

# PERBEDAAN ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY SAHAM SEBELUM RAMADAN, SELAMA RAMADAN, DAN SESUDAH RAMADAN : STUDI PADA PERUSAHAAN LQ45 YANG TERCATAT DI BEI PERIODE 2018 – 2019

**Brilliant Yudha Muhammad**

Universitas Multimedia Nusantara, Indonesia

[brilliant@student.umn.ac.id](mailto:brilliant@student.umn.ac.id)

**Ika Yanuarti**

Universitas Multimedia Nusantara, Indonesia

[ika\\_y@umn.ac.id](mailto:ika_y@umn.ac.id)

Diterima 6 Februari 2020

Disetujui 28 Februari 2020

*Abstract— The purpose of this research is to analyze the differences in abnormal return and trading volume activity before Ramadan, during Ramadan, and after Ramadan in the LQ45 company in the period 2018 - 2019. The sample consisted of 37 LQ45 company shares in the period 2018 - 2019. Data analysis techniques using paired t-test. The results showed (1) there are differences in abnormal return before Ramadan and during Ramadan 2019, during Ramadan with after Ramadan 2019, and during Ramadan with after Ramadan 2018. (2) There are not differences in abnormal return before Ramadan and after Ramadan 2019, before Ramadan with during Ramadan 2018, and before Ramadan and after Ramadan 2018. (3) There are differences in trading volume activity before Ramadan during Ramadan 2018, and during Ramadan with after Ramadan 2018. (4) There are not difference in trading volume activity before Ramadan with Ramadan 2019, during Ramadan with after Ramadan 2019, before Ramadan with after Ramadan 2019, and during Ramadan with after Ramadan 2018. Different research results show that the abnormal return reaction and trading volume activity are not consistent with the Ramadan.*

**Keywords:** Ramadan, event study, abnormal return, trading volume activity.

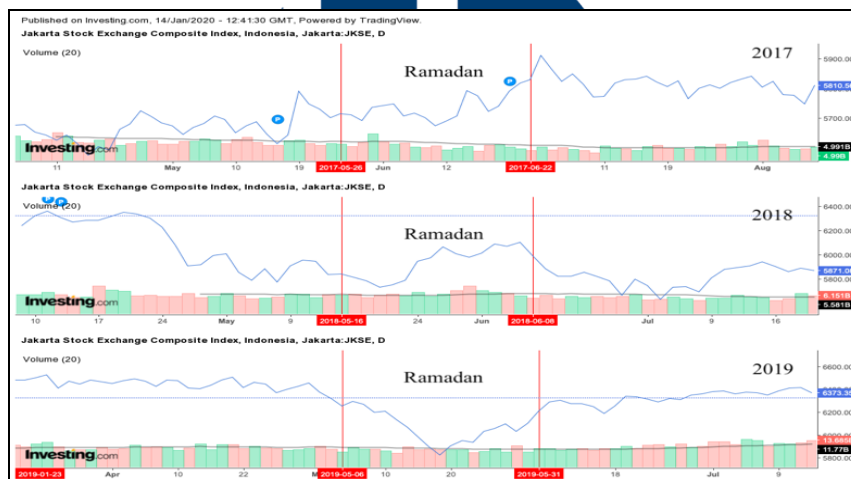
## 1. PENDAHULUAN

Setiap negara di dunia pasti melakukan kegiatan perekonomian seperti kegiatan produksi, konsumsi, distribusi, dan investasi. Dalam melakukan kegiatan perekonomian dalam suatu negara diperlukan sistem perekonomian yang digunakan untuk mengalokasikan sumber daya kepada individu atau organisasi. Sistem ekonomi dilakukan bertujuan untuk kemakmuran dan kesejahteraan masyarakat, mencapai kestabilan ekonomi, meningkatkan pertumbuhan ekonomi, serta digunakan untuk pemerataan pendapatan diantara berbagai golongan dan lapisan masyarakat. Menurut *website* CNBC Indonesia pada dekade belakangan ini pertumbuhan perekonomian dunia mengalami perlambatan yang disebabkan karena perang dagang yang terjadi selama tahun 2019 dengan proyeksi pertumbuhan sebesar 3%, namun pertumbuhan perekonomian Indonesia cenderung stabil bahkan memiliki tren meningkat (Detik.com, 2018).

Semakin meningkatnya pertumbuhan perekonomian Indonesia, maka peran pasar modal menjadi sangat penting yaitu sebagai sarana untuk menghimpun dana dari pelaku bisnis dan juga masyarakat. Pasar modal di Indonesia merupakan salah satu sarana atau sumber pembiayaan

pembangunan nasional. Seiring dengan pertumbuhan perekonomian di Indonesia, pertumbuhan pasar modal di Indonesia dapat dikatakan sangat baik jika dilihat dari pertumbuhan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari tahun 2015 hingga 2018 (Bisnis.com, 2019). Hal tersebut dibuktikan dengan harga penutupan IHSG yang melonjak 34,87% selama 4 tahun terakhir (Rp 4593,1 tahun 2015 ke Rp 6194,4 tahun 2018). Fenomena pertumbuhan IHSG yang terjadi tentunya akan meningkatkan daya tarik investor untuk berinvestasi di Pasar Modal Indonesia.

Pasar modal yang efisien mampu menunjukkan harga saham yang sebenarnya dan mampu memberikan jaminan kebenaran akan keadaan perekonomian. Menurut Reilly dan Brown (2012) pasar modal efisien adalah pasar dimana harga sekuritas menyesuaikan dengan cepat dengan kedatangan informasi baru, oleh karena itu harga sekuritas mencerminkan semua informasi tentang sekuritas tersebut. Namun, hipotesis efisiensi pasar mendapat kritikan dari para peneliti yang mencoba untuk menguji hipotesis tersebut dengan data-data empiris. Berbagai macam anomali yang ditemukan pada data-data historis harga saham di berbagai bursa saham dunia menunjukkan adanya ketidakefisienan dalam proses penyesuaian harga saham. Ketidakefisienan tersebut berupa pola-pola tingkat *return* yang secara signifikan terdapat pada waktu tertentu dan terus terjadi dalam jangka waktu yang lama, anomali ini dinamakan anomali kalender. Jenis anomali kalender ada dua yaitu anomali yang berhubungan dengan agama seperti *Christmas and good Friday effects*, *jewish high holy days effects*, *easter week holiday effect*, dan *Ramadan effects*. Kemudian anomali yang tidak terkait dengan agama seperti *January effects*, *Wednesday effects*, dan *weekend effects* (Sonjaya & Wahyudi, 2016).



Sumber : Investing.com, 2019

Gambar 1. Pergerakan IHSG periode Ramadan 2017-2019

Ramadan adalah bulan yang sangat dimuliakan bagi umat Islam karena terdapat aktivitas yang berbeda di bulan ini dibandingkan dengan bulan-bulan lainnya yaitu aktivitas berpuasa. Melihat (gambar 1) pergerakan IHSG periode Ramadan 2017-2019, pada tahun 2017 IHSG selama peristiwa Ramadan cenderung mengalami *trend bullish* dan begitu juga dengan tahun 2018, namun berbeda halnya dengan tahun 2019 selama Ramadan yang seharusnya mengalami *trend bullish* justru sempat terkoreksi, sejatinya selama Ramadan IHSG bergerak menguat yang ditopang oleh kinerja dari saham-saham sektor barang konsumsi, retail, dan telekomunikasi (Bisnis.com, 2019), seperti pada tahun 2017 dan 2018 IHSG mengalami penguatan. Ramadan memiliki dampak yang kuat pada pengembalian pasar saham dan volatilitas terutama di negara-negara di mana umat Islam merupakan bagian penting dari masyarakat, efek psikologis yang ditimbulkan di saat Ramadan mengarah kepada keyakinan optimis serta peningkatan sentimen investor (Bialkowski *et al.*, 2013). Pengembalian saham pada hari-hari pertama dan terakhir bulan Ramadan meningkat secara signifikan (Al-Hajieh, 2011).

Menurut Al-Najaf *et al* (2018) kalender anomali yang mengacu kepada hari spesial dan bulan khusus dalam setahun mampu mempengaruhi efisiensi pasar modal. Anomali kalender mampu memberikan dampak pada perbedaan volatilitas indeks harga saham gabungan di negara Indonesia

sebelum, selama, dan sesudah peristiwa Ramadan tahun periode 2017, 2018, dan 2019, volatilitas ini akan menyebabkan *abnormal return* dan *trading volume activity* yang berbeda-beda pada setiap periode. Penelitian dari Shahid *et al* (2019) ; Jaziri dan Abdelhedi (2018) ; Dewi *et al* (2015) ; Munusamy (2019) ; Hidayati *et al* (2018) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum, selama, dan sesudah Ramadan dimana pasar modal bereaksi terhadap adanya peristiwa Ramadan dan menganggap Ramadan sebagai kabar baik (informasi baik). Kemudian penelitian dari A'immah *et al* (2015) ; Al-Hajieh *et al* (2011) ; Lai dan Windawati (2017) ; Kesuma (2017) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum, selama, dan sesudah Ramadan yang menunjukkan bahwa saham-saham menjadi likuid sekitar peristiwa Ramadan.

