



Menilik Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Rilis Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023

Zakir Yusuf Gunibala^{1*}; Andini Renuat²; Sukmawati Indah Dzikriah³

^{1,2,3}Universitas Negeri Malang, Jl. Semarang 5 Malang 65145, Jawa Timur, Indonesia

¹zakiry466@gmail.com; ²ayu.andini.2304218@students.um.ac.id;

³sukmawati.indah.2304218@students.um.ac.id

*Corresponding author

doi.org/10.33795/jraam.v7i1.012

Informasi Artikel

Tanggal masuk	12-01-2024
Tanggal revisi	24-03-2024
Tanggal diterima	31-03-2024

Keywords:

Market Reaction;
Abnormal Return;
Trading Volume Acitivity.

Abstract: Examining the Market Reaction to the Announcement of the Release of MUI Fatwa No. 83 Year 2023

Purpose: Revealing the market reaction that has an impact on the stimulus in the form of MUI's fatwa on the appeal not to use Israeli-affiliated products released in November 2023.

Method: Quantitative method of case study approach. Using statistical analysis of 14 samples of companies listed on the IDX. Data obtained from the IDX and Yahoo Finance pages.

Results: Reveals the absence of AR as well as no significance of differences during the observed Event Window. TVA shows significant statistical analysis results.

Novelty: The current issue raised, which is related to the announcement of MUI fatwa no. 83 of 2023 concerning the appeal not to use products affiliated with Israel.

Contribution: Expand the literature of market reaction studies with the latest relevant issues.

Kata kunci:

Reaksi Pasar;
Pengembalian Abnormal;
Aktivitas Volume Perdagangan.

Abstrak: Menilik Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Rilis Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023

Tujuan: Mengungkap reaksi pasar yang berdampak pada stimulus berupa penerbitan fatwa oleh MUI tentang imbauan menghindari produk terafiliasi Israel pada November 2023.

Metode: Metode kuantitatif pendekatan studi kasus menggunakan analisis statistik terhadap 14 sampel perusahaan yang diperoleh dari laman BEI dan Yahoo Finance.

Hasil: Mengungkapkan tidak adanya AR serta tidak ada signifikansi perbedaan selama Jendela Peristiwa yang diobservasi. TVA menunjukkan hasil analisis statistik yang signifikan.

Kebaruan: terletak pada isu yang diangkat saat ini, yaitu terkait dengan pengumuman fatwa MUI no. 83 tahun 2023 tentang himbauan untuk tidak menggunakan produk yang berafiliasi dengan Israel.

Kontribusi: Memperluas literatur kajian reaksi pasar dengan isu terbaru yang relevan.



1. Pendahuluan

Pentingnya pasar modal dalam

memperkuat perekonomian suatu negara tidak dapat dipungkiri, khususnya dalam kasus Indonesia. Pasar-pasar ini memiliki dua

fungsi, yaitu sebagai sumber pendanaan bisnis dan *platform* investasi publik. Pasar modal merupakan instrumen ekonomi yang penting, terkait erat dengan banyak peristiwa dan kaya akan konten informasi yang penting bagi investor. Keterbukaan informasi memegang peranan penting dalam operasional pasar modal karena menyediakan data penting bagi pelaku pasar, khususnya investor. Informasi ini merupakan masukan yang sangat penting, sehingga memungkinkan mereka membuat keputusan investasi yang terinformasi dan rasional berdasarkan informasi yang tersedia, bukan berdasarkan dorongan emosional.

Penelitian terkait reaksi pasar menjadi topik yang menarik untuk diangkat hingga saat ini. Kompleksitas peristiwa, informasi yang turut memengaruhi juga tentang perilaku investor dalam merespons pasar termuat di dalamnya. Misalnya berkaitan dengan informasi asimetris yang pada umumnya berbicara tentang adanya kesenjangan ataupun perbedaan proporsi kepemilikan informasi antara pihak agen maupun principal. Hal demikian menciptakan kondisi yang tumpang tindih antara pihak yang mempunyai keunggulan informasi dan yang hanya mengetahui sedikit informasi, sehingga dapat dikatakan ada yang dituntungkan dan ada pihak yang dirugikan. Beberapa perlakuan oleh pihak agen akan memungkinkan mengarah pada terciptanya asimetris informasi. Penelitian sebelumnya menghasilkan temuan bahwa adanya frekuensi transparansi pengungkapan CSR akan mengimplikasikan rendahnya asimetris [1]. Di samping itu, terciptanya kondisi informasi asimetris menyebabkan salah satunya mengarah pada inefisiensi investasi dan biasanya manajer cenderung mengurangi pembayaran deviden [2].

Menilik reaksi pasar dalam beberapa penelitian terkait menunjukkan kompleksitas faktor yang memengaruhi reaksi pasar, di antaranya independensi komite audit, investor sentiment dan ketepatan waktu pengungkapan laporan keuangan [3–5]. Selain itu, hal lain yang turut memengaruhi reaksi pasar yakni

diakibatkan oleh konflik internasional, misalnya terjadinya perang antar negara hingga pandemi covid-19 yang terjadi tiga tahun silam membawa dampak terhadap perekonomian dunia [6-9].

