

# **CRITICAL EVENT SEBAGAI PERTIMBANGAN KEPUTUSAN INVESTASI SAHAM TERINDEKS JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)**

Nugroho Wisnu Murti<sup>1</sup>

Indriyana Widyastuti<sup>2</sup>

Saptani Rahayu<sup>3</sup>

\*Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi AUB Surakarta

Corresponding author: nugroho.wm84@gmail.com

---

**ABSTRACT:** *Indonesia is the largest Islamic population country in the world is suspected to have special trend in stock investment indexed by the Jakarta Islamic Index (JII). It can be used as consideration to predict investment timeline. Because, specific timeline for holding investment is still often forgotten as an important recommendation in capital market research. Thus, this study investigated JII stock investment based on critical events on the two calendar systems in Indonesia (National and Islamic Calendar). Critical events on both calendar systems are Ramadan and January effects. Data was analyzed by Interrupted Time Series Analysis from the monthly JII closing price which is calculated from the daily closing price. The results showed that the potential for getting abnormal return by paying attention to national calendar critical events is greater than the critical event on Islamic calendar. This abnormal return potentially consistent with the long-term return. That is mean, even though investments on JII indexed (sharia-based) stocks, paying attention to national calendar critical events has the potential to get abnormal returns and long-term benefits compared to the Islamic calendar. Investors just pay attention to immediate changes to critical events and their direction to predict trend changes over the next year.*

**Keywords:** *Interrupted Time Series Analysis, Jakarta Islamic Index, Critical event, Immediate changes.*

## **1. PENDAHULUAN**

Batasan waktu untuk memprediksi trend harga saham perlu diperhatikan untuk memperhatikan potensi return yang mungkin berulang pada masa tertentu sebagaimana yang diyakini dalam teori analisis tehcnical. Teknikal analisis mempercayai bahwa trend dapat membentuk pola tertentu dan dapat berulang pada periode tertentu [1, p. 16], [2, p. 8]. Batasan waktu tersebut perlu dilakukan dalam memberikan pertimbangan yang lebih spesifik terkait dengan durasi waktu investasi [3]. Dengan demikian, fokus penelitian ini adalah pada trend perubahan. Output hasil penelitian ini berupa pertimbangan keputusan investasi pada saham yang terindeks Jakarta Islamic Indeks (JII) di Indonesia. Penelitian pada obyek indeks saham ini penting untuk dilakukan dengan mempertimbangkan bahwa Indonesia merupakan negara dengan penduduk muslim terbesar di dunia. Fakta ini memberikan potensi bahwa aktifitas saham berbasis syariah lebih besar dengan saham yang lain. Untuk membuktikan hal tersebut, penelitian ini membandingkan aktifitas investasi saham yang terindeks JII pada *critical event* berdasar kalender nasional dibanding dengan *critical event* berdasar kalender dalam Islam. Critical event ini layak diperhatikan dengan memperhatikan saran yang disampaikan oleh [3] dan juga beberapa peneliti *Seminar Nasional dan The 6th Call for Syariah Paper Universitas Muhammadiyah Surakarta*

lain yang memprediksi moment yang terbukti perlu diperhatikan untuk memutuskan investasi saham.

Moment penting tersebut antar lain *January effect* [4]–[8]. Temuan tersebut menjadi dasar penelitian ini untuk menggunakan *January effect* sebagai *critical event* pada sistem kalender nasional dalam penelitian ini. Sementara itu, *critical event* berdasar kalender Islam menggunakan moment Ramadhan dengan memperhatikan beberapa penelitian terdahulu antara lain [9]–[13]. Selain pertimbangan tersebut, fakta bahwa bulan Ramadhan adalah moment penting di Indonesia dengan ditunjukkan pada aktifitas ekonomi yang selalu meningkat selama bulan ini dibandingkan bulan yang lain.

Perbandingan fluktuasi indeks harga saham JII pada kedua *critical event* diatas akan memberikan pertimbangan kepada investor tentang *critical event* berdasar sistem kalender mana yang berpotensi lebih andal memprediksi trend perubahan harga saham terindeks JII. Potensi tersebut berdasar analisis perubahan yang terjadi secara cepat (*immediate changes*) dan perubahan trend (*trend changes*) pada indeks harga saham sampai awal *critical event* tahun berikutnya. Positif *Immediate changes* yang terjadi pada *critical event* tertentu berpotensi memiliki peluang mendapatkan *abnormal return* demikian juga sebaliknya. Sementara itu, analisis *trend changes* memberikan informasi tentang prediksi perubahan setelah *critical event* sampai dengan awal *critical event* tahun berikutnya. Perbandingan konsistensi arah dan signifikansi *Immediate changes* dengan *trend changes* pada beberapa tahun observasi mengindikasikan keandalan untuk mempertimbangkan *critical event* mana yang perlu diperhatikan untuk berinvestasi pada saham terindeks Jakarta Islamic Indeks

## 2. KAJIAN PUSTAKA

Penelitian adalah *capital market research* yang didasarkan pada *the Dow Theory*. Teori ini sebagai dasar lahirnya analisis tehnikal. Analisis tersebut menjelaskan bahwa pola tertentu dapat terbentuk dalam chart fluktuasi instrument keuangan dan digunakan sebagai prediksi untuk perilaku investasi di beberapa waktu ke depan [14]. *The Dow Theory* merupakan teori dasar dari analisa tehnikal yang pertama kali dipublikasikan Oleh Charles H.Dow (1851-1902) di 255 Wall Street Journal. Artikel ini mengadopsi teori tersebut dalam analisis trend untuk memprediksi perubahan harga saham.