## 2. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

### 2.1. Saham

Menurut Reilly dan Brown (2012), saham adalah investasi penanaman modal yang mewakili kepemilikan suatu perusahaan dengan partisipasi penuh dalam keberhasilan atau kegagalannya, direktur perusahaan harus menyetujui pembayaran dividen. Saham merupakan investasi ekuitas yang mewakili kepemilikan dalam suatu perusahaan, setiap saham biasa mewakili kepemilikan fraksional dalam perusahaan (Scott, Gitman, & Joehnk, 2014).

#### 2.1.2. Efficiency Market Theory

Pasar efisien (*market efficient*) adalah kondisi dimana informasi tentang semua harga dapat diperoleh secara terbuka dan cepat tanpa terdapat gambaran yang khusus. Pasar dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia (Fahmi, 2012). Reilly dan Brown (2012) membedakan efisiensi pasar modal ke dalam tiga bentuk, yaitu :

1. Efisiensi bentuk lemah, menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu.
2. Efisiensi setengah kuat, menyatakan bahwa harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, namun semua informasi yang dipublikasikan.
3. Efisiensi bentuk kuat, menyatakan bahwa semua informasi yang relevan yang tersedia tercermin dalam harga saham.

#### 2.1.3. Ramadan Effects Anomaly

Anomali pasar (*market anomaly*) adalah teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien, karena strategi ini dapat menghasilkan tingkat pengembalian tidak normal atau yang disebut dengan *abnormal return* (Hartono, 2017). Menurut Reilly dan Brown (2012) dan juga Bodie, et al (2014) anomali merupakan hubungan harga keamanan yang tampaknya bertentangan dengan hipotesis yang dianggap baik yaitu hipotesis pasar efisien. Selama bulan Ramadan, umat islam lebih social dan religious karena mereka mengharapkan perbuatan baik yang akan dilipatgandakan sesuai dengan *Al-Qur'an* 97:3. Perayaan Ramadan ini menghasilkan suasana hati yang positif yang mempengaruhi psikologi investor secara individual dan kolektif, dan mempengaruhi dalam pengambilan risiko dalam berinvestasi (Sonjaya & Wahyudi, 2016).

#### 2.1.4. Abnormal Return

*Return* dapat diartikan sebagai hasil dari kebijakan investasi berupa keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu, maupun institusi. *Return* memiliki hubungan dengan risiko (*risk*) dimana memiliki sifat linear atau searah sehingga memiliki arti semakin tinggi *return* dari investasi maka risiko (*risk*) dari investasi akan semakin tinggi, namun hal ini hanya berlaku pada pasar yang bersifat normal (Fahmi, 2012). *Return* normal merupakan

*return* ekspektasian (return yang diharapkan oleh investor). Dengan begitu return taknormal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian (Hartono, 2017).

## **2.2. Hasil Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis Penelitian**

### **2.2.1. Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum Ramadan dan Selama Ramadan**

Hasil penelitian dari Shahid *et al* (2019) terdapat perbedaan sebelum Ramadan dan selama Ramadan dengan memeriksa tingkat pengembalian harian 107 perusahaan individu yang terdaftar di Bursa Efek Pakistan selama 20 tahun, penelitian ini menunjukkan bahwa 70 % perusahaan memiliki pengembalian rata-rata positif selama bulan Ramadan. Namun hasil penelitian A'immah *et al* (2015) menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum Ramadan dan selama Ramadan pada tahun 2013 dan 2014 dikarenakan mayoritas masyarakat sudah jauh hari membeli kebutuhan konsumsi untuk menghindari kenaikan harga.

### **2.2.2. Perbedaan *Abnormal Return* Selama Ramadan dan Sesudah Ramadan**

Hasil penelitian Jaziri dan Abdelhedi (2018) yang mengatakan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadan dan sesudah Ramadan dikarenakan adanya peningkatan *abnormal return* yang tinggi selama Ramadan yang disebabkan emosi yang positif dari investor dalam menyikapi peristiwa Ramadan. Kemudian menurut Munusamy (2019) menyatakan bahwa terdapat *return* yang lebih tinggi untuk Nifty Index dalam sepuluh hari terakhir bulan Ramadan dikarenakan Ramadan mampu menciptakan suasana hati yang positif pada preferensi dan kekuatan pengambilan keputusan para investor.

### **2.2.3. Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum Ramadan dan Sesudah Ramadan**

Hasil penelitian dari Dewi *et al* (2015) menyatakan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan pada tahun 2011, dimana investor menganggap Ramadan sebagai kabar baik (informasi baik). Penemuan tersebut didukung oleh Hidayati *et al* (2018) bahwa terdapat perbedaan sebelum Ramadan dan Sesudah Ramadan tahun 2015, dikarenakan terjadinya peningkatan konsumsi masyarakat satu bulan menjelang Ramadan (sebelum Ramadan) sehingga direspons positif oleh investor sebagai kabar baik (*good news*).

### **2.2.4. Trading Volume Activity**

*Trading Volume Activity* adalah instrumen yang digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter perubahan volume perdagangan saham di pasar modal. Selain itu trading volume activity juga digunakan sebagai indikator likuiditas saham (Kesuma, 2017). Liquidity atau likuiditas memiliki arti bahwa ukuran suatu aset dapat dibeli dan atau dijual secara cepat pada harga terdekat dengan transaksi sebelumnya (memiliki kontinuitas harga) atau mudah dikonversikan, dengan asumsi tidak ada informasi baru yang diterima (Reilly & Brown, 2012).

### **2.2.5. Perbedaan *Trading Volume Activity* Sebelum Ramadan dan Selama Ramadan**

Hasil penelitian dari A'immah *et al* (2015) menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan selama Ramadan pada tahun 2013. Hasil penelitian Lai dan Windawati (2017) yang menyatakan bahwa perbedaan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan selama Ramadan dikarenakan selama Ramadan terdapat peningkatan aktivitas perdagangan sehingga menyebabkan saham-saham menjadi

likuid selama peristiwa Ramadan. Hasil penelitian yang berbeda dilakukan oleh A'immah *et al* (2015) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan selama Ramadan pada tahun 2014, dikarenakan pada tahun tersebut merupakan tahun politik. Kemudian penelitian Setiasri dan Rinofah (2017) menemukan bahwa tidak adanya perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum Ramadan dan selama Ramadan dikarenakan komposisi investor di Indonesia yang didominasi oleh investor asing.

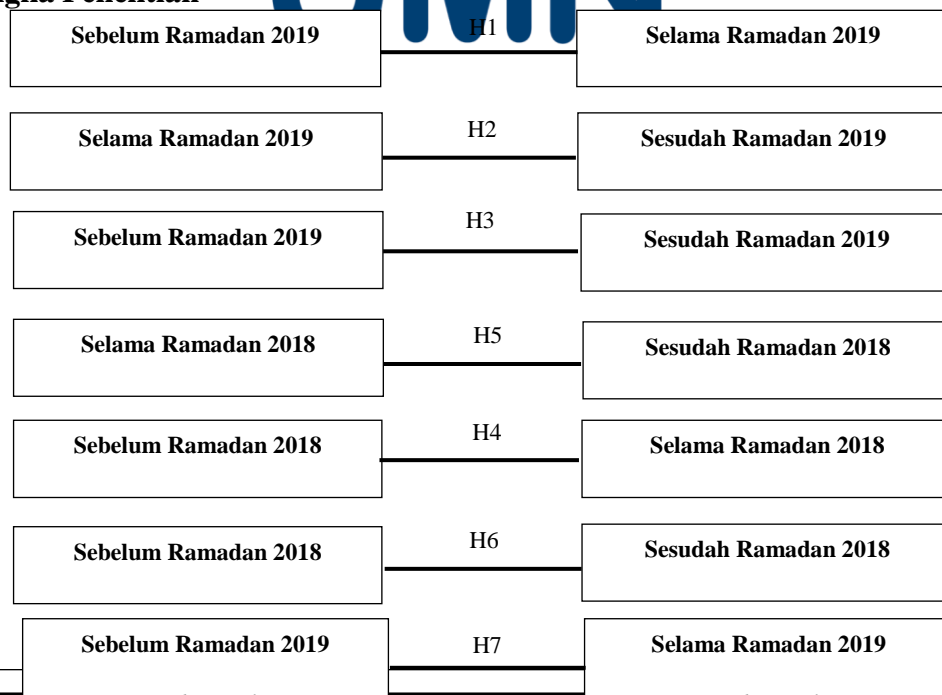
**2.2.6. Perbedaan Trading Volume Activity Selama Ramadan dan Sesudah Ramadan**

Hasil penelitian dari A'immah *et al* (2015) menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan pada tahun 2013 atau dengan kata lain *trading volume activity* bereaksi terhadap bulan Ramadan, dikarenakan sesudah Ramadan aktivitas perekonomian sudah berjalan normal seperti biasanya sehingga direspons negative oleh investor. Penelitian Setiasri dan Rinofah (2017) menemukan bahwa terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2016, karena komposisi investor didominasi oleh investor asing. Hasil penelitian yang berbeda dilakukan oleh A'immah *et al* (2015) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan pada tahun 2014, dikarenakan pada tahun tersebut merupakan tahun politik.

