

ANALISIS EVENT STUDY PENGARUH PENGUMUMAN ISU BOIKOT TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM PERUSAHAAN (Studi Pada Perusahaan Yang Terlibat Kontroversi Isu Pro Israel)

Masyitoh Gusrahman¹, Idamiharti²

Universitas Andalas, Padang, Indonesia¹

Universitas Andalas, Padang, Indonesia²

E-mail: masyitohgusrahman@gmail.com¹

Abstract: This study aims to determine the effect of the boycott announcement on the abnormal stock returns of companies involved in the pro-Israel controversy using an event study approach. The sample consisted of companies affected by the boycott issue and listed on the Indonesia Stock Exchange, with an observation period of 45 trading days (T-22 to T+22) with T+0 set on November 8, 2023, the day of the official boycott announcement by the Indonesian Ulema Council (MUI). Data management was carried out using the IBM SPSS Statistics application and testing using the One Sample T-Test and Paired Samples Test. The results showed that most of the observation days did not show significant abnormal returns. However, there were several days that showed market reactions, namely T-22, T-14, T-11, T-9, and T+20 in the market adjusted model; T-22, T-12, and T-11 in the market model; and T-22, T-12, T+3, and T+10 in the mean adjusted model. The most consistent finding occurs at T-22 (October 9, 2023), which is significant in all three models. This coincides with Israel's official declaration of a "state of war," the cessation of supplies to Gaza, and heightened public concern about medicine shortages and threats to life. However, a paired-samples test found no significant difference between the average abnormal returns before and after the boycott announcement.

Keywords: Event Study; Boycott Issue; Abnormal Return; Average Abnormal Return; Stock.

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengumuman isu boikot terhadap *abnormal return* saham perusahaan yang terlibat dalam kontroversi isu pro-Israel dengan pendekatan *event study*. Sampel penelitian ini terdiri dari perusahaan yang terdampak isu boikot dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode pengamatan selama 45 hari bursa (T-22 hingga T+22) dengan T+0 ditetapkan pada tanggal 8 November 2023, yaitu hari pengumuman boikot resmi oleh Majelis Ulama Indonesia (MUI). Pengelolaan data penelitian dilakukan menggunakan aplikasi IBM SPSS Statistics serta pengujian menggunakan *One Sample T-Test* dan *Paired Samples Test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar hari pengamatan tidak menunjukkan *abnormal return* yang signifikan. Namun, terdapat beberapa hari yang menunjukkan reaksi pasar, yaitu T-22, T-14, T-11, T-9, dan T+20 pada *market adjusted model*; T-22, T-12, dan T-11 pada *market model*; serta T-22, T-12, T+3, dan T+10 pada *mean adjusted model*. Temuan paling konsisten terjadi pada T-22 (9 Oktober 2023), yang signifikan di ketiga model, yang bertepatan dengan deklarasi resmi "state of war" oleh Israel, pemutusan pasokan ke Gaza, serta meningkatnya perhatian publik terhadap keterbatasan obat-obatan dan ancaman keselamatan jiwa. Meski demikian, berdasarkan uji *Paired Samples Test*, tidak ditemukan perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman boikot.

Kata Kunci: Event Study; Isu Boikot; Abnormal Return; Average Abnormal Return; Saham.

PENDAHULUAN

Di masa sekarang ini, salah satu peluang yang paling diminati para investor di Indonesia yaitu investasi pasar modal. Pasar modal (*capital market*) merupakan sarana untuk memperdagangkan berbagai instrumen keuangan jangka panjang, baik berupa utang maupun ekuitas, yang diterbitkan oleh pemerintah, badan usaha milik negara, maupun perusahaan swasta (Husnan, 2009). Pasar modal menawarkan berbagai peluang untuk memperoleh imbal hasil yang kompetitif, menjadikannya semakin diminati oleh kalangan investor. Salah satu instrumen yang paling menarik perhatian adalah saham yang menawarkan dua jenis keuntungan utama, yaitu dividen dan *capital gain* (Weston & Brigham, 1993).

