

PENGUJIAN *OVERREACTION* DI BULAN RAMADAN PADA BURSA EFEK NEGARA-NEGARA DENGAN MAYORITAS PENDUDUK PEMELUK AGAMA ISLAM

Den Mualim

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya (UBAYA)

Abstract: This study is intended to investigate Ramadan and its effect of stocks abnormal return in five most populous Muslim countries which are Indonesia, Malaysia, Turkey, Pakistan and Egypt. The observation is using full year of Islamic calendar which divided into two periods. First, Ramadan month and the second one is 14 working days after Eid Al-Fitr ends. To test the hypothesis, 165 companies which listed in five countries Stock Exchange will be selected for 1434 Hijriah to 1436 Hijriah period. This study is using Cummulative Average Return (CAR) to select winner and loser stocks for each country. Findings in this study show that Ramadan does have a relationship effect between calendar event and abnormal return in a few countries. It is also proven that loser stocks will overcome winner stocks average abnormal return lately of the observation.

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi Ramadhan dan pengaruhnya terhadap abnormal return saham di lima negara Muslim yang dengan populasi tertinggi, antara lain Indonesia, Malaysia, Turki, Pakistan dan Mesir. Pengamatan ini menggunakan kalender Islam yang dibagi menjadi dua periode. Pertama, bulan Ramadhan dan yang kedua adalah 14 hari kerja setelah hari raya Idul Fitri. Untuk menguji hipotesis, 165 perusahaan yang terdaftar di lima negara Bursa Efek akan dipilih untuk penelitian dari 1434 Hijriah hingga tahun 1436 Hijriah. Penelitian ini menggunakan Cummulative Average Return (CAR) untuk memilih saham *winner* dan *loser* untuk masing-masing negara. Temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Ramadhan memang memiliki efek hubungan antara suatu perayaan dan abnormal return di beberapa negara. Hal ini juga membuktikan bahwa saham loser akan mengungguli saham winner rata abnormal return akhir-akhir ini dari pengamatan.

Keywords: Overreaction Hypothesis, Calendar Effect, Efficient Market Hypothesis, Abnormal Return

PENDAHULUAN

Agama Islam merupakan salah satu agama yang mempengaruhi perilaku penganutnya, termasuk aktivitas ekonomi. Dalam agama Islam, terdapat hukum yang berlaku sebagai batasan perilaku, yang dikenal dengan hukum Syariah. Dengan menganut hukum Syariah, seseorang dapat menjalani kehidupan sesuai dengan aturan dan nilai-nilai agama Islam. Dua batasan aturan yang ada dalam keuangan Syariah adalah Riba dan Haram. Gagasan pembayaran bunga dalam perbankan konvensional tidak diperbolehkan dalam hukum syariah, karena dianggap riba dan karena itu dianggap tidak adil. Hal ini membedakan keuangan Islam dari keuangan Barat yang sebagian besar didasarkan pada prinsip-prinsip bunga, utang dan transfer risiko. Sedangkan seorang Muslim tidak bisa berinvestasi dalam apa pun yang dianggap melanggar hukum atau dilarang menurut hukum Islam konvensional, misalnya setiap bisnis yang memiliki keterkaitan dengan babi, alkohol, tembakau, pornografi, prostitusi, perjudian, persenjataan dan berbagai bentuk hiburan yang bertentangan dengan Islam nilai-nilai. Selain itu, karena adanya larangan riba, Muslim tidak bisa berinvestasi di sebagian besar bisnis yang beroperasi pada pembayaran bunga seperti bank besar Barat dan penyedia hipotek¹.

Dalam persebaran agama Islam, saat ini pemeluk agama Islam di seluruh dunia pada tahun 2010, menduduki peringkat kedua terbanyak setelah agama Kristiani yang mencapai 1.5 miliar orang atau setara dengan 23.2% dari seluruh populasi. Diperkirakan pada tahun 2050, jumlah pemeluk agama Islam akan mencapai 2.7 miliar orang dan semakin mendekati pemeluk agama Kristiani². Negara-negara dengan pemeluk agama Islam terbanyak di dunia yaitu antara lain Indonesia (206 juta orang), Pakistan (180 juta orang), India (160 juta orang), Iran (73 juta orang), Mesir (70 juta orang) dan penyebaran ini berada di Timur Tengah, Indonesia, dan benua Afrika bagian utara.

Peningkatan konsumsi masyarakat yang meningkat terutama di makanan, minuman, pakaian dan barang-barang konsumsi lainnya merupakan tradisi yang sudah dilakukan turun temurun. Aktifitas yang terlihat hanya terjadi setahun sekali ini sangat berpengaruh untuk menggerakkan roda perekonomian di negara-negara yang sedang menjalankan ibadah ini. Tidak terkecuali juga pada pasar keuangan pada bursa-bursa saham yang diperdagangkan. Bialkowski, Etebari dan Wisniewski meneliti bahwa ada pengaruh yang positif yang dirasakan. Seluruh negara yang diteliti, dikategorikan menjadi

¹ Islamic Investment Network. 2016. Sharia Law basic concept. <http://islamicinvestmentnetwork.com/sharialaw.php> (diunduh pada tanggal 12 Februari 2016, pk 10.40).

² PewResearchCenter. 2015. The Future of World Religions: Population Growth Projections, 2010-2050. <http://www.pewforum.org/2015/04/02/religious-projections-2010-2050/> (diunduh pada tanggal 12 Februari 2016, pk 10.45).

kategori A (14 negara dengan mayoritas pemeluk agama Islam tertinggi), B (14 negara yang mempunyai proporsi pemeluk Islam 5 hingga 50%), dan C (39 negara dengan proporsi pemeluk Islam di bawah 5%). Ditemukan bahwa dari ketiga kategori negara tersebut, return yang diperoleh selama bulan suci tersebut mencapai 5.94%, 1.7% dan 3.01% secara respektif. Sedangkan volatilitas pada bulan tersebut berkurang sebesar 5.64% secara rata-rata, seperti negara Arab Saudi, Uni Emirat Arab dan Kuwait dengan margin lebih dari 10%³. Penelitian serupa juga dilakukan pada bursa efek Pakistan. Penelitian mengenai pengaruh bulan Ramadan ini dilakukan menggunakan periode penelitian pada tahun 1995 hingga tahun 2011 dan ditemukan bahwa Ramadan memiliki rata-rata return sebesar 0.125% per hari. Nilai ini merupakan nilai tertinggi apabila dibandingkan dengan bulan-bulan Islam yang lain.⁴

Selain hari-hari di bulan Ramadan, banyak dari umat Muslim juga melakukan puasa untuk merayakan hari raya Asyura. Hari ini merupakan hari ke 10 dari bulan Muharram, yang biasa juga dirayakan baik umat Muslim Sunni ataupun Syiah. Namun umat Muslim tidak berpuasa pada tanggal 10 saja, namun dimulai dari tanggal 1 hingga 10 Muharram. Hari Asyura ini mempunyai arti yang berbeda bagi Sunni dan Syiah. Bagi umat Sunni merupakan hari yang penuh keutamaan dan kesyukuran, sedangkan umat Syiah memandangnya sebagai hari berduka dan refleksi diri atas gugurnya Imam Husein cucu dari nabi Muhammad di pertempuran Karbala⁵. Kedua perayaan yang diwarnai dengan puasa ini memberikan atmosfir tersendiri, dimana hal itu terefleksikan melalui tingkat return antara hari-hari di bulan Ramadan dan Asyura. Tingkat return di bulan Ramadan mempunyai kenaikan return secara berkala mendekati hari raya Idul Fitri. Tingkat return pada hari 1-10, 11-20, 21-30 adalah 0.07%, 0.14% dan 0.24%. Pada hari ke 27 di bulan Ramadan, mencapai tingkat return tertinggi yaitu 0.46%. Sedangkan di hari Asyura, terjadi return negative sebesar -0.17%⁶. Adanya pengaruh hari-hari keagamaan terhadap psikologis masyarakat di suatu negara ini terlihat pada return yang diperoleh selama hari-hari tersebut. Nilai yang dapat diambil dari hasil penelitian ini adalah investor dapat memprediksi momen-momen investasi yang tepat yang bertujuan untuk dapat meraih

³ Jedrej Bialkowski, et al. 2011. Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*, hal.841-842.

