Ramadhan dibanding bulan-bulan lainnya adalah pasar modal Indonesia termasuk dalam pasar yang transaksinya tipis atau thin market, yaitu pasar modal yang sebagian sekuritasnya kurang aktif diperdagangkan. Bulan Ramadhan jika dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya sebenarnya memiliki perbedaan yang naik dan turun, namun perbedaan tersebut sangatlah tipis atau dianggap stabil sehingga secara statistik tidak ditemukan perbedaan yang signifikan meskipun *abnormal return*-nya berbeda. Selain itu juga pasar modal Indonesia juga menyesuaikan dengan perubahan pola perilaku masyarakat pada saat bulan Ramadhan, yakni dengan mengubah jadwal perdagangan untuk menghormati orang muslim yang berpuasa. Penyesuaian seperti itu diduga juga berdampak pada stabilnya tingkat pengembalian atau dikatakan tidak ada perbedaan *abnormal return* selama bulan Ramadhan karena kedatangannya sudah diantisipasi. Para investor dan *trader* di Indonesia bertindak rasional atau tidak melihat bulan-bulan tertentu dalam aktivitasnya di pasar modal dan bulan Ramadhan dianggap sama dengan bulan-bulan lainnya. Asumsi tersebut yang mendasari bahwa tidak terjadi Ramadhan Effect di pasar modal Indonesia dilihat dari abnormal return-nya.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk lemah, karena pola pergerakan harga saham adalah random (acak) atau tidak dapat di prediksi sebelumnya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rusmayanti dkk (2016:17) yang menyatakan tidak ada perbedaan antara return bulan Ramadhan dengan bulan-bulan lainnya dan juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh A'immah dkk (2015:8) yang menyatakan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadhan dengan bulan Sya'ban dan Syawal. Penelitian lain (Sonjaya & Wahyudi, 2016:62), melakukan pengujian tingkat return yang diterima oleh 6 negara muslim selama 1989 – 2013 diantaranya: Jordan, Malaysia, Marocco, Bahrain, Kuwait, Oman, Qotar, Saudi dan Tunisia. Terdapat 3 negara yang memperoleh negatif return secara tidak signifikan selama bulan Ramadhan diantaranya: Indonesia, Bahrain dan Saudi Arabia. Khusus Indonesia ada faktor lain, yang mungkin akan mempengaruhi yaitu krisis ekonomi yang melanda selama tahun 1997-1998.

SIMPULAN

Berdasarkan analisis data pada bagian pembahasan, maka diperoleh kesimpulan, yaitu: Kondisi rata-rata kumulatif abnormal return indeks Kompas100 selama tahun pengamatan mengalami fluktuasi, dimana rata-rata kumulatif abnormal return tertinggi terjadi pada bulan Rabiul Akhir dengan nilai 0,0390 yang diduga karena banyak investor memburu saham-saham yang akan melakukan pembagian dividen bulan Maret - Juni. Sedangkan rata-rata kumulatif abnormal return terendah terjadi pada bulan Safar dengan nilai -0,0122 karena diduga pada saat bulan Safar (akhir tahun), banyak investor yang menjual saham untuk tax-loss selling dan window dressing sehingga harga saham menjadi rendah. Rata-rata kumulatif abnormal return bulan Ramadhan dibandingkan dengan rata-rata kumulatif abnormal return