Sementara itu, teori kedua yang kegunaan adalah *momentum trading strategy* sebagai strategi yang diyakini dapat digunakan untuk memaksimalkan return investasi pada momentum tertentu. Teori tersebut diadopsi dari penelitian terdahulu antara lain [15]–[18]. Beberapa momentum trading diteliti juga dalam beberapa momentum yang berbeda antara lain efek hari senin, hari libur, dan hari perayaan nasional termasuk agama, termasuk penggunaan kalender non romawi [12], [19]–[24].

*Capital Market research* berdasar analisis *tehnikal* relatif lebih sedikit dilakukan dibanding dengan analisis fundamental. Selain rekomendasi dan prediksi jangka panjang sebagai output fundamental analisis, penelitian berbasis fundamental analisis juga seringkali digunakan untuk menguji *accounting usefulness* [25, pp. 195–236]. Sementara itu technical analisis memberikan pertimbangan investasi jangka pendek sebagaimana penelitian empiris yang dilakukan oleh [26], [27]. Selain pertimbangan keputusan jangka pendek, perubahan saham berdasar trend merupakan *anomaly* dalam teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang diharapkan pada pembuktian *accounting usefulness*.

Dua alasan tersebut yang mungkin menjadi penyebab mengapa *Capital Market research* berdasar analisis tehnikal relatif lebih sedikit dilakukan dibanding berdasar dengan analisis

fundamental khususnya pada penelitian akuntansi keuangan. Akan tetapi penelitian ini mencoba menyampaikan hal yang berbeda bahwa pertimbangan investasi berdasar trend memiliki potensi untuk digunakan sebagai pertimbangan memutuskan investasi jangka panjang dengan *timeline* tertentu sebagaimana pentingnya batasan waktu investasi yang disampaikan [3]. *Timeline* yang digunakan pada penelitian ini adalah jangka waktu satu tahun berdasar *critical event* pada sistem kalender Islam dan Nasional.

Beberapa *critical event* yang pernah diteliti dalam *capital market research* antara lain *holiday effect*, *religious holiday effect* dan beberapa event khusus lain seperti masa krisis, efek kalender agama dan *weekend effect* [12], [19]–[21], [24], [28]. Perbedaan penelitian ini dengan beberapa penelitian sebelumnya tersebut adalah perbandingan kalender yang dihitung berdasarkan agama dibanding kalender yang berlaku secara nasional untuk memprediksi pergerakan harga saham. Penelitian ini mengidentifikasi perubahan trend rata-rata indeks harga saham JII yang diawali pada bulan Ramadhan (berdasar kalender Islam) dibanding dengan bulan Januari (berdasar kalender yang berlaku secara nasional di Indonesia). Perbandingan dua *critical event* pada dua sistem kalender yang berbeda pada penelitian ini juga belum dilakukan pada beberapa penelitian diatas.

### 3. METODE PENELITIAN

Obyek penelitian ini adalah *daily* dan *montly* data indeks harga saham Jakarta Islamic Indeks (JII). Data tersebut diakses dari [www.investing.com](http://www.investing.com). Observasi data tersebut dilakukan mulai dari tahun 2013 sampai dengan 2019. Rata-rata indeks harga saham JII bulanan berdasarkan kalender nasional telah tersedia pada sumber data. Akan tetapi rata-rata indeks harga JII berdasarkan kalender Islam yang dimulai dengan *critical event* bulan Ramadhan perlu diidentifikasi berdasarkan data harian indeks harga JII pada aktifitas perdagangan saham di Indonesia. Dengan demikian *critical event* berdasarkan kalender nasional terdiri dari Januari 2014, Januari 2015, Januari 2016 Januari 2017, Januari 2018 dan Januari 2019. Sementara itu, *critical event* berdasarkan kalender Islam juga terdiri dari 6 *critical event* dari Ramadhan 2014 sampai dengan Ramadhan 2019.

Alat analisis yang digunakan untuk mengetahui *immediate changes* dan *trend changes* adalah *Single Group Interrupted Time Series Analysis* yang dikembangkan oleh [29]. ITSA biasa digunakan digunakan dalam evaluasi efektifitas program pada berbagai penelitian tentang *public policy evaluation*. Akan tetapi penelitian ini akan mengadopsi alat tersebut untuk menganalisis trend perubahan harga saham yang juga belum pernah digunakan dalam beberapa penelitian diatas. Tahap akhir analisis tersebut membandingkan secara deskriptif tentang konsistensi arah dan signifikansi pada *immediate changes* terhadap *trend changes*. Konsistensi yang lebih banyak ditemukan pada sejumlah observasi berpotensi lebih andal digunakan sebagai pertimbangan keputusan investasi pada saham terindeks Jakarta Islamin Indeks (JII).

### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

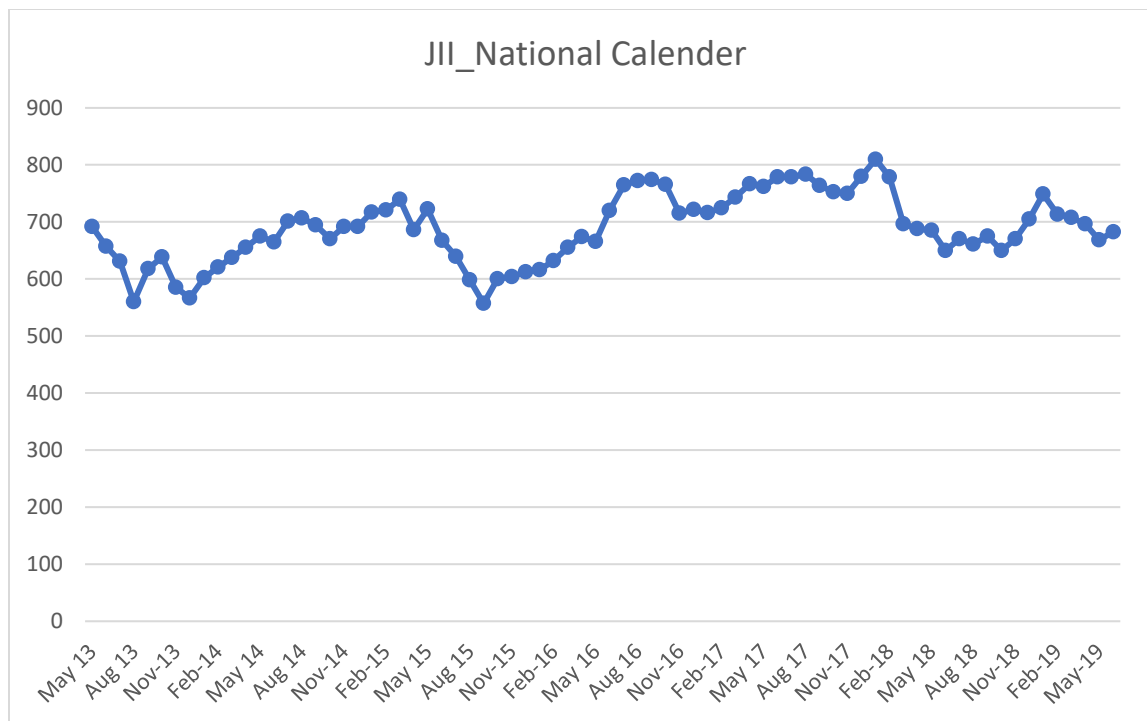
Analisis data dilakukan pada data rata-rata tiap bulan indeks harga JII mulai bulan Mei 2013 sampai dengan Juni 2019 untuk kalender nasional. *Critical event* yang digunakan adalah bulan Januari sebagaimana dengan argemen yang telah dijelaskan diatas. Sementara itu, analisis data juga dilakukan terhadap rata-rata indeks harga JII setiap bulan berdasarkan kalender Islam. *Critical event* yang digunakan adalah bulan Ramadhan. Akan tetapi, analisis berdasarkan kalender Islam dilakukan mulai tahun 2014 karena data bulan Ramadhan 2013 yang tidak tersedia pada sumber data sekunder ([www.investing.com](http://www.investing.com)).

Diskripsi dan trend rata-rata indeks harga JII selama tahun observasi dapat ditunjukkan pada Gambar 1 (Trend indeks harga JII berdasarkan kalender nasional, *critical event* setiap bulan Januari). Sementara itu Gambar 2 menunjukkan trend indeks harga JII berdasar kalender Islam dengan *critical event* bulan Ramadhan. Jika mengacu pada sistem kalender nasional, maka secara berurutan *critical event* bulan Ramadhan tiap tahun secara rinci dapat ditunjukkan pada Tabel 1. Durasi dokumentasi harga penutupan indeks harga saham JII pada tiap *critical event* tersebut tidak sama. Durasi paling besar ditunjukkan pada tahun 2019 (sebanyak 15 hari), sedangkan durasi terkecil terjadi pada tahun 2017 (8 hari).

