

**PENGARUH *RAMADAN EFFECT* PADA RETURN DAN VOLATILITAS DI**

**BURSA EFEK INDONESIA**

**JURNAL PENELITIAN**



Disusun Oleh :

Nama : Rian Dwi Saputra

Nomor Mahasiswa : 14311403

Jurusan : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**FAKULTAS EKONOMI**

**YOGYAKARTA**

**2018**

**HALAMAN PENGESAHAN JURNAL**

**PENGARUH *RAMADAN EFFECT* PADA RETURN DAN VOLATILITAS DI  
BURSA EFEK INDONESIA**



Yogyakarta, 24 Oktober 2018

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,

Abdur Rafik, S.E., M.Sc.

**PENGARUH RAMADAN EFFECT PADA RETURN DAN VOLATILITAS DI  
BURSA EFEK INDONESIA**

Rian Dwi Saputra

Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

Email: [riandwi855@gmail.com](mailto:riandwi855@gmail.com)

**ABSTRACT**

*The Ramadan effect phenomenon is one of the seasonal anomalies that can affect the psychological factors of investors so that it may influence their decision making. This phenomenon is usually indicated by the changing level of stock returns and volatility that tend to be higher or lower during the month of Ramadan.*

*This study aims to examine the Ramadan effect phenomenon towards stock returns and stock volatility in the Indonesia Stock Exchange. The data used in this study consists of secondary data in the form of time series data in a daily scale that derived from the index closing price. While the research sample used in this research were include the Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) ) and the ten of sectoral index that are recorded by Bursa Efek Indonesia in January 2<sup>th</sup>, 2001 until December 30<sup>th</sup>, 2017 period.*

*By using the OLS and GARCH methods, the result of this study shows that there is no significant influence of Ramadan effect phenomenon on the return equation. In contrast, the study result found significant decrease which shown in the stock volatility on the Indonesia Stock Exchange during Ramadan. The absence of the effect of Ramadan effect on stock returns was sustained by the stability of the IHSG index during the month of Ramadan and also in other months. In contrast to its effect on volatility, during the month of Ramadan, investor activity tended to decline so that stock volatility level were also decreased significantly during this month.*

*Keyword: The Ramadan Effect Phenomenon, Return, Volatility*

## ABSTRAK

Fenomena *ramadan effect* merupakan sebuah anomali musiman dimana terdapat pengaruh dari faktor psikologis investor sehingga mempengaruhi pengambilan keputusan. Fenomena ini biasanya ditunjukkan dengan adanya return dan volatilitas yang lebih tinggi atau lebih rendah pada bulan ramadan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji keberadaan fenomena *ramadan effect* pada return dan volatilitas di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data runtut waktu (*time series*) dengan skala harian yang berasal dari harga penutupan indeks. Sedangkan sampel penelitian yang digunakan adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan sepuluh indeks sektoral yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia dengan periode mulai dari 2 Januari 2001 sampai dengan 30 Desember 2017.

Dengan menggunakan metode OLS dan GARCH, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat fenomena *ramadan effect* pada persamaan return dan penurunan yang signifikan pada volatilitas di Bursa Efek Indonesia. Tidak adanya pengaruh *ramadan effect* terhadap return dikarenakan stabilnya indeks IHSG selama ramadan maupun diluar ramadan, berbeda dengan pengaruhnya terhadap volatilitas, pada saat ramadan aktivitas investor cenderung menurun sehingga volatilitas menurun signifikan selama ramadan.

Kata Kunci: *Fenomena Ramadan Effect, Return, Volatilitas.*

## 1. PENDAHULUAN

Adanya perbedaan return selama bulan ramadan telah diidentifikasi dan didokumentasikan dalam literatur keuangan. Perbedaan return tersebut telah berhasil dibuktikan dan menunjukkan bahwa terjadi perbedaan return yang signifikan di negara muslim yang diteliti selama ramadan (lihat Bialkowski, *et al* (2013), Almudhaf (2012) dan Mustafa (2011)). Hasil temuan tersebut kemudian identik atau banyak dikenal sebagai fenomena *ramadan effect*.