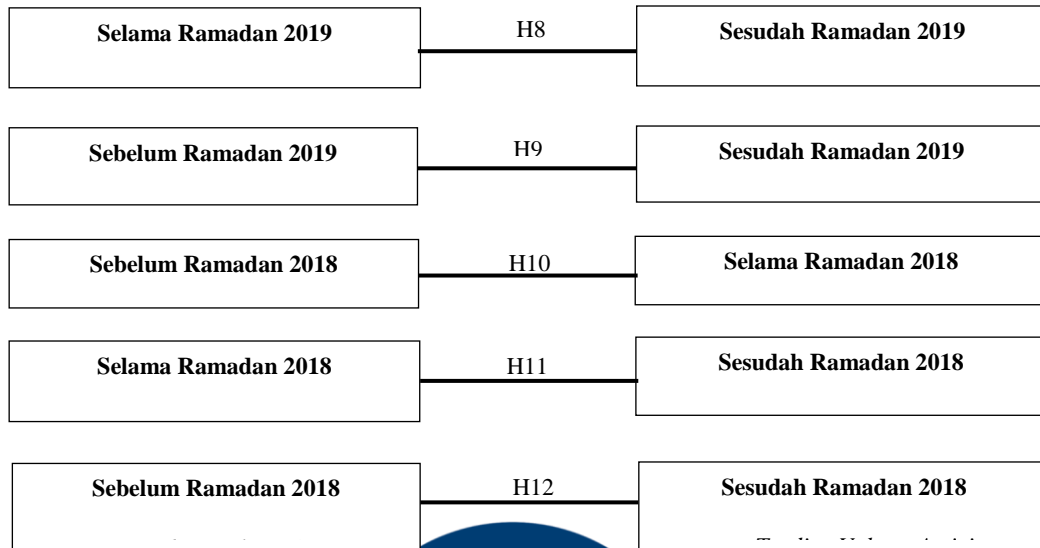
**2.2.7. Perbedaan Trading Volume Activity Sebelum Ramadan dan Sesudah Ramadan**

Hasil penelitian dari Kesuma (2017) menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan pada tahun 2014, 2015, dan 2017, dikarenakan investor sudah memprediksi perusahaan mengalami peningkatan nilai harga saham di dominasi perusahaan ritel *fashion*. Namun hasil penelitian dari Hidayati *et al* (2018) menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2015 – 2017 yang berarti peristiwa Ramadan tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi aktivitas volume perdagangan saham.

**2.3. Kerangka Penelitian**







Gambar 2. Kerangka Penelitian

#### 2.4. Hipotesis Penelitian

- H<sub>1</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan selama Ramadan 2019
- H<sub>2</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadan dan sesudah Ramadan 2019
- H<sub>3</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan 2019
- H<sub>4</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan selama Ramadan 2018
- H<sub>5</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadan dan sesudah Ramadan 2018
- H<sub>6</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan 2018
- H<sub>7</sub> : Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan selama Ramadan 2019
- H<sub>8</sub> : Terdapat perbedaan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan 2019
- H<sub>9</sub> : Terdapat perbedaan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan 2019
- H<sub>10</sub> : Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum Ramadan dan selama Ramadan 2018
- H<sub>11</sub> : Terdapat perbedaan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan 2018
- H<sub>12</sub> : Terdapat perbedaan *trading volume activity* selama Ramadan dan sesudah Ramadan 2018

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Metodologi

Metode dari penelitian ini adalah *comparative study* (penelitian komparatif), dimana penelitian yang membandingkan suatu variable penelitian dalam dua kondisi yang berbeda dari adanya suatu peristiwa (Sekaran & Bougie, 2016). Metodologi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *event study*. Menurut Hartono (2017), “*Event study* adalah metodologi untuk pengujian teori atau hipotesis pasar bentuk setengah kuat, dengan mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman.”. Pada penelitian ini ingin menunjukkan perbedaan *abnormal return* saham dengan menggunakan *close price* dan *trading volume activity*

(TVA) sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan. Berikut terdapat perhitungan waktu *abnormal return* dan *trading volume activity* dalam setiap periodenya :

**Tabel 1. perhitungan waktu *abnormal return* dan *trading volume activity* Ramadan 2018-2019**

Tahun	Sebelum Ramadan	Ramadan	Sesudah Ramadan
2019	(-) 19 <i>Days Trading</i>	5 Mei - 4 Juni (19 <i>Days Trading</i> )	(+) 19 <i>Days Trading</i>
2018	(-) 16 <i>Days Trading</i>	16 Mei - 14 Juni (16 <i>Days Trading</i> )	(+) 16 <i>Days Trading</i>

Sumber : Olahan Penulis, 2019

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah *secondary data* atau data sekunder, berupa penutupan harga saham harian (*closing price*) diperoleh dari *Yahoo-Finance* dan *Investing.com*, dan volume perdagangan harian diperoleh dari *Idx.co.id*. Penelitian ini menggunakan *purposive sampling* yaitu seorang peneliti memilih anggota sampel untuk memenuhi beberapa kriteria (Cooper, 2014). Berikut ini merupakan kriteria dalam penelitian:

1. Saham perusahaan yang termasuk ke dalam Indeks LQ45 pada tahun 2018 dan tahun 2019.
2. Saham perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam Indeks LQ45 tahun 2018 – 2019.
3. Perusahaan yang tidak melakukan *corporate action* pada tanggal sebelum, selama, dan sesudah Ramadan yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham seperti *stock split* sehingga tidak menimbulkan *bias* saat perhitungan *abnormal return*.

### 3.2. Variabel Penelitian

#### 3.2.1. *Abnormal Return* (AR)

*Abnormal return* atau *excess return* merupakan lebih besarnya return sesungguhnya yang terjadi terhadap return normal (return ekspektasian atau return yang diharapkan investor), atau dapat diartikan dengan selisih antara return sesungguhnya dengan return ekspektasian. Pendekatan yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* dalam penelitian ini adalah *market-adjusted model*. *Abnormal return* menurut Brown dan Warner (1985) dalam (Hartono, 2017) dengan pendekatan *market-adjusted model* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER$$

Keterangan,

$AR_{i,t}$  = return taknormal (*abnormal return*) yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode ke-t.

$R_{i,t}$  = return realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t dihitung dengan rumus :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

ER = *expected return* dihitung dengan rumus :

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

### 3.2.2. Trading Volume Activity (TVA)

*Trading Volume Activity (TVA)* adalah instrumen yang digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter perubahan volume perdagangan saham di pasar modal. Kemudian menurut A'immah *et al* (2015) *Trading Volume Activity (TVA)* adalah instrumen untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi yang tersedia melalui pergerakan volume perdagangan, berikut terdapat cara dalam mengukur *trading volume activity*.

$$TVA = \frac{\text{Jumlah saham yang diperdagangkan}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1. Objek Penelitian

Objek penelitian ini diambil dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan menggunakan objek penelitian perusahaan LQ 45 yang terdaftar dalam BEI tahun 2018-2019, setelah melakukan eliminasi sampel berdasarkan kriteria yang ditetapkan, maka terdapat 37 perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini.

