

KORELASI

Konferensi Riset Nasional Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi

Volume 2, 2021 | hlm. 1499-1511

ANALISIS RAMADHAN EFFECT PADA ABNORMAL RETURN SUBSEKTOR *FOOD AND BEVERAGES* DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Rizky Akbar^{1*}, Nurmatias², Nunuk Triwahyuningtyas³

rizky.akbar@upnvj.ac.id¹, nurmatias@upnvj.ac.id,
nunuktriwahyuningtyas@upnvj.ac.id³

*Penulis Korespondensi

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis anomali pasar yaitu *Ramadhan Effect* terhadap 13 emiten subsektor *food and beverages* yang terdaftar secara konsisten di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2016 sampai 2020. Variabel independen dalam penelitian ini adalah return harian dan variabel dependen yaitu abnormal return. Analisis dilakukan dengan menggunakan *event study* yang terdiri dari tiga model estimasi yaitu *market model*, *constant mean model*, dan *market adjusted model* serta dilakukannya uji signifikansi t terhadap *cumulative abnormal return* (CAR) dengan tingkat signifikansi 5% (0,05) menggunakan *software* Eviews 10. Berdasarkan serangkaian analisis yang telah dilakukan, Ramadhan terbukti dapat berpengaruh terhadap psikologis para investor dan keputusan mereka untuk berinvestasi. Namun, berdasarkan Uji signifikansi t yang dilakukan pada ketiga model estimasi yaitu (*market model*, *constant mean model*, dan *market adjusted model*) hasilnya *Ramadhan Effect* pada subsektor *food and beverages* tidak ditemukan atau *Ramadhan effect* disimpulkan belum cukup kuat keberadaannya. Hal tersebut ditunjukkan dengan hasil yang inkonsistensi pada ketiga model estimasi pada tingkat signifikansi 5% terhadap *cumulative abnormal return* (CAR).

Kata kunci : *Abnormal return*; Anomali; *Cumulative Abnormal Return*; *Event Study*; *Ramadhan Effect*.

Abstract

This study aims to analyze market anomalies, namely the Ramadhan Effect, on 13 food and beverages subsector listed consistently in the Indonesia Stock Exchange from 2016 to 2020. The independent variables in this study are daily returns and the dependent variable is abnormal return. The analysis was carried out using an event study consisting of three estimation models, namely the market model, constant mean model, and market adjusted model and the t significance test was

carried out on cumulative abnormal return (CAR) with significance level 5% (0,05) using Eviews 10 software. Based on a step of analyzes that have been conducted, Ramadan has proven to be able to affect the psychology of investors and their decisions to invest. However, based on the t significance test carried out on the three estimation models (market model, constant mean model, and market adjusted model), the results of the Ramadhan Effect in the food and beverages sub-sector were not found or the Ramadhan effect was concluded that its existence was not strong enough. This is indicated by the inconsistent results of the three estimation models at the 5% significance level of cumulative abnormal return (CAR).

Keywords : *Abnormal Return; Anomaly; Cumulative Abnormal Return; Event Study; Ramadhan Effect.*

PENDAHULUAN

Di tahun 1970 terdapat sebuah hipotesis terkenal dalam dunia pasar modal yang dicetuskan oleh Fama yang disebut sebagai *Efficient Market Hypothesis* (EMH). *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menjelaskan konsep keterkaitan yang ada dengan harga saham dan informasi atau dengan kata lain hipotesis ini menyatakan harga yang terjadi di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada (Kemenkeu.go.id, 2020). Menurut hipotesis Fama pasar dapat dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia. Kemudian *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dikelompokkan menjadi tiga jenis sesuai dengan kondisi efisiensinya, yakni efisiensi bentuk lemah, efisiensi bentuk setengah kuat, dan efisiensi bentuk kuat. Namun pada kenyataannya hipotesis tersebut menuai banyak kontroversi dari berbagai peneliti di dunia. Pasalnya dalam kehidupan nyata sulit ditemukan pasar yang bersifat efisien yang mana informasi tersedia dengan bebas (Gbeda & Peprah, 2018). Hal tersebut menunjukkan adanya ketidakefisienan pada pasar modal. Pertanyaan yang muncul dari hipotesis yang dikemukakan oleh Fama adalah terdapat fenomena *market anomaly* (anomali pasar) dalam pasar saham. Hipotesis bentuk lemah (*weak form*) dari pasar efisien menyatakan informasi harga pada masa lalu bisa digunakan untuk memprediksi harga di masa mendatang. Dengan demikian, maka analisis baik teknikal yang menganalisis harga saham masa lalu untuk memprediksi harga maupun fundamental tidak akan bermanfaat bagi investor untuk mendapatkan *abnormal return*.