Temuan di atas segera menarik perhatian peneliti, utamanya karena hasil penelitian di atas menentang hipotesis pasar efisien. Dalam hipotesis pasar efisien, harga bergerak acak atau mengikuti teori *random walk*. Teori *random walk* memungkinkan harga di masa depan tidak dapat diprediksikan dengan harga di masa lampau, sehingga investor tidak dapat memperoleh keuntungan lebih.

Dalam beberapa penelitian, emosi dan *mood* telah didokumentasikan dapat mempengaruhi pengambilan keputusan individu (Bagoezi *et al.*, 1999). Bialkowski *et al.* (2012) mengemukakan bahwa terjadi optimisme investor pada awal bulan ramadan, hal tersebut disebabkan munculnya pengaruh spiritual yang terjadi pada awal bulan puasa yang ditandai oleh umat islam yang mulai berpuasa dan lebih meningkatkan kegiatan yang bebau keagamaan dan hal tersebutlah yang dapat meningkatkan optimisme para investor. Emosi dan *mood* telah dibuktikan dalam

penelitian yang dilakukan Al-Hajieh *et al.* (2011) dimana ia mendokumentasikan efek kalender yang positif selama ramadan di seluruh negara timur tengah dan adanya pengaruh suasana hati atau *mood* yang menyebabkan terjadinya anomali *ramadan effect*.

## **2. KAJIAN PUSTAKA**

Fenomena *ramadan effect* merupakan salah satu anomali dalam hipotesis pasar efisien. Menurut Fama (1970) pasar dikatakan efisien jika harga sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Fama (1970) kemudian membagi hipotesis pasar efisien menjadi tiga kategori tergantung sifat dari subset informasi yang menarik, yaitu pasar efisien bentuk kuat (*strong form*), pasar efisien bentuk semi-kuat (*semi-strong form*) dan pasar efisien bentuk lemah (*weak form*).

Beberapa hasil penelitian terdahulu mengenai fenomena *ramadan effect* memperoleh hasil yang beragam di setiap negara yang diteliti. Akrami *et al.* (2012) menemukan perbedaan signifikan antara abnormal return saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Teheran saat Ramadhan dengan sebelum dan sesudah Ramadhan. Bialkowski, *et al* (2013) baru-baru ini menyelidiki efek Ramadan dalam pengembalian saham (1988–2011) dan Mutual Fund tahun 2000 sampai 2011 di Turki. Mereka mengkonfirmasi hasil penelitian sebelumnya dan mendokumentasikan pengembalian yang lebih tinggi selama Ramadhan untuk Bursa Efek Istanbul. Namun, efeknya secara bertahap menurun dalam beberapa tahun terakhir penelitian.

Bialkowski, Etebari, dan Wisniewski (2012) menemukan tingkat pengembalian rata-rata selama bulan Ramadhan secara signifikan lebih tinggi daripada sisa bulan dalam kalender Islam pada 11 dari 14 negara berpenduduk mayoritas muslim yang diteliti, sedangkan untuk ketiga pasar saham tidak ditemukan pengaruh bulan ramadan terhadap return.

Untuk pengaruh *ramadan effect* terhadap volatilitas menunjukan hasil yang konsisten dimana selalu ditemukan perbedaan yang signifikan. Husain (1998) meneliti efek Ramadhan di pasar ekuitas Pakistan dan menemukan bahwa penurunan signifikan dalam *volatilitas return* selama bulan ramadan. Mirip dengan temuan Husain, penelitian Seyyed, Abraham dan Al-Hajji (2005) menemukan penurunan *volatilitas return* yang signifikan di pasar Saudi. Selain itu, M. Dharani & N. Vijayakumar (2014), menemukan pengaruh ramadan effect terhadap volatilitas yang signifikan dari indeks syariah di pasar modal India.

Khusus untuk penelitian di Indonesia, Sonjaya dan Wahyudi (2016) melakukan penelitian pengaruh *ramadan effect* terhadap return pada negara mayoritas beragama islam termasuk Indonesia dengan periode 1989 hingga 2013 menggunakan metode Tes pasar yang efisien dilakukan pada tingkat EMH terendah, yang diuji menggunakan uji autokorelasi. Hasil dari tes efisiensi bentuk lemah, bersama dengan uji pengembalian abnormal menggunakan metode studi peristiwa dan *cumulative abnormal return* (CAR) dan mereka menemukan bahwa ada pengaruh *ramadan effect* terhadap return di Indonesia namun tidak signifikan dan tidak terus-menerus ada.