### 4.2. Uji Statistik Deskriptif

**Tabel 2. Hasil Uji Statistik Deskriptif Abnormal Return Tahun 2019**

	N	Range	Min.	Max.	Mean
AR Sebelum	37	2.01%	-0.76%	1.25%	0.10%
AR Ramadan	37	2.24%	-0.97%	1.27%	-0.10%
AR Sesudah	37	1.99%	-0.71%	1.28%	0.12%

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif (tabel 2.) variabel *abnormal return* sebelum Ramadan memiliki jarak atau *range* minimum dan maksimum sebesar 2,01%, dengan *Mean* 0,10%. Nilai minimum -0,76% dimiliki oleh Vale Indonesia Tbk. (INCO) dan nilai maksimum 1,25% dimiliki oleh Media Nusantara Citra Tbk. (MNCN). Hasil variable *abnormal return* selama Ramadan memiliki jarak atau *range* minimum dan maksimum sebesar 2,24%, dengan *Mean* -0,10%. Nilai minimum -0,97% dimiliki oleh Bukit Asam Tbk. (PTBA) dan nilai maksimum 1,27% dimiliki oleh Media Nusantara Citra Tbk. (MNCN). Sedangkan hasil variable *abnormal return* sesudah Ramadan memiliki jarak atau *range* minimum dan maksimum sebesar 1,99%, dengan *Mean* 0,12%. Nilai minimum -0,71% dimiliki oleh Matahari Department Store Tbk. (LPPF) dan nilai maksimum 1,28% dimiliki oleh Indika Energy Tbk. (INDY). Kemudian untuk rata-rata nilai *abnormal return* tertinggi berada di waktu sesudah Ramadan dengan nilai sebesar 0,12% .

**Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif Abnormal Return Tahun 2018**

	N	Range	Min.	Max.	Mean
AR Sebelum	37	3.54%	-2.14%	1.40%	-0.19%
AR Ramadan	37	3.69%	-1.07%	2.62%	0.17%
AR Sesudah	37	2.45%	-1.61%	0.85%	-0.38%

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif (tabel 3.) variabel *abnormal return* sebelum



Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 3,54%, dengan *Mean* - 0,19%. Nilai minimum -2,14% dimiliki oleh XL Axiata Tbk. (EXCL) dan nilai maksimum 1,40% dimiliki oleh Vale Indonesia Tbk. (INCO). Hasil variable *abnormal return* selama Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 3,69%, dengan *Mean* 0,17%. Nilai minimum -1,07% dimiliki oleh Indocement Tunggul Prakarsa Tbk. (INTP) dan nilai maksimum 2,62% dimiliki oleh XL Axiata Tbk. (EXCL). Sedangkan hasil variable *abnormal return* sesudah Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 2,45%, dengan *Mean* -0,38% dan Standar Deviasi. Nilai minimum -1,61% dimiliki oleh Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. (BBTN) dan nilai maksimum 0,85% dimiliki oleh Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (TLKM). Kemudian untuk rata-rata nilai *abnormal return* tertinggi berada di waktu selama Ramadan dengan nilai sebesar 0,17%.

**Tabel 4. Hasil Uji Statistik Deskriptif Trading Volume Activity Tahun 2019**

	N	Range	Min.	Max.	Mean
TVA Sebelum	37	0.0083	0.0002	0.0085	0.001818
TVA Ramadan	37	0.0140	0.0002	0.0142	0.001988
TVA Sesudah	37	0.0084	0.0003	0.0087	0.002018

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif (tabel 4.) variabel *trading volume activity* sebelum Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 0,0083, dengan *Mean* 0,001818. Nilai minimum 0,0002 dimiliki oleh Chandra Asri Petrochemical Tbk. (TPIA) dan nilai maksimum 0,0085 dimiliki oleh Barito Pacific Tbk. (BRPT). Hasil variable *trading volume activity* selama Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 0,0140, dengan *Mean* 0,001988. Nilai minimum 0,0002 dimiliki oleh Chandra Asri Petrochemical Tbk. (TPIA) dan nilai maksimum 0,0142 dimiliki oleh Barito Pacific Tbk. (BRPT). Sedangkan hasil variable *abnormal return* sesudah Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 0,0084, dengan *Mean* 0,002018. Nilai minimum 0,0003 dimiliki oleh H. M. Sampoerna Tbk. (HMSP) dan nilai maksimum 0.0087 dimiliki oleh Sri Rejeki Isman Tbk. (SRIL).

**Tabel 5. Hasil Uji Statistik Deskriptif Trading Volume Activity Tahun 2018**

	N	Range	Min.	Max.	Mean
TVA Sebelum	37	0.0078	0.0002	0.0080	0.001648
TVA Ramadan	37	0.0078	0.0002	0.0080	0.002079
TVA Sesudah	37	0.0057	0.001	0.0058	0.001474

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif (tabel 5.) variabel *trading volume activity* sebelum Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 0,0078, dengan *Mean* 0,001648. Nilai minimum 0,0002 dimiliki oleh H. M. Sampoerna Tbk. (HMSP) dan nilai maksimum 0,0080 dimiliki oleh Barito Pacific Tbk. (BRPT). Hasil variable *trading volume activity* selama Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 0,0078, dengan *Mean*. Nilai minimum 0,0002 dimiliki oleh H. M. Sampoerna Tbk. (HMSP) dan nilai maksimum 0,0080 dimiliki oleh Barito Pacific Tbk. (BRPT). Sedangkan hasil variable *abnormal return* sesudah Ramadan memiliki jarak atau range minimum dan maksimum sebesar 0,0057, dengan *Mean* 0,001474. Nilai minimum 0,0001 dimiliki oleh

Chandra Asri Petrochemical Tbk. (TPIA) dan nilai maksimum 0.0058 dimiliki oleh Barito Pacific Tbk. (BRPT).

### 4.3. Uji Normalitas

**Tabel 6. Hasil Uji Normalitas Data untuk Variabel *Abnormal Return* Tahun 2019**

Statistik	2019		
	Sebelum	Ramadan	Sesudah
N	37	37	37
<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	0.120	0.119	0.083
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0.199	0.200	0.200
Keterangan	Normal	Normal	Normal

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan tabel 6 diketahui bahwa variable *abnormal return* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan tahun 2019 memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Maka dari itu, variable *abnormal return* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan pada tahun 2019 dikatakan terdistribusi secara normal sehingga dapat dilakukan uji *paired t-test*.

**Tabel 7. Hasil Uji Normalitas Data untuk Variabel *Abnormal Return* Tahun 2018**

Statistik	2018		
	Sebelum	Ramadan	Sesudah
N	37	37	37
<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	0.079	0.099	0.117
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0.200	0.200	0.200
Keterangan	Normal	Normal	Normal

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan tabel 7 diketahui bahwa variable *abnormal return* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan tahun 2018 memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Maka dari itu, variable *abnormal return* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan pada tahun 2018 dikatakan terdistribusi secara normal sehingga dapat dilakukan uji *paired t-test*.

**Tabel 8. Hasil Uji Normalitas Data untuk *Trading Volume Activity* Tahun 2019 Sebelum dan Setelah Transformasi**

Statistik	2019			2019 Transformasi		
	Sebelum	Ramadan	Sesudah	Sebelum	Ramadan	Sesudah
N	37	37	37	37	37	37
<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	0.268	0.244	0.196	0.114	0.062	0.107
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0.000	0.000	0.001	0.200	0.200	0.200
Keterangan	Tidak Normal	Tidak Normal	Tidak Normal	Normal	Normal	Normal

Sumber : data SPSS, 2019

Tabel 8 menunjukkan *trading volume activity* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan tahun 2019 tidak terdistribusi secara normal dengan nilai signifikansi masing masing sebesar 0,000, 0,000, dan 0,001 dimana nilai signifikansi berada di bawah 0,05. Menurut Ghozali (2018) metode untuk *screening* data atau menormalkan data dapat dilakukan dengan cara transformasi data. Transformasi data dengan menggunakan LG10 atau

LN karena variable membentuk grafik histogram *substansial positive skewness*. Setelah transformasi dilakukan didapatkan data terdistribusi secara normal dengan nilai signifikansi berada di atas 0,05.

**Tabel 9. Hasil Uji Normalitas Data untuk *Trading Volume Activity* Tahun 2018 Sebelum dan Setelah Transformasi**

Statistik	2018			2018 Transformasi		
	Sebelum	Ramadan	Sesudah	Sebelum	Ramadan	Sesudah
N	37	37	37	37	37	37
<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	0.185	0.174	0.175	0.109	0.104	0.121
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0.003	0.006	0.006	0.200	0.200	0.190
Keterangan	Tidak Normal	Tidak Normal	Tidak Normal	Normal	Normal	Normal

Sumber : data SPSS, 2019

Tabel 9 menunjukkan *trading volume activity* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan tahun 2018 tidak terdistribusi secara normal dengan nilai signifikansi masing masing sebesar 0,003, 0,006, dan 0,006 dimana nilai signifikansi berada di bawah 0,05. Menurut Ghozali (2018) metode untuk *screening* data atau menormalkan data dapat dilakukan dengan cara transformasi data dengan menggunakan LG10 atau LN karena variable membentuk grafik histogram *substansial positive skewness*. Setelah transformasi dilakukan didapatkan data terdistribusi secara normal dengan nilai signifikansi berada di atas 0,05.