Konflik Israel-Palestina pecah kembali sejak 7 Oktober 2023 silam. Pada fase ini dikatakan paling berdampak dengan melihat jumlah korban yang mencapai lebih dari 20.000 korban jiwa dan banyak fasilitas yang hancur. Umat Islam di berbagai negara mengampanyekan dukungan kepada rakyat Palestina dan melayangkan protes dan kecaman terhadap Israel. Kampanye dilakukan dengan bermuatan orasi dukungan, puisi teatrikal, pengumpulan donasi, hingga aksi kecaman kepada Israel. Maraknya aksi yang terus dilakukan membangkitkan semangat rakyat di berbagai negara untuk menyemarakkan dan menghimpun dukungan untuk Palestina, tidak terkecuali di Indonesia. Masyarakat Indonesia beramai-ramai melakukan aksi boikot besar-besaran terhadap produk-produk yang terindikasi mendukung Israel. Sebagai implikasi dari aksi yang digaungkan tersebut, hingga akhirnya diterbitkan fatwa nomor 83 tahun 2023 oleh Majelis Ulama Indonesia (MUI) yang isinya memuat tentang imbauan kepada umat Islam untuk menghindari produk-produk yang terafiliasi Israel.

Abnormal *Return* (AR) sebagai indikator yang sering digunakan dalam melakukan pengukuran kondisi yang terjadi di pasar modal [10]. Sebagaimana tercantum dalam berbagai literatur lain disebutkan bahwa abnormal return merupakan tingkat pengembalian yang didapatkan di luar dari pengembalian yang seharusnya didapatkan disebabkan oleh peristiwa tertentu [11]. Beberapa penelitian terdahulu banyak yang menggunakan AR sebagai indikator dalam melakukan pengukuran terhadap reaksi pasar [7,12–16]. Situasi dan kondisi pasar modal ataupun pasar saham dikaji melalui pendekatan studi peristiwa yang melibatkan penggunaan proksi abnormal *return*.

Studi terkait yang memanfaatkan AR

untuk mengukur reaksi pasar misalnya, menunjukkan adanya indikasi perbedaan yang tercermin dari kondisi pra dan pasca pemecahan saham pada abnormal return [12]. Penelitian lain mengungkapkan hasil dan temuan yang berbeda, dalam hal ini mengungkapkan tidak adanya perbedaan AR pra dan pasca peristiwa pengebomam [10]. Studi tersebut sebagaimana sejalan dengan hasil penelitian relevan, tetapi berbeda dalam peristiwa yang diobservasi yakni peristiwa pemilihan presiden Indonesia pada tahun 2019, yang mengungkapkan tidak adanya perbedaan AR baik pada kondisi pra maupun pasca peristiwa tersebut terjadi [17].

Selain itu, dalam penelitian kami turut mengkaji dan mengukur respons ataupun reaksi pasar yang berfokus pada aspek frekuensi aktivitas volume perdagangan atau disebut dengan istilah *Trading Volume Activity* (TVA). Indikator pengukuran TVA mengacu pada penjumlahan atau pengurangan pergerakan perdagangan saham dalam periode tertentu. Keputusan investor untuk memasukkan sumber daya ke dalam bursa efek diberikan oleh TVA melalui kuantitas bursa finansial yang diikutinya. Adanya indikasi nilai TVA yang lebih tinggi dari suatu aktivitas perdagangan saham dapat mencerminkan frekuensi aktivitas perdagangan yang lebih dinamis di bursa finansial.

Terdapat banyak penelitian yang melakukan pengukuran atas indikator TVA, yang hasil temuannya menyatakan bahwa adanya signifikansi perbedaan pada kondisi pra maupun pasca terjadinya peristiwa perang Rusia dan Ukraina sebagai peristiwa yang diobservasi ataupun diteliti [7,13]. Sementara itu dalam literatur lain mengindikasikan suatu hasil temuan yang berbeda, yakni tidak adanya signifikansi perbedaan TVA atas kandungan informasi berkaitan dengan peristiwa pemilihan presiden Indonesia pada tahun 2019 [17].

Sebagai acuan, penelitian kami didasarkan dan direduksi menggunakan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang

menyatakan bahwa terbentuknya dan terciptanya harga saham adalah refleksi dari kandungan informasi yang tersedia, baik dari aspek fundamental maupun berkaitan dengan *insider information*. Ketika pasar modal memenuhi kebutuhan investor secara efektif, maka pasar dapat dikatakan efisien. Efisiensi pasar modal mencakup dimensi internal dan eksternal. Efisiensi eksternal menunjukkan bahwa harga saham secara akurat mencerminkan nilai-nilai yang mendasarinya, sehingga mustahil bagi investor untuk menghasilkan keuntungan hanya dari disparitas harga, karena harga saham sudah merangkum informasi perusahaan. Efisiensi internal menunjukkan bahwa pasar telah menetapkan harga saham yang akurat, dengan layanan investor yang diperlukan tersedia dengan biaya minimal. EMH beroperasi berdasarkan prinsip bahwa pengenalan informasi baru ke pasar modal merupakan proses stokastik, sehingga sulit untuk memprediksi dampaknya terhadap harga [18].