⁴ Halari, Anwar, et al. 2015. Islamic calendar anomalies: Evidence from Pakistani firm-level data. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 58, hal 64-73, diakses pada tanggal 12 Februari 2016, pukul 11.16.

⁵ Mohammad Al-Ississ. 2010. *The Impact of Religious Experience on Financial Markets*. Harvard University, hal. 6.

⁶ Ibid, hal. 14.

return abnormal pada bulan Ramadan dan setelah hari raya Idul Fitri di negara-negara yang mayoritas penduduknya menganut agama Islam.

KAJIAN PUSTAKA

Dalam teori keuangan standar, pasar keuangan anomali berarti situasi di mana kinerja saham atau kelompok saham menyimpang dari asumsi hipotesis pasar yang efisien. Gerakan tersebut atau peristiwa yang tidak dapat dijelaskan dengan menggunakan hipotesis pasar efisien disebut *anomaly*⁷. Anomali yang sering terjadi dalam pasar adalah anomali kalender. Anomali ini terjadi secara siklus, dimana dapat terjadi pada saat tertentu dalam kalender tertentu, seperti halnya kalender Gregorian ataupun kalender Islam. Beberapa anomali kalender yang umum antara lain *January effect*, *Chinese Lunar New Year Effect*, *Weekend effect*, *Holiday effect*, *Halloween effect*.

Efek Januari adalah anomali yang terjadi secara musiman di pasar keuangan di mana harga sekuritas meningkat di bulan Januari lebih dari pada bulan-bulan lainnya. Anomali ini dibuktikan oleh penelitian *overreaction*, dimana *return* yang didapatkan selama bulan Januari adalah *return* yang tinggi yang ditunjukkan oleh saham losers. Efek kalender ini kerap dimanfaatkan investor untuk membeli saham yang lebih murah pada bulan November hingga Desember dan dijual kembali pada bulan Januari setelah harga meningkat. Hal ini terjadi disebabkan karena banyak dari investor yang menjual saham mereka dalam keadaan rugi, sehingga dapat mengurangi pajak pendapatan. Sehingga pada bulan Januari, investor tersebut membeli kembali saham-saham yang sudah mereka jual dan berimplikasi pada kenaikan harga saham.

Serupa dengan efek Januari, lebih spesifik lagi *holiday effect* terjadi pula pada perayaan tahun baru China. *Return* yang tinggi juga terjadi di akhir tahun baru China⁸. Penelitian tersebut menyebutkan bahwa pasar saham di China dipenuhi dengan investor ritel dengan investasi yang irasional, dimana setiap investor lebih mengejar keuntungan jangka pendek dan mengabaikan keuntungan jangka panjang. Pada hari libur tahun baru tersebut, ada hari libur nasional yang terjadi selama lebih kurang 9 hari. Melihat hari libur yang panjang, banyak investor melakukan transaksi. Dalam tradisi China,

⁷ Investopedia. 2011. Making Sense Of Market Anomalies. <http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/market-anomaly-efficient-market.asp> (diunduh pada tanggal 24 April 2016, pk 08.40)

⁸ Tian Yuan dan Gupta. 2014. Chinese Lunar New Year effect in Asian stock markets, 1999–2012. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. hal 534-534.

pada hari libur tersebut setiap orang yang sudah menikah akan memberikan *Ang Pao* (Amplop Merah) bagi keluarganya yang belum menikah. *Ang Pao* ini adalah simbol dari energi, kebahagiaan, keberuntungan dan menjauhkan seseorang dari roh-roh jahat⁹. Anomali ini dapat dimanfaatkan oleh investor untuk mendapatkan return yang tinggi, dimana *hold & sell* saham dapat dilakukan pada hari-hari terakhir menjelang hari libur tahun baru China.

Weekend effect adalah anomali yang menunjukkan adanya perbedaan hari perdagangan berpengaruh terhadap pola return saham dalam satu minggu (Alteza, 2007). Maka calendar anomaly ini merupakan salah satu bentuk penyimpangan konsep pasar efisien, dimana seharusnya return harian rata-rata yang diperoleh suatu saham adalah sama dan tidak berbeda signifikan pada hari perdagangan lainnya. Anomali *weekend effect* dijumpai hampir di semua pasar modal di dunia. Variasi anomali ini dikenal antara lain adalah *Monday effect* atau *days of the week effect*. Fenomena *weekend effect* merupakan bagian dari pengujian prediktabilitas return memakai pola seasonality yang memperlihatkan adanya return saham yang lebih tinggi atau lebih rendah pada periode tertentu. Dari beragam penelitian di berbagai pasar modal secara umum ditemukan apabila return saham hari Senin cenderung lebih rendah dibanding hari lainnya sementara return hari Jumat cenderung lebih tinggi.

Penelitian oleh Hirshleifer dan Shumway (2003) juga mempelajari suasana hati investor dengan meneliti hari-hari yang cerah atau hari-hari yang diikuti suasana hati yang baik, salah satu dicontohkan dengan hari libur atau dikenal dengan *holiday effect*. Dengan mengamati perilaku investor, mereka menyimpulkan bahwa investor akan mendapatkan keuntungan dari perdagangan di hari yang cerah. Namun, setelah mengontrol variabel lain dan termasuk biaya transaksi, temuan mereka dirasa kurang meyakinkan mengenai dimana investasi berbasis sinar matahari akan menguntungkan. Penelitian tersebut memberikan bukti bahwa investor terpengaruh pada suasana hati baik secara sadar dan di bawah sadar ketika membuat keputusan investasi. Yuan et al. (2006) mempelajari fase lunar dan hasil pasar saham dan menemukan bahwa ada penurunan pengembalian 3-5 persen per tahun pada jendela tujuh hari di sekitar bulan purnama, sebagai lawan hari sekitar bulan baru.

Halloween effect merupakan salah satu anomaly yang terjadi dalam jangka waktu 6 bulan, dimana return yang didapatkan selama bulan November hingga bulan April relative lebih besar

⁹ China Highlights. 2016. Chinese Red Envelopes/Packets (Hongbao) - Amount, Symbols and How to Give. <http://www.chinahighlights.com/travelguide/festivals/red-envelop.htm> (diunduh pada tanggal 24 April 2016, pk 08.45).

dibandingkan return di bulan yang lain¹⁰. Pada umumnya, investor membeli saham ini di bulan Oktober, di dekat tanggal Halloween, kemudian investor melakukan hold sampai dengan akhir bulan April dan dijual pada tanggal 1 Mei. Oleh karena itu, banyak investor yang mengenal *Halloween effect* ini sebagai efek “jual di bulan Mei”. Bouman and Jacobsen melakukan penelitian pada 37 negara dari seluruh dunia dan hasil penelitian mengatakan bahwa efek ini masih terjadi di hampir seluruh negara, namun efeknya lebih menonjol pada negara-negara di Eropa. Penelitian yang serupa juga dilakukan, yang menganalisa lebih dari 300 tahun data pada pasar Inggris¹¹. Peneliti mengatakan bahwa efek ini masih terjadi di pasar Inggris, dimana return yang didapatkan selama musim dingin (bulan Desember hingga Februari) lebih tinggi dibandingkan musim panas (bulan Juni hingga Agustus).