#### 4.4. UJI HIPOTESIS

##### 4.4.1 Uji Hipotesis *Paired T-Test Abnormal Return*

**Tabel 10. Hasil Uji *Paired T-Test* Variabel *Abnormal Return* Tahun 2019**

Statistik	Pair I	Pair II	Pair III
	2019		
	Sebelum - Ramadan	Ramadan - Sesudah	Sebelum - Sesudah
<i>t</i>	2.318	-2.378	-0.168
<i>df</i>	36	36	36
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0.026	0.023	0.867
Kesimpulan	Tolak $H_{01}$	Tolak $H_{02}$	Terima $H_{03}$

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan hasil *paired t-test* (tabel 10.) pada Pair I yaitu *abnormal return* sebelum Ramadan dengan selama Ramadan tahun 2019 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,026 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,026 < 0,05$ ) yang berarti  $H_{01}$  ditolak, sehingga dapat disimpulkan terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dengan selama Ramadan. Hal ini memberikan arti bahwa pasar modal Indonesia bereaksi positif terhadap adanya peristiwa Ramadan dan menganggap Ramadan membawa informasi penting bagi investor dalam pengambilan keputusan jual-beli saham. Perbedaan *abnormal return* sebelum dengan selama Ramadan dapat dibuktikan dengan rata-rata nilai *abnormal return* saham-saham sektor barang konsumsi dan saham sub sektor bank. Mayoritas saham perbankan seperti BBKA, BBRI, BBNI, BBTN, dan BMRI mengalami penurunan nilai rata-rata *abnormal return* selama Ramadan dibandingkan dengan sebelum Ramadan. Namun,

berbeda halnya dengan mayoritas saham sektor barang konsumsi yang merespon positif peristiwa Ramadan dengan adanya peningkatan nilai rata-rata *abnormal return* selama Ramadan dibandingkan dengan sebelum Ramadan, saham-saham tersebut antara lain GGRM, HMSP, dan UNVR. Peningkatan nilai rata-rata *abnormal return* saham sektor barang konsumsi disebabkan oleh pola konsumsi masyarakat yang meningkat akan kebutuhan pokok selama Ramadan. Menurut laporan survei konsumen yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia selama Ramadan terdapat peningkatan penggunaan pendapatan rumah tangga untuk konsumsi (*average prosperity to consume ratio*) yang meningkat dari 68,5% menjadi 69,1% pada bulan Mei 2019 (saat Ramadan). Berbeda dengan proporsi pendapatan konsumen yang disimpan (*saving to income ratio*) menurun dari 20% menjadi 19,4% pada bulan Mei 2019, sehingga menjadi salah satu penyebab *abnormal return* dari saham-saham sub sektor bank mengalami penurunan. Kondisi tersebut sejalan dengan penelitian Shahid *et al* (2019) yang mengatakan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan, namun tidak sejalan dengan penelitian yang dikemukakan oleh A'immah *et al* (2015) serta Lai dan Windawati (2017) yang menemukan bahwa tidak adanya perbedaan atau reaksi *abnormal return* bulan lain di luar Ramadan terhadap peristiwa Ramadan.

Pada Pair II yaitu *abnormal return* selama Ramadan dengan sesudah Ramadan 2019 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,023, dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,023 < 0,05$ ) yang berarti  $H_0$  ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadan dengan sesudah Ramadan. Hal ini memberikan arti bahwa pasar modal Indonesia bereaksi positif terhadap adanya peristiwa Ramadan dan menganggap Ramadan membawa informasi penting bagi investor dalam pengambilan keputusan jual-beli saham. Respon positif investor ditunjukkan pada peristiwa sesudah Ramadan 2019 dimana nilai rata-rata dari *abnormal return* sesudah Ramadan menyentuh angka positif (0,1158 %), dengan sebanyak 23 perusahaan yang memiliki nilai rata-rata *abnormal return* yang positif diantaranya yaitu Indika Energy Tbk. (INDY) 1,2769 %, Media Nusantara Citra Tbk. (MNCN) 0,7123 %, dan Bumi Serpong Damai Tbk. (BSDE) 0,6120 %. Kondisi tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dikemukakan oleh A'immah *et al* (2015) dan Kesuma (2017) yang menemukan bahwa tidak adanya perbedaan atau reaksi *abnormal return* bulan lain di luar Ramadan terhadap peristiwa Ramadan, namun sejalan dengan penelitian Jaziri dan Abdelhedi (2018) yang mengatakan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadan dan sesudah Ramadan. Selama Ramadan nilai rata-rata *abnormal return* menjadi negatif yaitu sebesar -0,1027 % dengan 21 perusahaan memiliki nilai rata-rata *abnormal return* negatif. Hal ini dapat diakibatkan pada saat peristiwa Ramadan investor yang beragama Islam mengabdikan peristiwa Ramadan dengan melipatgandakan ibadah-ibadah yang dikerjakan seperti sholat malam hari, dzikir, sholat tarawih, dan pembacaan Al-Qur'an sehingga investor muslim menjadi kelelahan dan menjauh dari transaksi pasar saham (Munusamy, 2019). Selain itu terdapat penyebab lain berupa gejolak politik dalam negeri dan persetujuan perang dagang antara Amerika dan China yang masih berkejang, sehingga nilai rata-rata *abnormal return* menjadi negatif selama Ramadan (Cnbc Indonesia, 2019).

Pada Pair III yaitu *abnormal return* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan 2019 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,867, dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,867 > 0,05$ ) yang berarti  $H_0$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan. Kondisi seperti ini sejalan dengan penelitian yang dikemukakan oleh A'immah *et al* (2015) dan Kesuma (2017) yang menemukan bahwa bahwa tidak adanya perbedaan atau reaksi *abnormal return* bulan lain di luar Ramadan terhadap peristiwa Ramadan. Fakta dari penelitian menemukan bahwa nilai rata-rata *abnormal return* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan memiliki nilai

rata-rata yang positif yaitu 0,0995 % dan 0,1158 %, hal membuktikan bahwa tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan. Berdasarkan data survey konsumen yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia diketahui bahwa terjadinya penurunan proporsi pendapatan yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) dari 69,4% menjadi 68,8% pada bulan Juli 2019, mencerminkan bahwa pola konsumsi masyarakat kembali normal seperti sebelum Ramadan setelah terjadinya peningkatan selama Ramadan. Hal tersebut juga diikuti oleh penurunan *abnormal return* saham-saham sektor barang konsumsi seperti GGRM, HMSP, dan UNVR yang sebelumnya mengalami peningkatan selama Ramadan.

**Tabel 11. Hasil Uji Paired T-Test Variabel Abnormal Return Tahun 2018**

Statistik	Pair I	Pair II	Pair III
	2018		
	Sebelum - Ramadan	Ramadan - Sesudah	Sebelum - Sesudah
<i>t</i>	-2.010	3.832	1.489
<i>df</i>	36	36	36
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0.052	0.000	0.145
Kesimpulan	Terima $H_{04}$	Tolak $H_{05}$	Terima $H_{06}$