Dividen merupakan laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham berdasarkan keputusan bersama dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Selain itu, *capital gain* merujuk kepada keuntungan yang diperoleh dari selisih positif antara harga beli dan harga jual saham, yang menjadi salah satu komponen dalam pengukuran *return* saham. *Return* saham sendiri mencerminkan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari perubahan harga saham dalam suatu periode tertentu (Halim, 2007). Selain itu, Hartono (2009) juga menambahkan bahwa *return* saham juga dapat mencakup *capital loss*, yang merujuk pada penurunan harga saham. *Return* saham juga dapat dihitung berdasarkan proyeksi keuntungan di masa depan dengan mempertimbangkan faktor risiko yang ada (Hadiwibowo & Saraswati, 2024).

Terdapat dua klasifikasi dari *return* saham, yang pertama *realized return* atau *return* realisasi, yang diukur berdasarkan data historis. *Return* ini digunakan untuk mengevaluasi performa keuangan perusahaan dan sebagai acuan dalam menetapkan ekspektasi *return* serta risiko di masa mendatang. Selanjutnya, *expected*

return atau *return* ekspektasi, merupakan *return* yang diharapkan oleh investor untuk diterima pada periode mendatang. Kedua jenis *return* ini tidak terlepas dari dinamika pasar modal, di mana berbagai faktor dapat memengaruhi realisasi maupun ekspektasi *return* saham. Saat terjadi suatu fenomena yang tidak normal, kedua jenis *return* ini dapat mengetahui apakah terdapat *abnormal return*, yaitu selisih antara *return* aktual saham dengan *expected return* yang mencerminkan dampak dari suatu peristiwa tertentu terhadap pergerakan harga saham. Untuk mengukur *abnormal return*, digunakan beberapa pendekatan model yang memiliki metode perhitungan *expected return* yang berbeda, yaitu *Market Adjusted Model*, *Mean Adjusted Model*, dan *Market Model*. Ketiga model ini dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai bagaimana pasar bereaksi terhadap suatu kejadian (Halim, 2007).

Pasar modal dikatakan efisien ketika harga sekuritas secara cepat mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, baik dari laporan keuangan maupun faktor eksternal seperti kondisi ekonomi, sosial, dan politik yang dapat memicu reaksi pasar. Menurut Fama, (1970) efisiensi pasar diklasifikasikan ke dalam tiga bentuk, yaitu pasar efisien bentuk kuat, semi-kuat, dan lemah. Pasar efisien bentuk kuat mencerminkan seluruh informasi, termasuk informasi *privat*. Pasar efisien semi-kuat mencerminkan informasi yang tersedia di pasar seperti data historis dan laporan keuangan, sehingga tersedia untuk publik. Sementara itu, pasar efisien bentuk lemah hanya merefleksikan informasi historis, sehingga harga saham tidak dapat diprediksi berdasarkan pola masa lalu.

Pada kondisi ekonomi belakang ini, dinamika pasar modal dipengaruhi oleh gerakan sosial yang memanfaatkan kekuatan konsumen dalam mempengaruhi perusahaan atau negara telah tumbuh secara signifikan. Kampanye seperti Boikot, Divestasi, dan Sanksi (BDS), yang dikenal sejak 2005, menunjukkan bahwa konsumen di berbagai negara semakin menyadari kekuatan ekonomi mereka. Melalui gerakan ini, konsumen secara aktif menghindari produk atau layanan yang berafiliasi dengan entitas tertentu dengan harapan menciptakan tekanan sosial, ekonomi, dan politik yang dapat mendorong perubahan pada entitas tersebut (Klein, 2024).

Di Indonesia, kampanye boikot pada produk yang berhubungan dengan Israel mulai mendapatkan dukungan luas, terutama sejak Majelis Ulama Indonesia (MUI) mengeluarkan fatwa nomor 83 pada 8 november 2023, yang menghimbau masyarakat muslim agar tidak bertransaksi dengan produk-produk yang memberikan dukungan terhadap Israel, sejalan dengan meningkatnya simpati terhadap perjuangan rakyat Palestina di tengah intensitas konflik di Gaza. Seruan ini kemudian diperkuat oleh aktivitas di media sosial, di mana masyarakat turut menyuarakan dukungan melalui kampanye - kampanye digital (Azharun, 2023)