Kategori pasar yang dapat dikatakan efisien ketika adanya kondisi yang menggambarkan keseimbangan harga pada harga sekuritas maupun harga saham yang dikarenakan oleh masuknya arus informasi ke dalam pasar yang dapat dimanfaatkan oleh pelaku pasar dalam hal ini para investor. Tercermin pada harga sekuritas sebagaimana kecepatan informasi baru, maka dapat dikatakan makin efisien pasar saham ataupun pasar modal.

Efisiensi pasar dikategorikan ketika harga telah mengindikasikan atas semua penjelasan yang ada, baik terkait penjelasan masa lampau serta informasi pada saat ini, juga adanya serta argument rasional yang menjadikan fluktuasi harga terpengaruh [19]. Salah satu pertimbangan penting bagi investor dalam memutuskan berinvestasi yakni adanya informasi relevan berkaitan dengan kondisi pasar, lebih khusus berkaitan dengan saham yang diperuntukkan untuk investasi. Aksesibilitas informasi memainkan peran penting dalam membentuk keyakinan investor, sehingga mempengaruhi dinamika

harga saham melalui perubahan dinamika penawaran dan permintaan. Investor menerima informasi dalam berbagai bentuk, baik berita positif maupun negatif. Informasi ini berfungsi untuk mengoptimalkan strategi investasi dan memitigasi risiko eksternal.

Selain itu, kami juga menggunakan teori signaling sebagai kerangka pendukung. Mengingat pentingnya teori sinyal terhadap studi kasus yang dibahas dalam makalah ini, berkaitan dengan informasi yang berasal dari entitas internal dan eksternal. Informasi ini berfungsi sebagai isyarat sinyal bagi penerbit. Sejalan dengan itu, menurut teori signaling, informasi berupa pengumuman perusahaan atau kebijakan yang dikeluarkan menyampaikan informasi sebagai sinyal kepada pasar. Teori sinyal berpendapat bahwa positif atau negatif suatu informasi itu, ketika disajikan oleh entitas pemberi sinyal, informasi tersebut terbukti bermanfaat bagi penerimanya [20]. Sinyal dapat berupa kebaruan informasi atau perubahan terhadap informasi yang disimpan sebelumnya yang dimiliki oleh penerima [21].

Perbedaan antara hasil prediksi dan hasil aktual disebut dengan abnormal *return*. Pengembalian abnormal positif dan negatif adalah dua kategori di mana pengembalian abnormal dapat diklasifikasikan. Ketika terdapat kesenjangan yang lebih besar antara return aktual dan prediksi, maka hasilnya adalah abnormal *return* positif; return abnormal negatif terjadi sebaliknya.

Menanggapi anomali keuntungan yang menguntungkan, investor membeli aset ini dengan ekspektasi keuntungan di masa depan. Namun, ketika anomali return bernilai negatif, hal lain akan terjadi dan investor lebih cenderung menjual sekuritas yang dimilikinya. Dalam menghitung expected return dapat menggunakan tiga model, yaitu Mean Adjusted Model, Market Model, dan Market Adjusted Model [11].

Berangkat dari beberapa hasil temuan di atas, kompleksitas ataupun perbedaan peristiwa yang terjadi dapat mengimplikasikan suatu temuan yang berbeda

berkaitan dengan kondisi pasar. Mengingat peristiwa yang ada menciptakan arus informasi yang dapat membentuk harga pasar.

Dalam beberapa penelitian terdahulu, meskipun dengan mengkaji dan mengobservasi suatu peristiwa yang sama dapat menghasilkan temuan yang berbeda. Hal demikian menurut praduga kami dipengaruhi oleh perbedaan sampel yang digunakan oleh peneliti untuk mengukur seberapa dampak peristiwa ataupun informasi terhadap pasar modal, misalnya perbedaan sektor perusahaan yang dikaji dan diteliti di pasar saham atau diprediksi juga jendela peristiwa yang menjadi linimasa sebagai periode penelitian studi kasus. Maka dari itu, relevan dengan peristiwa adanya penerbitan fatwa nomor 83 tahun 2023 oleh MUI yang isinya memuat tentang imbauan untuk menghindari serta tidak menggunakan produk-produk yang terafiliasi Israel perlu untuk dilakukan penelitian dan pengkajian mendalam.

Mengingat bahwa dengan observasi peristiwa yang berbeda akan berpeluang mengimplikasikan temuan yang berbeda. Lebih jauh lagi, hal yang sangat penting sebagai landasan motivasi kami meneliti studi kasus tersebut yakni bahwa peristiwa yang dimaksud dapat menjadi referensi bagi para investor untuk merespons reaksi pasar, dalam hal ini membaca situasi dan kondisi atas dampak dari peristiwa yang terjadi terhadap perusahaan yang disimbolkan dengan harga pasar atau harga saham.

Mengingat rakyat Indonesia mayoritas agama Islam, tidak menutup kemungkinan bahwa pada masa mendatang isu-isu terkait agama dan kemanusiaan dapat terjadi. Penelitian kami mengajukan hipotesis, yaitu:

- H1. Terdapat signifikansi AR pada peristiwa pengumuman fatwa MUI rilis
- H2. Terdapat perbedaan AR pra dan pasca pengumuman fatwa MUI rilis
- H3. Terdapat perbedaan *Trading Value Activity* pra dan pasca pengumuman fatwa MUI rilis

2. Metode

Metodologi penelitian yang sesuai untuk penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan pendekatan studi peristiwa. Penelitian kuantitatif adalah suatu metodologi terstruktur dan sistematis yang bertujuan untuk menjelaskan fenomena dengan menganalisis peristiwa sejak awal terjadinya untuk menggambarkan gambaran komprehensif tentang subjek penelitian. Penelitian kuantitatif menganut filosofi positivis dan berperan penting dalam memahami populasi atau sampel tertentu, biasanya menggunakan teknik independen [24].