Selain itu pada penelitian Lai dan Windawati (2017) meneliti return selama bulan ramadan di Indonesia dan malaysia periode 2010 hingga 2015 dengan metode yang digunakan yaitu GARCH dan mereka menemukan bahwa tidak ada perubahan return dan ada perbedaan volatilitas yang signifikan selama ramadan di pasar Indonesia.

**H1:** Terdapat fenomena *ramadan effect* pada *return* di Bursa Efek Indonesia.

**H2 :** Terdapat fenomena *ramadan effect* pada *volatilitas* di Bursa Efek Indonesia.

### **3. METODE PENELITIAN**

Sampel dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan sepuluh indeks sektoral, yaitu CONSUMER, AGRI, MANUFACTUR, MINC-IND, MINING, INFRASTRUC, TRADE, FINANCE, PROPERTY dan BASIC-IND. Untuk menguji fenomena *the day of the week effect* pada persamaan return dan volatilitas, data return harian diperoleh dengan menggunakan rumus  $R_t = \ln(P_{i,t}/P_{i,t-1}) * 100\%$ . Sedangkan data harga dari 11 indeks dikumpulkan dari tanggal 2 Januari 2001 sampai dengan 30 Desember 2017 melalui website [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com), [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

Metode yang digunakan untuk mengetahui keberadaan fenomena *the day of the week effect* pada return dan volatilitas di Bursa Efek Indonesia adalah OLS dan GARCH (1,1). Persamaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Persamaan regresi OLS:

$$R_t = \alpha + \beta D + \beta MACD$$

persamaan GARCH:

*Mean equation:*

$$R_t = \alpha + \beta MACD + \beta D$$

*Variance equation:*

$$\sigma_t^2 = \alpha + \beta \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 + \beta D$$

Dimana  $R_t$  = Return indeks saham pada hari t,  $\sigma_t^2$  = Varian residual,  $\varepsilon_{t-1}^2$  = Residual periode lalu,  $\sigma_{t-1}^2$  = Varian residual yang lalu,  $\alpha$  = Nilai *intercept*,  $\beta$  = Koefisien regresi,  $D$  = Variable Dummy untuk setiap hari dalam Bulan.

*Mean equation* merupakan persamaan yang digunakan untuk menguji fenomena *the day of the week effect* pada return di Bursa Efek Indonesia. Persamaan ini digunakan hanya sebagai pembanding atau sebagai bukti tambahan untuk menguji fenomena *the day of the week effect* pada return. Sedangkan *variance equation* merupakan persamaan yang digunakan untuk menguji fenomena *the day of the week effect* pada volatilitas.

#### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 merupakan fenomena *ramadan effect* pada persamaan return. Berdasarkan metode OLS, semua sampel penelitian menunjukkan pola yang sama, dimana nilai koefisien pada semua indeks yang teliti saat bulan ramadan menunjukkan nilai positif kecuali pada indeks JKPROP yang memiliki nilai negatif,

sama halnya dengan koefisien diluar bulan ramadan yang memiliki nilai positif disetiap indeks yang diteliti. Untuk nilai koefisien pada saat ramadan dan koefisien selain dibulan ramadan menunjukkan nilai yang tidak berbeda dengan nilai dummy dimana nilai return berada diantara nilai 0 dan 1 dengan nilai probabilitas diatas tingkat signifikan 5% dan 10%.

Pada nilai koefisien *MACD* menunjukkan hasil yang positif untuk semua indeks yang diteliti, hal ini menunjukkan bahwa *MACD* atau *market timing* sangat mempengaruhi return baik dibulan ramadan maupun diluar bulan ramadan. Dengan demikian, tidak ada pengaruh *ramadan effect* terhadap return saham. Kemudian berdasarkan nilai adjusted R<sup>2</sup> (Koefisien Determinasi), nilai adjusted R<sup>2</sup> pada metode OLS menunjukkan nilai di bawah 50%.

Berdasarkan paparan diatas, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan return saham selama bulan ramadan dengan bulan selain bulan ramadan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama dalam penelitian ini tidak diterima. Ada beberapa alasan yang membuat tidak adanya pengaruh *ramadan effect* terhadap return di Bursa Efek Indonesia, salahsatunya yaitu dalam penelitian Bialkowski et al. (2012) mengemukakan bahwa tidak adanya pengaruh bulan ramadan di pasar saham Indonesia dikarenakan adanya krisis asia yang bertepatan dengan bulan ramadan, oleh sebab itu tidak ditemukan *ramadan effect* pada return.