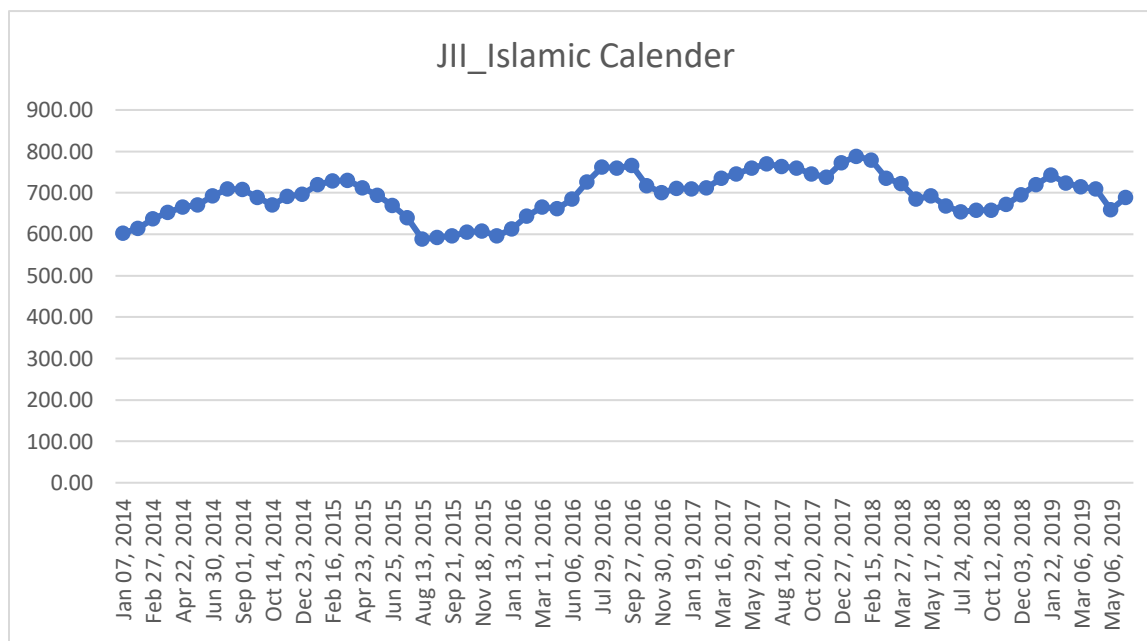
**Tabel 1 Identifikasi durasi *critical event* bulan Ramadhan**

Observasi	Awal bulan Ramadhan sebagai <i>critical event</i>	Akhir bulan Ramadhan sebagai <i>critical event</i>	Durasi dokumentasi penutupan indeks harga JII selama <i>critical event</i>
Ramadhan 2014	30 Juni 2014	25 Juli 2014	14 Hari
Ramadhan 2015	25 Juni 2015	14 Juli 2015	9 Hari
Ramadhan 2016	6 Juni 2016	1 Juli 2016	13 hari
Ramadhan 2017	19 Mei 2017	22 Juni 2017	8 Hari
Ramadhan 2018	17 Mei 2018	8 Juni 2018	14 Hari
Ramadhan 2019	6 Mei 2019	31 Mei 2019	15 Hari

Indeks Harga JII setiap *critical event* pada dua sistem kalender tersebut menunjukkan indikasi memiliki trend yang sama berdasarkan Gambar 1 dan 2. Indikasi ini ditunjukkan mulai awal observasi yaitu bulan Januari 2014 (kalender nasional) dibanding dengan bulan Ramadhan 2014 (dimulai 30 Juni 2014). *Critical event* awal observasi (2014) pada dua sistem kalender tersebut berpotensi memiliki arah yang sama yaitu meningkat. Demikian juga pada tahun kedua dan ketiga observasi (Tahun 2015 dan 2016) diindikasikan memiliki trend yang sama. Akan tetapi informasi tersebut belum bisa menyimpulkan apakah terdapat perubahan signifikan yang bersifat *immediate* (cepat) pada masing-masing *critical event* tersebut. Identifikasi *immediate* dan *trend changes* tersebut dianalisis dengan menggunakan *Interrupted Time Series Analysis* (ITSA) yang diadopsi dari [29]. Ringkasan output analisis tersebut dapat ditunjukkan pada Tabel 2 (*Critical event in January*) dan Tabel 3 (*Critical event in Ramadhan*) serta Gambar 3 (*Critical event in January*) dan Gambar 4 (*Critical event in Ramadhan*).



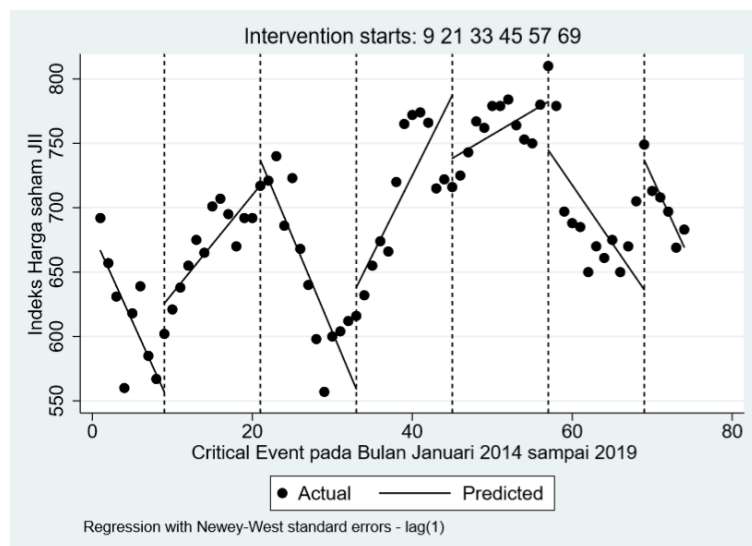
**Gambar 1. Trend indeks harga saham JII berdasar Kalender Nasional (*January Critical event*)**