DESAIN PENELITIAN

Penelitian ini merupakan *basic research* dengan menggunakan metode konklusif-deskriptif-komparatif. Melihat pertumbuhan pemeluk agama Islam yang meningkat pesat, penelitian ini menggunakan 4 regional dengan jumlah penduduk pemeluk agama Islam yang tinggi, yaitu Asia Tenggara, Eropa Timur, Timur Tengah, dan Afrika. Dari ketiga regional tersebut, lima negara yang diambil untuk dijadikan objek penelitian yaitu Indonesia, Malaysia, Mesir, Pakistan, Turki. Selain itu dipertimbangkan juga tingkat GDP dari setiap negara untuk melihat keadaan ekonomi suatu negara. Melalui pemilihan negara-negara tersebut, akan dipilih 5 saham *winner*s dan 5 saham *loser*s dari setiap indeks utama dari setiap negara. Indeks-indeks tersebut adalah LQ45 (Indonesia), KLSE30 (Malaysia), EGX30 (Mesir), KSE30 (Pakistan), BIST30 (Turki). Dengan menggunakan beberapa objek, maka penelitian ini akan memberikan gambaran mengenai bulan Ramadan secara komprehensif yang bersifat kuantitatif sehingga harapan di masa yang akan datang hasil temuan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi yang tepat.

Target populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5 saham *winner*s dan 5 saham *loser*s pada setiap indeks. Penentuan 5 saham *winner*s dan 5 saham *loser*s adalah berdasarkan 5 *Cumulative Average Return* (CAR) terbesar dan terkecil dari kelompok saham yang tercatat pada

¹⁰ Dinesh Jaisinghani. 2016. An empirical test of calendar anomalies for the Indian securities Markets. *South Asian Journal of Global Business Research*. Vol. 5 hal. 53 - 84

¹¹ Jacobsen, B. dan Zhang, C.Y. 2012. The Halloween indicator: everywhere and all the time. *Social Science Research Network*. Hal.1-33

masing-masing grup. Periode penelitian dalam penelitian ini terbagi atas dua bagian, yaitu periode estimasi dan periode pengamatan. Setiap tahun pada tahun 1434 hingga 1436 Hijriah mempunyai periode estimasi dan pengamatan masing-masing. Periode estimasi ini digunakan sebagai dasar penentuan 5 saham *winner*s dan 5 saham *loser*s di setiap tahun dimana data yang akan digunakan adalah data 1 tahun sebelum bulan Ramadan 1434 hingga Ramadan 1436. Sedangkan data yang digunakan untuk periode pengamatan adalah data selama bulan Ramadan di tahun 1434-1436 Hijriah¹² dan 14 hari kerja setelah hari raya Idul Fitri pada masing-masing negara¹³. Operasional variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *actual return*, *expected return* dan *abnormal return*. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa data *time series* harga saham harian. Data historis harga saham diperoleh dari www.finance.yahoo.com dan www.investing.com.

Pada penelitian ini, metode pengolahan data yang digunakan antara lain adalah sebagai berikut:

Analisis Statistik Deskriptif

Terdapat berbagai macam alat analisis yang digunakan dalam statistik deskriptif ini. Penelitian ini akan menggunakan *mean*, *min*, *standard deviation*, *min* dan *max* untuk menggambarkan variabel penelitian.

Uji Normalitas dengan Kolmogorov Smirnov

Uji Kolmogorov-Smirnov merupakan salah satu uji normalitas yang sering digunakan karena kemudahan dan reliabilitasnya dibandingkan dengan P-P plot. Nilai signifikansi yang digunakan pada uji ini adalah 5. Apabila nilai signifikansi diatas dari standar error sebesar 5% maka dapat dikatakan bahwa data dari suatu variabel memiliki distribusi yang normal. Data-data yang tidak mencapai nilai 5% dapat diasumsikan mempunyai populasi yang terdistribusi secara normal dimana jumlah populasi tersebut harus memiliki jumlah minimum 30¹⁴.

Uji Beda dari 0

Pada pengujian ini rata-rata *abnormal return* harian akan dibandingkan secara signifikan dengan nilai 0. Bila hipotesis nol diterima maka tidak ada perbedaan signifikan *abnormal return* rata-rata dengan nol sehingga tidak terdapat *abnormal return*. Sebaliknya jika hipotesis nol ditolak maka terdapat

¹² Islamic Finder. 2016. Date of Ramadan. <http://www.islamicfinder.org/index.php>, diunduh tanggal 4 Juli 2016, pk 21.34.

¹³ Time and Date. 2016. Public Holidays. <http://www.timeanddate.com/>, diunduh tanggal 4 Juli 2016, pk 21.35

¹⁴ Gujarati, D. N., dan D. C. Porter. 2008. *Basic Econometrics*, 5th ed. McGraw-Hill: New York, USA

perbedaan signifikan *abnormal return* rata-rata dengan nol sehingga terdapat *abnormal return*. Signifikansi yang digunakan adalah 5%.

Uji Independent Sample T-Test

Uji *independent sample t-test* digunakan untuk melihat apakah ada perbedaan yang signifikan dari rata-rata *abnormal return* antar grup *winner*s dan grup *loser*s. Bila hipotesis nol diterima maka tidak ada perbedaan signifikan atas rata-rata *abnormal return* suatu sampel dengan sampel yang lain. Sebaliknya jika hipotesis nol ditolak maka terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* rata-rata suatu sampel dengan sampel lainnya. Signifikansi yang digunakan pada pengujian ini adalah 5%.

HASIL PENELITIAN

Perhitungan ini diawali dengan menghitung *actual return* pada setiap saham pada setiap indeks. *Actual return* ini dihitung untuk menentukan *Cumulative Average Return* (CAR), sehingga saham-saham *winner*s dan *loser*s dapat digunakan sebagai objek penelitian. Dengan menggunakan metode *market return*, saham-saham *winner*s dan *loser*s tersebut akan diperhitungkan alfa dan beta yang diperlukan untuk regresi linier untuk perhitungan *expected return* yang diperoleh dari nilai *market return*nya. Nilai *expected return* inilah yang akan dibandingkan dengan nilai *actual return* selama periode pengamatan untuk mencari nilai *abnormal return*nya. Berikut adalah rumus yang digunakan untuk perhitungannya:

$$\text{Actual Return} = \ln (\text{Harga saham hari ini} / \text{Harga saham kemarin})$$

$$\text{CAR} = \sum_r^p \text{Average Return}$$

$$\text{Expected Return} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m$$

$$\text{Abnormal Return} = \text{Actual Return} - \text{Expected Return}$$

Nilai *abnormal return* yang digunakan merupakan nilai rata-rata per grup. Sehingga nilai yang didapatkan dapat digeneralisasikan dan digunakan pada uji-uji dan didapatkan hasil yang lebih baik. Pengolahan data pada penelitian ini menggunakan alat bantu Microsoft Excel 2013 dan akan dilanjutkan menggunakan IBM SPSS versi ke 24 untuk analisis statistiknya.