Selain itu dalam penelitian Rusmayanti, et al (2016) tidak menemukan pengaruh *ramadan effect* di Bursa Efek Indonesia. Hal ini disebabkan karena pada

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang dijadikan dasar perhitungan return cukup stabil dan tidak mengalami perbedaan return selama bulan ramadan dengan bulan diluar ramadan. Selain itu tidak terjadinta *ramadan effect* juga dipengaruhi oleh komposisi investor di Indonesia, yang lebih didominasi oleh investor asing dan institusi, sehingga pada bulan ramadan tidak terjadi perubahan aktivitas didalam pasar modal.

Tabel 2 melaporkan fenomena *ramadan effect* pada volatilitas. Berdasarkan metode GARCH (1,1), nilai koefisien volatilitas pada saat ramadan menunjukkan nilai positif dan nilai pada setiap indeks relatif lebih stabil selama bulan ramadan dan pada JKSE, JKAGRI, JKINFA, JKPROP memiliki nilai volatilitas yang signifikan. Sedangkan untuk nilai volatiltas diluar ramadan menunjukan JKMING dan JKPROP, meskipun terdapat nilai yang signifikan pada saat ramadan di 4 sektor industry dan 2 sektor industri diluar bulan raamadan teteap menunjukan tidak ada pengaruh *ramadan effect* terhadap volatilitas karena lebih banyak sektor yang memiliki nilai tidak signifikan menunjukan hasil yang tidak jauh berbeda dengan uji OLS dimana tidak terdapat pengaruh *ramadan effect*.Sedangkan untuk nilai MACD menunjukan nilai yang signifikan disemua sektor. Hal ini menunjukan bahwa momentum/*market timing* berpengaruh terhadap volatilitas.

Tabel 3 *variance equation* menunjukan uji GARCH yang digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan volatilitas dalam bulan ramadan atau tidak., dalam table 3 menunjukan nilai koefisien volatilitas pada saat ramadan memiliki

nilai yang signifikan disemua sector industri, sedangkan untuk nilai koefisien volatilitas diluar bulan Ramadan menunjukkan nilai yang tidak signifikan disemua sektor, hal ini menunjukkan bahwa *ramadan effect* tidak mempengaruhi volatilitas karena tidak ada perbedaan volatilitas yang signifikan selama Ramadan dengan volatilitas diluar bulan ramadan.

Untuk variabel  $\varepsilon_{t-1}^2$  (ARCH 1) yang artinya bahwa volatilitas return h-1 atau volatilitas return satu hari sebelumnya mempengaruhi volatilitas return hari ini. Dengan kata lain, tinggi atau rendahnya volatilitas satu hari sebelumnya cenderung diikuti oleh volatilitas pada hari selanjutnya. Untuk variabel  $\sigma_{t-1}^2$  memiliki arti yang sama dengan variabel  $\varepsilon_{t-1}^2$  (ARCH 1). Dalam uji GARCH ini variabel  $\varepsilon_{t-1}^2$  dan  $\sigma_{t-1}^2$  menunjukkan hasil yang signifikan disemua sektor, yang berarti bahwa volatilitas dipengaruhi oleh volatilitas dihari sebelumnya.

Berdasarkan paparan diatas, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan volatilitas yang signifikan selama bulan ramadan dengan bulan selain ramadan. Ini menegaskan bahwa hipotesis kedua dalam penelitian ini tidak diterima, yaitu tidak terdapat fenomena *ramadan effect* pada volatilitas di Bursa Efek Indonesia.