Sumber : data SPSS, 2019

Berdasarkan hasil *paired t-test* (tabel 11.) pada Pair I yaitu *abnormal return* sebelum Ramadan dengan selama Ramadan tahun 2018 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,052, dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,052 > 0,05$ ) yang berarti  $H_{04}$  diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dengan selama Ramadan. Hal ini memberikan arti bahwa pasar modal Indonesia tidak bereaksi terhadap adanya peristiwa Ramadan dan menganggap Ramadan sama halnya dengan bulan atau periode lain di luar Ramadan (A'immah, S., et al., 2015). Namun nilai rata-rata *abnormal return* selama Ramadan 2018 memiliki nilai positif yaitu sebesar 0,1661 % dibandingkan dengan nilai rata-rata *abnormal return* sebelum Ramadan 2018 sebesar -0,1854 %. Pada Pair II yaitu *abnormal return* selama Ramadan dengan sesudah Ramadan 2018 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000, dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ) yang berarti  $H_{05}$  ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* selama Ramadan dengan sesudah Ramadan. Hal ini memberikan arti bahwa pasar modal Indonesia bereaksi positif terhadap adanya peristiwa Ramadan dan menganggap Ramadan membawa informasi penting bagi investor dalam pengambilan keputusan jual-beli saham. Pada periode selama Ramadan 2018 terdapat 21 perusahaan yang memiliki nilai *abnormal return* positif yang berperan dalam membawa nilai rata-rata *abnormal return* bernilai positif, beberapa diantaranya yaitu XL Axiata Tbk. (EXCL) 2,6204 %, Vale Indonesia Tbk. (INCO) 1,0324 %, dan PP Persero (PTPP) 1,0002%. Nilai rata-rata *abnormal return* saham yang positif selama Ramadan 2018 sejalan dengan penelitian dari Al-Hajjeh, H., et al. (2011) yang menyatakan bahwa terdapat peningkatan pada periode selama Ramadan di pasar negara Islam Timur Tengah sehingga para investor diharapkan dapat mengambil peluang keuntungan dari selisih *return*. Kemudian Munusamy (2019) menyatakan bahwa *abnormal return* positif selama Ramadan merupakan dampak dari Ramadan dimana mampu mempengaruhi suasana hati (*mood*) positif. Selain itu berdasarkan survei konsumen yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia terdapat peningkatan dari rata-rata proporsi pendapatan konsumen yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) pada



bulan Juni 2018 sebesar 67,1% dari 66,1%, sehingga menyebabkan *abnormal return* yang positif selama Ramadan bagi saham-saham sektor barang konsumsi seperti ICBP dan INDF dan juga saham sub sektor telekomunikasi seperti EXCL.

Pada Pair III yaitu *abnormal return* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan 2018 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,145, dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,145 > 0,05$ ) yang berarti  $H_0$  diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan tahun 2018. Hal ini sama halnya dengan hipotesis *abnormal return* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan tahun 2019 dimana keduanya memiliki nilai rata-rata *abnormal return* yang sama. Pada sebelum Ramadan nilai rata-rata *abnormal return* sebesar -0,1854 % sedangkan sesudah Ramadan sebesar -0,3761 % yang berarti bahwa aktivitas perdagangan pasar modal Indonesia kembali normal setelah terjadinya peristiwa Ramadan. Hal tersebut juga dapat dibuktikan dengan data survey konsumen yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia terdapat penurunan rata-rata proporsi pendapatan konsumen yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) dari 67,1% menjadi 66,7% pada bulan Juli 2018 (sesudah Ramadan) yang menyebabkan saham-saham sektor barang konsumsi seperti ICBP dan INDF mengalami penurunan nilai rata-rata *abnormal return*, begitu juga dengan saham sub sektor telekomunikasi seperti EXCL yang juga mengalami penurunan nilai rata-rata *abnormal return* sesudah Ramadan. Hipotesis ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh A'immah, S., et al. (2015) dan Kesuma, M. A. (2017) yang menyatakan bahwa tidak adanya perbedaan atau reaksi *abnormal return* bulan lain di luar Ramadan, dan tidak sejalan penelitian dari Munusamy (2018) yang menyatakan bahwa terdapat efek Ramadan terhadap indeks di India.

#### 4.4.2. Uji Hipotesis Paired T-Test Trading Volume Activity

Tabel 12. Hasil Uji Paired T-Test Variabel Trading Volume Activity Tahun 2019

Statistik	Pair I	Pair II	Pair III
	2019		
	Sebelum - Ramadan	Ramadan - Sesudah	Sebelum - Sesudah
<i>t</i>	-1.088	-0.005	-0.843
<i>df</i>	36	36	36
<i>Sig. (2-tailed)</i>	0.284	0.996	0.405
Kesimpulan	Terima $H_{07}$	Terima $H_{08}$	Terima $H_{09}$

Sumber : data SPSS, 2019

Tabel 12 menunjukkan hasil pengujian *paired t-test Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan tahun 2019. Pada Pair I yaitu *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,284 dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,284 > 0,05$ ) berarti bahwa  $H_{07}$  diterima, sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan dengan selama Ramadan. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa sebelum Ramadan dengan selama Ramadan tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)*, dan investor tidak memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima atau menganggap peristiwa sebelum Ramadan dengan selama Ramadan adalah sama. Hal ini dapat terlihat dari nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan sebesar 0,1818 % dengan selama Ramadan sebesar 0,1988% yang memiliki persentase tidak terlalu jauh. Pada Pair II yaitu *Trading Volume*

*Activity (TVA)* selama Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* sesudah Ramadan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,996 dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,996 > 0,05$ ) berarti bahwa  $H_{08}$  diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* sesudah Ramadan tahun 2019. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa selama Ramadan dengan sesudah Ramadan tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)*, dan investor tidak memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima atau menganggap peristiwa selama Ramadan dengan sesudah Ramadan adalah sama. Hal ini dapat terlihat dari nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan sebesar 0,1988% dengan sesudah Ramadan sebesar 0,2018 % yang memiliki persentase tidak terlalu jauh. Pada Pair III yaitu TVA sebelum Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* sesudah Ramadan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,405 dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,405 > 0,05$ ) berarti bahwa  $H_{09}$  diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan tahun 2019. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)*, dan investor tidak memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima atau menganggap peristiwa sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan adalah sama. Hal ini dapat terlihat dari nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan sebesar 0,1818 % dengan sesudah Ramadan sebesar 0,2018 % yang memiliki persentase tidak terlalu jauh.

Dari uji ketiga *paired t-test* tersebut dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2019 TVA sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan memiliki nilai signifikansi diatas 0,05 yang berarti bahwa tidak terdapat efek Ramadan terhadap *Trading Volume Activity (TVA)* pada sampel yang diamati. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh A'immah, S., et al. (2015) yang menemukan bahwa pada tahun 2014 *Trading Volume Activity (TVA)* terhadap bulan Ramadan dengan bulan diluar Ramadan tidak terdapat perbedaan signifikan dikarenakan pada tahun 2014 merupakan tahun politik sehingga mengakibatkan risiko ketidakpastian yang besar. Pada tahun 2019 juga merupakan tahun politik dimana terdapat gejolak politik berupa pemilihan presiden dan investor cenderung melakukan aksi *wait and see* dan selektif dalam pemilihan saham yang mengakibatkan *volume* perdagangan yang cenderung stabil. Terdapat 19 saham yang memiliki rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* yang hampir sama sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan tahun 2019.

**Tabel 13. Hasil Uji Paired T-Test Variabel Trading Volume Activity Tahun 2018**

Statistik	Pair I	Pair II	Pair III
	2018		
	Sebelum - Ramadan	Ramadan - Sesudah	Sebelum - Sesudah
t	-4.559	6.806	0.970
df	36	36	36
Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.338
Kesimpulan	Tolak $H_{010}$	Tolak $H_{011}$	Terima $H_{012}$

Sumber : data SPSS, 2019

Tabel 13 menunjukkan hasil pengujian *paired t-test Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan, selama Ramadan, dan sesudah Ramadan 2018. Pada Pair I yaitu TVA sebelum Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan memiliki nilai

signifikansi sebesar 0,000 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ) berarti bahwa  $H_{010}$  ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan dengan selama Ramadan. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa sebelum Ramadan dengan selama Ramadan memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)*, dan investor memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima atau menganggap peristiwa sebelum Ramadan dengan selama Ramadan adalah berbeda. Hal ini dapat terlihat dari nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan sebesar 0,1648 % dengan selama Ramadan sebesar 0,2079% yang memiliki persentase peningkatan rata-rata yang signifikan. Hasil ini mendukung penelitian dari A'immah, S., et al. (2015) dimana pada tahun 2013 terdapat perbedaan secara signifikan *Trading Volume Activity (TVA)* antara bulan Ramadan dengan bulan lain di luar Ramadan. Perbedaan ini dibuktikan dengan saham sub sektor telekomunikasi (EXCL dan TLKM), dan sektor barang konsumsi (ICBP dan UNVR). Sebagai contoh saham EXCL sebelum Ramadan memiliki nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebesar 0,13% namun selama Ramadan memiliki nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* 0,52% sehingga dapat disimpulkan saham EXCL mengalami peningkatan sebesar 299,9%. Hal ini membuktikan bahwa adanya perbedaan yang signifikan antara TVA sebelum Ramadan dengan selama Ramadan, perbedaan tersebut disebabkan oleh peristiwa Ramadan dimana terjadi peningkatan pada trafik data XL Axiata selama Ramadan sebesar 7000 TB (sumber : bisnis.com, 2019) yang akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan dan memicu informasi positif investor untuk melakukan jual-beli pada saham EXCL. Saham TLKM sebelum Ramadan memiliki nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebesar 0,11% dan selama Ramadan memiliki nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* 0,14% sehingga dapat disimpulkan saham TLKM mengalami peningkatan sebesar 29,7%. Kemudian untuk peningkatan sektor barang konsumsi disebabkan oleh pola konsumsi masyarakat yang meningkat selama Ramadan dan mampu meningkatkan demand (daya beli) akan barang-barang konsumsi di masyarakat, peningkatan konsumsi masyarakat tersebut disebabkan oleh peningkatan bantuan pemerintah melalui Program Keluarga Harapan (PKH) sebesar 10 juta kepala keluarga dan peningkatan anggaran pemerintah mengenai pemberian THR dan gaji ke-13 bagi PNS serta pensiunan menjadi Rp 35,76 triliun atau meningkat sebesar 55,5% dibandingkan tahun 2017 (Cnbc Indonesia, 2018). Hal tersebut menyebabkan saham ICBP mengalami peningkatan nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebesar 38,3% (sebelum dan selama Ramadan), dan saham UNVR mengalami peningkatan nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebesar 25,4% (sebelum dan selama Ramadan).