Analisa Statistik Deskriptif

Statistika deskriptif ini digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel yang ada pada penelitian ini. Analisis yang digunakan dalam statistik deskriptif ini meliputi *range*, *mean*, *min*, *standard deviation*, *min* dan *max* untuk menggambarkan variabel penelitian. Pada Tabel 1 merupakan hasil analisa statistik deskriptif.

Tabel 1. Tabel Analisa Statistik Deskriptif

Tahun	Indeks	Type	N	Range	Minimum	Maximum	Rata-Rata	Standar Deviasi	Varians
1434H	LQ45	LOSER	31	0.0953	-0.0295	0.0658	0.0054	0.0208	0.0004
		WINNER	31	0.1460	-0.0696	0.0764	-0.0026	0.0302	0.0009
	KLSE30	LOSER	35	0.0125	-0.0046	0.0079	0.0010	0.0038	0.0000
		WINNER	35	0.0330	-0.0188	0.0142	-0.0018	0.0065	0.0000
	BIST30	LOSER	35	0.0382	-0.0255	0.0127	0.0024	0.0078	0.0001
		WINNER	35	0.0827	-0.0454	0.0373	-0.0065	0.0169	0.0003
	KSE30	LOSER	34	0.0383	-0.0193	0.0191	-0.0010	0.0094	0.0001
		WINNER	34	0.0802	-0.0498	0.0303	-0.0011	0.0172	0.0003
EGX30	LOSER	34	0.0766	-0.0236	0.0530	0.0069	0.0191	0.0004	
	WINNER	34	0.0698	-0.0275	0.0424	0.0015	0.0123	0.0002	
1435H	LQ45	LOSER	33	0.0435	-0.0146	0.0288	0.0041	0.0100	0.0001
		WINNER	33	0.0277	-0.0147	0.0129	-0.0009	0.0066	0.0000
	KLSE30	LOSER	33	0.0189	-0.0086	0.0103	0.0003	0.0044	0.0000
		WINNER	33	0.0153	-0.0088	0.0065	-0.0009	0.0036	0.0000
	BIST30	LOSER	34	0.0466	-0.0218	0.0248	0.0017	0.0094	0.0001
		WINNER	34	0.0368	-0.0170	0.0198	-0.0002	0.0097	0.0001
	KSE30	LOSER	34	0.0471	-0.0302	0.0170	0.0016	0.0081	0.0001
		WINNER	34	0.0424	-0.0198	0.0226	-0.0016	0.0099	0.0001
EGX30	LOSER	32	0.0466	-0.0159	0.0307	0.0015	0.0091	0.0001	
	WINNER	32	0.0305	-0.0194	0.0112	-0.0043	0.0090	0.0001	
1436H	LQ45	LOSER	34	0.1935	-0.0799	0.1135	-0.0003	0.0484	0.0023
		WINNER	34	0.0646	-0.0297	0.0349	0.0032	0.0180	0.0003
	KLSE30	LOSER	35	0.0260	-0.0096	0.0164	0.0011	0.0055	0.0000
		WINNER	35	0.0417	-0.0214	0.0202	-0.0007	0.0080	0.0001
	BIST30	LOSER	35	0.0245	-0.0100	0.0145	0.0001	0.0054	0.0000
		WINNER	35	0.0287	-0.0133	0.0154	0.0002	0.0065	0.0000
	KSE30	LOSER	35	0.0424	-0.0222	0.0203	-0.0013	0.0088	0.0001
		WINNER	35	0.0492	-0.0260	0.0231	-0.0015	0.0133	0.0002
EGX30	LOSER	37	0.0609	-0.0202	0.0407	0.0060	0.0126	0.0002	
	WINNER	37	0.0461	-0.0346	0.0115	-0.0020	0.0094	0.0001	

Dari penelitian yang menggunakan data sebanyak 31-35 tersebut dapat dilihat pada tahun 1434 Hijriah, range pada saham *winner* di indeks LQ45 mempunyai rentang yang paling lebar di antara yang lain, yaitu dengan nilai 14%. Nilai range tersebut juga didukung oleh nilai minimum terendah dan nilai maksimum pada LQ45, sebesar -6.9% pada saham *winner* dan 7.6% pada saham *winner* pula. Sedangkan untuk nilai rata-rata abnormal return tertinggi dicapai oleh Mesir oleh saham *loser*-nya dengan nilai 0.69% Pada tahun 1435 Hijriah, range terlebar yang diperoleh adalah sebesar 4.7% pada indeks KSE30 pada saham *loser*-nya. Sedangkan nilai minimum dan maksimum diperoleh sebesar -3% KSE30 pada saham *loser* dan 3% oleh EGX30 pada saham *loser*. Rata-rata yang diperoleh pada tahun ini dicapai dengan nilai 0.4% oleh saham *loser* LQ45. Pada tahun 1436 Hijriah, LQ45 dengan saham *loser* memperoleh range terlebar, yang juga diikuti dengan nilai minimum terendah dan maksimum tertinggi dari negara yang lain. Nilai tersebut adalah sebesar -7.9% dan 11.35%. Di tahun ketiga ini, range, nilai minimum dan maksimum terlihat terpola. Sedangkan nilai rata-rata abnormal returnnya diperoleh nilai tertinggi sebesar 0.6% oleh EGX30 dengan saham *loser*-nya.

Tabel 2 Tabel Alur Waktu Nilai Minimum dan Maksimum Abnormal Return

1434 H							
INDEKS	TIPE	MIN			MAX		
		Nilai	Tanggal	Periode	Nilai	Tanggal	Periode
LQ45	LOSER	-2.951%	27-Aug-13	H+12	6.578%	22-Aug-13	H+9
	WINNER	-6.956%	22-Aug-13	H+9	7.643%	10-Jul-13	H-16
KLSE30	LOSER	-0.456%	29-Aug-13	H+14	0.794%	27-Aug-13	H+12
	WINNER	-1.878%	27-Aug-13	H+12	1.423%	20-Aug-13	H+7
BIST30	LOSER	-2.552%	29-Aug-13	H+14	1.267%	26-Aug-13	H+11
	WINNER	-4.536%	27-Aug-13	H+12	3.732%	29-Aug-13	H+14
KSE30	LOSER	-1.926%	24-Jul-13	H-9	1.906%	29-Jul-13	H-6
	WINNER	-4.984%	29-Aug-13	H+13	3.034%	26-Aug-13	H+10
EGX30	LOSER	-2.361%	24-Jul-13	H-10	5.300%	20-Aug-13	H+6
	WINNER	-2.745%	24-Jul-13	H-10	4.236%	28-Jul-13	H-8