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan studi peristiwa (*event study*) untuk melakukan pengukuran ataupun pengujian terhadap reaksi pasar yang disebabkan oleh adanya stimulus berupa kandungan informasi dari suatu peristiwa yang terjadi. Penelitian kami menguji apakah terdapat perbedaan abnormal return selanjutnya disimbolkan dengan “AR” dan *trading volume activity* atau “TVA” baik dalam periode pra maupun pasca peristiwa pengumuman atas penerbitan fatwa oleh MUI nomor 83 tahun 2023 tepatnya pada 8 November 2023. Jendela peristiwa dilihat dari lima hari pra dan lima hari pasca terjadinya peristiwa yang dimaksud. Data yang dimuat di situs Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Yahoo Finance menjadi bahan untuk pengukuran dan analisis penelitian ini. Bahan yang kami gunakan sebagai sampel yaitu sebanyak 14 perusahaan pada kategori perusahaan consumer goods yang terdaftar di BEI. Teknik Analisis data menggunakan uji beda parametrik Paired Sample T-test dan uji beda Wilcoxon Signed Rank test.

AR yang berhubungan dengan suatu fenomena merupakan perbedaan antara *return* aktual dan benchmark [22]. Dalam literatur lain disebutkan bahwa AR diestimasikan akan muncul pada setiap peristiwa yang memuat menurut para investor dianggap penting, sebaliknya tidak akan adanya AR ketika suatu

peristiwa tidak memiliki kandungan informasi yang dianggap penting oleh investor [11].

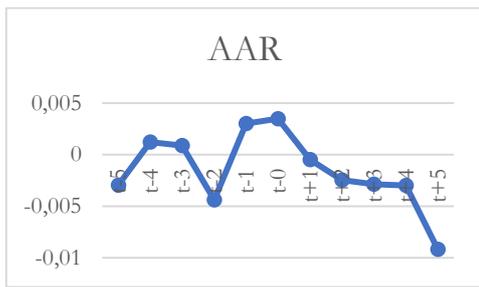
TVA merupakan perkiraan jumlah penawaran yang dipertukarkan dan jumlah penawaran yang diberikan pada waktu tertentu yang dapat dilakukan dengan menggunakan proporsi ini [23]. TVA menggambarkan seberapa besar frekuensi dari suatu aktivitas saham yang diperdagangkan pada periode atau kondisi tertentu yang disebut bearish dan bullish. Makin tinggi nilai TVA maka makin dinamis juga pergerakan bursa saham. Oleh karena itu, untuk melihat respons pasar, dapat diketahui dengan melihat nilai TVA.

3. Hasil dan Pembahasan

Hasil perhitungan AAR atau rata-rata AR pada jendela masing-masing lima hari pra dan pasca peristiwa terjadi, dapat dilihat pada Tabel 1. Berdasarkan Gambar 1 dapat diketahui gambaran ataupun ringkasan deskripsi perkiraan adanya abnormal *return*. Terlihat pada periode pasca berita pengumuman fatwa yang diterbitkan oleh MUI terjadi penurunan. Fenomena tersebut sesuai dalam grafik berlangsung hingga hari kelima pasca pengumuman penerbitan fatwa MUI no. 83. Sehingga secara sederhana penerbitan fatwa tersebut turut memengaruhi pasar yang ditandai oleh nilai AR.

Tabel 1. Hasil Perhitungan AAR pada Jendela Peristiwa

Periode Jendela	Tanggal	AAR
H-5	03/11/2023	-0,003
H-4	04/11/2023	0,0012
H-3	05/11/2023	0,0009
H-2	06/11/2023	-0,004
H-1	07/11/2023	0,003
H0	08/11/2023	0,0035
H+1	09/11/2023	0,0005
H+2	10/11/2023	-0,002
H+3	11/11/2023	-0,003
H-4	12/11/2023	-0,003
H-5	13/11/2023	-0,009

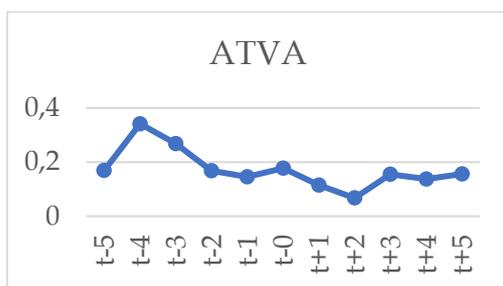


Gambar 1. Grafik Average Abnormal Return

Namun, berdasarkan Gambar 1 jika ditinjau lebih jauh lagi, apakah penurunan tersebut mengindikasikan temuan signifikan maka perlu untuk dilakukan analisis statistik. Karena grafik di atas hanya menggambarkan secara sekilas pengaruh dari pengumuman rilis fatwa tersebut.