bulan selain Ramadhan tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan, sehingga disimpulkan bahwa tidak terjadi Ramadhan effect pada abnormal return emiten yang tergabung dalam indeks Kompas100 di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan hasil kesimpulan dari penelitian, maka diajukan saran untuk investor sebaiknya tetap objektif dan menggunakan analisis yang cermat baik itu analisis teknikal maupun analisis fundamental sebagai dasar pengambilan keputusan dikarenakan abnormal return tidak selamanya akan bereaksi terhadap Ramadhan effect. Dan untuk penelitian selanjutnya, sebaiknya menambah penggunaan metode Trading Volume Activity (TVA) maupun Sentivity Return Variability (SRV), jumlah sampel atau memasukkan semua perusahaan yang tergabung ke dalam indeks yang menjadi obyek penelitian agar lebih menggambarkan perilaku investor pada saat bulan Ramadhan dengan demikian diharapkan mendapatkan hasil yang robust.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Khazali, Osamah. Bouri, Elie. Zoubi, Taisier. 2017. The impact of religious practice on stock returns and volatility. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521917300510>. Elsevier: International Review of Financial Analysis.
- A'immah, Syarifatul & Suhadak & Hidayat, Raden Rustam. 2015. Reaksi Abnormal Return dan Trading Volume Activity terhadap Ramadhan Effect. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* Vol.27 No.1 ,Oktober 2015
- Ashari, Ikhwan. 2018. Analisis Peristiwa Ramadhan Dibalik Abnormal Return Saham pada Emiten-Emiten yang Tergabung di Indeks SRI-Kehati (Tahun 1432H – 1438H). Skripsi Dipublikasikan. Malang: Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang
- Astuti, Dina & Legowo, M.Si., Akt, Drs. H.Herman. 2010. Testing of January Effect Stock Exchange in Jakarta (LQ 45 company case studies on the JSE). *Accounting Journal STIE Nusa Megar Kencana*
- Bialkowski, J., Etebari, A., & Wisniewski, T. P. 2012. Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*, 36, 835–845. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.09.014>
- Bialkowski, J., Etebari, Ahmad. Piotr Wisniewski, Tomasz. 2010. Piety and Profits: Stock Market Anomaly During the Muslim Holy Month. <https://ir.canterbury.ac.nz/handle/10092/5765>. University of Canterbury.
- Ferdinand, Prof. Augusty. 2014. *Metode Penelitian Manajemen*. Semarang: UNDIP Press
- Frensidy, Budi. 2016. *Gesit dan Taktis di Pasar Modal Berbekal Behavioral Finance*. Jakarta: Salemba Empat
- Garkaz, Mansour., Hazini, Neda., Azimi, Javad. 2014. Effect of Ramadan month on the stock price, trade volume and index of Tehran Stock Exchange in the minerals and mining industry. *International Journal of Scientific Management and Development*. ISSN : 2345-3974. <http://www.academia.edu>
- Hasanuddin. 2015. Analisis Komparatif Abnormal Return Saham JII dan Non JII Sebelum dan Sesudah Libur Idul Fitri (Periode 2009-2013). *Jurnal MIX* Vol. VI No. 2, Juni 2015 , 246-259.
- Hendrayana, Wawan. 2016. Kinerja Indeks Saham 2016. (online). (<https://www.infovesta.com/index/article/articleread;jsessionid=36143E7DBF7F7866729DA1B429297D2A.NGXA/360752f6-2b10-4cd6-b1ed-2ded13a3a1c3>), diakses pada 25 Oktober 2017
- Hinawati, Titik. 2016. Efek Hari Libur Idul Fitri Terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Indonesia. *Cakrawala* Vol. XI No.1, Juni 2016, 34-50.
- Iqbal, Muhammad Shahid., Kouser, Rehana., Azem, Muhammad. 2013. Conventional And Islamic Anomalies In Karachi Stock Exchange. ISSN 1013-5316; CODEN: SINTE8. <http://www.sciint.com/pdf/72353206821.%20CONVENTIONAL%20AND%20ISLAMIC%20ANOMALIES%20IN%20KARACHI-REHANA.pdf> , 999-1007.

-
- Mulyono. 2015. Analisa Korelasi Return Indeks-Indeks Saham Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan pada Bursa Efek Indonesia. *Binus Business Review* Vol. 6 No.2, Agustus 2015
- Mustafa, Khalid. 2011. The Islamic Calendar Effect on Karachi Stock Market. *Pakistan Business Review* October 2011. International Business Conference , Dubai, UAE
<http://www.researchgate.net/publication/236147168>, 562-574.
- Gharaibeh, A. M. Obeid & Al Azmi, A. A. T. Swailem. 2015. Test Of The Day Week Effect: The Case Of Kuwait Stock Exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 5(5):757-76. :
<http://www.aessweb.com/journals/5002>.
- ÖZTÜRK, Mutlu Başaran. UYSAL, Mustaf. ARSLAN, Halil. KAYHAN, Temur. 2018. The Impact Of Calendar Anomalies On Stock Return And Volatility: Evidence From Turkish Stock Market.
<http://dergipark.gov.tr/ohuiibf/>.
- Rusmayanti, Aprida & Yuniar, Meina Wulansari & Juniar, Astrid. 2016. Pengaruh Bulan Ramadhan Terhadap Return Pasar Saham di Bursa Efek Indonesia (1425H-1434H). *Jurnal Wawasan Manajemen* Vol. 4 No. 1, Februari 2016
- Setiawan, Deni. 2018. Musim Dividen Telah Tiba, Sudah Punya Sahamnya?. (online).(<https://www.kompasiana.com/konsultansaham/5a5ef2b2bde5754bf007a003/musim-dividen-telah-tiba-sudah-punya-sahamnya>), diakses pada 22 Februari 2018
- Sonjaya, Azwar Ramadhana., Wahyudi, Imam. 2016. The Ramadan effect: Illusion or reality? *Arab Economic & Business Journal* II 2016, 55-71. <https://doi.org/10.1016/j.aebj.2016.03.001>
- Tauraitis, Dalius., Pukartas, Eugenijus. 2009. Stock Market Efficiency and Rationality of Investors' Behavior in Islamic Countries: Ramadan Effect. University of Amsterdam, BI Norwegian School of Management. <http://www.scriptiesonline.uba.uva.nl/document/164713> .