Anomali pasar merupakan sebuah kondisi yang tidak dapat dijelaskan melalui asumsi EMH dan tidak bisa dijelaskan secara logis. Anomali pasar diartikan sebagai sebuah situasi yang tidak dapat dijelaskan melalui hipotesis EMH yang bisa muncul karena kondisi musiman, liburan, dan preferensi likuiditas (Demirel, O., Oncu, M.A., & Unal, A., 2017). Anomali pasar yang mengakibatkan return menjadi tidak seperti yang diperkirakan tentunya dipengaruhi oleh berbagai faktor, salah satunya adalah perilaku investor (Baruch, 1960, p.84 dalam Litimi, 2017). Dengan demikian, perspektif anomali pasar dibangun atas aturan psikologis dan sosial yang mana investor merupakan kesalahan psikologis dan sosial serta berasal dari keyakinan yang berubah-ubah (Litimi, 2017). Perilaku irasional dan asumsi psikologi merupakan fokus dari perilaku investor. Kondisi sosiologis dan psikologis akan memengaruhi investor. Keputusan investor terhadap investasinya mungkin berubah atau mungkin bertindak berlebihan atau tidak bertindak sama sekali di beberapa kondisi (Demirel, O., Oncu, M.A., & Unal, A., 2017). Tujuan dari perilaku keuangan adalah untuk mengidentifikasi anomali dan untuk menemukan alasan yang memengaruhi anomali tersebut. Sebab, investor akan dapat membuat strategi investasi jika anomali bisa teridentifikasi. (Demirel, O., Oncu, M.A., & Unal, A., 2017). Penelitian *Ramadhan effect* yang hanya dapat dilakukan pada negara yang mayoritas penduduknya beragama Islam.

Abnormal return ini terjadi bukan hanya berdasarkan mekanisme pasar, melainkan juga melibatkan kondisi emosional para investor secara spesifik. Bialkowski et al (2012) mencurigai bahwa adanya faktor yang memengaruhi suasana hati investor yakni faktor emosi yang memainkan peran penting dalam penilaian dan pengambilan keputusan mereka, terutama yang terkait dengan pembelian dan penjualan saham, preferensi untuk risiko dan keputusan, dan respons terhadap ketidakpastian. Pendekatan spiritual yang dialami para investor menyebabkan sikap rasional yang dialami investor dengan cenderung melakukan kegiatan membeli saham di awal bulan Ramadhan

kemudian menjualnya di akhir bulan saat mendekati Idul Fitri (lebaran) . Secara khusus, Gavriilidis et al. (2016) mengutip dampak tertentu dari faktor-faktor keagamaan pada lingkungan ekonomi dan keuangan yang mempengaruhi kecenderungan untuk menabung, keputusan untuk berinvestasi dalam saham. Selain itu, selama bulan ramadhan banyak sekali indeks subsektor saham yang menarik diantaranya sector food and beverages. Saat Ramadhan menurut Faruk & Sirin (2018) bahwa ada kenaikan harga berbagai sektor diantaranya subsektor food and beverages. Dampak dari bulan Ramadhan di Indonesia adalah meningkatnya harga-harga kebutuhan pokok. Selain itu, tradisi di Indonesia menjelang akhir bulan Ramadhan atau menjelang hari raya Idul Fitri masyarakat cenderung untuk pulang dari daerah tempat tinggalnya untuk mengunjungi kampung halamannya, berkumpul dengan sanak saudaranya atau yang dikenal dengan “pulang kampung”. Juga selain itu adanya pemberian THR (Tunjangan Hari Raya) akan diberikan pada akhir bulan Ramadhan yang juga dapat memberikan efek meningkatnya uang beredar di Indonesia. Hal itu kemungkinan akan memberikan dampak untuk keuangan setiap individu pada tabungan pribadi ataupun pada kegiatan jual beli saham.