Tabel 2. Hasil Perhitungan ATVA pada Jendela Peristiwa

Periode Jendela	Tanggal	ATVA
H-5	03/11/2023	0,1695
H-4	04/11/2023	0,3145
H-3	05/11/2023	0,2676
H-2	06/11/2023	0,1685
H-1	07/11/2023	0,1461
H0	08/11/2023	0,177
H+1	09/11/2023	0,1152
H+2	10/11/2023	0,0674
H+3	11/11/2023	0,155
H-4	12/11/2023	0,1369
H-5	13/11/2023	0,1559



Gambar 2. Grafik ATVA

Berdasarkan Gambar 2 mengacu pada Tabel 2, diketahui terkait gambaran ringkas bahwa *trading volume activity* mengalami penurunan. Terlihat pada periode pasca rilis berita pengumuman fatwa MUI nomor 83 yang berlangsung hingga hari kedua. Kemudian meningkat lagi pada hari ketiga. Sebagaimana referensi yang telah kami

cantumkan bahwa TVA adalah salah satu indikator pengukuran untuk melihat respons pasar. Tepatnya melihat kondisi frekuensi perdagangan saham berupa *bearish* atau *bullish*. Terlihat pada Gambar 2 terjadi penurunan frekuensi perdagangan saham sehari pasca adanya berita pengumuman fatwa MUI nomor 83. Dengan demikian hal tersebut dapat mengindikasikan bahwa investor merespons adanya penerbitan fatwa tersebut. Namun, kondisi tersebut tidak berlangsung lama. Frekuensi perdagangan saham meningkat kembali pada hari ketiga dan kelima.

Tabel 3. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

Periode Jendela	Mean	Standar Deviasi	Min.	Maks.
H-5	-0,00298	0,02722	-0,08375	0,02246
H-4	0,00121	0,02829	-0,06000	0,05466
H-3	0,00088	0,01817	-0,04968	0,02410
H-2	-0,00439	0,02038	-0,04782	0,02227
H-1	0,00301	0,01681	-0,02013	0,04427
H0	0,00349	0,01978	-0,01674	0,06312
H+1	-0,00048	0,01252	-0,02719	0,01565
H+2	-0,00246	0,01003	-0,01926	0,01433
H+3	-0,00286	0,01565	-0,03797	0,01567
H+4	-0,00299	0,00944	-0,01851	0,01517
H+5	-0,00918	0,02000	-0,05134	0,01535
AARSBLM	-0,00045	0,00732	-0,01837	0,01098
AARSSDH	-0,003596	0,00732	-0,01842	0,00469
ATVASBLM	0,35967	0,316023	-0,00196	1,26306
ATVASSDH	0,11042	0,13619	-0,00294	0,41202

Mempertimbangkan konsekuensi dari pemeriksaan yang memukau pada Tabel 3, dapat dilihat bahwa AR dan TVA dapat digambarkan (1) Data AR pra-kejadian dari sampel yang diuji menghasilkan 0,00045 sebagai nilai rata-rata dengan 0,00732 sebagai nilai standar deviasi. 0,01098 adalah nilai tertinggi dan -0,01837 yakni nilai terendah. Nilai standar deviasi AR sebelum 0,00732 yang praktis mendekati 0 menunjukkan bahwa sebaran informasi AR sebelumnya sedikit bervariasi; (2) Informasi AR pasca kejadian dari keseluruhan sampel menunjukkan - 0,003596 adalah nilai rata-rata

dengan nilai 0.00732 sebagai standar deviasi. nilai tertinggi yaitu 0.00469 dan - 0.01842 adalah nilai terendah. Standar deviasi AR setelahnya menunjukkan 0,00732. Dapat diketahui sebaran informasi AR setelah peristiwa hanya sedikit bervariasi yang tercermin dari angka standar deviasi yang kecil mendekati angka 0; (3) TVA sebelum peristiwa mendapatkan rata-rata nilai sebesar 0.35967 dengan 0.316023 sebagai nilai standar deviasi. 1,26306 adalah nilai tertinggi dan - 0,00196 adalah nilai terkecil. Nilai standar deviasi TVA sebelumnya adalah 0,316023. Nilai standar deviasi yang kecilnya nilai standar deviasi yang mendekati 0 dapat dimaknai bahwa penyampaian informasi TVA sebelumnya memiliki variasi yang kecil; (4) TVA setelah kejadian dari sampel yang diuji mendapat nilai rata-rata sebesar 0.11042 dengan 0.13619 sebagai nilai standar deviasi. 0,41202 adalah nilai tertinggi dan -0,00294 adalah nilai terendah. Nilai standar deviasi yang kecilnya nilai standar deviasi yang mendekati 0, hal ini dapat diketahui bahwa data sebaran TVA setelahnya mempunyai variasi yang kecil.

Pengujian Normalitas Data.