MUI memberikan tiga rekomendasi kepada umat Muslim di Indonesia. Pertama, untuk aktif mendukung perjuangan kemerdekaan Palestina. Kedua, mendistribusikan zakat, infaq, dan shadaqah untuk Palestina. Ketiga, MUI mengharamkan mendukung agresi Israel atau pihak-pihak yang mendukung Israel, baik secara langsung maupun tidak langsung. Selain itu, MUI juga menganjurkan umat Islam untuk menggalang dana kemanusiaan, mendoakan masyarakat Palestina, serta melakukan shalat ghaib. MUI juga menyarankan pemerintah Indonesia untuk melakukan diplomasi melalui berbagai saluran. Poin ketiga, MUI merekomendasikan umat Islam untuk menghindari transaksi dan penggunaan produk yang terkait dengan Israel, serta mendukung penjajahan dan Zionisme. Fatwa MUI ditandatangani oleh Ketua MUI, Sekjen MUI, serta ketua dan sekretaris Dewan Fatwa MUI (Majelis Ulama Indonesia, 2023).

Secara ekonomi, gerakan boikot ini memiliki implikasi yang signifikan, terutama dilihat dari jenis boikot yang berlangsung. Menurut Abdi (2022) boikot terbagi dalam beberapa jenis, yang pertama boikot konsumen, yang dilakukan oleh konsumen sebagai bentuk ketidaksukaan terhadap produsen, pedagang, distributor, atau layanan yang mereka tawarkan. Kedua boikot bisnis ke bisnis (*Business-to- Business*), yang terjadi antara satu bisnis dengan bisnis lainnya. Terakhir, boikot *Employee Walkout*, yang dikenal juga dengan aksi mogok kerja, di mana karyawan berhenti bekerja sebagai bentuk protes terhadap kebijakan atau praktik perusahaan yang dianggap tidak adil atau tidak etis terhadap mereka (Abdi, 2022).

Pada fenomena ini tergolong ke jenis boikot konsumen yang berdampak langsung kepada perusahaan yang terlibat. Perang antara Hamas dan Israel pada Oktober 2023 menyebabkan awal mula terjadinya aksi boikot terhadap merek internasional yang dianggap mendukung Israel (TEMPO, 2024). Menurut Berry Arifsyah Harahap, Kepala Perwakilan Bank Indonesia NTB, menyatakan bahwa seruan boikot ini hanya merupakan reaksi emosional. Ia berpendapat bahwa pengaruhnya mungkin terasa dalam jangka pendek, namun tentunya akan menjadi tantangan yang cukup sulit dihadapi oleh usaha waralaba dan lainnya untuk kembali ke keadaan yang normal (Rri.co.id, 2023).

Beberapa perusahaan besar yang beroperasi di Indonesia terkait dengan merek internasional diberitakan terkena dampak dari seruan boikot terhadap produk yang diasosiasikan mendukung Israel. Menurut Pujiastuti (2024) dan juga Afifah et al., (2024) terdapat 9 perusahaan yang terkena dampak dari aksi seruan boikot produk yang mendukung Israel. Pertama ada PT Unilever Indonesia (UNVR) yang memproduksi berbagai kebutuhan rumah tangga di kalangan masyarakat Indonesia, kedua ada PT MAP Boga Adiperkasa Tbk (MAPB) yang mengelola bisnis Starbuck, selanjutnya ada PT *Fast Food* Indonesia Tbk (FAST) yang menangani bisnis waralaba KFC, berikut ada PT Akasha Wira Internasional Tbk merupakan produsen air mineral *Nestle pure life*, PT Erajaya Swasembada Tbk yang mendistribusikan perangkat komunikasi seperti *Apple* di Indonesia, PT Metrodata Electronics Tbk yang mendistribusikan hardware laptop asal Israel, *Hewlett Packard* (HP), dan PT Sarimelati Kencana Tbk (PZZA) yang mengelola *franchise* Pizza Hut di Indonesia, PT Mitra Adiperkasa Tbk (MAPI) adalah perusahaan ritel yang mengelola berbagai merek internasional di sektor fashion, olahraga, dan

gaya hidup. Dan terakhir PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) merupakan anak perusahaan Indofood yang bergerak di bidang produksi makanan dan minuman kemasan, termasuk mi instan, *dairy*, dan *snack*.

