

Dampak Ramadhan Effect Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Saham Pada Perusahaan Indeks LQ45 Yang Terdaftar di BEI Tahun 2020-2024

Fajar¹, Anwar Azazi², Ramadhania³, Wendy⁴, Uray Ndaru Mustika⁵

¹ Universitas Tanjungpura dan fajar51@student.untan.ac.id

² Universitas Tanjungpura dan anwar.azazi@ekonomi.untan.ac.id

³ Universitas Tanjungpura dan ramadhaniah@ekonomi.untan.ac.id

⁴ Universitas Tanjungpura dan wendy@ekonomi.untan.ac.id

⁵ Universitas Tanjungpura dan urayndarumustika@ekonomi.untan.ac.id

ABSTRAK

Pasar modal mencerminkan respons investor terhadap informasi, sebagaimana dijelaskan dalam Teori Sinyal dan Hipotesis Pasar Efisien (EMH). Namun, anomali musiman seperti *Ramadhan Effect* menimbulkan keraguan terhadap validitas EMH, khususnya di Indonesia. Studi sebelumnya mengenai dampaknya terhadap *Abnormal Return* (AR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) menunjukkan hasil yang tidak konsisten, sehingga diperlukan kajian lanjutan. Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji dampak *Ramadhan Effect* terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* pada perusahaan Indeks LQ45 yang terdaftar di BEI selama tahun 2020–2024. Metode yang digunakan adalah *event study* dengan pendekatan *market model*, serta analisis data panel dari sumber sekunder. Pengujian dilakukan menggunakan uji *paired sample t-test* dan *wilcoxon signed-rank test* melalui program SPSS versi 27. Hasil studi ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan pada AR, namun terdapat peningkatan signifikan pada TVA sebelum dan sesudah Ramadan.

Kata Kunci: *Abnormal Return, Trading Volume Activity, Event Study, Ramadhan Effect, BEI*

ABSTRACT

The capital market reflects investor responses to information, as explained in the Signaling Theory and the Efficient Market Hypothesis (EMH). However, seasonal anomalies such as the Ramadan Effect raise doubts about the validity of the EMH, particularly in Indonesia. Previous studies on its impact on abnormal return (AR) and trading volume activity (TVA) have shown inconsistent results, necessitating further research. This study aims to examine the impact of the Ramadhan Effect on abnormal return and trading volume activity in LQ45 Index companies listed on the IDX during the years 2020–2024. The method used is an event study with a market model approach, as well as panel data analysis from secondary sources. The testing was conducted using the paired sample t-test and wilcoxon signed-rank test through SPSS version 27. The results of this study indicate that there is no significant difference in AR, but there is a significant increase in TVA before and after Ramadan.

Keywords: *Abnormal Return, Trading Volume Activity, Event Study, Ramadhan Effect, BEI*

PENDAHULUAN

Pasar modal memegang peranan krusial sebagai barometer kondisi ekonomi suatu negara, yang dinamikanya sangat dipengaruhi oleh arus informasi dan sentimen pelaku pasar (Kasi et al., 2022). Untuk memantau dinamika dan kinerja pasar modal secara representatif di Indonesia, Indeks LQ45 sering dijadikan tolok ukur utama. Indeks ini mencakup 45 saham perusahaan pilihan yang menonjol karena likuiditasnya yang kuat dan nilai investasi pasarnya yang tinggi, sehingga mampu merefleksikan kondisi pasar secara menyeluruh. Indeks ini juga cepat menanggapi informasi baru, yang berdasarkan Teori Sinyal, informasi baru tersebut dapat dianggap oleh investor sebagai indikator baik atau buruk yang kemudian memengaruhi keputusan mereka dalam berinvestasi

(Widyarti et al., 2021) dan pada akhirnya berdampak pada harga saham serta nilai perusahaan (Rahayu & Agustina, 2022).

Jika Teori Sinyal menjelaskan bagaimana informasi ditafsirkan dan memicu reaksi investor, maka pertanyaan selanjutnya adalah seberapa cepat dan akurat seluruh informasi tersebut, termasuk sinyal-sinyal yang ada, terintegrasi ke dalam harga pasar. Diskusi mengenai hal ini membawa kita pada Hipotesis Pasar Efisien (EMH). Menurut Hipotesis Pasar Efisien (EMH) yang dikemukakan Fama (1970), investor tidak dapat secara konsisten memperoleh imbal hasil (*return*) yang tidak normal karena harga saham dalam pasar yang efisien akan segera mencerminkan semua informasi. Namun, dalam praktiknya, berbagai penelitian telah mengidentifikasi adanya anomali pasar, yaitu pola pergerakan harga saham yang tampaknya menyimpang dari prinsip efisiensi pasar dan berpotensi memberikan keuntungan jika dapat diprediksi.

Salah satu anomali musiman yang menarik untuk dikaji, terutama di negara-negara seperti Indonesia di mana mayoritas penduduknya adalah Muslim, yaitu "Ramadhan Effect". Bulan Ramadan tidak hanya memiliki dimensi spiritual, tetapi juga membawa perubahan signifikan dalam perilaku ekonomi masyarakat, seperti peningkatan pola konsumsi, penyesuaian jam kerja, dan aktivitas bisnis secara umum (Setiasri & Rinofah, 2017). Perubahan perilaku kolektif ini berpotensi menciptakan sentimen pasar yang unik dan memengaruhi ekspektasi investor, yang pada gilirannya dapat berdampak pada dinamika pasar modal.

Respons pasar terhadap peristiwa atau sentimen seperti efek Ramadan (*Ramadhan Effect*) dapat diukur melalui perubahan pada imbal hasil tidak normal (*abnormal return* / AR) dan aktivitas volume perdagangannya (*trading volume activity* / TVA). *Abnormal return* penting diamati karena menunjukkan bagaimana *return* saham berbeda dari biasanya setelah suatu peristiwa. Variasi atau perbedaan antara imbal hasil yang diprediksi dan imbal hasil aktual ini mencerminkan reaksi pasar terhadap informasi atau sentimen baru tersebut (Bash & Alsaifi, 2019). Sementara itu, *trading volume activity* juga penting karena menggambarkan seberapa aktif investor bertransaksi menanggapi informasi atau sentimen itu. Peningkatan volume perdagangan biasanya menandakan bahwa peristiwa tersebut dianggap signifikan sehingga mendorong lebih banyak aktivitas jual beli di pasar (Widyarti et al., 2021).