Pada Pair II yaitu TVA selama Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* sesudah Ramadan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ) berarti bahwa  $H_{011}$  ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan dengan sesudah Ramadan tahun 2018. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa selama Ramadan dengan sesudah Ramadan memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)*, dan investor memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima atau menganggap peristiwa selama Ramadan dengan sesudah Ramadan adalah berbeda. Hal ini dapat terlihat dari nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan sebesar 0,2079 % dengan sesudah Ramadan sebesar 0,1474% yang memiliki persentase yang berbeda juga. Hasil ini mendukung penelitian dari A'immah, S., et al. (2015) dimana pada tahun 2013 terdapat perbedaan secara signifikan *Trading Volume Activity (TVA)* antara bulan Ramadan dengan bulan lain di luar Ramadan. Sebagai contoh untuk saham EXCL dan TLKM mengalami penurunan rata-rata nilai *Trading Volume*

*Activity (TVA)* sesudah Ramadan. Rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)* selama Ramadan dan sesudah Ramadan untuk saham EXCL mengalami penurunan 74,7% dari 0,52% selama Ramadan menjadi 0,13% sesudah Ramadan, begitu juga dengan saham TLKM yang mengalami penurunan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)* sebesar 22,9% dari 0,14% selama Ramadan menjadi 0,11% sesudah Ramadan. Hal ini dikarenakan selama Ramadan, mayoritas perusahaan telekomunikasi seperti EXCL dan TLKM mengalami kenaikan trafik layanan data, seperti TLKM yang mengalami peningkatan trafik layanan data 22,3% atau sebesar 12,89 *Petabyte* dibandingkan hari normal (Detik.com, 2018). Namun ketika peristiwa Ramadan selesai, maka trafik layanan tersebut akan kembali seperti hari normal yang mencerminkan bahwa terdapat *bad news* bagi investor yang dapat berpengaruh pada minat investor untuk melakukan transaksi jual-beli saham. Kemudian untuk saham sektor barang konsumsi juga mengalami hal yang sama seperti saham ICBP dan saham UNVR yang mengalami penurunan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)* masing-masing sebesar 22,5% dan 27,2%.

Pada Pair III yaitu *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan dengan *Trading Volume Activity (TVA)* sesudah Ramadan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,338 dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,338 > 0,05$ ) berarti bahwa  $H_{012}$  diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan tahun 2018. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan rata-rata nilai *Trading Volume Activity (TVA)*, dan investor tidak memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima atau menganggap peristiwa sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan adalah sama. Hasil ini mendukung penelitian dari A'immah, S., et al. (2015) dimana pada tahun 2014 tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* antara bulan Ramadan dengan bulan di luar Ramadan. Tidak adanya perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)* antara sebelum Ramadan dengan sesudah Ramadan dapat terlihat dari nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sebelum Ramadan sebesar 0,1648 % dengan sesudah Ramadan sebesar 0,1474 % yang memiliki persentase tidak terlalu jauh, kemudian terdapat 14 saham perusahaan yang memiliki nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* sama. Seperti contoh pada saham sub sektor telekomunikasi, saham TLKM dan EXCL yang memiliki peningkatan nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* cukup sedikit bahkan tidak sama sekali untuk saham TLKM sebesar 0% dan EXCL sebesar 1% (sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan), kemudian pada saham sektor barang konsumsi juga tidak terjadi peningkatan maupun penurunan yang signifikan seperti saham ICBP yang mengalami peningkatan nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* hanya sebesar 7,3% dan saham UNVR yang mengalami penurunan nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* hanya 8,7%. Hal ini dikarenakan peristiwa Ramadan telah berakhir dan direspon negatif oleh investor sehingga transaksi cenderung menurun yang ditandai dengan penurunan *Trading Volume Activity (TVA)* sesudah Ramadan, selain itu penyebab lainnya berdasarkan data survey konsumen yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia terdapat penurunan rata-rata proporsi pendapatan konsumen yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) dari 67,1% menjadi 66,7% pada bulan Juli 2018 (sesudah Ramadan).

## 5. PEMBAHASAN

### 5.1. Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum, selama, dan sesudah Ramadan tahun 2018 sampai dengan 2019. Objek yang



digunakan di dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018 – 2019. Perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah 37 perusahaan.

Berikut merupakan simpulan yang diperoleh dalam penelitian ini :

1. Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan selama Ramadan tahun 2019, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,026 atau lebih kecil dari 0,05. Hal ini dikarenakan pasar merespons terhadap peristiwa Ramadan dengan adanya peningkatan maupun penurunan nilai rata-rata *abnormal return* saham yang terdaftar ke dalam indeks LQ45 terutama pada sektor barang konsumsi dan sub sektor bank yang disebabkan adanya peningkatan proporsi pendapatan yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) dan penurunan *saving to income ratio* selama Ramadan.
2. Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 selama Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2019, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,023 atau lebih kecil dari 0,05. Hal ini dikarenakan pasar merespons terhadap peristiwa Ramadan, dengan mayoritas saham yang terdaftar ke dalam indeks LQ45 memiliki nilai rata-rata *abnormal return* positif.
3. Tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2019, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,867 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini dikarenakan tidak adanya perbedaan signifikan nilai rata-rata *abnormal return* saham sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2019, kemudian terdapat penurunan proporsi pendapatan yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) sesudah Ramadan tahun 2019 sehingga akan mempengaruhi nilai rata-rata *abnormal return* saham sektor barang konsumsi dan sub sektor telekomunikasi yang sama seperti sebelum Ramadan.
4. Tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan selama Ramadan tahun 2018, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,052 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini dikarenakan pasar tidak merespons terhadap peristiwa Ramadan.
5. Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 selama Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2018, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau lebih kecil dari 0,05. Hal ini dikarenakan pasar merespons terhadap peristiwa Ramadan dengan adanya peningkatan mayoritas nilai rata-rata *abnormal return* saham yang terdaftar ke dalam indeks LQ45 terutama sektor barang konsumsi dan sub sektor telekomunikasi yang disebabkan adanya peningkatan *average propensity to consume ratio* selama Ramadan tahun 2018.
6. Tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2018, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,145 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini dikarenakan tidak adanya perbedaan signifikan nilai rata-rata *abnormal return* saham sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2018, kemudian terdapat penurunan proporsi pendapatan yang digunakan untuk konsumsi (*average propensity to consume ratio*) sesudah Ramadan tahun 2018 sehingga akan