Salah satu cara untuk mengetahui reaksi pasar adalah dengan menghitung *return* yang tidak normal dari sekuritas. Jika peristiwa tersebut mengandung informasi, investor akan memperoleh *abnormal return*. Sebaliknya, jika peristiwa tersebut tidak mengandung informasi, investor tidak akan memperoleh *abnormal return* (Hartono, 2009). Seperti penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti, (2024) yang menemukan bahwa terdapat perbedaan nilai *abnormal return* yang negatif sebelum dan setelah penerapan boikot dalam jendela waktu 3 hari. Namun, saat jendela waktu diperpanjang menjadi 5 dan 10 hari, hasilnya menunjukkan bahwa perbedaan *abnormal return* akibat boikot tidak signifikan. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Wulandari & Wicaksono, (2024) menemukan adanya perbedaan signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah fenomena terjadi.

Penelitian yang dilakukan oleh Safira et al., (2024) yang menemukan bahwa terdapat reaksi pasar positif dilihat dari *abnormal return* setelah peristiwa, yang diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* pada sebelum peristiwa lebih kecil dibandingkan setelah peristiwa. Sejalan dengan Arista et al., (2024) yang menemukan bahwa terjadi *abnormal return* selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa terjadi, serta Sari (2021) dalam fenomena yang berbeda menemukan perbedaan *abnormal return* 30 hari sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa, Ini berarti informasi yang diperoleh oleh investor cenderung sangat besar, sehingga investor harus segera mengambil langkah untuk mengamankan investasinya. Penelitian yang dilakukan oleh Rahim et.al., (2021) yang menemukan adanya *abnormal return* yang signifikan pada beberapa periode sebelum dan sesudah pengumuman fenomena, yaitu pada periode $T - 5$, $T - 4$, $T - 2$, $T - 1$, T_0 , $T + 1$, $T + 2$, $T + 4$, dan $T + 5$. Namun, tidak semua periode pengamatan menunjukkan respons pasar yang signifikan.

Fenomena tersebut menunjukkan bahwa pasar modal memiliki kecenderungan untuk merespons berbagai peristiwa yang memengaruhi kondisi ekonomi maupun sosial-politik suatu negara. Salah satu pendekatan yang dapat digunakan untuk mengamati reaksi pasar terhadap peristiwa tertentu adalah *event study*, yang berfungsi untuk menguji kandungan informasi dalam suatu peristiwa. Apabila peristiwa tersebut mengandung informasi yang dianggap penting, maka pasar kemungkinan besar akan bereaksi setelah informasi diterima oleh investor (Hartono, 2018).

Maka, penelitian ini akan menguji dan menganalisis adanya *abnormal return* saham yang signifikan berdasarkan *Market Adjusted Model*, *Market Model*, dan *Mean Adjusted Model*. Serta menguji dan menganalisis perbedaan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot berdasarkan *Market Adjusted Model*, *Market Model*, *Mean Adjusted Model*.

Abnormal Return dan Peristiwa Pengumuman Boikot Perusahaan Pro Israel

Return saham dapat didefinisikan sebagai selisih antara kenaikan atau penurunan harga (*capital gain/loss*) atau selisih antara harga jual dan harga beli saham. apabila harga jual saham lebih tinggi dibandingkan harga belinya, maka investor akan menerima pengembalian saham yang lebih besar (Husnan, 2009). Selain *return* saham, *abnormal return* juga menjadi faktor penting dalam mengevaluasi efisiensi pasar.

Abnormal return, yang dikenal sebagai *excess return*, merupakan selisih antara *actual return* (keuntungan yang sebenarnya terjadi) dan *expected return* (keuntungan yang diperkirakan dalam kondisi normal). Dalam pasar modal, *abnormal return* dapat menjadi indikator adanya informasi baru yang memengaruhi harga saham, di mana pasar yang efisien akan segera mengakomodasi informasi tersebut dalam pergerakan harga saham (Hartono, 2018).