Kajian terdahulu mengenai dampak berbagai peristiwa, termasuk *Ramadhan Effect*, terhadap AR dan TVA telah menunjukkan hasil yang beragam dan inkonsisten. Berbagai penelitian menunjukkan perbedaan AR signifikan, seperti oleh Kot (2022) di Polandia selama pandemi COVID-19, How & Tsen (2019) di Malaysia setelah *stock split*, dan Majeed et al. (2015) pada Indeks KSE-100 Pakistan sebelum dan sesudah Ramadan. Di sisi lain, tidak ditemukan perbedaan signifikan pada AR maupun TVA terkait *January Effect* di Indonesia, begitu pula pada AR selama Ramadan di Indeks JII (Fariantin et al., 2024; Faih & Nafiah, 2019). Berbeda temuan, Hassan & Kayser (2019) di Bangladesh tidak menemukan perbedaan signifikan *stock return* namun melaporkan perbedaan TVA negatif signifikan selama Ramadan. Sementara itu, pola temuan tidak adanya perbedaan AR namun TVA berbeda signifikan, baik sebelum maupun setelah Ramadan juga ditemukan dalam beberapa studi di Indonesia (Pribadi & Abilawa, 2022; Yusnita & Ritonga, 2022; Indah Iqlimah, 2019; A'immah et al., 2015), serta di India (Patel & Prajapati, 2014) dan Iran (Garkaz et al., 2014). Sebaliknya, perbedaan signifikan AR dan TVA ditemukan terkait peristiwa pemberlakuan *New Normal* serta sebelum maupun setelah bulan Ramadan pada sektor *food and beverages* di Indonesia (Talumewo et al., 2021; Hartini et al., 2019).

Dengan adanya hasil yang tidak konsisten studi terdahulu terkait dampak berbagai kejadian atau peristiwa, termasuk *Ramadhan Effect*, terhadap AR (*abnormal return*) dan TVA (*trading volume activity*) menjadi alasan utama peneliti untuk melakukan kajian ini. Temuan yang beragam ini menunjukkan adanya perdebatan mengenai sejauh mana Teori Pasar Efisien berlaku, khususnya dalam konteks anomali seperti *Ramadhan Effect*. Lebih lanjut, penelitian sebelumnya mengenai *Ramadhan Effect* di Indonesia cenderung berfokus pada indeks syariah seperti Jakarta Islamic Index (JII) atau sektor spesifik seperti makanan dan minuman. Sementara penelitian yang secara spesifik menganalisis *Ramadhan Effect* pada Indeks LQ45 juga masih sangat terbatas.

Dengan demikian, studi ini dilakukan dengan tujuan mengisi celah (*gap*) tersebut melalui analisis dampak *Ramadhan Effect* terhadap *abnormal return* (AR) dan *trading volume activity* (TVA) pada emiten yang tergabung dalam Indeks LQ45 di BEI selama periode 2020-2024. Sebagai negara dengan mayoritas penduduk Muslim, Indonesia menjadi objek kajian yang relevan untuk memahami bagaimana pasar modal bereaksi terhadap bulan Ramadan. Diharapkan studi ini dapat memberikan informasi dan wawasan lanjutan tentang dinamika pasar modal Indonesia dalam menghadapi periode Ramadan, serta memberikan kontribusi empiris terhadap pemahaman anomali pasar dan efisiensi pasar di Indonesia.

LANDASAN TEORI

A. Indeks LQ45

Salah satu indikator saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah indeks LQ45, yang mencakup 45 saham dengan likuiditas tinggi dan perdagangan paling aktif (Novahanif et al., 2022) pada volume dan frekuensi perdagangannya. Hanya emiten dengan aktivitas perdagangan yang tinggi yang dapat masuk ke dalam indeks LQ45. Oleh karena itu, indeks ini mencerminkan saham-saham yang banyak diminati oleh investor dan dapat dijadikan sebagai tolok ukur dalam menilai dinamika perdagangan saham di pasar modal termasuk pada saat bulan Ramadan.

B. Signaling Theory

Teori Sinyal adalah tentang bagaimana sinyal informasi memengaruhi perilaku penerima melalui interpretasi mereka (Amanda et al., 2019). Sinyal ini dapat berupa informasi yang mudah diamati secara langsung maupun informasi yang membutuhkan analisis lebih dalam untuk memahami maknanya secara menyeluruh. Salah satu bentuk sinyal yang mencerminkan kondisi terkini suatu emiten adalah perdagangan saham di pasar modal dan perubahan harga saham, yang tercermin di laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan berperan penting sebagai sumber informasi bagi investor agar dapat menyusun strategi dalam berinvestasi dan menentukan tingkat toleransi risiko yang diambil. Dengan demikian, sinyal yang diberikan oleh perusahaan seharusnya memiliki nilai informasi yang cukup signifikan untuk memengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan.

Hafidz & Isbanah (2020), menjelaskan bahwa teori sinyal berasumsi bahwa investor akan bereaksi dan mengambil keputusan investasi berdasarkan informasi yang mereka terima. Artinya, semakin relevan dan kredibel sinyal yang diberikan oleh perusahaan,

semakin besar kemungkinan investor menyesuaikan strategi investasinya sesuai dengan interpretasi mereka terhadap informasi tersebut.

C. Hipotesis Pasar Efisien

Tandelilin (2017) menyatakan ketika semua instrumen keuangan yang diperdagangkan mencerminkan semua informasi yang tersedia maka hal ini dapat disebut sebagai pasar yang sudah efisien. Di dalam pasar yang demikian, penyesuaian harga aset akan terjadi secara akurat dan juga cepat sebagai respons terhadap masuknya informasi baru ke dalam pasar.

Menurut Fama (1970), berdasarkan informasi harga saham yang sudah terlihat, ada tiga jenis efisiensi pasar:

1. *Weak form* atau bentuk lemah, yakni harga saham menunjukkan semua harga dan volume di masa lalu.
2. *Semi-strong form* atau bentuk setengah-kuat, yakni harga saham menunjukkan semua informasi yang dapat diakses publik, termasuk data masa lalu, berita, dan laporan keuangan.
3. *Strong form* atau bentuk kuat, yakni harga saham telah mencerminkan atau menunjukkan semua informasi (informasi publik maupun informasi privat).

D. Anomali Pasar

Penyimpangan terhadap teori pasar modal efisien sering kali terjadi dalam skala besar dan bertahan dalam waktu yang cukup lama, yang dikenal dengan istilah anomali. Menurut Bodie et al. (2017), anomali pasar merujuk pada berbagai pendekatan dan teknik yang secara mendasar bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien. Fenomena anomali ini menggambarkan situasi di pasar di mana kejadian yang tidak seharusnya muncul justru terjadi, dengan asumsi bahwa pasar beroperasi secara optimal atau efisien. Berdasarkan Bintari & Kusnandar (2022), anomali pasar dapat diklasifikasikan menjadi empat kategori utama, yaitu anomali musiman, anomali perusahaan, anomali peristiwa, serta anomali yang berkaitan dengan aspek akuntansi.