**Gambar 2. Trend indeks harga saham JII berdasar estimasi durasi dokumentasi pada kalender Islam (*Ramadhan Critical event*)**

Gambar 3 menunjukkan output ITSA dalam grafik yang dapat diinterpretasikan secara visual. Analisis pada *critical event* tahun pertama (2014) menunjukkan bahwa ada potensi perubahan (kenaikan) secara cepat (*immediate changes*) pada awal tahun terkait yang konsisten *Seminar Nasional dan The 6th Call for Syariah Paper Universitas Muhammadiyah Surakarta*

dengan arah trend sampai dengan *critical event* tahun berikutnya (2015). Interpretasi tersebut konsisten dengan analisis statistik pada Tabel 3. Nilai koefisien *Immediate changes* dan *trend changes* Januari 2014 konsisten memiliki arah positif dan terbukti bahwa perubahan tersebut signifikan ( $x_7 = 68,87363$  &  $x_{t7} = 21,36605$ , serta nilai  $p\text{-value} < 0,01$ ). Implikasi atas temuan ini dapat memberikan pertimbangan bahwa investor hanya dapat memperhatikan arah perubahan yang terjadi pada bulan *critical event* bulan Januari sebagai *Immediate changes* untuk memprediksi arah perubahan trend indeks harga saham JII sampai dengan *critical event* tahun berikutnya.



#### Keterangan

Intervention Number	Information
9	January 2014
21	January 2015
33	January 2016
45	January 2017
57	January 2018
69	January 2019

Gambar 3. Output ITSA Intervensi pada Januari critical event (National Calendar)

Analisis yang dilakukan pada tahun 2016 menunjukkan hasil yang sama dengan tahun 2014, demikian juga seterusnya. Untuk mempermudah interpretasi tersebut serta menilai konsistensi *Immediate changes* terhadap *trend changes*, Tabel 4 dapat mempermudah hal tersebut. Rangkaian analisis pada *critical event* Januari ini akan dibandingkan dengan *critical event* Ramadhan. Perbandingan tersebut dilakukan pada konsistensi dan signifikansi *Immediate changes* dengan *trend changes*. Jika arah *Immediate changes* sama dengan *trend changes* serta memiliki signifikansi yang konsisten, maka dinilai konsisten. Hasil final perbandingan tersebut adalah keandalan pertimbangan *critical event* yang lebih potensial untuk memprediksi trend perubahan indeks harga saham JII sampai dengan *critical event* berikutnya.

Tabel 2. Ringkasan ITSA statistik JII berdasar pada January critical event

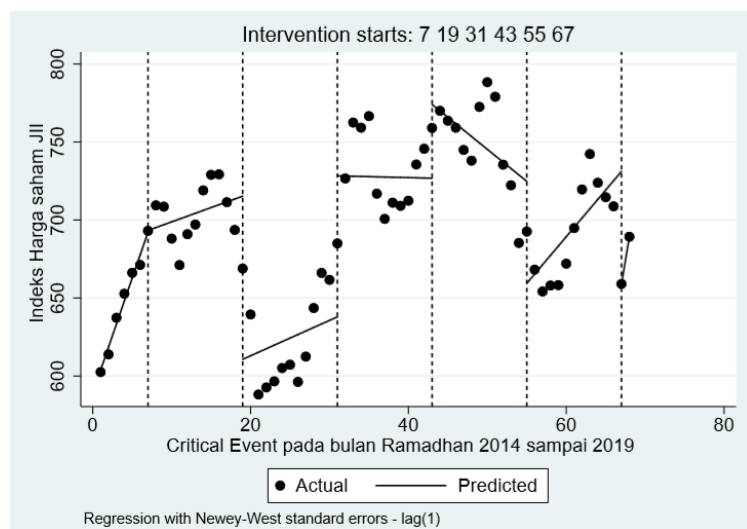
Indonesia Composite stock index	Coefficient	P - Value
(1)	(2)	(3)
X7 (Immediate changes Januari 2014)	68,87363	0,0010
x_t7 (Trend changes Januari 2014)	21,36605	0,0000
X19 (Immediate changes Januari 2015)	19,55245	0,3070
x_t19 (Trend changes Januari 2015)	-22,45105	0,0000
x31 (Immediate changes Januari 2016)	78,86247	0,0160
x_t31 (Trend changes Januari 2016)	27,23427	0,0000
x43 (Immediate changes Januari 2017)	-48,85897	0,1690
x_t43 (Trend changes Januari 2017)	-8,751748	0,0580
x55 (Immediate changes Januari 2018)	-37,70979	0,2960
x_t55 (Trend changes Januari 2018)	-12,6993	0,0170
x64 (Immediate changes Januari 2019)	100,6342	0,0010
x_t64 (Trend changes Januari 2019)	-4,486314	0,4460