- mempengaruhi nilai rata-rata *abnormal return* saham sektor barang konsumsi dan sub sektor telekomunikasi yang sama seperti sebelum Ramadan.
7. Tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan selama Ramadan tahun 2019, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,284 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini disebabkan pada tahun 2019 merupakan tahun politik dimana terdapat gejolak politik berupa pemilihan presiden yang mampu menambah ketidakpastian dan risiko di pasar modal yang mengakibatkan investor cenderung melakukan aksi *wait and see* dan selektif dalam pemilihan saham sehingga menyebabkan *volume* perdagangan yang cenderung stabil.
  8. Tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 selama Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2019, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,996 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini disebabkan pada tahun 2019 merupakan tahun politik dimana terdapat gejolak politik berupa pemilihan presiden yang mampu menambah ketidakpastian dan risiko di pasar modal yang mengakibatkan investor cenderung melakukan aksi *wait and see* dan selektif dalam pemilihan saham sehingga menyebabkan *volume* perdagangan yang cenderung stabil.
  9. Tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2019, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,405 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini disebabkan pada tahun 2019 merupakan tahun politik dimana terdapat gejolak politik berupa pemilihan presiden yang mampu menambah ketidakpastian dan risiko di pasar modal yang mengakibatkan investor cenderung melakukan aksi *wait and see* dan selektif dalam pemilihan saham sehingga menyebabkan *volume* perdagangan yang cenderung stabil.
  10. Terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan selama Ramadan tahun 2018, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau lebih kecil dari 0,05. Implikasi yang dapat diambil adalah peristiwa sebelum Ramadan dengan selama Ramadan memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi perbedaan nilai *trading volume activity* dan investor memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterima, disebabkan karena adanya peningkatan trafik layanan data telekomunikasi selama Ramadan dan adanya peningkatan bantuan pemerintah berupa Program Keluarga Harapan (PKH), Tunjangan Hari Raya (THR), dan gaji ke-13 yang dapat mempengaruhi pola konsumsi masyarakat dan juga menyebabkan saham sektor barang konsumsi serta sub sektor telekomunikasi yang semakin diminati pada periode tersebut.
  11. Terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 selama Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2018, dibuktikan melalui uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau lebih kecil dari 0,05. Hal ini disebabkan karena adanya penurunan trafik layanan data telekomunikasi dan pola konsumsi masyarakat sesudah Ramadan, dimana hal tersebut mencerminkan *bad news* bagi investor yang berpengaruh pada minat investor untuk melakukan transaksi jual-beli saham yang menyebabkan penurunan rata-rata nilai *trading volume activity* sesudah Ramadan.
  12. Tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* saham yang terdaftar pada indeks LQ45 sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2018, dibuktikan melalui

uji statistik *paired sample t-test* yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,338 atau lebih besar dari 0,05. Hal ini disebabkan karena tidak adanya perbedaan yang signifikan rata-rata nilai *trading volume activity* sebelum Ramadan dan sesudah Ramadan tahun 2018 dengan dibuktikan pada 14 saham yang memiliki rata-rata nilai *trading volume activity* sama, selain itu terdapat penurunan *average propensity to consume ratio* sesudah Ramadan yang menyebabkan penurunan rata-rata nilai *trading volume activity* sesudah Ramadan.

## 5.2. Saran

Berdasarkan hasil dan kesimpulan dari penelitian ini, penulis memberikan beberapa saran terkait penelitian ini :

### 1. Untuk Akademisi

Peneliti memberikan saran kepada akademisi bahwa *abnormal return* dan *trading volume activity* tidak selalu bereaksi terhadap peristiwa Ramadan dan juga terdapat faktor politik yang dapat mengurangi efek Ramadan sehingga perlunya pemahaman mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham pada pasar modal.

### 2. Untuk Praktisi

Peneliti memberikan saran kepada praktisi (investor, pelaku bisnis, maupun manajer) bahwa *abnormal return* dan *trading volume activity* tidak selalu bereaksi terhadap peristiwa Ramadan, sebaiknya praktisi tetap melakukan analisis dengan memperhatikan *fundamental* perusahaan dan juga dapat menggunakan analisis teknikal sebagai dasar pengambilan keputusan investasi agar memperoleh *capital gain* dengan semaksimal mungkin serta tetap memperhatikan faktor global maupun faktor makroekonomi secara luas dalam melakukan keputusan investasi yang tepat, karena momentum Ramadan pada setiap periode berbeda-beda.

### 3. Untuk peneliti selanjutnya

Penelitian tidak hanya mengamati pada periode 2018 – 2019, namun bisa ditambahkan periode pengamatan lagi agar dapat melihat dampak reaksi peristiwa Ramadan secara jangka panjang. Kemudian dapat mempertimbangkan untuk memperluas sampel yang diteliti sehingga dapat menggambarkan saham secara keseluruhan yaitu saham yang terdaftar di dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau menggunakan sektor *consumer goods industry* untuk mengetahui efek Ramadan di pasar modal Indonesia.

## REFERENSI

- A'immah, S., Suhadak, & Hidayat, R. (2015). Reaksi Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Terhadap Ramadhan Effect. *Jurnal Administrasi Bisnis*.
- Al-Hajieh. (2011). Investor sentiment and calendar anomaly effects: A case study of the impact of Ramadan on Islamic Middle Eastern markets. *International Business and Finance*.
- Al-Najaf, F., Salehi, M., & Al-Maliki, H. (2018). The effect of Islamic sacred months on stock prices in Iran and Iraq Stock Exchanges. *Journal of Islamic Finance*.
- Bialkowski, J., Bohl, M., Kauffmann, P., & Wisniewski, T. (2013). Do mutual fund managers exploit the Ramadan anomaly? Evidence from Turkey. *Economics and Finance*.
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., & Jain, R. (2014). *Investments*. Mc Graw Hill.

- Dewi, F., Gumanti, T., & Singgih, M. (2015). Konsistensi Efek Ramadhan Dalam Waktu Dan Periode Yang Berbeda Pada Saham-Saham Pembentuk ILQ45 Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Usahawan Indonesia*.
- Fahmi, I. (2012). *Pengantar Pasar Modal : Panduan bagi para Akademisi dan Praktisi Bisnis dalam Memahami Pasar Modal Indonesia*. Bandung: Alfabeta.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Edisi 9*. Badan Penerbit - Undip.
- H, Y. (2019, April 24). *Kontan.co.id*. Retrieved from <https://investasi.kontan.co.id/news/tren-penurunan-harga-batubara-sebabkan-laba-ptba-turun-214>
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPF - Yogyakarta.
- Hidayati, N., Maslichah, & Junaidi. (2018). Reaksi Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Terhadap Ramadhan Effect. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20180529152532-17-17026/anggaran-thr-naik-55-saham-barang-konsumsi-bisa-dilirik>, diakses pada 20 Oktober 2019.
- <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190507080516-17-70868/ihsg-kembali-rontok-ribut-ribut-pilpres-jadi-penyebab>, diakses pada 20 Oktober 2019.
- <https://www.cnbcindonesia.com/news/20191016074046-4-107314/imf-pertumbuhan-ekonomi-dunia-melambat-ri-tetap-5>, diakses pada 20 Oktober 2019.
- <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190625173115-17-80577/saham-indika-meroket-25-apa-gerangan-yang-jadi-pemicu>, diakses pada 20 Oktober 2019.
- <https://www.cnbcindonesia.com/market/20180830135239-17-30987/terus-diburu-investor-disesi-ii-saham-indika-naik-456>, diakses pada 23 Oktober 2019.
- <https://data.worldbank.org/indicator>, diakses pada 23 Oktober 2019.
- <https://ekonomi.kompas.com/read/2018/05/17/061500326/ini-saham-saham-yang-patut-dilirik-saat-bulan-puasa?page=all>, diakses pada 23 Oktober 2019.
- <https://investasi.kontan.co.id/news/emiten-media-mendulang-iklan-di-bulan-ramadan>, diakses pada 23 Oktober 2019.
- <https://investasi.kontan.co.id/news/lppf-gesit-bereksansi-tapi-saham-dan-labanya-konsisten-turun-kok-bisa?page=all>, diakses pada 23 Oktober 2019.
- <https://news.detik.com/kolom/d-4153925/kualitas-pertumbuhan-ekonomi-indonesia>, diakses pada 23 Oktober 2019.
- Jaziri, M., & Abdelhedi, M. (2018). Islamic occasions and investor sentiment. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- Kesuma, M. A. (2017). Efek Ramadhan Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Pada Perusahaan Yang Masuk Ke Dalam Jakarta Islamic Index Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2017. *Skripsi. Universitas Lampung*.
- Lai, Y.-W., & Windawati, A. (2017). Risk, return, and liquidity during Ramadan: Evidence from Indonesian and Malaysian stock markets. *Research in International Business and Finance*.
- Munusamy, D. (2019). Does Ramadan Influence The Returns And Volatility? Evidence From Shariah Index In India. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
- Reilly, & Brown. (2012). *Analysis of Investments & Management of Portfolios*. Canada: Cengage.
- Scott, Gitman, & Joehnk. (2014). *Fundamentals of Investing*. England: Pearson.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business*. United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd.
- Setiasri, R., & Rinofah, R. (2017). Pengaruh Ramadhan Terhadap Return dan Volume Perdagangan Saham Pada Jakarta Islamic Index (JII). *Jurnal Manajemen Dewantara*.

- Shahid, M., Sattar, A., Aftab, F., Saeed, A., & Abbas, A. (2019). Month of Ramadan effect swings and market becomes adaptive: A firm level evidence through Islamic calendar. *Journal of Islamic Marketing*.
- Sonjaya, A., & Wahyudi, I. (2016). The Ramadan effect: Illusion or reality? *arab economic and business journal*.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.