E. Ramadhan Effect

Keberadaan anomali di pasar modal menunjukkan kondisi yang bertentangan dengan prinsip dasar pasar efisien. Dalam kerangka pasar yang dianggap telah mencapai efisiensi, teori menyatakan bahwa investor tidak mampu meraih *abnormal return* secara konsisten hanya dengan mengandalkan pola atau strategi tertentu dalam bertransaksi. Namun, dalam praktik keuangan dan akuntansi, sejumlah penyimpangan telah ditemukan, salah satunya adalah anomali musiman, seperti fenomena *Ramadhan Effect*. Menurut Hartini et al. (2019), *Ramadhan Effect* merupakan fenomena yang diyakini dapat memengaruhi perekonomian, termasuk dinamika di pasar modal. *Ramadhan Effect* menggambarkan kecenderungan kenaikan harga saham emiten akibat adanya penjualan

musiman yang meningkat selama bulan Ramadan dibandingkan dengan hari perdagangan pada periode lainnya (Kudusia et al., 2020).

Sebagai salah satu perayaan keagamaan terbesar di dunia, Ramadan dirayakan setiap tahun oleh umat Muslim, termasuk di Indonesia yang memiliki populasi Muslim terbesar. Peningkatan konsumsi masyarakat selama bulan Ramadan menjadi satu dari banyaknya faktor utama yang akhirnya mendorong perbedaan *return* saham antara bulan Ramadan dan bulan-bulan lainnya.

F. Abnormal Return

Imbal hasil yang tidak normal atau *abnormal return* (AR) yaitu perbedaan antara imbal hasil (*return*) yang benar-benar diterima investor dengan imbal hasil yang diantisipasi berdasarkan harapan investor (Hartono, 2022). Keberadaan AR membuktikan suatu kejadian atau peristiwa memiliki kandungan informasi baru yang direspons pasar. Sebaliknya, kejadian yang tidak memiliki informasi signifikan cenderung tidak menghasilkan AR. Perhitungan *abnormal return* dilakukan menggunakan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* dari saham *i* pada hari *t*

R_{it} = imbal hasil aktual dari saham *i* pada hari *t*

$E(R_{it})$ = imbal hasil estimasi dari saham *i* pada hari *t*

Actual return merupakan perbedaan antara harga saat ini dengan harga sebelumnya, yang menunjukkan keuntungan yang terjadi. Rumus untuk menghitung *Actual return* adalah sebagai berikut (Hartono, 2022).

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

Keterangan:

R_{it} = imbal hasil aktual dari saham *i* pada hari *t*

P_{it} = *closing price* dari saham *i* pada hari *t*

P_{it-1} = *closing price* dari saham *i* di hari sebelumnya (*t*-1)

Expected return adalah estimasi atas potensi keuntungan atau kerugian yang mungkin diperoleh oleh investor sebagai hasil dari aktivitas investasinya. Untuk menghitungnya, digunakan pendekatan *market model* dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = tingkat imbal hasil yang diprediksi dari saham *i* pada hari ke-*t*

α = bagian dari imbal hasil saham *i* yang tidak terpengaruh oleh fluktuasi pasar

β = sensitivitas imbal hasil saham i terhadap perubahan yang terjadi pada pasar
 R_{mt} = *return* pasar (IHSG) pada hari ke- (t)

G. Trading Volume Activity

Trading Volume Activity (TVA) didefinisikan sebagai total lembar saham yang diperjualbelikan dalam jangka waktu tertentu. Pengukuran TVA dilakukan dengan cara membandingkan volume saham yang ditransaksikan selama periode tersebut terhadap total saham yang beredar milik perusahaan dalam periode yang sama (Liogu & Saerang, 2015). Ini menunjukkan seberapa aktif suatu saham dalam pasar modal.

Hipotesis efisiensi pasar dalam bentuk lemah dapat diuji dengan menggunakan pendekatan TVA. Hal ini disebabkan oleh sifat pasar yang tidak efisien, di mana data yang tersedia tidak secara langsung mencerminkan perubahan harga saham. Oleh karena itu, salah satu cara untuk melihat reaksi pasar terhadap berita yang beredar adalah dengan melakukan analisis pergerakan volume perdagangan. Menurut Nanda et al. (2023), rumus berikut dapat digunakan untuk menghitung TVA.

$$TVA_{i,t} = \frac{\sum \text{Saham}_i \text{ yang diperjualbelikan pada hari } t}{\sum \text{Saham}_i \text{ yang diperjualbelikan pada hari } t}$$

Keterangan:

$TVA_{i,t}$ = Aktivitas volume perdagangan saham i pada hari ke- (t) .

H. Ramadhan Effect dan Abnormal Return

Menurut Pramesti dan Setiany (2020), prinsip sinyal dapat membantu investor mengetahui bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Teori ini berasal dari konsep asimetri informasi, yang menjelaskan bahwa dalam suatu transaksi ekonomi, terdapat perbedaan informasi di pasar untuk barang dan jasa. Dalam studi peristiwa, teori ini digunakan untuk mengamati harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah terdapat *return* yang tidak normal. Teori sinyal mengatakan perubahan kepemilikan saham terjadi akibat peristiwa tertentu, yang berarti setiap peristiwa harus mengandung informasi yang memengaruhi pasar (Elga et al., 2022). *Ramadhan Effect* sebagai sebuah peristiwa, diperkirakan memiliki informasi yang dapat berdampak pada pasar. Perubahan harga saham menjadi cerminan respons pasar, yang dapat dianalisis melalui perhitungan *abnormal return*. Teori ini selaras dengan hasil studi terdahulu yakni oleh Majeed et al. (2015), Hartini et al. (2019), Faih & Nafiah (2019), serta Widyarti et al. (2021) yang memperoleh hasil adanya *abnormal return* yang berbeda antara periode sebelum dan setelah Ramadan. Dari penjelasan tersebut, hipotesis pertama penelitian ini disusun sebagai berikut.

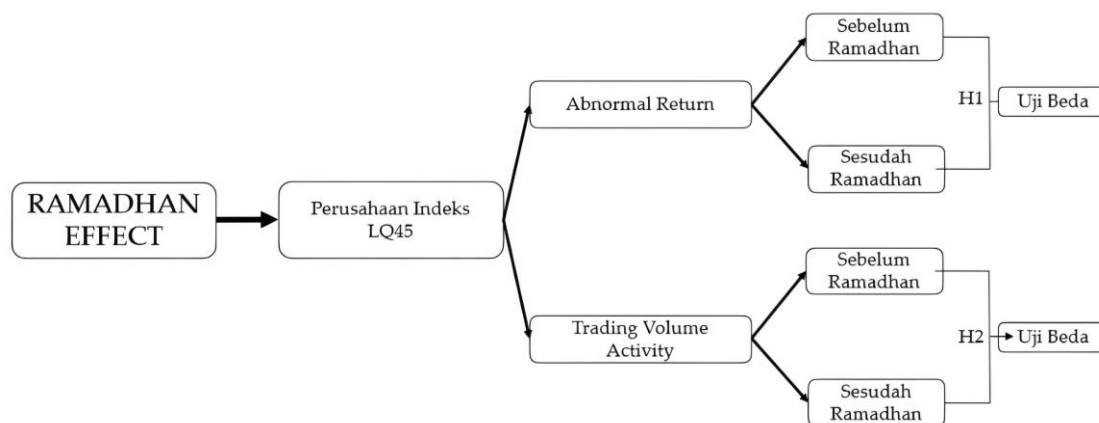
H1: Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah Ramadan tahun 2020-2024

I. Ramadhan Effect dan Trading Volume Activity

Seringkali, peningkatan aktivitas perdagangan di bursa dianggap sebagai indikasi bahwa keadaan pasar akan berubah. Menurut Choriliyah et al. (2019), *trading volume activity* (TVA) menunjukkan reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. Perubahan harga saham, yang diukur melalui *return* yang tidak biasa (*abnormal return*), dan perubahan dalam volume perdagangan saham yang terkait, adalah dua cara reaksi pasar agar dapat diamati. TVA dapat digunakan untuk mengetahui apakah reaksi individu investor terhadap peristiwa akan berdampak pada pasar modal. Jika investor melihat informasi sebagai indikasi positif, permintaan saham akan meningkat, yang mengakibatkan kenaikan TVA. Sebaliknya, jika investor melihat informasi sebagai indikasi negatif, permintaan saham akan menurun, yang mengakibatkan penurunan TVA.