Indonesia adalah negara yang mayoritas penduduknya populasinya beragama Islam. Berdasarkan data yang diambil dari Kementerian Agama Republik Indonesia, diketahui bahwa mayoritas penduduk Indonesia beragama Islam (Kementerian Agama RI Republik Indonesia, 2017). Dengan demikian, berdasarkan fenomena yang telah dijelaskan diatas dan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, peneliti tertarik untuk menganalisis anomali pasar selama bulan Ramadhan dengan judul Analisis *Ramadhan Effect* pada *Abnormal Return* Subsektor *Food and Beverages* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

TINJAUAN PUSTAKA

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Fama mengartikan pasar efisien apabila harga saham pada setiap titik waktu sudah merefleksikan secara penuh semua informasi yang tersedia. Fama membagi kategori pasar yang efisien (yang mencerminkan informasi tentang harga) menjadi tiga bentuk pasar, yaitu efisiensi bentuk lemah, efisiensi semi kuat, dan efisiensi bentuk kuat. Hipotesis yang diajukan oleh Fama menuai banyak kontroversi dari berbagai peneliti di dunia. Sebab, dalam kehidupan nyata memang sulit untuk menemukan pasar yang efisien di mana semua informasi tersedia secara bebas (Gbeda & Peprah, 2017). Berikut penjelasan lebih lanjut tentang model dari *Efficient Market Hypotesis*: 1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah. menunjukkan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu. 2) Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat. menunjukkan bahwa harga saham telah merefleksikan seluruh informasi umum. Informasi publik yang mencakup selain harga masa lalu dan juga pengumuman perusahaan, berita ekonomi baru, kualitas manajemen, komposisi neraca, prediksi laba, dan praktik akuntansi. 3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat menunjukkan bahwa harga saham sudah merefleksikan semua informasi yang ada termasuk informasi privat (orang dalam), yang menguntungkan orang dalam secara tidak adil dibandingkan investor lain.

Perilaku Keuangan (Behavioral Finance)

Behavioral Finance membantu menjelaskan mengapa dan bagaimana pasar mungkin tidak efisien. Perilaku keuangan memperluas analisis ke peran bias dalam pengambilan keputusan. Peneliti psikologis mendapatkan jarak dari perilaku pengambilan keputusan disebut bias. Ini bisa berdampak pada semua jenis pengambilan keputusan, tetapi implikasi utamanya adalah uang dan investasi. Dalam mempelajari perilaku finansial harus memahami konsep psikologi, sosiologi, dan keuangan sehingga mereka dapat mengetahui keseluruhan konsep perilaku keuangan. *Behavioral Finance* mencoba menjelaskan dan meningkatkan pola pemahaman investor, termasuk proses emosional dan pengaruh dalam pengambilan keputusan. *Behavioral Finance* juga mencoba menjelaskan bagaimana investasi didasarkan pada perspektif manusia.

Pasar Modal

Pasar modal dalam kenyataannya dikenal sebagai Bursa Efek atau *Securities Exchange* atau *Stock Market*. Penyebutan pasar modal memang berbeda-beda, namun arti atau makna pasar modal itu sendiri tetap sama yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli dana atau modal di pasar modal atau Bursa diperantarai oleh para anggota Bursa selaku pedagang perantara perdagangan efek untuk melakukan transaksi jual beli modal atau dana. Lembaga ini berfungsi sebagai penunjang pasar modal. Di dalam pasar modal, modal atau dana yang diperjualbelikan yaitu berupa surat berharga atau efek yang dapat berupa saham atau obligasi atau sertifikat atas saham atau surat berharga lainnya atau surat berharga yang merupakan penjabaran dari bentuk surat berharga saham atau sertifikat yang diperjualbelikan di pasar modal. Selain itu, di dalam pasar modal dikenal dengan *securities* yang merupakan jual beli surat berharga yang mana jaminan disesuaikan dengan nilai yang ada di surat berharga.

Anomali Pasar

Fama mendefinisikan bahwa pasar keuangan dikatakan efisien jika harga yang ditawarkan selalu merefleksikan informasi yang tersedia. Menurut EMH, harga saham mengikuti *random walk* yang mana harga di masa yang akan datang tidak dapat diprediksi. Dalam pasar yang kompetitif, harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sehingga tidak ada investor yang dapat menghasilkan *abnormal return* secara konsisten. Jika terdapat informasi baru, informasi tersebut muncul secara acak sehingga perubahan harga terhadap informasi tersebut tidak dapat diprediksi. Hipotesis pasar efisien dapat diperdebatkan apabila adanya anomali dapat memberikan *abnormal return* secara konsisten sehingga berdampak pada investor. Anomali adalah salah satu bentuk fenomena yang terjadi di pasar keuangan, yang mana dalam anomali ditemukan suatu hal yang seharusnya tidak ada jika hipotesis pasar efisien benar adanya. Terdapat beberapa kelompok dan jenis dari anomali pasar.