Pasar yang tidak efisien ditandai dengan lambatnya penyesuaian harga saham terhadap informasi baru, yang mengindikasikan bahwa distribusi informasi tidak berjalan secara merata di antara pelaku pasar. Penelitian ini berfokus pada pengujian efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong*) yang telah diterapkan di Indonesia, di mana harga saham seharusnya mencerminkan semua informasi publik yang tersedia. Dalam kondisi pasar yang setengah kuat, *abnormal return* hanya akan terjadi di sekitar peristiwa tertentu, sebagai respons terhadap informasi baru yang beredar. Oleh karena itu, jika terdapat perbedaan signifikan dalam *return* maupun *abnormal return* sebelum dan selama periode boikot, maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa boikot memengaruhi harga saham dan pasar tidak sepenuhnya efisien dalam mengakomodasi informasi tersebut (Hartono, 2018).

Berdasarkan penelitian oleh Safira et al., (2024) yang menemukan bahwa terdapat reaksi pasar positif dilihat dari *abnormal return* setelah peristiwa. Sejalan dengan Arista et al., (2024) yang menemukan bahwa terjadi *abnormal return* selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa terjadi, serta Sari (2021) dalam fenomena yang berbeda menemukan perbedaan *abnormal return* 30 hari sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa.

Berdasarkan teori dan penjelasan diatas, maka dapat dikembangkan hipotesis pada penelitian ini yaitu:

H1: Diduga terdapat *abnormal return* saham yang signifikan berdasarkan *Market Adjusted Model*.

H2: Diduga terdapat *abnormal return* saham yang signifikan berdasarkan *Market Model*.

H3: Diduga terdapat *abnormal return* saham yang signifikan berdasarkan *Mean Adjusted Model*

Perbedaan *Average Abnormal Return* Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Boikot Perusahaan Pro Israel

Average Abnormal Return adalah nilai rata-rata dari *abnormal return* seluruh saham yang dianalisis setiap periodenya, seperti AAR untuk periode pertama, kedua, dan seterusnya. AAR mampu menggambarkan reaksi pasar dengan hasil yang signifikan, baik secara positif maupun negatif, terhadap suatu kejadian dalam periode pengamatan (Hartono, 2018).

Penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti, (2024) yang menemukan terdapat *abnormal return* negatif yang signifikan sebelum dan setelah penerapan boikot dalam jendela waktu 3 hari, tetapi tidak menunjukkan perbedaan signifikan dalam semua jendela waktu. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Wulandari & Wicaksono, (2024) menemukan adanya perbedaan signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah fenomena terjadi.

Berdasarkan teori dan penjelasan diatas, maka dapat dikembangkan hipotesis pada penelitian ini yaitu:

H4: Diduga terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham berdasarkan *Market Adjusted Model* saat sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot.

H5: Diduga terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham berdasarkan *Market Model* saat sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot.

H6: Diduga terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham berdasarkan *Mean Adjusted Model* saat sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terpengaruh oleh pengumuman boikot dari Majelis Ulama Indonesia (MUI). Periode pengamatan berlangsung dari 9 Oktober 2023 hingga 8 Desember 2023 rentang waktu tersebut mencakup 22 hari kerja sebelum pengumuman dan 22 hari kerja setelah pengumuman boikot oleh MUI yaitu 8 November 2023.

Perusahaan yang diduga terlibat dalam isu boikot Israel atau memiliki keterkaitan dengan produk yang mendapat kritik dari konsumen diidentifikasi melalui pemberitaan di media sosial serta informasi yang dipublikasikan oleh BDS Indonesia. Selain itu, media massa daring yang kredibel, seperti Kompas.id, Tempo.co, Detik.com, dan Bdnash.com, juga menerbitkan artikel yang membahas perusahaan-perusahaan Indonesia yang memiliki hubungan dengan Israel. Diketahui terdapat 8 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang terkena dampak boikot pro Israel (Afifah et al., 2024).