Temuan ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Garkaz et al. (2014), A'immah et al. (2015), Hassan & Kayser (2019), Yusnita & Ritonga (2022), serta Pribadi & Abilawa (2022) yang memperoleh hasil adanya *Trading Volume Activity* yang berbeda antara masa sebelum dan setelah bulan Ramadhan. Dari penjelasan tersebut, hipotesis kedua penelitian ini dapat disusun sebagai berikut.

H2: Terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* sebelum dan sesudah Ramadhan tahun 2020-2024



Gambar 1. Kerangka Konseptual

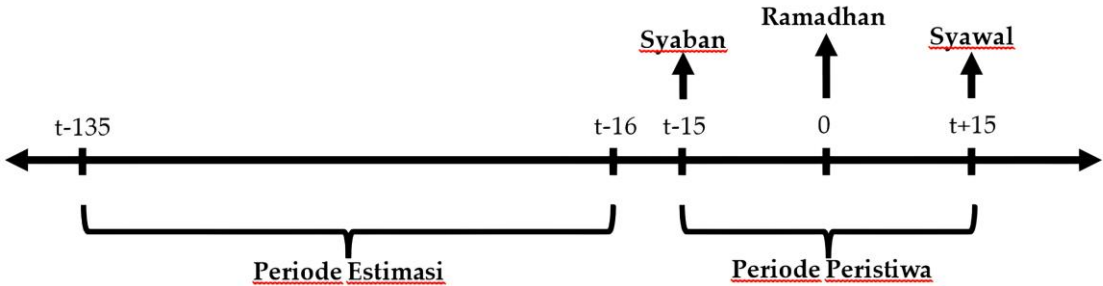
METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Jenis pendekatan penelitian yang digunakan adalah kuantitatif. Metode yang diterapkan adalah studi peristiwa (event study), yaitu teknik untuk mengevaluasi reaksi pasar terhadap suatu peristiwa atau kebijakan tertentu. Peristiwa yang dimaksud dalam studi ini yakni Ramadhan sepanjang tahun 2020–2024 (1441–1445 H).

Periode peristiwa ditetapkan selama 2 bulan, yakni 1 bulan sebelum Ramadhan (Syaban) dan 1 bulan setelah Ramadhan (Syawal). Untuk memastikan konsistensi jumlah observasi di setiap tahun penelitian periode 2020-2024, penelitian ini menggunakan 15 hari perdagangan bursa sebelum dan

sesudah bulan Ramadhan. Sedangkan periode estimasi ditetapkan sepanjang 120 hari bursa. Berikut disajikan gambar *event window* dalam studi ini.



Gambar 2. Event Window Penelitian

B. Sumber Data

Penelitian ini menggunakan jenis data panel yang didapatkan dari sumber sekunder. Menurut Hartini et al. (2019), data sekunder merupakan informasi pendukung yang relevan dengan penelitian, yang bisa diperoleh dari berbagai literatur, artikel, dan sumber lain. Dalam studi ini, data sekunder yang dimanfaatkan adalah data harga saham dan volume perdagangan saham yang dipublikasikan sepanjang periode 2020-2024. Data ini tersedia di situs web *www.idx.co.id* dan *finance.yahoo.com*.

C. Populasi dan Sampel

Pada penelitian ini, subjek yang dijadikan populasi terdiri dari 45 emiten yang termasuk dalam daftar Indeks LQ45 serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dilakukan melalui metode *purposive sampling*, yaitu pendekatan yang menetapkan sampel berdasarkan sejumlah persyaratan yang telah dirumuskan sebelumnya. Beberapa persyaratan tersebut menjadi landasan dalam menentukan sampel penelitian, antara lain sebagai berikut.

Tabel 1. Tahapan Seleksi Sampel

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1	Populasi: Perusahaan Indeks LQ45 yang terdaftar di BEI	45
2	Perusahaan yang telah terdaftar (<i>listing</i>) di BEI sebelum tahun 2020	(6)
3	Perusahaan yang tidak keluar-masuk Indeks LQ45 selama tahun 2020-2024	(15)
Sampel Penelitian		24

D. Operasional Variabel

Tabel berikut menyajikan definisi operasional variabel serta dengan indikator yang digunakan sebagai dasar pengukuran dalam penelitian ini.

Tabel 2. Operasional Variabel

No	Nama Variabel	Definisi Variabel	Indikator	Sumber
1.	Abnormal Return	Perbedaan antara tingkat keuntungan aktual yang didapatkan dan tingkat keuntungan yang diantisipasi oleh investor	Menggunakan Indikator Rumus: $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$ Dimana: $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i\ t-1}}{P_{i\ t-1}}$	(Hartono, 2022)

			$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$	
2.	Trading Volume Activity	Melakukan perbandingan antara volume saham yang diperjualbelikan dalam jangka waktu tertentu dengan total saham perusahaan yang beredar pada periode waktu yang sama.	Menggunakan Indikator Rumus: $TVA_{i,t} = \frac{\sum \text{Saham}_i \text{ yang diperjualbelikan pada hari } t}{\sum \text{Saham}_i \text{ yang beredar pada hari } t}$	(Nanda et al., 2023)

E. Teknik Analisis Data

Pada studi ini, proses analisis data dilaksanakan melalui pendekatan statistik menggunakan perangkat lunak IBM SPSS *Statistics* 27. Setelah seluruh data yang diperlukan terkumpul, tahap berikutnya adalah proses analisis data yang mencakup statistik deskriptif, uji normalitas dan uji hipotesis. Berikut adalah penjelasan masing-masing metode analisis yang digunakan:

1. Statistik Deskriptif

Berbagai parameter, termasuk nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum (*max*), dan nilai minimum (*min*), digunakan dalam statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum tentang data yang dianalisis.