Ramadhan effect

Anomali yang terjadi pada saat bulan Ramadhan disebut juga Ramadhan effect. Bulan suci bagi seluruh umat muslim yakni Bulan Ramadhan. Pada saat bulan Ramadhan umat muslim melakukan puasa sebulan penuh. Pada beberapa sektorpun terdapat beberapa penurunan aktifitas selama bulan ramadhan, pengurangan jam operasional kerja, dan kemudian pada hari akhir ramadhan menjelang idul fitri di ikuti acara silaturahmi atau pulang kampung yang telah menjadi kebiasaan menjelang hari lebaran di Indonesia. Menurut (Frieder & Suvrahmanyam, Lakonishok & Smidt, dalam

Sonjaya & Wahyudi 2016) perayaan Idul Fitri menambah kebahagiaan bagi Muslim yang telah terbukti secara signifikan mempengaruhi pasar modal di negara-negara dengan jumlah pengikut Muslim terbesar. Menurut (Dowling, Rosen, Wu, dalam Sonjaya & Wahyudi, 2016) Psikologi investor baik individu maupun kolektif menghasilkan hal-hal yang positif dari orientasi sosial dan agama yang berpengaruh untuk diri sendiri yaitu mengambil risiko dan investasi. Hal tersebut kemudian dapat meningkatkan investor dalam mengambil risiko, maka aset risiko akan meningkat pada portofolio didalamnya dan bisa membuat *abnormal return*.

Hipotesis Penelitian

H0= tidak terdapat pengaruh *ramadhan effect* pada *abnormal return* di bulan Ramadhan pada subsektor *food and beverages* tahun 2016-2020.

H1= terdapat pengaruh *ramadhan effect* pada *abnormal return* di bulan Ramadhan pada subsektor *food and beverages* tahun 2016-2020.

METODE PENELITIAN

Pengukuran Variabel

Variabel dependen (Y) pada penelitian adalah *abnormal return* dengan melakukan observasi pada periode H-7 Ramadhan, saat Ramadhan dan H+15 Ramadhan. Rumus dari abnormal return adalah:

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

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* untuk saham i saat hari ke t

R_{it} = *actual return* untuk saham i saat hari ke t

$E(R_{it})$ = *Expected return* untuk saham i saat hari ke t

1) Cumulative Abnormal Return

Cumulative Abnormal Return (CAR) dihitung dengan cara mengakumulasikan seluruh *average abnormal return* dari setiap indeks i pada periode t

$$CAR_{it} = \sum_{a=t-5}^t AR$$

Keterangan:

CAR_{it} = *Cumulative abnormal return* sekuritas ke-i periode ke-t

AR = *Abnormal return* sekuritas ke-i hari ke-a (periode awal) sampai hari ke-t (akhir)

Variabel Independen (X) *Actual Return*. Data yang dibutuhkan untuk memperoleh *actual return* adalah data *daily closing price* atau harga penutupan dari masing-masing indeks saham *food and beverages*. Kemudian harga penutupan saham yang akan dibandingkan dengan harga penutupan hari ini dengan harga penutupan pada hari sebelumnya. *Actual return* dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) - 1$$

Keterangan:

R_{it} : *Return* saham

P_t : *Closing price* hari ke t

P_{t-1} : *Closing price* hari ke t-1

Populasi dan Sampel

Populasi yang menjadi objek dalam penelitian ini adalah data harga penutupan harian pada indeks subsektor *food and beverages* dari tahun 2016-2020. Teknik dalam penentuan sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dimana peneliti menentukan pengambilan sampel dengan cara menetapkan ciri-ciri khusus yang sesuai dengan tujuan penelitian yaitu harga penutupan harian pada indeks subsektor *food and beverages* 13 perusahaan selama 5 tahun dari tahun 2016-2020.

Teknik Pengumpulan Data

Proses pengumpulan data dalam penelitian ini salah satunya dilakukan melalui dokumentasi. Dokumentasi adalah cara pengumpulan data dengan melakukan kegiatan mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data sekunder secara tidak langsung yang didapat melalui sumber pihak ketiga. Sumber pihak ketiga yang digunakan adalah berwujud historikal data yang didapat dari *website yahoo finance* untuk *subsektor food and beverages* yang terdaftar secara konsisten dalam Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016-2020.