Berdasarkan Tabel 4 dapat diketahui bahwa hasil uji normalitas data menampilkan distribusi data tidak semua dapat terdistribusi normal. Adanya data dengan nilai 0,05 yang nilai probabilitasnya kurang dari atau sama dengan nilai signifikansi. Terdapat data yang tidak berdistribusi normal seperti data AR lima, tiga, satu hari sebelum (h-5,3,1), dan pada hari terjadi peristiwa (h0) serta data TVA pada periode pra dan pasca terjadinya peristiwa. AR data normal diuji dengan menggunakan uji parametrik one sampel t-test. Sedangkan untuk data AR yang tidak terdistribusi normal diuji menggunakan Wilcoxon Signed Ranks Test. Selanjutnya uji paired sample t-test digunakan untuk melakukan pengujian terhadap data AR pra dan pasca kejadian. Sementara itu, data TVA pra dan pasca peristiwa dilakukan pengujian menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test* untuk data yang tidak normal.

Hasil uji statistik mengungkapkan bahwa AR, nilai t setiap event window mempunyai angka bertanda yang menandakan lebih besar dari 0,05 atau tidak signifikan di atas 0,05. Dari keseluruhan jendela peristiwa yang dianalisis menunjukkan hasil yang sama yaitu angka yang tidak signifikan. Dapat dimaknai dari hasil pengujian sebagaimana pada Tabel 6 bahwa tidak ditemukan adanya signifikansi AR pra maupun pasca diumumkannya penerbitan Fatwa oleh MUI Nomor 83 tahun 2023.

Tabel 4. Uji Normalitas

Variabel	Shapiro -Wilk	Sig	Keterangan
H-5	0,760	0,002	Tidak Normal
H-4	0,904	0,129	Normal
H-3	0,769	0,002	Tidak Normal
H-2	0,930	0,304	Normal
H-1	0,810	0,007	Tidak Normal
H0	0,757	0,002	Tidak Normal
H+1	0,957	0,675	Normal
H+2	0,946	0,495	Normal
H+3	0,927	0,281	Normal
H-4	0,976	0,944	Normal
H-5	0,890	0,080	Normal
AR Sebelum	0,894	0,092	Normal
AR Sesudah	0,878	0,540	Normal
TVA Sebelum	0,648	0,000	Tidak Normal
TVA Sesudah	0,740	0,001	Tidak Normal

Tabel 5. Hasil Pengujian One Sample T-Test AR

Variabel	Sig
H-4	0,816
H-2	0,435
H+1	0,651
H+2	0,400
H+3	0,503
H+4	0,393
H+5	0,180

Tabel 6. Hasil Pengujian Wilcoxon Signed Ranks Test AR

Variabel	Sig
H-5	0,551
H-3	0,594
H-1	0,245
H0	0,875

Berdasarkan pengujian tersebut maka H1, yaitu adanya signifikansi AR pada hari pengumuman fatwa MUI rilis tertolak dan menerima H0, yakni tidak adanya signifikansi AR pada hari di sekitar pengumuman fatwa MUI tersebut diterbitkan. Temuan ini mengindikasikan relevansi dan keterkaitannya terhadap teori yang digunakan, sebagaimana yang disebutkan bahwa harga pasar telah menggambarkan atas segala informasi yang dimuat, yaitu teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Tidak ditemukan nilai signifikansi AR dapat dimaknai bahwa atas peristiwa yang penerbitan fatwa tersebut para investor tidak dapat memanfaatkan adanya AR tersebut karena kandungan informasi yang dicerminkan dalam harga saham telah mengindikasikan kandungan informasi yang sebenarnya.

Dugaan kami karena ukuran sampel yang digunakan masih dengan skala kecil dan sangat terbatas yang hanya menggunakan sampel perusahaan sektor *Consumer Goods*. Di luar dari perusahaan tersebut, perusahaan yang diduga terafiliasi dengan Israel dan mendapat respons boikot memungkinkan berpeluang menunjukkan hasil yang lebih signifikan. Kemudian perluasan Jendela Peristiwa dapat ditingkatkan baik dengan jendela tujuh, sepuluh hari dan sebagainya. Namun, jika melihat data deskriptif yang ditunjukkan oleh grafik, tampak adanya penurunan.

Tabel 7. Hasil Uji Paired Samples T-Test AR

Variabel	Sig	Keterangan
AAR Sebelum - AAR Sesudah	0,334	Tidak Sign.

Hasil uji AR pra dan pasca terbitnya Fatwa MUI No. 83 menunjukkan tidak adanya signifikansi dengan nilai masing-masing sebesar 0,334, dalam hal ini nilai $0,334 > 0,05$. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa tidak ditemukan signifikansi pada perbedaan AR pra dan pasca keluarnya pengumuman Fatwa MUI No. 83 pada tanggal 8 November 2023. Sejalan dengan temuan studi sebelumnya yang mengungkapkan tidak

ditemukan perbedaan AR pra dan pasca peristiwa pengebomam [10]. Kemudian literatur lain yang juga membuktikan tidak ditemukan adanya perbedaan AR pra dan pasca pemilihan presiden Indonesia 2019 [17]. Namun, terdapat penelitian yang menunjukkan temuan yang perbedaan pra dan pasca stock split pada abnormal *return* [12].

Berdasarkan uji statistik pada Tabel 7, H2, yakni diduga adanya perbedaan AR pra dan pasca pengumuman penerbitan fatwa oleh MUI, dengan demikian hipotesis tersebut tertolak. Maka dengan demikian menerima H0, bahwa tidak adanya perbedaan AR pra dan pasca pengumuman fatwa MUI rilis. Dapat dimaknai bahwa informasi rilis fatwa MUI no. 83 tahun 2023 tidak berdampak signifikan atau tidak begitu penting dan bermakna terhadap adanya abnormal *return* baik pra maupun pasca peristiwa terjadi.