2. Uji Normalitas

Uji normalitas adalah langkah yang sangat penting dalam analisis parametrik, yang mencakup uji korelasi, uji perbandingan rata-rata, dan uji varian. Penelitian ini melakukan pengujian normalitas untuk mengevaluasi kesesuaian distribusi data dengan distribusi normal. Untuk keperluan tersebut, digunakan metode uji normalitas *Kolmogorov-Smirnov*. Keputusan uji normalitas didasarkan pada nilai signifikansi (*Sig.*), dengan ketentuan berikut:

- Hipotesis nol (H_0) diterima jika nilai *Sig.* > 0,05, dan data dianggap terdistribusi normal.
- Hipotesis alternatif (H_1) diterima jika nilai *Sig.* < 0,05, dan data dianggap tidak terdistribusi normal.

Pengujian normalitas ini berperan dalam memberikan dasar untuk menentukan langkah analisis statistik selanjutnya. Jika data memenuhi asumsi normalitas, metode *paired sample t-test* akan digunakan untuk menganalisisnya. Namun, jika data tidak berdistribusi normal, maka metode *wilcoxon signed-rank test* yang akan menjadi alat uji hipotesis.

3. Uji Hipotesis

Metode analisis statistik untuk mengevaluasi antara dua kelompok sampel yang saling berpasangan dalam studi ini yaitu uji *paired sample t-test*. Untuk menggunakan uji tersebut, asumsi data harus terdistribusi secara normal dengan $\alpha = 5\%$. Setelah itu, nilai signifikansi (*Sig.*) akan menentukan hasil uji beda *t-test*. Hipotesis nol (H_0) diterima jika nilai *Sig.* > 0,05, yang menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan.

Sebaliknya, hipotesis nol (H_0) ditolak jika nilai $\text{Sig.} < 0,05$, yang menunjukkan bahwa ada perbedaan signifikan dalam penelitian yang dilakukan pada sampel yang sama.

Sebaliknya, uji *wilcoxon signed-rank test* adalah pilihan untuk uji non-parametrik ketika data tidak memenuhi asumsi distribusi normal. Salah satu tujuan dari uji ini adalah untuk menentukan apakah ada perbedaan signifikan antara dua kelompok sampel yang diuji secara berpasangan. Dalam uji ini, keputusan didasarkan pada nilai *Asymp. Sig. 2-tailed*. Nilai di bawah 0,05 menunjukkan bahwa ada perbedaan signifikan, sedangkan nilai di atas 0,05 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Abnormal Return		Trading Volume Activity	
	Sebelum Ramadan	Sesudah Ramadan	Sebelum Ramadan	Sesudah Ramadan
N	120	120	120	120
Mean	-0,000398	0,000134	0,001838	0,002755
Maksimum	0,018100	0,019953	0,010797	0,030846
Minimum	-0,013724	-0,015313	0,000252	0,000400
Standar Deviasi	0,005299	0,006682	0,001635	0,003499

Sumber: Data Diolah, 2025

Analisis statistik deskriptif terhadap *abnormal return* (AR) menunjukkan rata-rata (*mean*) AR sesudah Ramadan (0,000134) sedikit lebih tinggi dibandingkan sebelum Ramadan (-0,000398). Ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata, saham-saham cenderung memberikan kinerja sedikit di atas ekspektasi pasar setelah bulan Ramadan dibandingkan sebelum bulan Ramadan. Sementara itu, rentang AR terlihat cukup besar, dengan nilai berkisar antara -0,013724 hingga 0,018100 sebelum Ramadan dan antara -0,015313 hingga 0,019953 setelah Ramadan, menunjukkan adanya variasi kinerja signifikan antar saham dan waktu. Selanjutnya, dari data terlihat standar deviasi AR sesudah Ramadan (0,006682) lebih besar dibandingkan sebelum Ramadan (0,005299). Hal ini menunjukkan sebaran variasi data AR sesudah Ramadan lebih beragam dibandingkan sebelum Ramadan.

Kemudian analisis deskriptif terhadap *trading volume activity* (TVA) menghasilkan rata-rata (*mean*) TVA sesudah Ramadan (0,002755) juga lebih tinggi dibandingkan sebelum Ramadan (0,001838). Ini mengindikasikan bahwa aktivitas perdagangan saham secara umum cenderung mengalami peningkatan setelah bulan Ramadan. Rentang trading volume activity (TVA) juga terlihat cukup besar, dengan nilai berkisar antara 0,000252 hingga 0,010797 sebelum Ramadan dan antara 0,000400 hingga 0,030846 setelah Ramadan. Kemudian, terlihat standar deviasi TVA sesudah Ramadan (0,003499) jauh lebih besar dibandingkan sebelum Ramadan (0,001635). Ini menunjukkan bahwa variabilitas atau keragaman aktivitas perdagangan saham menjadi jauh lebih tinggi setelah bulan Ramadan.

B. Uji Normalitas Data

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas

Statistik	Abnormal Return	Trading Volume Activity

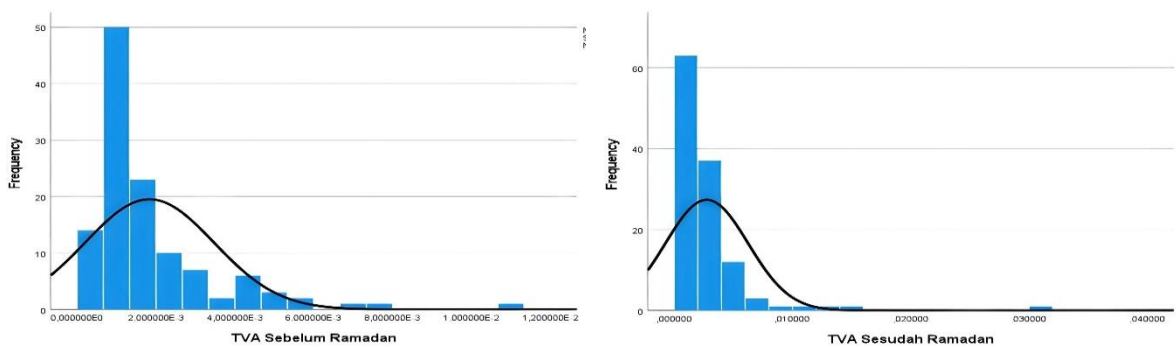
	Sebelum Ramadan	Sesudah Ramadan	Sebelum Ramadan	Sesudah Ramadan
N	120	120	120	120
<i>Kolmogorov-Smirnov</i> Z	.070	.068	.210	.250
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	.200	.200	.000	.000
Keterangan	Normal	Normal	Tidak Normal	Tidak Normal

Sumber: Data Diolah, 2025

Dari Tabel 4 uji normalitas *Kolmogorov-Smirnov*, dapat terlihat nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* untuk *abnormal return* (AR) baik sebelum maupun sesudah Ramadan adalah sebesar 0,200. Nilai ini jelas jauh lebih besar dari 0,05 ($0,200 > 0,05$), yang berarti hipotesis nol (H_0) diterima dan data AR terdistribusi secara normal. Dengan demikian, uji parametrik *paired sample t-test* dapat dilakukan untuk menguji perbedaan rata-rata AR kedua periode tersebut.