Teknik Analisis dan Uji Hipotesis

Event study adalah teknik penelitian empiris yang dapat dilakukan oleh peneliti untuk mengamati penelitian tentang dampak peristiwa ekonomi terhadap harga saham suatu perusahaan. Untuk dapat melakukan hal tersebut, perlu diketahui *abnormal return* yang didapat dari selisih antara *actual return* dan *expected return*. Pendekatan *event study* merupakan salah satu instrument utama keuangan perusahaan modern. Langkah-langkah untuk melakukan *event study* adalah sebagai berikut :

- 1) Identifikasi kejadian, yaitu peneliti dapat menetapkan kejadian yang akan diteliti termasuk pengumuman tanggal kejadian yang harus ditetapkan dengan jelas;
- 2) Data *return* pada sekitar tanggal pengumuman di tiap perusahaan dicatat dan dikumpulkan;
- 3) Data *return* kemudian dijadikan dasar untuk menghitung *abnormal return* pada masing-masing perusahaan;
- 4) Mencari data *expected return* (*market model*, *constant mean model*, *market adjusted model*) digunakan sebagai dasar untuk menghitung *abnormal return* pada masing-masing perusahaan.
- 5) *Abnormal return* dirata-ratakan terhadap semua sampel perusahaan dengan *standard error*-nya dan diestimasi statistik t untuk masing-masing periode.

Uji Signifikansi

Signifikansi statistik CAR diverifikasi menggunakan parametric uji t dengan metode *Pooled Least Square* (PLS) yang diolah menggunakan *software EViews 10*. Pengujian juga dapat dilakukan melalui pengamatan nilai signifikansi t. Analisis didasarkan pada perbandingan antara nilai signifikansi t (prob) probabilitas dengan nilai signifikansi 0,05, dimana syarat-syaratnya adalah sebagai berikut:

(a) jika signifikansi $t < 0,05$, maka hipotesis teruji yang berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen;

(b) jika signifikansi $t > 0,05$, maka hipotesis tidak teruji yaitu variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Hasil Uji Stasioner

Kode	ADF	5%	Sig.
AISA	-5.185000	-2.878413	Stationer
ALTO	-9.627748	-2.879267	Stationer
CEKA	-11.39282	-2.878212	Stationer
ICBP	-12.56745	-2.878212	Stationer
INDF	-12.72673	-2.878212	Stationer
MLBI	-13.29445	-2.878212	Stationer
MYOR	-14.03623	-2.878212	Stationer
PSDN	-13.35309	-2.878113	Stationer
ROTI	-13.22513	-2.878212	Stationer
SKBM	-12.10911	-2.878311	Stationer
SKLT	-13.14787	-2.878212	Stationer
STTP	-11.56032	-2.878212	Stationer
ULTJ	-12.59147	-2.878212	Stationer

Sumber: Eviews 10. Telah diolah kembali

Uji stasioneritas yang dilakukan dengan menggunakan *Eviews 10* yang mana pengujian dilakukan dengan menguji Augmented Dickey Fuller (ADF) yang dibandingkan dengan 5% *critical value* dengan hasil bahwa seluruh emiten memiliki data yang stasioner.

Tabel 2. *Abnormal Return* Portofolio Subsektor *Food and Beverages*

Periode Pengamatan	Ramadhan All	H-7	H ₁₋₁₀	H ₁₁₋₂₀	H ₂₁₋₃₀	H ₊₁₅
Emiten subsektor <i>Food and Beverages</i>	0.02%	0.35%	-0.06%	-0.10%	0.24%	-0.12%

Sumber: Eviews 10. Telah diolah kembali

Abnormal return yang terjadi selama sebulan *Ramadhan* pada subsektor *Food and beverages* positif dan terjadi pada H-7 (menjelang *Ramadhan*) dan H₁₁₋₂₀ (akhir *Ramadhan*). *Abnormal return* tertinggi terjadi pada H-7 sebelum *Ramadhan* yang mana *abnormal return* yang diterima sebesar 0,35%. Hal tersebut mengindikasikan bahwa masyarakat Indonesia ketika menjelang bulan *Ramadhan* terdapat permintaan yang tinggi sehingga menghasilkan *abnormal return* yang tinggi. Kemudian juga *abnormal return* pada hari terakhir *Ramadhan* menyentuh angka 0,24% yang mana hal ini mengindikasikan bahwa hal ini disebabkan oleh permintaan yang tinggi menjelang *Eid-ul-Fitr* sehingga menghasilkan *abnormal return* yang tinggi. Selanjutnya untuk *Abnormal return* negatif terjadi pada awal dan pertengahan bulan *Ramadhan* yakni H₁₋₁₀ dan H₁₁₋₂₀ dengan angka -0.06% dan -0.10%. Hal tersebut dapat dikatakan bahwa masyarakat Indonesia fokus untuk melakukan kegiatan selama bulan *Ramadhan* karena *Ramadhan* merupakan salah satu Rukun Islam yang harus dijalani yaitu menahan rasa

haus dan lapar sehingga membuat sentimen investor terhadap subsektor *Food and beverages* serta menjadikan *abnormal return* pada awal *Ramadhan* hingga pertengahan *Ramadhan* dalam kondisi negatif.