Tabel 8. Hasil Pengujian Wilcoxon Signed Rank Test TVA

Variabel	Sig	Keterangan
ATVA Sebelum - ATVA Sesudah	0,002	Sign.

Hasil uji rata-rata TVA pra dan pasca pengumuman fatwa MUI nomor 83 tahun 2023 menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,002 atau pada $0,002 < 0,05$. Hasil pengujian tersebut dimaknai bahwa ditemukan signifikansi perbedaan rata-rata TVA pra dan pasca pengumuman rilis fatwa. Temuan ini mengungkapkan hasil berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan tidak ditemukannya TVA yang berbeda pra dan pasca kejadian yang diteliti [14,17]. Namun, penelitian kami sejalan dan searah dengan penelitian serupa yang menunjukkan adanya signifikansi perbedaan pada TVA pra dan pasca peristiwa yang diobservasi [7].

Dengan demikian, hasil statistik pada Tabel 8 mengindikasikan temuan bahwa H3, yaitu ditemukan adanya nilai TVA yang berbeda pra dan pasca pengumuman fatwa MUI rilis diterima. Maka dalam hal ini menolak H0. Berdasarkan temuan tersebut mengungkapkan bahwa adanya perbedaan

signifikansi nilai TVA pra dan pasca peristiwa, maka hal tersebut mengindikasikan pengaruh terhadap efisiensi di pasar modal. Maka dari itu, temuan ini menyatakan bahwa peristiwa penerbitan fatwa nomor 83 oleh MUI kandungan informasinya memiliki dampak terhadap reaksi pasar.

4. Kesimpulan

Dilihat dari perbincangan hasil penajakan, maka dapat beralasan bahwa tidak ada signifikansi AR dari hadirnya fatwa MUI no. 83 Tahun 2023 dan tidak ada perbedaan besar pada AR saat fenomena tersebut. Meski memukau, informasi menunjukkan grafik yang berfluktuasi. Meski begitu, dampak fatwa MUI terhadap pasar modal tidak begitu besar. Dugaan kami adalah bahwa temuan ini dipengaruhi oleh jumlah sampel pengujian yang kami gunakan dan perpanjangan jangka waktu pengujian.

Hasil penelitian ini mengindikasikan relevansi terhadap teori yang digunakan yaitu *Efficient Market Hypothesis* (EMH) cerminan kandungan informasi yang sesungguhnya pada harga saham. Dalam hal ini, AR tidak dapat dimanfaatkan oleh investor karena pasar telah mencermintakan semua informasi yang tersedia yang dapat diakses oleh semua investor. Temuan lain dalam penelitian kami juga turut mengungkapkan terkait adanya signifikansi TVA pra dan pasca peristiwa pengumuman fatwa MUI no. 83 tahun pada saham. Kami mengetahui keterbatasan penelitian ini sebagaimana telah kami sebutkan terkait sampel dan perluasan jendela peristiwa untuk memperdalam hasil temuan. Maka menjadi rekomendasi untuk penelitian selanjutnya dapat memperluas sampel perusahaan dan jendela peristiwa yang diteliti. Selain melakukan perluasan terhadap sampel yang digunakan, kami juga merekomendasikan untuk penelitian selanjutnya dapat memperluas alat ukur reaksi pasar, misalnya menambahkan trading frequency activity maupun security return variability.

Seperti yang ingin kami pikirkan, fokus pada pembicaraan tentang respons pasar yang masih layak untuk dipimpin. Mengingat rumitnya peristiwa yang terjadi khususnya lintas negara yang melibatkan keadaan yang berbeda-beda. Pasalnya, kajian ini memunculkan peristiwa-peristiwa seperti pertikaian yang terjadi antara Israel dan Palestina yang mendapat reaksi dari masyarakat dan pemerintah Indonesia. Salah satu reaksinya adalah keluarnya fatwa MUI no. 83 Tahun 2023 tentang pembatasan penggunaan barang yang merupakan anak perusahaan Israel. Hal inilah yang menjadi inspirasi kami untuk mengarahkan eksplorasi ini, mengingat fatwa tersebut bisa menjadi sebuah strategi yang dijalankan dan dilanjutkan dalam situasi ini. Maka dari itu, hasil penelitian ini dapat menjadi rekomendasi bagi para investor khususnya untuk meletakkan perhatian terhadap isu-isu yang berkaitan dengan agama Islam, khususnya di Indonesia. Mengingat mayoritas penduduk di Indonesia yang didominasi oleh masyarakat muslim.

Manajemen perusahaan harus cermat mempertimbangkan berbagai faktor internal dan eksternal yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Sebagaimana peristiwa seperti boikot terhadap produk-produk yang terafiliasi Israel yang berpotensi berdampak pada perusahaan, menyebabkan kerugian atau keuntungan, tergantung pada ketelitian analisis perusahaan terhadap faktor-faktor yang terlibat dan dampaknya terhadap tujuan pemangku kepentingan perusahaan. Bagi investor di pasar saham, disarankan untuk mengambil langkah dan keputusan hati-hati. Suatu kebijaksanaan untuk menahan diri dari keputusan investasi yang terburu-buru dan menghindari rumor negatif yang tidak berdasar. Sebaliknya, investor harus memprioritaskan pengumpulan informasi relevan mengenai peristiwa yang dapat berdampak pada pasar modal. Informasi ini harus menjadi landasan dalam pengambilan keputusan investasi. Investor harus hati-hati menganalisis peristiwa yang relevan dan

memperoleh wawasan dari peristiwa tersebut untuk memitigasi risiko kerugian investasi.