Selanjutnya untuk hasil uji normalitas *Kolmogorov-Smirnov* variabel *trading volume activity* (TVA) menghasilkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,000 baik periode sebelum maupun sesudah Ramadan. Nilai ini jauh lebih kecil dari 0,05 ($0,000 < 0,05$), yang artinya hipotesis nol (H_0) ditolak dan data TVA tidak berdistribusi normal.

Lebih lanjut Ghozali (2018) menyatakan jika data tidak terdistribusi secara normal, maka dapat ditransformasi dengan tujuan agar data setidaknya dapat mendekati distribusi normal. Sebelum melakukan transformasi, terlebih dahulu diamati bentuk grafik histogram untuk menentukan jenis transformasi yang paling sesuai. Oleh karena itu, berikut disajikan grafik histogram *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan setelah Ramadan.



Gambar 3. Bentuk Grafik Histogram TVA

Berdasarkan Gambar 3, terlihat bahwa kedua grafik histogram menunjukkan bentuk distribusi *moderate positive skewness*. Menurut Ghozali (2018), bentuk distribusi seperti ini dapat ditransformasikan menggunakan *Square Root* (SQRT) agar dapat mendekati distribusi normal. Setelah data ditransformasi, diperoleh hasil uji normalitas TVA sebagai berikut.

Tabel 5. Hasil Uji Normalitas Trading Volume Activity

Statistik	Sebelum Transformasi		Setelah Transformasi	
	Trading Volume Activity		Trading Volume Activity	
	Sebelum Ramadan	Sesudah Ramadan	Sebelum Ramadan	Sesudah Ramadan
N	120	120	120	120

Kolmogorov-Smirnov Z	.210	.250	.139	.137
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.000	<.001	<.001
Keterangan	Tidak Normal	Tidak Normal	Tidak Normal	Tidak Normal

Sumber: Data Diolah, 2025

Setelah transformasi, nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* untuk uji normalitas TVA baik sebelum maupun sesudah Ramadan adalah <0,001. Nilai ini masih lebih kecil dari 0,05 ($0,001 < 0,05$), yang berarti data tetap tidak terdistribusi secara normal. Dengan demikian, uji non-parametrik *wilcoxon signed-rank test* digunakan sebagai alternatif untuk menguji perbedaan rata-rata TVA antara kedua periode.

C. Uji Hipotesis Penelitian

Metode uji hipotesis disesuaikan dengan hasil uji normalitas data yang telah dilakukan sebelumnya. Sebagaimana telah diketahui, hasil uji normalitas variabel *abnormal return* telah menunjukkan distribusi normal, yang memungkinkan untuk menggunakan uji parametrik *paired sample t-test*.

Tabel 6. Hasil Uji Hipotesis Abnormal Return

Statistik	Pair 1
	AR Sebelum – AR Sesudah
t	-.693
df	119
Sig. (2-tailed)	.490
Keterangan	Tidak Signifikan

Sumber: Data Diolah, 2025

Uji hipotesis *paired sample t-test* dalam studi ini menggunakan $\alpha = 5\%$ atau 0,05. Berdasarkan aturan penetapan keputusan, jika nilai signifikansi (*Sig.*) lebih besar dari 0,05 ($\text{Sig.} > 0,05$), maka H_0 diterima, artinya tidak terdapat perbedaan signifikan. Sebaliknya, jika nilai *Sig.* kurang dari 0,05 ($\text{Sig.} < 0,05$), maka H_0 ditolak, artinya tidak ada perbedaan signifikan. Mengacu pada Tabel 6, hasil uji *paired sample t test abnormal return*, diperoleh nilai *Sig. (2-tailed)* sebesar 0,490. Karena nilai tersebut jelas lebih besar dari nilai signifikansi yang sudah ditetapkan $\alpha = 5\%$ ($0,490 > 0,05$), maka H_0 diterima (H_1 ditolak).

Tabel 7. Hasil Keputusan Hipotesis I

	Hipotesis	Sig. (2-tailed)	Keterangan
H1	Terdapat perbedaan signifikan <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah Ramadan tahun 2020-2024	0,490	H1 ditolak

Sumber: Data Diolah, 2025

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* (AR) sebelum dan sesudah Ramadan tahun 2020-2024. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi mengenai momentum Ramadan telah sepenuhnya tercermin dalam harga saham sebelum periode tersebut dimulai. Sesuai dengan Teori Pasar Efisien bentuk setengah-kuat (*semi-strong form*), pasar mampu merespons informasi publik secara cepat dan akurat, sehingga tidak

terjadi reaksi harga yang berlebihan setelah informasi diketahui secara luas. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa informasi publik seperti Ramadan yang merupakan peristiwa musiman, tidak memberikan sinyal baru yang cukup kuat bagi investor untuk menyesuaikan ekspektasi terhadap prospek kinerja perusahaan, sebagaimana dijelaskan dalam teori sinyal.

Sementara itu, hasil uji normalitas data variabel *trading volume activity* tidak memenuhi asumsi normalitas data, sehingga uji non-parametrik *Wilcoxon signed-rank test* menjadi alternatif yang akan digunakan dalam pengujian hipotesis variabel TVA dalam penelitian ini.

Tabel 8. Trading Volume Activity Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
TVA Ssdh Ramadan - TVA Sblm Ramadan	Negative Ranks 33	42.89	1415.50
	Positive Ranks 87	67.18	5844.50
	Ties	0	
	Total	120	

Sumber: Data Diolah, 2025

Dari Tabel 8 terlihat *negative ranks* (n=33) menunjukkan ada 33 kasus di mana TVA Sesudah Ramadan lebih rendah daripada TVA Sebelum Ramadan. Rata-rata peringkat (*mean rank*) untuk penurunan ini adalah 42.89, dan jumlah total peringkat (*sum of ranks*) adalah 1415,50. Sedangkan *positive ranks* (n=87) menunjukkan ada 87 kasus di mana TVA Sesudah Ramadan lebih tinggi daripada TVA Sebelum Ramadan. Rata-rata peringkat (Mean Rank) untuk kenaikan ini adalah 67,18 dan jumlah total peringkat (Sum of Ranks) adalah 5844,50. Dengan demikian, jumlah kasus di mana TVA meningkat setelah Ramadan (87) lebih banyak daripada kasus di mana TVA menurun (33). Observasi awal TVA ini mengindikasikan adanya kecenderungan peningkatan TVA setelah bulan Ramadan.

Tabel 9. Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test Trading Volume Activity

	TVA Ssdh Ramadan - TVA Sblm Ramadan
Z	-5,800
Asymp. Sig. (2-tailed)	<.001
Keterangan	Signifikan

Sumber: Data Diolah, 2025

Pada hipotesis kedua yang dianalisis dalam studi ini, dinyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan pada *trading volume activity* sebelum dan sesudah Ramadan pada periode 2020-2024. Informasi dari Tabel 9 menunjukkan nilai Z-score sebesar -5800 merupakan hasil nilai statistik uji Z yang dihitung didasarkan pada peringkat negatif (*negative ranks*). Nilai ini cukup jauh dari 0, menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan serta mengindikasikan bahwa perbedaan condong ke arah peningkatan TVA. Kemudian dari tabel juga didapatkan informasi bahwa nilai p (*Asymp. Sig.*) adalah sebesar <0,001. Nilai ini lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ ($0,001 < 0,05$) yang mengindikasikan adanya perbedaan.