Tabel 3. *Abnormal Return* Portofolio Emiten

Periode Pengamatan							
2016-2020	Kode Emiten	Ramadhan All	H-7	H ₁₋₁₀	H ₁₁₋₂₀	H ₂₁₋₃₀	H ₊₁₅
Food and Beverage	AISA	-0,22%	0,12%	-0,21%	-0,84%	0,39%	-0,57%
	ALTO	-0,06%	0,03%	-0,11%	-0,13%	0,05%	-0,06%
	CEKA	0,02%	1,68%	-0,30%	-0,56%	0,90%	0,34%
	ICBP	0,04%	-0,05%	-0,02%	0,18%	-0,02%	-0,34%
	INDF	-0,02%	0,61%	0,12%	-0,30%	0,13%	0,06%
	MLBI	-0,20%	-0,06%	-0,14%	-0,42%	-0,03%	0,07%
	MYOR	0,09%	0,07%	0,23%	-0,20%	0,23%	-0,20%
	PSDN	-0,30%	-0,08%	-0,22%	0,27%	-0,96%	0,87%
	ROTI	-0,22%	-0,11%	-0,62%	-0,05%	0,01%	-0,14%
	SKBM	0,55%	1,22%	-0,53%	0,18%	2,00%	-0,54%
	SKLT	-0,01%	-0,02%	-0,05%	-0,05%	0,06%	-0,05%
	STTP	0,38%	-0,17%	1,08%	0,11%	-0,03%	-1,04%
ULTJ	0,27%	1,32%	-0,03%	0,49%	0,35%	0,01%	

Sumber: Eviews 10. Telah diolah kembali

Kelompok subsektor yang termasuk ke dalam subsektor yang menerima *abnormal return* positif jika dirata-ratakan dalam tiap emitennya yaitu emiten MYOR, ICBP, CEKA, SKBM, STTP, ULTJ. Hal tersebut kemudian sejalan dengan pola konsumsi masyarakat cenderung fokus pada kebutuhan-kebutuhan pokok pada saat menjelang puasa. Saham-saham barang konsumsi memperoleh sentimen positif di bulan puasa. Walaupun di era pandemi Covid-19 pun, *demand* terhadap makanan kemasan masih akan tinggi (Kontan.co.id). Para analis juga menyatakan, perlunya memperhatikan saham emiten makanan dan minuman. Sebab, pada Ramadhan dan menjelang lebaran, permintaan produk konsumen cenderung meningkat.

Tabel 4. *Abnormal Return* Portofolio Per-tahun

Periode Pengamatan						
Tahun	Ramadhan All	H-7	H ₁₋₁₀	H ₁₁₋₂₀	H ₂₁₋₃₀	H ₊₁₅
2016	0.13%	0.01%	-0.01%	-0.25%	0.66%	0.40%
2017	-0.18%	0.67%	-0.21%	-0.38%	0.05%	-0.18%
2018	-0.06%	-0.01%	0.09%	-0.04%	-0.23%	-0.45%
2019	0.06%	0.58%	-0.27%	0.11%	0.34%	0.15%
2020	0.17%	0.50%	0.09%	0.05%	0.37%	-0.51%

Sumber: Eviews 10. Telah diolah kembali

Rata-rata emiten subsektor makanan dan minuman memperoleh *abnormal return* positif ketika seminggu sebelum *Ramadhan* (H-7). Hal tersebut mengindikasikan bahwa masyarakat Indonesia telah mempersiapkan *Ramadhan* dengan membeli keperluan

makanan dan minuman sebelum menjelang *Ramadhan* sehingga permintaan makanan dan minuman meningkat.

Tabel 5. *Abnormal Return* Berdasarkan Model Estimasi

Periode Pengamatan	<i>Market model</i>	<i>Constant mean model</i>	<i>Market adjusted model</i>
Ramadhan All	0.131%	0.049%	0.014%
H-7	0.007%	-0.075%	-0.011%
H₁₋₁₀	-0.011%	-0.093%	0.145%
H₁₁₋₂₀	-0.254%	-0.337%	-0.256%
H₂₁₋₃₀	0.660%	0.577%	0.152%
H₊₁₅	0.395%	0.313%	-0.119%

Sumber: Eviews 10. Telah diolah kembali

Kondisi tubuh yang baru memasuki tahap awal *Ramadhan* tentunya merupakan hal yang baru bagi tubuh sehingga mengharuskan tubuh beradaptasi yang kemudian mendorong perasaan dan mood negatif serta dapat memicu pergerakan *abnormal return* yang negatif di awal *Ramadhan* (Sonjaya & Wahyudi, 2016; Pratama & Wijaya 2020).