1435 H							
INDEKS	TIPE	MIN			MAX		
		Nilai	Tanggal	Periode	Nilai	Tanggal	Periode
LQ45	LOSER	-1.462%	21-Aug-14	H+14	2.885%	4-Aug-14	H+1
	WINNER	-1.471%	2-Jul-14	H-16	1.295%	10-Jul-14	H-11
KLSE30	LOSER	-0.863%	22-Jul-14	H-3	1.030%	4-Aug-14	H+4
	WINNER	-0.879%	8-Aug-14	H+8	0.651%	22-Jul-14	H-3
BIST30	LOSER	-2.179%	24-Jul-14	H-1	2.478%	30-Jun-14	H-19
	WINNER	-1.700%	7-Jul-14	H-14	1.982%	2-Jul-14	H-17
KSE30	LOSER	-3.016%	11-Aug-14	H+6	1.696%	12-Aug-14	H+7
	WINNER	-1.979%	30-Jun-14	H-19	2.257%	20-Aug-14	H+12
EGX30	LOSER	-1.589%	31-Jul-14	H+1	3.068%	9-Jul-14	H-11
	WINNER	-1.936%	24-Jul-14	H-1	1.118%	27-Jul-14	H-0

1436 H							
INDEKS	TIPE	MIN			MAX		
		Nilai	Tanggal	Periode	Nilai	Tanggal	Periode
LQ45	LOSER	-7.994%	10-Aug-15	H+14	11.351%	5-Aug-15	H+11
	WINNER	-2.969%	22-Jun-15	H-17	3.486%	2-Jul-15	H-9
KLSE30	LOSER	-0.959%	8-Jul-15	H-6	1.641%	6-Aug-15	H+14
	WINNER	-2.142%	25-Jun-15	H-15	2.024%	1-Jul-15	H-11
BIST30	LOSER	-1.000%	22-Jul-15	H+3	1.453%	14-Jul-15	H-2
	WINNER	-1.334%	23-Jul-15	H+4	1.535%	20-Jul-15	H+1
KSE30	LOSER	-2.216%	14-Jul-15	H-2	2.028%	30-Jul-15	H+7
	WINNER	-2.605%	25-Jun-15	H-15	2.313%	23-Jun-15	H-17
EGX30	LOSER	-2.022%	21-Jul-15	H+1	4.067%	26-Jul-15	H+3
	WINNER	-3.459%	5-Jul-15	H-9	1.147%	21-Jul-15	H+1

Dari Tabel 2 dapat kita lihat bahwa nilai minimum dan maksimum bisa terjadi di hari manapun. Namun terdapat fakta bahwa ada beberapa saham *winner* dan *loser* terjadi nilai minimum terlebih dahulu lalu diikuti dengan nilai maksimumnya. Sebagai contoh adalah pada tahun 1435 Hijriah, pada indeks LQ45 *winner* terjadi nilai minimum abnormal return pada H-16 hingga mencapai nilai maksimum pada H-11. Sehingga dari perolehan data tersebut dapat disimpulkan ada jeda 5 hari dimana hal ini bisa digunakan untuk penerapan strategi beli saham ketika nilai minimum dan dijual pada nilai maksimum. perhitungan tersebut akan disajikan secara lebih sederhana pada Tabel 5.2.

Tabel 3. Tabel Jeda Hari pada Nilai Maksimum dan Minimum

TAHUN	LQ45		KLSE30		BIST30		KSE30		EGX30	
	L	W	L	W	L	W	L	W	L	W
1434H	-3	-25	-2	-5	-3	2	3	-3	16	2
1435H	-13	5	7	-11	-20	-3	1	31	-12	1
1436H	-3	8	20	4	-5	-3	9	-2	2	10

**Selisih hari diperoleh dari pengurangan tanggal maks dengan tanggal min*

Dapat dilihat pada Tabel 3, bahwa warna hijau menunjukkan nilai minimum telah mencapai titik terendahnya selama X hari yang kemudian dilanjutkan dengan titik maksimumnya. Terlebih lagi, strategi beli jual ini dapat diperlengkap dengan adanya estimasi rentang hari yang diperoleh dari trend yang sedang terjadi. Obyek-obyek yang dapat diestimasi ini antara lain adalah LQ45 *winner*, KLSE30 *loser*, dan EGX30 *winner*.

Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov

Pengujian ini akan menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov dengan menggunakan alfa sebesar 5%. H_0 akan diterima apabila nilai pengujian normalitas ini lebih besar dari alfanya yaitu 5%,

maka dapat diartikan bahwa abnormal return yang diteliti mempunyai populasi yang terdistribusi normal. Adapun hasil uji normalitas dari saham-saham winner dan loser selama periode pengamatan adalah sebagai berikut.

Tabel 4 Nilai Tes Statistik Normalitas Kolmogorov-Smirnov

INDEKS	TIPE	TAHUN		
		1434H	1435H	1436H
LQ45	LOSER	0.017	0.200	0.200
	WINNER	0.200	0.200	0.200
KLSE30	LOSER	0.192	0.200	0.200
	WINNER	0.200	0.084	0.200
BIST30	LOSER	0.083	0.200	0.059
	WINNER	0.189	0.200	0.093
KSE30	LOSER	0.200	0.008	0.104
	WINNER	0.167	0.200	0.200
EGX30	LOSER	0.200	0.200	0.200
	WINNER	0.156	0.200	0.120

Dari hasil tersebut dapat dilihat bahwa hampir secara menyeluruh data mempunyai persebaran data yang normal. Pada tabel ditandai dengan warna hijau. Namun terdapat 2 data yang tidak terdistribusi secara normal, antara lain pada LQ45 saham loser di tahun 1434 Hijriah dan pada indeks KSE30 saham loser di tahun 1435. Menurut Gujarati dan Porter (2008, 99) variabel dengan jumlah data yang besar atau minimum 30 populasi dapat diasumsikan bahwa penyebaran datanya bersifat normal, sehingga pada dua data tersebut dapat diasumsikan juga bersifat normal.

Uji Beda dari 0

Uji ini dilakukan untuk mengetahui seberapa signifikan *abnormal return* kelompok saham *winners* dan *losers* per periode selama periode pengamatan dengan nilai nol. Besarnya nilai alfa yang ditetapkan dalam uji dari dengan 0 ini adalah sebesar 5%. Pada Tabel 5 terlampir hasil uji dengan 0 yang ada pada setiap indeks. Dari uji tersebut dapat disimpulkan bahwa abnormal return yang signifikan secara mayoritas tidak terjadi. Namun ada beberapa negara yang mengalami abnormal return di antaranya adalah Indonesia, Turki dan Mesir. Untuk negara Indonesia dan Turki, abnormal return tidak terjadi di sepanjang tahun pengamatan namun terjadi di tahun 1435 Hijriah dan tahun 1434 Hijriah saja secara respektif. Sedangkan untuk negara Mesir, abnormal return terjadi dengan signifikan dan konsisten dari 3 tahun secara berturut-turut.

Tabel 5 Tabel Uji Beda dari 0

INDEKS	TIPE	1434H		1435H		1436H	
		Mean	Sig. (2-tailed)	Mean	Sig. (2-tailed)	Mean	Sig. (2-tailed)
LQ45	LOSER	0.0054228	0.158	0.0040983	0.024	-0.0002835	0.973
	WINNER	-0.0025987	0.635	-0.0009253	0.427	0.0032447	0.302
KLSE30	LOSER	0.0010473	0.114	0.0002859	0.713	0.0010544	0.268
	WINNER	-0.0018381	0.101	-0.0009474	0.143	-0.0006722	0.621
BIST30	LOSER	0.0024344	0.074	0.0016818	0.306	0.0001403	0.879
	WINNER	-0.0065026	0.029	-0.0002238	0.894	0.0001644	0.881
KSE30	LOSER	-0.0009752	0.551	0.0015651	0.269	-0.0012964	0.388
	WINNER	-0.0011122	0.709	-0.0015878	0.359	-0.0014538	0.522
EGX30	LOSER	0.0068647	0.044	0.0014913	0.361	0.0059889	0.006
	WINNER	0.0014930	0.483	-0.0042815	0.011	-0.0020304	0.197

Uji Independent Sample T-Test

Uji *independent sample T-test* ini digunakan untuk menguji apakah ada perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan pada grup *winner* dan grup *loser* yang dibandingkan pada masing-masing indeks. Alfa yang digunakan dalam uji ini adalah 5%, sehingga apabila nilai yang diperoleh lebih besar dari nilai alfa maka hipotesis 0 diterima. Begitu pula sebaliknya apabila nilai yang diperoleh lebih kecil dari 5%, maka hipotesis 0 ditolak. Adapun hasil dari pengujian ini ditunjukkan pada Tabel 6.