Tabel 10. Hasil Keputusan Hipotesis II

	Hipotesis	Asymp Sig. (2-tailed)	Keterangan
H2	Terdapat perbedaan signifikan <i>trading volume activity</i> sebelum dan sesudah Ramadan tahun 2020-2024	<.001	H2 diterima

Sumber: Data Diolah, 2025

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan signifikan pada *trading volume activity* (TVA) sebelum dan sesudah. Ramadan tahun 2020-2024. Secara spesifik, *trading volume activity* cenderung lebih tinggi pada periode sesudah Ramadan dibandingkan dengan periode sebelum Ramadan. Karena lonjakan TVA sesudah Ramadan ini tidak diikuti oleh perubahan signifikan pada return saham sebagaimana hasil uji hipotesis pertama yang menemukan tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan, maka hal ini dapat dijelaskan sebagai anomali pasar, khususnya anomali musiman. Fenomena ini mencerminkan adanya reaksi pasar yang tidak sepenuhnya rasional, di mana pelaku pasar cenderung meningkatkan aktivitas transaksi karena adanya perubahan likuiditas, dorongan psikologis dan pola kebiasaan tahunan. Salah satu wujud reaksi yang dapat menjelaskan lonjakan aktivitas perdagangan saham (TVA) adalah adanya euforia dan optimisme investor setelah melewati Ramadan dan masa libur panjang. Setelah menikmati waktu istirahat dan refleksi selama Ramadan dan Idul Fitri, banyak investor kembali ke pasar dengan semangat baru dan antusiasme yang tinggi untuk berinvestasi, yang secara alami mendorong peningkatan volume transaksi. Kondisi ini mencerminkan pemulihan psikologis kolektif di kalangan pelaku pasar, yang kerap kali menjadi pemicu awal peningkatan aktivitas perdagangan meskipun tidak selalu didorong oleh perubahan fundamental perusahaan. Contoh lain seperti aliran dana tambahan (misalnya sisa tunjangan hari raya / THR) yang akhirnya memicu lebih banyak investor untuk melakukan transaksi di pasar modal. Dengan demikian, ini menunjukkan bahwa meskipun harga saham telah mencerminkan informasi secara efisien, perilaku investor tetap dipengaruhi oleh faktor emosional dan musiman, yang tercermin pada meningkatnya aktivitas volume perdagangan (TVA).

Temuan-temuan dari penelitian ini sejalan dan secara konsisten memperkuat hasil dari berbagai studi sebelumnya. Penelitian yang dilakukan oleh Pribadi & Abilawa (2022), Yusnita & Ritonga (2022), Indah Iqlimah (2019), dan A'immah et al. (2015), juga memperoleh hasil tidak adanya perbedaan signifikan pada AR sebelum maupun sesudah Ramadan, namun diperoleh perbedaan signifikan pada TVA saham di pasar modal Indonesia. Pola temuan yang serupa juga dilaporkan dalam riset pada konteks pasar internasional. Penelitian oleh Hassan & Kayser (2019) yang meneliti pasar modal di Bangladesh, serta studi oleh Garkaz et al. (2014) di pasar modal Iran, keduanya juga menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan pada *stock return* di sekitar periode Ramadan, akan tetapi berhasil mengidentifikasi adanya perbedaan signifikan pada TVA saham.

KESIMPULAN

Penelitian ini melihat efek fenomena Ramadhan terhadap kinerja pasar saham Indonesia. Selama rentang waktu dari 2020 hingga 2024, penelitian ini fokus pada Return Abnormal (AR) dan Trading Volume Activity (TVA) dari perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Nilai AR sebelum dan setelah bulan Ramadan tidak berubah secara signifikan, menurut hasil analisis. Hipotesis Pasar Efisien bentuk setengah-kuat mengatakan bahwa informasi publik, termasuk peristiwa Ramadan, tidak mengubah tingkat pengembalian saham karena telah terakomodasi dalam harga saham.

Sebaliknya, ditemukan perbedaan signifikan pada TVA, terutama peningkatan volume perdagangan setelah Ramadan. Ini menunjukkan adanya anomali musiman, di mana aktivitas investor masih dipengaruhi oleh faktor psikologis dan non-fundamental

seperti euforia pasca-libur atau peningkatan likuiditas dari adanya sisa Tunjangan Hari Raya.

Temuan ini mengimplikasikan bahwa investor perlu lebih berhati-hati, jangan hanya mengikuti lonjakan aktivitas pasar kemudian mengambil keputusan investasi tanpa pertimbangan fundamental. Regulator juga diharapkan meningkatkan literasi keuangan untuk mengurangi potensi spekulasi musiman. Penelitian lanjutan disarankan untuk mengeksplorasi model dan variabel lain, serta fokus pada sektor yang lebih sensitif terhadap Ramadan, agar memperoleh pemahaman yang lebih spesifik terhadap fenomena ini.