Di sepuluh hari terakhir *Ramadhan*, umat Muslim mulai terbiasa menyesuaikan diri dengan ibadah, puasa menahan makan, minum dan menahan nafsu. Selain itu, dalam perspektif agama Islam terdapat tuga fase saat *Ramadhan* yaitu 10 hari pertama *Ramadhan*, 10 hari kedua *Ramadhan*, dan 10 hari ketiga *Ramadhan*. Jika *abnormal return* dilihat berdasarkan tiga fase tersebut, pada 10 hari ketiga *Ramadhan* menghasilkan *abnormal return* yang positif (*market model*, *constant mean model*, dan *market adjusted model*). Hari kesepuluh terakhir *Ramadhan* juga meningkatkan daya beli masyarakat terhadap beberapa produk seperti pakaian untuk menyambut hari *Eid-ul-Fitr* dan makanan untuk persiapan hari *Eid-ul-Fitr*.

Tabel 6. Tabel Uji Signifikansi *Ramadhan Effect*

Periode Pengamatan	2016-2020			
	Nilai	<i>Market Model</i>	<i>Constant Mean Model</i>	<i>Market Adjusted Model</i>
Ramadhan All	Prob.	0,0258*	0,0403*	0,0958
H-7	Prob.	0,914	0,1536	0,4406
H1-10	Prob.	0,6700	0,7431	0,2493
H11-20	Prob.	0,6163	0,6654	0,8797
H21-30	Prob.	0,6990	0,3239	0,1622
H+15	Prob.	0,2331	0,4168	0,5404

Sumber: Eviews 10. Telah diolah kembali

Hasil dari regresi mengungkapkan bahwa dalam portofolio return yang diterima emiten subsektor yang menjadi objek penelitian tidak signifikan selama periode penelitian (dari 2016 – 2020). Hal tersebut dapat dilihat berdasarkan hasil regresi uji parametrik t yang mana tidak signifikan pada 5% untuk semua model estimasi.

Sehingga dapat dikatakan bahwa dalam lima tahun periode penelitian, tidak adanya *Ramadhan Effect* terhadap subsektor *food and beverages* yang diobservasi. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai prob pada masing-masing model estimasi saat Ramadhan mulai dari tahun 2016 sampai dengan tahun 2020.

SIMPULAN

Berdasarkan serangkaian analisis yang telah dilakukan, Ramadhan terbukti dapat berpengaruh terhadap psikologis para investor dan keputusan mereka untuk berinvestasi. Namun, berdasarkan Uji signifikansi t yang dilakukan pada ketiga model estimasi yaitu (*market model, constant mean model, dan market adjusted model*) hasilnya *Ramadhan Effect* pada subsektor *food and beverages* tidak ditemukan atau *Ramadhan effect* disimpulkan belum cukup kuat keberadaannya. Hal tersebut ditunjukkan dengan hasil yang inkonsistensi pada ketiga model estimasi pada tingkat signifikansi 5% terhadap *cumulative abnormal return (CAR)*.

SARAN

Bagi Akademisi

Saran untuk penelitian selanjutnya khususnya bagi akademisi diharapkan dapat meneliti pada subsektor lainnya seperti subsektor telekomunikasi dan transportasi.

Bagi Investor

Penelitian ini berhasil menemukan pola pergerakan abnormal return pada subsektor *food and beverages* yang terdiri dari 13 emiten *food and beverages*. Investor dapat melakukan hasil *taking profit* atau *hold* dengan memerhatikan pergerakan abnormal return yang dihasilkan dalam penelitian ini. Beberapa rekomendasi berdasarkan hasil penelitian ini untuk ke 6 emiten yang memiliki abnormal return positif saat *Ramadhan All* adalah