**Tabel 1**

**Hasil Uji Return Menggunakan OLS**

OLS																						
	JKSE		JKFINA		JKAGRI		JKBIND		JKCONS		JKINFA		JKMNFG		JKMING		JKMISC		JKPROP		JKTRAD	
	Koeff	Prob																				
<b>C</b>	0.03	0.57	0.03	0.68	0.04	0.63	0.01	0.82	0.01	0.85	0.10	0.16	0.01	0.79	0.03	0.69	0.03	0.66	-0.04	0.45	0.03	0.60
<b>D</b>	0.03	0.60	0.06	0.40	0.02	0.09	0.06	0.41	0.05	0.38	-0.07	0.00	0.05	0.43	0.02	0.77	0.02	0.73	0.13	0.06	0.01	0.79
<b>MACD</b>	4.64 (***)	0.00	4.72 (***)	0.00	4.49 (***)	0.00	4.56 (***)	0.00	4.89 (***)	0.00	4.99 (***)	0.46	4.87 (***)	0.00	4.59 (***)	0.00	4.93 (***)	0.00	4.46 (***)	0.00	4.62 (***)	0.00
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>	0.38		0.38		0.38		0.37		0.37		0.38		0.38		0.37		0.38		0.38		0.37	
<b>n</b>	4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114	

Keterangan: \*\*\* signifikan 1%, \*\* signifikan 5%, \* signifikan 10%; **Sumber: Data Output Eviews 8**

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Mean Equation**

<i>Mean Equation</i>																						
	JKSE		JKFINA		JKAGRI		JKBIND		JKCONS		JKINFA		JKMNFG		JKMING		JKMISC		JKPROP		JKTRAD	
	Koe f	Prob	Koe f	Prob	Koe f	Pro b	Koe f	Pro b	Koe f	Pro b	Koe f	Pro b	Koe f	Prob								
<b>C</b>	0.06 (***)	0.01	0.07	0.20	0.06 (***)	0.02	0.07	0.48	0.04	0.34	0.03 (***)	0.02	0.05	0.22	0.05	0.38	0.00	0.91	0.10 (**)	0.05	0.04	0.33
<b>MACD</b>	4.78 (***)	0.00	4.81 (***)	0.00	4.66 (***)	0.00	4.65 (***)	0.00	5.01 (***)	0.00	5.09 (***)	0.00	4.87 (***)	0.00	4.69 (***)	0.00	5.03 (***)	0.00	4.52 (***)	0.00	4.83 (***)	0.00
<b>D</b>	0.02	0.56	0.03	0.53	- 0.11	0.13	0.03	0.19	0.04	0.32	-0.07	0.23	0.04	0.33	0.11 (**)	0.06	0.05	0.42	0.17 (***)	0.00	0.02	0.59
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>	0.38		0.38		0.38		0.37		0.37		0.38		0.38		0.37		0.38		0.38		0.37	
<b>n</b>	4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114	

Keterangan: \*\*\* signifikan 1%, \*\* signifikan 5%, \* signifikan 10%; **Sumber: Data Output Eviews 8**

**Tabel 3**

**Hasil Uji Volatilitas Menggunakan GARCH**

<i>Variance Equation</i>																						
	<b>JKSE</b>		<b>JKFINA</b>		<b>JKAGRI</b>		<b>JKBIND</b>		<b>JKCONS</b>		<b>JKINFA</b>		<b>JKMNFG</b>		<b>JKMING</b>		<b>JKMISC</b>		<b>JKPROP</b>		<b>JKTRAD</b>	
	Koe f	Prob	Koe f	Prob	Koe f	Pro b	Koe f	Pro b	Koe f	Pro b	Koe f	Pro b	Koe f	Prob								
<b>C</b>	0.02 (***)	0.01	0.03 (***)	0.05	0.01 (***)	0.03	0.06 (***)	0.03	0.06 (***)	0.00	0.02 (***)	0.00	0.07 (***)	0.00	0.03 (***)	0.02	0.04 (***)	0.02	0.03 (***)	0.02	0.02 (***)	0.00
$\varepsilon_{t-1}^2$	0.14 (***)	0.00	0.12 (***)	0.00	0.10 (***)	0.00	0.13 (***)	0.00	0.15 (***)	0.00	0.11 (***)	0.00	0.17 (***)	0.00	0.11 (***)	0.00	0.07 (***)	0.00	0.15 (***)	0.00	0.12 (***)	0.00
$\sigma_{t-1}^2$	0.84 (***)	0.00	0.85 (***)	0.00	0.89 (***)	0.00	0.82 (***)	0.00	0.80 (***)	0.00	0.87 (***)	0.00	0.76 (***)	0.00	0.88 (***)	0.00	0.90 (***)	0.00	0.83 (***)	0.00	0.86 (***)	0.00
<b>D</b>	0.00	0.44	-0.01	0.27	- 0.01	0.34	0.01	0.42	0.02	0.36	-0.01	0.21	0.02	0.60	-0.01	0.28	-0.01	0.46	-0.00	0.93	0.00	0.52
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>	0.38		0.38		0.38		0.37		0.37		0.38		0.38		0.37		0.38		0.38		0.37	
<b>n</b>	4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114		4114	