cons	666,6667	0,0000
------	----------	--------

Interpretasi berikutnya dapat disajikan berdasarkan *critical event* yang dimulai pada bulan Ramadhan tahun 2014 berdasar Gambar 4 dan Tabel 3. Selanjutnya konsistensi *Immediate changes* dengan *trend changes* selama tahun observasi ini ditunjukkan pada Tabel 5. *Immediate changes pada critical event* bulan Ramadhan tahun 2014 berpotensi tidak dapat dijadikan sebagai pedoman untuk memprediksi perubahan trend indeks harga saham JII pada bulan berikutnya sampai dengan bulan Ramadhan tahun berikutnya. Indikasi tersebut didasarkan pada perbedaan nilai koefisien  $x_9$  yang berarah positif (1.119434) dan nilai koefisien  $x_{t9}$  negatif (-12.90372). Perbedaan tersebut juga ditunjukkan pada tingkian signifikansinya ( $p\text{-value} > 0,1$  dan  $p\text{-value} < 0,01$ ). Konsistensi arah perubahan tersebut juga tidak dapat ditunjukkan dari tahun 2015 sampai dengan 19. Ringkasan konsistensi tersebut dapat ditunjukkan pada Tabel 5.

**Tabel 3. Ringkasan ITSA statistik JII berdasar pada Ramadhan *critical event***

Indonesia Composite stock index	Coefficient	P - Value
(1)	(2)	(3)
$x_9$ (Immediate changes Ramadhan 2014)	1.119434	0.9150
$x_{t9}$ (Trend changes Ramadhan 2014)	-12.90372	0.0000
$x_{21}$ (Immediate changes Ramadhan 2015)	-104.5846	0.0020
$x_{t21}$ (Trend changes Ramadhan 2015)	0,4367473	0.9100
$x_{33}$ (Immediate changes Ramadhan 2016)	90.3976	0.0110
$x_{t33}$ (Trend changes Ramadhan 2016)	-2.391259	0.5960
$x_{45}$ (Immediate changes Ramadhan 2017)	47.24385	0.0150
$x_{t45}$ (Trend changes Ramadhan 2017)	-3.980104	0.2720
$x_{55}$ (Immediate changes Ramadhan 2018)	-65.43592	0.0390
$x_{t55}$ (Trend changes Ramadhan 2018)	10.08675	0.0010
$x_{67}$ (Immediate changes Ramadhan 2019)	-72.15151	0.0000
$x_{t67}$ (Trend changes Ramadhan 2019)	24.31758	0.0000



#### Keterangan

Intervention Number	Information
7	Ramadhan 2014
19	Ramadhan 2015
31	Ramadhan 2016
43	Ramadhan 2017
55	Ramadhan 2018
67	Ramadhan 2019

**Gambar 4. Output ITSA Intervensi pada ramadhan *critical event* (Islamic Calender)**

Konsistensi yang dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menjadikan *immediate changes* sebagai pedoman untuk menentukan perubahan arah trend sampai dengan *critical event* tahun berikutnya adalah konsistensi arah dan tingkat signifikansinya. Dengan demikian *critical event* pada bulan januari memiliki 3 kali konsistensi dari 6 kali observasi. Sementara itu, *critical event* bulan Ramadhan memiliki nol konsistensi. Hasil tersebut memberikan

implikasi bahwa indeks harga saham JII lebih cenderung mengikuti *critical event* pada sistem kalender nasional dibanding sistem kalender Islam dengan *critical event* pada bulan Ramadhan. Artinya, keputusan investasi saham berbasis syariah di Indonesia tidak terlalu memperhatikan event penting meskipun berdasarkan kalender Islam. Investasi pada saham indeks ini tetap lebih memperhatikan sistem kalender nasional dalam mempertimbangkan beberapa momentum penting yang terjadi sepanjang tahun pada dua sistem kalender tersebut.