Tabel 6 Tabel *Independent Sample T-Test*

Indeks	Sig. (2-tailed)		
	1434H	1435H	1436H
LQ45	0.228	0.019	0.692
KLSE30	0.026	0.221	0.296
BIST30	0.006	0.415	0.987
KSE30	0.968	0.157	0.954
EGX30	0.172	0.013	0.003

Dari hasil yang disajikan, warna hijau menunjukkan bahwa beberapa periode dalam objek penelitian tersebut mempunyai perbedaan abnormal return yang signifikan. Uji ini menguatkan pada pengujian beda dari 0 yang sebelumnya telah dilakukan. Sebagai contoh pada negara Indonesia, Turki dan Mesir (1435 dan 1436 Hijriah) mempunyai signifikansi yang serupa. Sedangkan ada signifikansi yang sedikit berbeda dengan tes sebelumnya, yaitu signifikansi pada Malaysia (1434 Hijriah) dan tidak adanya perbedaan pada negara Mesir (1434 Hijriah). Sedangkan untuk negara Pakistan, uji ini tidak membuktikan bahwa ada abnormal return yang signifikan antara *winner* dan *loser*.

Hasil Perbandingan Abnormal Return Saham *Winner* dan *Loser*

Dapat dilihat bahwa kecenderungan pada grup *loser* mempunyai pergerakan *uptrend* dan pergerakan pada grup *winner* mempunyai tendensi untuk *downtrend*. Sehingga mayoritas dari pergerakan abnormal return dari grup *loser* secara perlahan mengalahkan abnormal return dari grup *winner*. Namun ada kalanya tidak semua *loser* mengungguli *winner*, seperti contohnya pada grafik LQ45 tahun 1436H, BIST30 tahun 1436H dan KSE30 tahun 1434H. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian yang dilakukan oleh De-Bondt dan Thaler menjadi pembuktian bahwa *overreaction* juga terjadi pada event yang terjadi pada bulan Ramadan ini. Grafis tersebut juga menunjukkan bahwa tidak semua pergerakan grup *winner* bersimpangan dengan *loser*. Pergerakan saham bergerak *sideways*, dimana grup *loser* tetap mengungguli *winner* dari awal periode pengamatan hingga akhir.

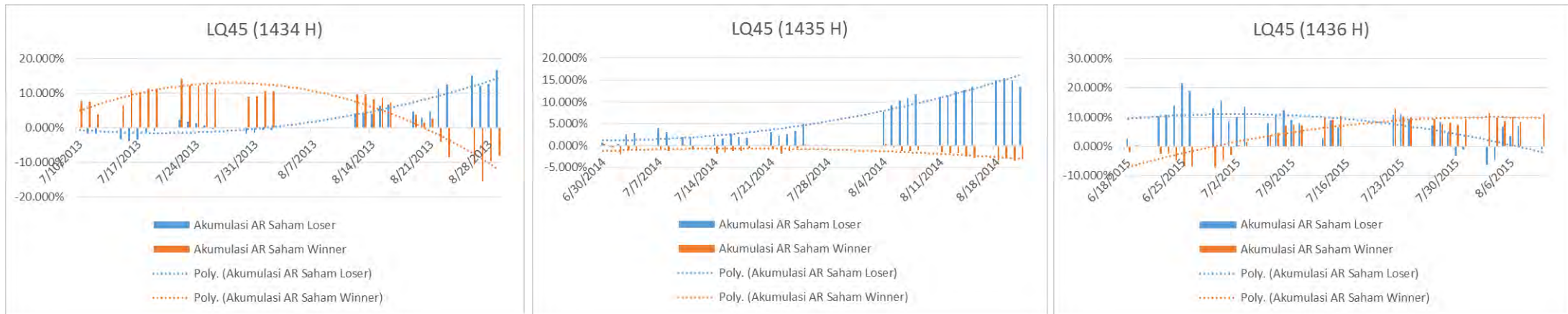
Nilai rata-rata abnormal return per hari yang telah diperoleh tersebut kemudian diproses lagi dengan dirata-rata kembali menjadi per tahun. Nilai tersebut dapat dilihat pada Tabel 5.3.

Tabel 7 Tabel Rata-Rata Abnormal Return per Tahun

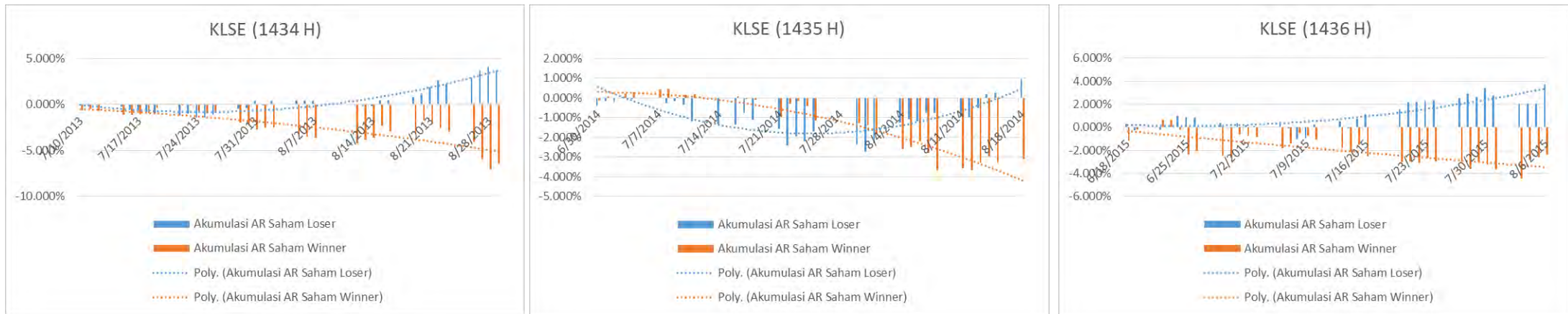
INDEKS	TAHUN	LOSER	WINNER
LQ45	1434H	0.5423%	-0.2599%
	1435H	0.4983%	-0.0965%
	1436H	-0.0284%	0.3245%
KLSE30	1434H	0.1047%	-0.1838%
	1435H	0.0286%	-0.0947%
	1436H	0.1054%	-0.0672%
BIST30	1434H	0.2434%	-0.6503%
	1435H	0.1682%	-0.0224%
	1436H	0.0140%	0.0164%
KSE30	1434H	-0.0975%	-0.1112%
	1435H	0.1565%	-0.1588%
	1436H	-0.1296%	-0.1454%
EGX30	1434H	0.6865%	0.1493%
	1435H	0.1491%	-0.4282%
	1436H	0.6304%	-0.1668%

Warna hijau pada tabel tersebut menunjukkan pada periode pengamatan bahwa nilai grup *loser* secara rata-rata mengungguli grup *winner*. Dalam pengamatan ini tidak sepenuhnya grup *loser* mengungguli *winner*. Warna jingga menunjukkan bahwa grup *winner* juga memperoleh abnormal return yang lebih tinggi pada periode pengamatan.