REFERENSI

- A'immah, S., Suhadak, & Rustam Hidayat, R. (2015). Reaksi Abnormal Return dan Trading Volume Activity terhadap Ramadhan Effect (Studi pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 13(3), 1576–1580. <https://www.neliti.com/id/publications/86318>
- Amanda, A. L., Efrianti, D., & Marpaung, B. S. (2019). Analisis Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Laba dan Rugi terhadap Koefisien Respon Laba (ERC). *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*, 7(1). <https://doi.org/10.37641/jimkes.v7i1.212>
- Bash, A., & Alsaifi, K. (2019). Fear from uncertainty: An event study of Khashoggi and stock market returns. In *Journal of Behavioral and Experimental Finance* (Vol. 23, pp. 54–58). Elsevier BV. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.05.004>
- Bintari, V. I., & Kusnandar, D. L. (2022). Covid-19: Effects on Listed Shares in Jakarta Islamic Index (JII). *Procuratio: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 10(1). <https://doi.org/10.35145/procuratio.v10i1.1641>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. M. (2017). *Investment and Portfolio Management* (G. Edition). Singapore: McGraw-Hill Irwin.
- Chorilayah, S., Sutanto, H. A., & Hidayat, D. S. (2019). Reaksi Pasar Modal Terhadap Penurunan Harga Bahan Bakar Minyak (BBM) Atas Saham Sektor Industri Transportasi Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Economic Education*, 5(1), 1–10. <https://journal.unnes.ac.id/sju/jeec/article/view/13011>
- Elga, R., Murni, S., & Tulung, J. E. (2022). Capital Market Reaction To Events Before and After the Covid-19 Announcement in Indonesia (Event Study on Lq45 Index Companies). *Jurnal EMBA : Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 10(1), 1052–1060. <https://doi.org/10.35794/emba.v10i1.38703>
- Faih, A., & Nafiah, R. (2019). Analisis Efek Ramadhan Terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity pada Perusahaan Yang Masuk dalam Jakarta Islamic Index (JII) di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018. *Al-Tijary*, 5(1), 37–47. <https://doi.org/10.21093/at.v5i1.1598>
- Fama, E. F. (1970). Stock market price behavior. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fariantin, E., Setiawati, E., & Asdiansyuri, U. (2024). Analisis Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Untuk Mengukur Terjadinya Januari Effect Pada Kelompok Saham Indeks Lq 45 Di Bei. *Ganec Swara*, 18(1), 296. <https://doi.org/10.35327/gara.v18i1.761>
- Garkaz, M., Hazini, N., & Azimi, J. (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*, 2(10), 550–554. <https://www.academia.edu/9019514>
- Ghozali, I. (2018). Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 23. *Badan Penerbit Universitas Diponegoro*.
- Hafidz, M. F., & Isbanah, Y. (2020). Activity Berdasarkan Political Event (Event Study Pada Pengesahan RUU KPK 2019). *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(3), 829–838. <https://doi.org/10.26740/jim.v8n3.p829-838>
- Hartini, T., Amir, A., Junaidi, J., & Lubis, T. A. (2019). The Difference Analysis of Abnormal Return and Trade Volume Activity Before and After Ramadhan Effects on Food and Beverages Companies Listed in Indonesian Sharia Stock Index (Issi). *Journal of Business Studies and Mangement Review*, 2(2), 88–93. <https://doi.org/10.22437/jb.v2i2.7221>
- Hartono, J. (2022). Portofolio dan Analisis Investasi. In *Yogyakarta: ANDI Yogyakarta*.
- Hassan, M. H., & Kayser, M. S. (2019). Ramadan effect on stock market return and trade volume: Evidence from Dhaka Stock Exchange (DSE). *Cogent Economics and Finance*, 7(1), 1–10.

- <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1605105>
- How, C. C., & Tsen, W. H. (2019). The Effects of Stock Split Announcements on the Stock Returns in Bursa Malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 53(2), 41–53. <https://doi.org/10.17576/JEM-2019-5302-4>
- Indah Iqlimah, R. (2019). Analisis Efek Bulan Ramadhan di Indonesia pada Tahun 2015-2017 terhadap Abnormal Return Saham, Volatilitas Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham pada Indeks LQ 45. *Skripsi*. Universitas Jember.
- Kasi, G. A., Tulung, J. E., & Tumewu, F. J. (2022). Reaksi Pasar Modal Sebelum dan Sesudah Pengumuman Resesi Ekonomi Indonesia 2020 pada Industri Perbankan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal EMBA : Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 10(3), 996. <https://doi.org/10.35794/emba.v10i3.43637>
- Kot, M. (2022). Study of the Effect on the Introduction of a Lockdown (COVID-19 Pandemic) on Abnormal Return Rate. *Studia i Materiały Wydziału Zarządzania UW*, 2022(2(37)), 29–47. <https://doi.org/10.7172/1733-9758.2022.37.3>
- Kudusia, N. A., Yusuf, N., & Mahmud, M. (2020). Reaksi Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Ramadhan Effect. *Jambura Accounting Review*, 1(1), 48–58. <https://doi.org/10.37905/jar.v1i1.9>
- Liogu, S. J., & Saerang, I. S. (2015). Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kenaikan Harga BBM atas Saham LQ45 pada Tanggal 1 November 2014. *Jurnal EMBA : Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 3(1), 1274–1282. <https://doi.org/10.35794/emba.3.1.2015.8287>
- Majeed, U., Raheman, A., Sohail, M. K., Bhatti, G. A., & Zulfikar, B. (2015). Islamic Calender Events and Stock Market Reaction: Evidence From Pakistan. *Science International*, April 2017. <https://scint.com/pdf/636911988714580439.pdf>
- Nanda, Heriyadi, Wendy, Mustarudin, & Mufrihah, M. (2023). Market Reaction To the Increase in Fuel Oil (Bbm) Prices in 2022: Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange (Bei). *Jurnal Ekonomi*, 12(04), 2023. <https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi/article/view/3238>
- Novahanif, R. W., Soedarso, E. H., & Afiatin, Y. (2022). Reaksi Bursa Efek Indonesia Terhadap Pengumuman Ppkh Darurat Jawa-Bali. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 7(1), 12–25. <https://doi.org/10.29303/jaa.v7i1.158>
- Patel, N., & Prajapati, K. (2014). Impact of Dividend Announcement on the Stock Prices of Indian Companies: an Empirical Evidence. *ELK Asia Pacific Journals Journals of Finance and Risk Management*, 5(2), 2349–2325. <https://www.researchgate.net/publication/316432946>
- Pramesti, I. F., & Setiary, E. (2020). Pengaruh Corporate Social Responsibility, Bisnis Keluarga, Kepemilikan Manajerial, Dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Conference on Economic and Business Innovation*, 19(11), 3–16. <https://jurnal.widyagama.ac.id/index.php/cebi/article/view/124>
- Pribadi, F., & Abilawa, A. (2022). Analysis of the Eid Al-Fitr Holiday Anomaly on Abnormal Return and Trading Volume Activity: Case Study of Jakarta Islamic Index During 2017-2020. *Journal of Accounting and Investment*, 23(1). <https://doi.org/10.18196/jai.v23i1.12894>
- Rahayu, A., & Agustina, R. (2022). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan dan Volume Perdagangan Saham (Studi pada Perusahaan Pertambangan Minyak dan Gas Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2019). *JFAS: Journal of Finance and Accounting Studies*, 4(2), 90–96. <https://doi.org/10.33752/jfas.v4i2.5579>
- Setiasri, R., & Rinofah, R. (2017). Pengaruh Ramadhan Terhadap Return Dan Volume Perdagangan Saham Pada Jakarta Islamic Index (Jii). *Manajemen Dewantara*, 1(1), 101–109. <https://doi.org/10.26460/md.v1i1.51>
- Talumewo, C. Y., Rate, P. Van, & Untu, V. N. (2021). Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah Pengumuman Pemberlakuan New Normal (Event Study pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal EMBA : Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 9(4), 1466–1475. <https://doi.org/10.35794/emba.v9i4.36181>
- Tandelilin, E. (2017). Pasar Modal Manajemen Portofolio & Investasi. Depok: PT. Kanisius.
- Widiyarti, E. T., Wahyudi, S., & Hersugondo, H. (2021). Map of changes in abnormal return and trading volume activity: Reviewing the effect of ramadhan in indonesia. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(5), 1093–1102. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2021.090519>
- Yusnita, R. R., & Ritonga, A. (2022). Between Ramadhan Effect Vs Covid-19 Pandemic. *International Journal of Business and Management Invention*, 11(10), 29–36. <https://doi.org/10.35629/8028-11102936>