**Tabel 4. Konsistensi Immediate dan trend changes *January critical event* JII**

Immediate and trend changes JII	Koefisien	p-value	Konsistensi arah Immediate dan trend changes (a & b)	Konsistensi signifikansi Immediate dan trend changes (a & b)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
a. Immediate changes January 2014	68.87363	0,0010	Consistent	Consistent
b. Trend changes January 2014	21,36605	0,0000		
a. Immediate changes January 2015	19,55245	0,3070	Not consistent	Not consistent
b. Slope January 2015	-22,45105	0,0000		
a. Immediate changes January 2016	78,86247	0,0160	Consistent	Consistent
b. Trend changes January 2016	27,23427	0,0000		
a. Immediate changes January 2017	-48,85897	0,1690	Consistent	consistent
b. Trend changes January 2017	-8.751748	0,0580		
a. Immediate changes January 2018	-37,70979	0,2960	Consistent	Not consistent
b. Trend changes January 2018	-12,6993	0,0170		
a. Immediate changes January 2019	100,6342	0,0010	Not consistent	Not consistent
b. Trend changes January 2019	-4,486314	0,4460		

Diskusi lain dapat disampaikan berdasarkan signifikansi *critical event immediate changes* pada kedua sistem kalender baik nasional maupun berdasar Islam. Tingkat signifikansi tersebut mengindikasikan bahwa investasi atau trading pada *critical event* tersebut berpotensi mendapatkan *abnormal return*. Akan tetapi potensi abnormal return tersebut membutuhkan perubahan yang bersifat positif. Analisis pada *critical event* Ramadhan menghasilkan 5 kali *immediate changes* yang berubah signifikan dari 6 kali (tahun) observasi yang terdiri dari 2 kali perubahan positif dan 3 kali perubahan negatif. Sementara itu, analisis *critical event* Januari menghasilkan 3 kali *immediate changes* yang berubah signifikan positif dan tidak ada perubahan negatif yang signifikan. Artinya, secara statistik deskriptif dapat memberikan implikasi bahwa potensi abnormal return pada *critical event* Januari lebih banyak dibandingkan *critical event* bulan Ramadhan (3 kali dibanding 2 kali pada 6 kali observasi).

**Tabel 5. Konsistensi Immediate dan trend changes *Ramadhan critical event* JII**

Immediate and trend changes JII	Koefisien	p-value	Konsistensi arah Immediate dan trend changes (a & b)	Konsistensi signifikansi Immediate dan trend changes (a & b)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
a. Immediate changes January 2014	1.119434	0.9150	Not consistent	Not consistent
b. Trend changes January 2014	-12.90372	0.0000		
a. Immediate changes January 2015	-104.5846	0.0020	Not consistent	Not consistent
b. Trend January 2015	0,4367473	0.9100		
c. Immediate changes January 2016	90.3976	0.0110	Not consistent	Not consistent
d. Trend changes January 2016	-2.391259	0.5960		
c. Immediate changes January 2017	47.24385	0.0150	Not consistent	Not consistent
d. Trend changes January 2017	-3.980104	0.2720		
c. Immediate changes January 2018	-65.43592	0.0390	Not consistent	Consistent
d. Trend changes January 2018	10.08675	0.0010		
c. Immediate changes January 2019	-72.15151	0.0000	Not consistent	Consistent
d. Trend changes January 2019	24.31758	0.0000		



## 5. KESIMPULAN

Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa *immediate changes* yang terjadi pada tiap dua *critical event* sistem kalender nasional maupun Islam, memiliki potensi *abnormal return* untuk keputusan investasi pada saham yang tercatat dapat Jakarta Islamic Indeks. Potensi mendapat abnormal return tersebut lebih besar dengan memperhatikan *critical event* kalender nasional (Januari) dibanding dengan memperhatikan kalender Islam (Ramadhan *critical event*). Abnormal return ini berpotensi konsisten dengan return jangka panjang dengan batasan time line sampai dengan awal *critical event* tahun berikutnya. Hasil ini dapat menjadi pertimbangan untuk investor bahwa *critical event* berdasarkan kalender Islam tidak berpotensi mengubah trend harga saham secara signifikan meskipun untuk investasi pada saham yang tercatat masuk dalam Jakarta Islamic Index. Penelitian ini memberikan bukti bahwa *critical event* berdasarkan sistem kalender nasional berpotensi lebih andal dibanding kalender Islam. Hasil ini memberikan indikasi bahwa aktifitas emiten yang terindeks JII tidak memiliki hubungan dengan moment penting dalam Islam di Indonesia, khususnya pada moment bulan Ramadhan.

## 6. REFERENCE

- [1] W. Desmond, *Analisis Fundamental Saham*, 2nd ed. Jakarta: Exceed, 2011.
- [2] Indonesia Stock Exchange, "Sekolah Pasar Modal Level 2," in *Buku Panduan Sekolah Pasar Modal*, Jakarta, Indonesia: Indonesia Stock Exchange, 2008, pp. 1–48.
- [3] Y. Khoroshilov, "Momentum trading strategy and investment horizon: an experimental study," *J. Econ. Studies*, Emerald Gr. Publ. Ltd., vol. 39, no. 1, pp. 4–12, 2013.
- [4] C. Balint and O. Gica, "Is the January effect present on the Romanian capital market?," in *8th International Strategic Management Conference Is*, 2012, vol. 58, pp. 523–532.