Keterangan: \*\*\* signifikan 1%, \*\* signifikan 5%, \* signifikan 10%; **Sumber: Data Output Eviews 8**

## 5. PENUTUP

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat fenomena *ramadan effect* pada persamaan return. Fenomena tersebut ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan return antara bulan ramadan dengan bulan selain ramadan dan juga nilai return pada bulan ramadan tidak menunjukkan perbedaan dengan nilai *dummy* yaitu 0 dan 1. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa terdapat fenomena *ramadan effect* pada persamaan volatilitas. Fenomena tersebut ditunjukkan dengan menurunnya nilai volatilitas selama ramadan dan juga nilai volatilitas dibulan ramadan dengan bulan selain ramadan memiliki selisih nilai yang cukup signifikan. Namun demikian, hasil penelitian ini masih terbatas pada pembuktian keberadaan fenomena *the day of the week effect* pada 11 indeks yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat memperluas dan menambah sampel penelitian. Bagi penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan semua indeks yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan juga harga saham individu dari setiap perusahaan. Sehingga hasil penelitian tersebut nantinya dapat memberikan gambaran menyeluruh dalam mewakili pasar dan dapat membantu investor dalam proses pengambilan keputusan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Akrami, Hamaed., Garkaz, Mansour., dan Alireza Mehrazin. 2012. The effect of Ramadhan Month On Stock Abnormal Return of the Companies Accepted In Tehran Stock Exchange. *Economic and Finance Review*. 2(5): 45–51.
- Al-Hajieh, H., Redhead, K. and Rodgers, T. 2011. Investor Sentiment and Calendar Anomaly Effects: A Case Study of The Impact of Ramadan on Islamic Middle

- 535 Eastern markets. *Research in International Business and Finance*. 25(3). 345–356.
- Almudhaf, F. 2012. The Islamic Calendar Effect: Evidence From Twelve Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*. 87. 185–191.
- Bagozzi, R., Gopinath, M., and Nyer, P. 1999. The Role of Emotions in Marketing. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 27(2). 184–206.
- Bialkowski, J., Bohl, M. T., Kaufmann, P., and Wisniewski, T. P. 2013. Do Mutual Fund Managers Exploit the Ramadan Anomaly: Evidence From Turkey. *Emerging Market Review*. 15. 211–232.
- Bialkowski, J., Etebari, A., and Wisniewski, T.P. 2012. Piety and Profits: Stock Market Anomaly During the Muslim Holy Month. *Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper*.
- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 28–30.
- Husain., and Fazal. 1998. A Seasonality in the Pakistan Equity Market: the Ramadhan Effect. *The Pakistan Development Review*. 7. 77–81.
- Lai, Y., and Windawati, A. 2017. Risk Return, and Liquidity During Ramadan: Evidence From Indonesian and Malaysian Stock Market. *Research in International Business and Finance*. 42. 233–241
- Manusamy, D., and Narayanamurthy, V. 2014. An Empirical Study on Volatility of the Shariah Compliant Stocks in Indian Capital Market. *SSRN Electronic Journal*. 10(2). 150–165.
- Mustafa, K. 2011. The Islamic Calendar Effect on Karachi Stock Market. *Pakistan Business Review*. 562–574.
- Seyyed, F.J., Abraham, A., and Al-Hajji, M. 2005. Seasonality in stock returns and volatility: the Ramadan effect. *Research International Business Finance*. 19. 374–383.
- Sonjaya, A. R., and Wahyudi, I. 2016. The Ramadan Effect: Illusion or Reality. *Arab Economic and Business Journal*. 55–71.
- Rusmayanti, A., Yusniar, M. W., Juniar, A. 2016. Pengaruh Bulan Ramadan Terhadap Return Pasar Saham di Bursa Efek Indonesia (1425H-1434H). *Jurnal wawasan Manajemen*. 4(1).