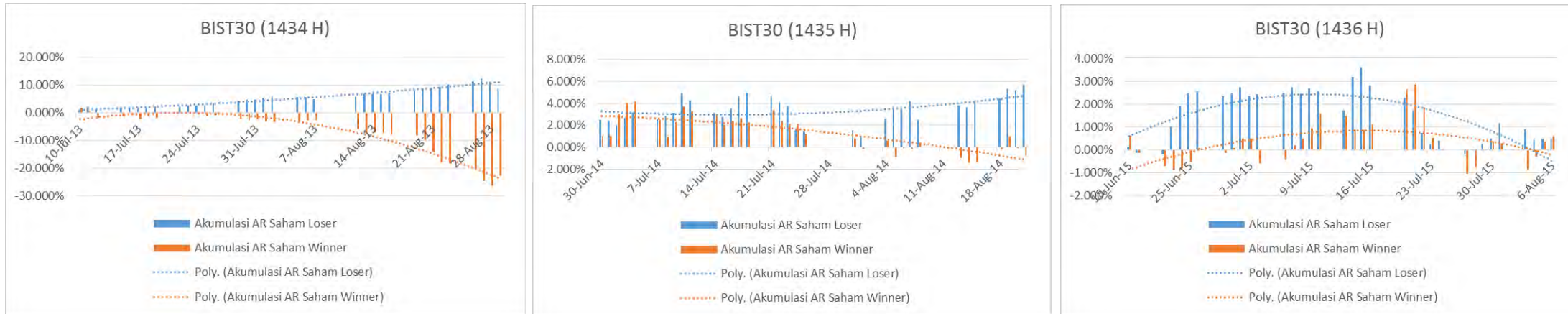
Gambar 1 Tren Abnormal Return *Winner* dan *Loser* LQ45



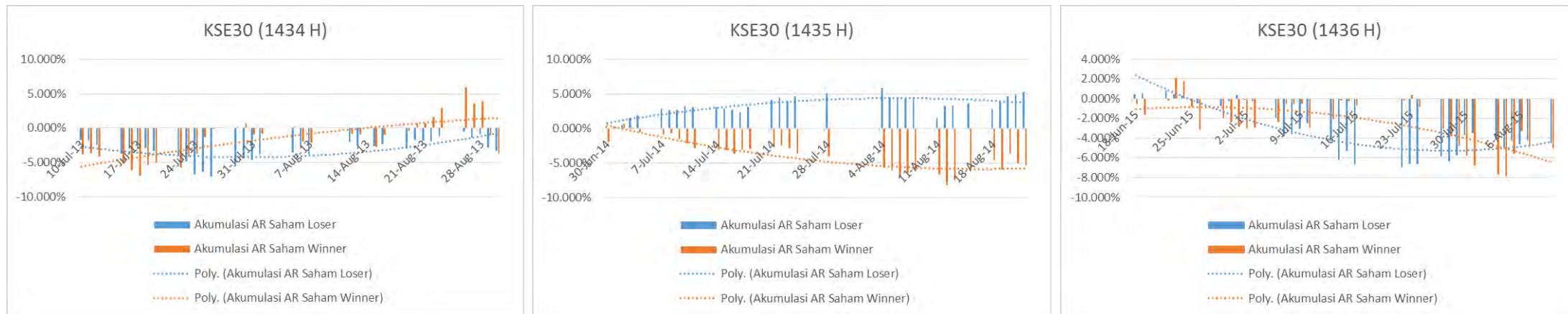
Gambar 2 Tren Abnormal Return *Winner* dan *Loser* KLSE30



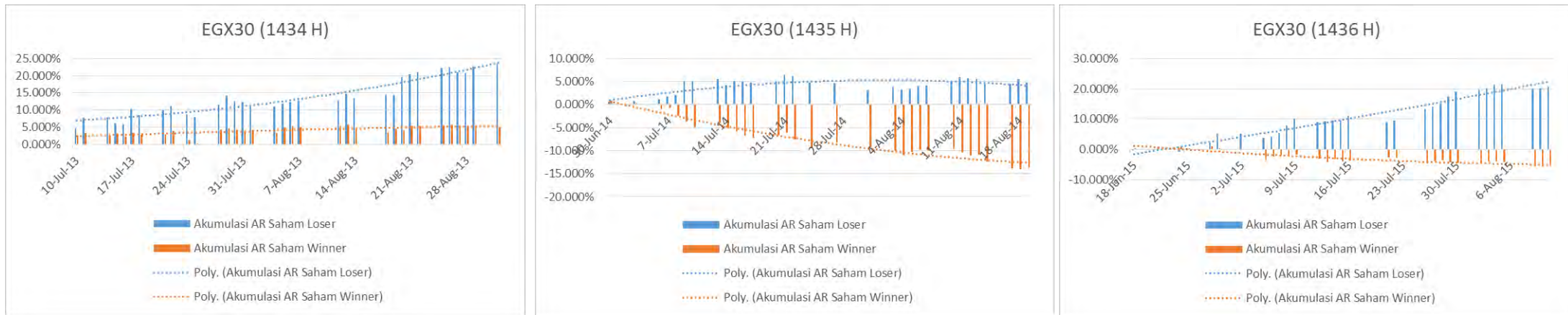
Gambar 3 Tren Abnormal Return Winner dan Loser BIST30



Gambar 4 Tren Abnormal Return Winner dan Loser KSE30



Gambar 5 Tren Abnormal Return *Winner* dan *Loser* EGX30



Konklusi dan Rekomendasi

Pengujian abnormal return ini terjadi namun terjadi secara inkonsisten. Di negara Indonesia, abnormal terjadi hanya pada tahun 1435 Hijriah dan pada saham *losernya*. Selain itu Turki juga terdapat abnormal return pada tahun 1434H pada saham *winnernya*. Sedangkan hanya negara Mesir dalam penelitian ini yang menunjukkan konsistensi abnormal return pada setiap tahunnya dengan pola abnormal return yang terjadi pada saham *loser-winner-loser*. Pola abnormal return yang terjadi pada bulan Ramadan ini berbeda-beda setiap negara. Hal ini menunjukkan bahwa adanya adanya perayaan hari besar dalam suatu agama dapat mempengaruhi suatu masyarakat sehingga membentuk suatu budaya unik yang bisa dipandang berbeda. Contohnya saja budaya Ramadan di Indonesia mempunyai ciri khas dengan mudiknya, sedangkan di Mesir budaya yang berbuka bersama pada bazaar-bazaar yang banyak tersedia di setiap sudut kota. Dengan demikian perilaku masyarakat dalam negara tersebut juga mempengaruhi ekonomi dan terlebih pergerakan saham-saham yang ada pada setiap indeksinya. Pada periode pengamatan penelitian ini, nilai rata-rata abnormal return pada grup winner secara mayoritas ditunjukkan dengan nilai negatif, sedangkan nilai rata-rata abnormal return grup loser menunjukkan sebaliknya. Hal ini ditunjukkan secara konsisten dari tahun 1434 Hijriah hingga 1436 Hijriah.