- [5] Q. Sun and W. H. S. Tong, "Risk and the January effect," *J. Bank. Financ.*, vol. 34, no. 5, pp. 965–974, 2010.
- [6] Z. Chen and P. R. Daves, "International Review of Financial Analysis The January sentiment effect in the U . S . stock market," *Int. Rev. Financ. Anal.*, vol. 59, no. May, pp. 94–104, 2018.
- [7] H. Beladi, C. Chur, and M. Hu, "International Review of Financial Analysis Another January effect — Evidence from stock split announcements," *Int. Rev. Financ. Anal.*, vol. 44, pp. 123–138, 2016.
- [8] K. E. Easterday and P. K. Sen, "Is the January effect rational ? Insights from the accounting valuation model," *Q. Rev. Econ. Financ.*, vol. 59, pp. 168–185, 2016.
- [9] A. R. Sonjaya and I. Wahyudi, "The Ramadan effect : Illusion or reality ?," *Arab Econ. Bus. J.*, vol. 11, no. 1, pp. 55–71, 2016.
- [10] H. A. Alnemer and H. Al-hajieh, "The Uncertainty Risk of Oil and Ramadan Season on Stock Return and Volatility : Empirical Findings from Saudi Arabia," *Int. J. Bus. Manag. Invent.*, vol. 7, no. 5, pp. 28–36, 2018.
- [11] F. J. Seyyed, A. Abraham, and M. Al-Hajji, "Seasonality in stock returns and volatility: The Ramadan effect," *Res. Int. Bus. Financ.*, vol. 19, no. 3, pp. 374–383, 2005.
- [12] M. Al-Ississ, "The holyday effect," *J. Behav. Exp. Financ.*, vol. 5, pp. 60–80, 2015.
- [13] Ö. F. Tan and Ş. Özlem, "Ramadan Effect On Stock Markets," *J. Res. Bus.*, vol. 1, no. 3, pp. 77–98, 2018.
- [14] G. Caginalp and D. Balenovich, "A Theoretical Foundation for Technical Analysis," *J. Tech. Anal.*, pp. 5–21, 2003.
- [15] Y. Tse, "North American Journal of Economics and Finance Momentum strategies with stock index exchange-traded funds," *North Am. J. Econ. Financ.*, vol. 33, pp. 134–148, 2015.
- [16] O. Weil, "The profitability of momentum trading strategies : A comparison between stock markets in the Netherlands and Germany," University of Groningen and Uppsala University, 2017.
- [17] J. M. Griffin, X. Ji, and J. S. Martin, "Momentum Investing and Business Cycle Risk : Evidence from Pole to Pole," *J. Finance*, vol. LVIII, no. 6, 2003.
- [18] N. Jegadeesh and S. Titman, "Profitability of Momentum Strategies : An Evaluation of Alternative Explanations," *J. Finance*, vol. LVI, no. 2, pp. 699–720, 2001.
- [19] L. J. Bachmeier and S. R. Nadimi, "Oil shocks and stock return volatility," *Q. Rev. Econ. Financ.*, vol. 68, pp. 1–9, 2018.
- [20] K. R. French, "Stock returns and the weekend effect," *J. financ. econ.*, vol. 8, no. 1, pp. 55–69, 1980.
- [21] C. B. Cadsby and M. Ratner, "Turn-of-month and pre-holiday effect on stock return: Some international evidence," *J. Bank. Financ.* 16, vol. 16, no. 3, pp. 497–509, 1992.
- [22] X. Zhou, Y. Cui, S. Wu, and W. Wang, "The influence of cultural distance on the volatility of the international stock market," *Econ. Model.*, no. October, 2018.
- [23] F. Almudhaf, "The Islamic Calendar Effects: Evidence from Twelve Stock Markets," *Int. Res. J. Financ. Econ.*, vol. 87, Aug. 2012.
- [24] C. Pantzalis and E. Ucar, "Religious holidays, investor distraction, and earnings announcement effects," *J. Bank. Financ.*, vol. 47, no. 1, pp. 102–117, 2014.
- [25] H. I. Wolk, J. L. Dodd, and J. J. Rozycki, *Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment*, Ninth Edit. Thousand Oaks, California USA: SAGE Publications, Inc, 2017.

- [26] D. R. Artha, N. A. Achsani, and H. Sasongko, “Analisa Fundamental, Teknikal dan Makroekonomi Harga Saham Sektor Pertanian,” *J. Manaj. dan Kewirausahawan, Inst. Pertan. Bogor*, vol. 16, no. 2, pp. 175–183, 2014.
- [27] V. Panggabean, E. Nababan, and F. Bu’ulolo, “Analisis Fundamental Dan Analisis Teknikal Pada Investasi Trading Emas Online Dengan Value At Risk,” *J. Sainia Mat.*, vol. 1, no. 4, pp. 369–382, 2013.
- [28] W. F. Wright and G. H. Bower, “Mood Effects on Subjective Probability Assessment,” *Organ. Behav. Hum. Decis. Process.*, vol. 52, no. 2, pp. 276–291, 1992.
- [29] A. Linden, “Conducting interrupted time-series analysis for single- and multiple-group comparisons,” *Stata J.*, vol. 15, no. 2, pp. 480–500, 2015.