Daftar Rujukan

- [1] Hasudungan A, Bhinekawati R. The effects of CSR disclosure on asymmetric information and RoI of publicly listed companies in SRI-Kehati index in Indonesia. *Corporate Governance (Bingley)*. 2022 Oct 12;22(7):1587–604.
- [2] Gim J, Jang SC (Shawn). Dividend and investment decisions in asymmetric information environments: evidence from the restaurant industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. 2023 Apr 10;35(5):1779–801.
- [3] Poretti C, Schatt A, Bruynseels L. Audit committees' independence and the information content of earnings announcements in Western Europe. *Journal of Accounting Literature*. 2018 Jun 1;40:29–53.
- [4] Kiattikulwattana P, Pattanapanyasat RP. Market reactions to timing and information of mandatory disclosures. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 2023;
- [5] Simões Vieira E. Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence. *Managerial Finance*. 2011 Oct 18;37(12):1213–45.
- [6] Huka CKY, Kelen LHS. Dampak Invasi Rusia Ke Ukraina Terhadap Average Abnormal Return Perusahaan Industri Energi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi*. 2022;2(1):73–82.
- [7] Machfudi M, Isynuwardhana D. Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Perang Rusia dan Ukraina (Studi Kasus pada Saham Perusahaan Sektor Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia) Analysis of Capital Market Reaction to the Events of the Russia and Ukraine War (Case Study on Shares of Energy Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange). Vol. 10, Agustus. 2023.
- [8] Abbas NA, Kelen LHS. Menakar Perbedaan Kurs Rupiah Terhadap Dolar Amerika Serikat dan Australia Sebelum dan Setelah PSBB WNA Nur Asmy Abbas (1) Lusianus Heronimus Sinyo Kelen (2). *Jurnal Manajemen Bisnis [Internet]*. 2021;18(4):406–21. Available from: <http://journal.undiknas.ac.id/index.php/magister-manajemen/406>
- [9] Tambunan RMD, Kennedy PSJ. Apakah Ada Perbedaan Risiko Dan Return Saham Sebelum Dan Selama Perang Rusia-Ukraina? Studi Kasus Di BEI2019-2022 [Internet]. 2023. Available from: www.bi.go.id.
- [10] Firli A, Rahadian D. Analysis Of The Impact Of Terrorist Bombing Acts On Abnormal Return And Trading Volume Activity: Study Of Terrorist Bombings Worldwide (2008–2017). *International Symposia in Economic Theory and Econometrics*. 2020;27:13–26.
- [11] Jogiyanto H. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. 11th ed. BPFY-Yogyakarta; 2017.
- [12] Maharani S, Takarini N. Analysis Of The Differences In Abnormal Stock Return And Trading Volume Activity Before And After Stock Split In Companies Listed On The Idx. *Journal of Economic, Business and Accounting*. 2022;6(1):1067–76.
- [13] Priyambodo MG, Yunita I. Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Perang Rusia dan Ukraina. *SEIKO: Journal of Management & Business*. 2023;6(1):605–14.
- [14] Kudus MI, Sutrisno. Perbedaan Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Atas Peristiwa Peledakan Bom Pada Tiga Gereja Di Surabaya. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*. 2019;7(2).

- [15] Nawangsari FY, Iswajuni I. The effects of auditor switching towards abnormal return in manufacturing company. *Asian Journal of Accounting Research*. 2019 Aug 5;4(1):157–68.
- [16] Senteney DL, Gao GH, Bazaz MS. Impact of ADR forms 20-F reconciliation on trading volume. *International Journal of Accounting and Information Management*. 2015 Aug 3;23(3):253–70.
- [17] Kasanah AR, Mariana. Pengaruh Pemilihan Presiden Indonesia 2019 Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Saham Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Unesa*. 2022;10(3):34–42.
- [18] Nyakurukwa K, Seetharam Y. Alternatives to the efficient market hypothesis: an overview. *Journal of Capital Markets Studies*. 2023 Oct 20;
- [19] Tandelilin E. *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. PT Kanisius; 2017.
- [20] Kirmani A, Rao AR. No Pain, No Gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality. *J Mark*. 2000;64:66–79.
- [21] Yasar B, Martin T, Kiessling T. An empirical test of signalling theory. *Management Research Review*. 2020 Nov 13;43(11):1309–35.
- [22] Bodie Z, KA, & dan MAJ. *Investment and Portfolio Management (Global Edition)*. Salemba Empat; 2014.
- [23] Husnan S. *Dasar-Dasar Teori Portofolio & Analisis Investasi*. 5th ed. UPP STIM YKPN Yogyakarta ; 2015.
- [24] Sugiyono. *Metode Penelitian Kuantitatif Kuantitatif Dan R & D*. 2018.

Halaman ini sengaja dikosongkan