Tabel 1 Daftar Sampel Perusahaan

No	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	UNVR	Unilever
2	FAST	Fast Food Indonesia
3	ADES	Akasha Wira Internasional
4	ERAA	Erajaya Swasembada
5	MTDL	Metrodata Electronics
6	PZZA	Sarimelati Kencana
7	MAPI	PT Mitra Adiperkasa Tbk.
8	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk

Sumber: Data sekunder yang telah diolah peneliti, 2025

Untuk menjawab hipotesis penelitian digunakan uji hipotesis *One Sample T-Test* dan *Paired Sample T-Test*, dimana sebelumnya dilakukan uji normalitas melalui uji *Shapiro Wilk*. Berikut operasionalisasi variabel dalam penelitian ini:

Tabel 2 Definisi dan Pengukuran Variabel

No	Variabel	Definisi	Indikator	Skala	Sumber
----	----------	----------	-----------	-------	--------

1	<i>Abnormal return</i>	selisih antara <i>actual return</i> (keuntungan yang sebenarnya terjadi) dan <i>expected return</i> (keuntungan yang diperkirakan dalam kondisi normal).	$AR_{it} = Rit - E(R_{it})$ $AR_{it} = \text{abnormal return sekuritas ke-} i \text{ pada periode peristiwa ke-} t$ $R_{it} = \text{return aktual sekuritas ke-} i \text{ pada periode peristiwa ke-} t$ $E(R_{it}) = \text{return ekspektasi ke-} i \text{ pada periode peristiwa ke-} t$	Rasio	(Hartono, 2009)
2	<i>Average Abnormal Return (AAR)</i>	Merupakan nilai rata-rata dari <i>abnormal return</i> seluruh saham yang dianalisis pada setiap periode	$AR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$ $AR_{nt} = \text{Average abnormal return pada hari ke-} t.$ $AR_{it} = \text{Abnormal return sekuritas ke-} i \text{ pada peristiwa ke-} t.$ $n = \text{Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.}$	Rasio	(Hartono, 2009)

HASIL PENELITIAN

Berikut hasil statistik deskriptif rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah boikot:

Tabel 3 Statistik Deskriptif Rata-rata *Abnormal Return* Sebelum Dan Sesudah Boikot

	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
<i>Market Adj Pre</i>	-0.00332	0.014679	-0.040	0.025
<i>Market Adj Post</i>	-0.00032	0.008442	-0.016	0.016
<i>Market M Pre</i>	-0.00236	0.008611	-0.020	0.013
<i>Market M Post</i>	-0.00141	0.007842	-0.017	0.011
<i>Mean Adj Pre</i>	-0.00282	0.008336	-0.016	0.017
<i>Mean Adj Post</i>	-0.00309	0.008053	-0.020	0.011

Berdasarkan tabel 3 hasil analisis statistik deskriptif, terlihat bahwa nilai rata-rata *abnormal return* mengalami perubahan sebelum dan sesudah peristiwa boikot. Untuk *market adjusted model*, nilai rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa sebesar -0,00332 dengan standar deviasi sebesar 0,014679, nilai minimum sebesar -0,040, dan maksimum sebesar 0,025. Sementara itu setelah peristiwa, nilai rata-rata *abnormal return* menjadi -0,00032 dengan standar deviasi menurun menjadi 0,008442, nilai minimum sebesar -0,016, dan maksimum 0,016.

Untuk model *market model*, rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa sebesar -0,00236 dengan standar deviasi 0,008611, nilai minimum -0,020, dan maksimum 0,013. Setelah peristiwa, nilai rata-rata *abnormal return* menurun menjadi -0,00141, dengan standar deviasi 0,007842, nilai minimum -0,017, dan maksimum 0,011.

Sedangkan untuk *mean adjusted model*, nilai rata-rata sebelum peristiwa tercatat sebesar -0,00282, dengan standar deviasi 0,008336, nilai minimum -0,016, dan maksimum 0,017. Setelah peristiwa, nilai rata-rata sedikit menurun menjadi -0,00309, dengan standar deviasi 0,008053, nilai minimum -0,020, dan maksimum 0,011.