- 1) CEKA (Wilmar Cahaya Indonesia) : Beli 10 hari pertama Ramadhan, jual 10 hari terakhir Ramadhan.
- 2) ICBP (Indofood CBP Sukses Makmur) : Beli 7 hari sebelum Ramadhan, jual 10 hari kedua Ramadhan.
- 3) MYOR (Mayora Indah) : Beli 10 hari kedua Ramadhan, jual 10 hari terakhir Ramadhan.
- 4) SKBM (Sekar Bumi) : Beli 10 hari pertama Ramadhan, jual 10 hari terakhir Ramadhan.
- 5) STTP (Siantar Top) : Beli 7 hari sebelum Ramadhan, jual 10 hari pertama Ramadhan.
- 6) ULTJ (Ultra Jaya Milk) : Beli 10 hari pertama, jual 10 hari terakhir Ramadhan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adawiyah dan Pramuka (2018) *The Contagion Effect of Muslim Street Rallies on Stocks' Volatility: Is it a Political Risk for Investors?*
- Ali, I., Akhter, W., & Ashraf, N. (2018). *Impact of Muslim Holy Days on Asian Stock Market: An Empirical Evidence. Cogent Economics and Finance.*
- Bialkowski et al 2012. *Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadhan.*
- Demirel, O., Oncu, M.A., & Unal, A., (2017). The Day of The Week Effect in Borsa Istanbul; A Garch Model Analysis. *International Journal of Management Economics and Business*, Vol.13, No.3.
- Faih dan Nafiah (2019) *Analisis Efek Ramadhan pada Perusahaan Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014-2018*
- Al-Najaf, S. I., Salehi, M., Al-Maliki, H. D. N. (2018). The Effect of Islamic Sacred Months on Stock Price in Iran and Iraq Stock Exchange. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, Vol. 10 Issue: 1, pp. 111-119
- Faruk & Sirin. (2018). Ramadhan Effect on Stock Markets. *Journal of Research in Business*
- Gavriilidis, Kallinterakis, dan Tsakavoutas. (2016). Investor mood, herding, and the Ramadhan Effect. *Journal of Economic Behaviour & Organization*. 23-28.
- Gbeda & Peprah. (2017). Day of the Week Effect and Stock Market Volatility in Ghana and Nairobi Stock Exchange. *Journal of Economics and Finance*, 43, 727-745.
- Hassan dan Kayser (2019) *Ramadan effect on stock market return and trade volume: Evidence from Dhaka Stock Exchange (DSE)*
- Hijazi, Tabash (2020) *The Impact of Ramadan month on market stock returns anomalies: an empirical investigation of Palestine Exchange (PEX)*
- Khan, Nasir, Rossi (2017) *The calendar anomalies on performance and volatility of stock market: the effects of Ramadan on Karachi Stock Exchange*
- Kudusia, Yusuf, Mahmud (2020) *Reaksi Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Sesudah Ramadhan Effect.*
- Litimi, Houda. (2017). Herd Behaviour in the French Stock Market. *Review of Accounting and Finance*. Vol.16 Issue;4, pp. 497-515.
- Muliati, N. K. (2020). Pengaruh Perekonomian Indonesia di Berbagai Sektor Akibat Corona Virus Disease 2019 (COVID-19). *Widya Akuntansi dan Keuangan*, 2(2), 78-86.
- Munusamy, Dharani. (2018). Islamic Calendar and Stock Market Behaviour in India. *International Journal of Social Economics*
- Rizky, Nawir, Siti 2019. *Analysis Abnormal Return Eid Al-Fitr on Food and Beverages Company Listed In Indonesia Stock Exchange Year 2013 –2017*
- Shah, Qureshi & Aslam 2017. An Empirical Investigation of Islamic Calendar Effect in Global.
- Sonjaya dan Wahyudi, 2016. *The Ramadan effect: Illusion or reality?*. Department of Economics. University of Karachi
- Tan dan Ozlem. (2018). *Ramadhan Effect On Stock Markets*

- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta : Kanisius.
- Toit, E. D., Hall, J.H., Pradhan, R.P. (2018). The Day-ofthe-week Effect: South African Stock Market Indices. *African Journal of Economic and Management Studies*, Vol. 9 Issue: 2, pp. 197-212
- Waisuizzaman, Shaista. (2018). *Mood, religious experience and the Ramadan effect*.
- Winkasari, Susetio, Ningsih 2019. *Analisis abnormal return saham bulan Ramadhan*
- Ziemba, W.T., & Hensel, C.R. 1994. Worldwide Security Market Anomalies. *Physical Science and Engineering*, 347, 495-509
- Zulfitra, Z.,& Tumanggor, M. (2020). Reaksi Pasar Modal Index LQ45, *Index Consumer Goods, Index Manufacture dan Index Finance* pada Peristiwa Pandemi COVID-19 April 2020 di Indonesia. *Jurnal Semarak*, 3(3), 1-10.