Rekomendasi yang disarankan dari penelitian ini adalah dianjurkan bagi Investor untuk melihat terlebih dahulu pengaruh bulan Ramadan pada penelitian-penelitian sebelumnya untuk meninjau negara manakah yang mempunyai dampak yang paling berpengaruh. Dalam penelitian ini objek penelitian yang dapat digunakan untuk berinvestasi di waktu yang akan datang adalah negara Mesir, dimana pola abnormal return yang terjadi dari event Ramadan terlihat secara konsisten dan jelas, yaitu dengan pola abnormal return *loser-winner-loser*. Sehingga bisa diasumsikan bahwa abnormal return ini akan terjadi dengan pola yang sudah terjadi. Selain itu, para investor dapat berinvestasi dengan memanfaatkan pola selisih hari dari tanggal abnormal return minimum dengan tanggal abnormal return maksimum. Dengan memanfaatkan pola ini, investor dapat memprediksi kapan abnormal akan dicapai dan waktu tertinggi abnormal return tersebut. Selain itu untuk mengembangkan penelitian yang serupa, akan lebih baik juga objek penelitian ini diperluas dari sisi periode penelitian dan banyaknya negara yang dilibatkan dari penelitian ini. Sehingga pola dari anomaly ini dapat diprediksi dan digeneralisasikan lebih baik lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- China Highlights. 2016. *Chinese Red Envelopes/Packets (Hongbao) - Amount, Symbols and How to Give*. <http://www.chinahighlights.com/travelguide/festivals/red-envelop.htm> (diunduh pada tanggal 24 April 2016, pk 08.45).
- DAWN. 2013. *Defining time: Different cultures, different calendars*. <http://www.dawn.com/news/776432/defining-time-different-cultures-different-calendars> (diunduh pada tanggal 11 Februari 2016, pk 23.06).
- DeBondt dan Thaler. 1990. Do Security Analysts Overreact? *American Economic Review*, 80(2), 52-57
- Dinesh Jaisinghani. 2016. An empirical test of calendar anomalies for the Indian Securities Markets. *South Asian Journal of Global Business Research*. Vol. 5 hal. 53 - 84
- Dreaman, D.N dan Lufkin. 2000. Investor overreaction: Evidence that its basis is psychological. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 1, No. 1, hal. 61-75.
- Egypt Business Directory. 2016. *How does Ramadan affect Egyptian economy?*. <http://www.egypt-business.com/News/details/1622-How-does-Ramadan-affect-Egyptian-economy/39977>. (diunduh pada tanggal 25 Juni 2016, pk 16.02)
- Gujarati, D. N., dan D. C. Porter. 2008. *Basic Econometrics*, 5th ed. McGraw-Hill: New York, USA.
- Halari, Anwar, et al. 2015. Islamic calendar anomalies: Evidence from Pakistani firm-level data. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 58, hal 64-73, diakses pada tanggal 12 Februari 2016, pukul 11.16.
- Hirshleifer, D. dan Shumway, T. 2003. Good day sunshine: stock returns and the weather. *Journal of Finance*, Vol. 58 No. 3, hal. 1009-32.
- Husnan, Suad. 2003. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (keputusan Jangka Pendek)*, Edisi keempat. BPFE: Yogyakarta.
- Investopedia. 2011. *Making Sense Of Market Anomalies*. <http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/market-anomaly-efficient-market.asp> (diunduh pada tanggal 24 April 2016, pk 08.40)
- Islamic Finder. 2015. *Hijri calendar is according to Makkah*. <http://www.islamicfinder.org/> (diunduh pada tanggal 28 April 2016, pk 23.32).
- Islamic Investment Network. 2016. *Sharia Law basic concept*. <http://islamicinvestmentnetwork.com/sharialaw.php> (diunduh pada tanggal 12 Februari 2016, pk 10.40).
- Jacobsen, B. dan Zhang, C.Y. 2012. The Halloween indicator: everywhere and all the time. *Social Science Research Network*. Hal.1-33
- Jedrej Bialkowski, et al. 2011. Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*, hal.841-842.
- Malkiel, B. G. dan Fama, E. F. 1970. EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK*. *The Journal of Finance*, Vol 25: 383-417.

- Mohammad Al-Ississ. 2010. The Impact of Religious Experience on Financial Markets. *Harvard University*, hal. 6.
- Muhammad, Nik Maheran dan Nik Muhd Naziman Abd Rahman. 2010. Efficient market hypothesis and market anomaly: Evidence from day-of-the week effect of Malaysian exchange. *International Journal of Economics and Finance* 2.2, hal 35, diakses pada tanggal 16 Februari 2016, pk 18.00.
- Muatasim Ismaeel dan Katharina Blaim. 2012. Toward applied Islamic business ethics: responsible halal business. *Journal of Management Development*, Vol. 31 Iss: 10, hal.1090 – 1100, diakses pada tanggal 22 April 2016, pk 5.54
- Nielsen. 2011. *Indonesians Spend More on Food and Watch More TV During Ramadan*. <http://www.nielsen.com/us/en/insights/news/2011/indonesians-spend-more-on-food-and-watch-more-tv-during-ramadan.html>. (diunduh pada tanggal 24 Juni 2016, pk 22.33)
- PEW Forum. 2016. *Global Religious Factor*. <http://www.globalreligiousfutures.org/explorer/custom#/?subtopic=15&chartType>, diakses pada tanggal 12 Februari 2016, pk 11.15.
- PewResearchCenter. 2015. *The Future of World Religions: Population Growth Projections, 2010-2050*. <http://www.pewforum.org/2015/04/02/religious-projections-2010-2050/> (diunduh pada tanggal 12 Februari 2016, pk 10.45).
- PEW Forum. 2016. *Worldwide Muslim Population, 2010*. http://www.globalreligiousfutures.org/explorer/custom#/?subtopic=15&chartType=map&data_type=number&year=2010&religious_affiliation=23&countries=Worldwide&age_group=all&pdfMode=false, diakses pada tanggal 12 Februari 2016, pk 11.01.
- Pew Templeton global Religious Project. 2015. *The Future of World Religions*. <http://www.globalreligiousfutures.org/religions/muslims> (diunduh pada tanggal 12 April 2016, pk 21.32).
- Tian Yuan dan Gupta. 2014. Chinese Lunar New Year effect in Asian stock markets, 1999–2012. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. hal 534-534.
- Trading Economics. 2016. *GDP*. <http://www.tradingeconomics.com/country-list/gdp> (diunduh pada tanggal 12 April 2016, pk 21.35).
- Travel and Culture. 2016. *Ramadan in Pakistan*. http://www.travel-culture.com/pakistan/ramadan_in_pakistan.shtml (diunduh tanggal 27 Juni 2016, pk 21.18)
- Tversky, A., & Kahneman, D. 1986. Rational choice and the framing of decisions. *Journal of Business*, hal.251-278.
- Tversky M. Frankfurtera, Elton G. Mcgoun. 2001. Anomalies in Finance What Are They and What are They Good For?. *International Review of Financial Analysis*, Vol 10, hal. 22.
- Werner F. M. De Bondt dan Richard Thaler. 1985. Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, Texas, December 28-30, 1984. *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3: 793-805, diakses tanggal 1 Februari 2016, pk 21.15.
- Yuan, K., Zheng, L. and Zhu, Q. 2006. “Are investors moonstruck? Lunar phases and stock returns”, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 13 No. 1, hal. 1-23.