Uji Normalitas

Berikut hasil uji normalitas pada penelitian ini:

Tabel 4 Hasil Uji Normalitas Rata-Rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Boikot
Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Pre Market Adj Model	,097	22	,200 [*]	,978	22	,882
Post Market Adj Model	,125	22	,200 [*]	,962	22	,537
Pre Market Model	,121	22	,200 [*]	,960	22	,485
Post Market Model	,112	22	,200 [*]	,957	22	,436
Pre Mean Adj Model	,142	22	,200 [*]	,954	22	,374
Post Mean Adj Model	,091	22	,200 [*]	,980	22	,919

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Berdasarkan tabel hasil uji normalitas menggunakan metode *Shapiro-Wilk*, secara keseluruhan data *abnormal return* pada ketiga model, baik sebelum maupun sesudah peristiwa, menunjukkan nilai signifikansi di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa data berdistribusi normal, sehingga asumsi normalitas terpenuhi dan pengujian selanjutnya dapat dilakukan menggunakan uji parametrik. Nilai signifikansi tertinggi ditunjukkan oleh *Post Mean Adjusted Model* dengan nilai 0,919, sedangkan nilai signifikansi terendah terdapat pada *Pre Mean Adjusted Model* dengan nilai 0,374. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa seluruh model *abnormal return* dalam penelitian ini memenuhi syarat distribusi normal menurut uji *Shapiro-Wilk*.

Uji Hipotesis

One Sample T-Test

One sample t-test merupakan metode statistik yang digunakan untuk menguji apakah terdapat rata-rata suatu sampel berbeda secara signifikan dari suatu nilai tertentu (Sugiyono, 2019). Dalam penelitian ini, uji ini digunakan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* pada yang signifikan per-harinya

Analisis One Sample Test Abnormal Return Saham dengan Market Adjusted Model

Berdasarkan hasil uji *One Sample T-Test* yang dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan dengan *market adjusted model* selama periode pengamatan, yakni dari T-22 hingga T+22 terhadap delapan emiten yang menjadi sampel penelitian. Dari pengujian tersebut, diketahui bahwa sebagian besar hari dalam periode pengamatan menunjukkan *abnormal return* yang tidak signifikan secara statistik. Namun demikian, terdapat lima hari yang menunjukkan hasil signifikan pada taraf signifikansi 0,05 berdasarkan nilai Sig. (2-tailed), yaitu tanggal 9 Oktober 2023 (T-22), 19 Oktober 2023 (T-14), 24 Oktober 2023 (T-11), 26 Oktober 2023 (T-9), dan 6 Desember 2023 (T+20). Pada T-22, dengan Sig. (2-tailed) sebesar 0,048. Selanjutnya, pada T-14 dengan Sig. (2-tailed) sebesar 0,004, pada T-11 dengan Sig. (2-tailed) sebesar 0,008, pada T-9 dengan Sig. (2-tailed) sebesar 0,034, dan terakhir pada T+20 dengan Sig. (2-tailed) sebesar 0,048.

Analisis One Sample T-Test Abnormal Return Saham dengan Market Model

Berdasarkan hasil uji *One Sample T-Test* yang dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan dengan *market model* selama periode pengamatan. Pada periode sebelum kejadian (T-22 sampai T-1), hasil uji menunjukkan bahwa sebagian besar hari tidak mengalami *abnormal return* yang signifikan secara statistik. Hanya pada T-22 (9 Oktober 2023) ditemukan dengan Sig. (2-tailed) sebesar 0,036 dan nilai *Mean Difference* sebesar -0,011375. Selanjutnya, tidak terdapat signifikansi pada T-21 hingga T-13. Namun, mulai T-12 (23 Oktober 2023) dan T-11 (24 Oktober 2023) ditemukan *abnormal return* yang signifikan dengan Sig. (2-tailed) masing-masing sebesar 0,015 dan 0,036 serta nilai *Mean Difference* sebesar 0,013375 dan 0,013250. Meski demikian, pada T-10 hingga T-1, tidak terdapat lagi *abnormal return* yang signifikan, menandakan bahwa reaksi tersebut bersifat sementara dan tidak konsisten menjelang hari kejadian.

Pada hari kejadian (T+0), yaitu tanggal 8 November 2023, tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan (Sig. (2-tailed) = 0,719), dengan nilai *Mean Difference* hanya sebesar 0,003375. Ini menunjukkan bahwa pasar tidak memberikan reaksi signifikan secara kolektif terhadap peristiwa pada hari H. Memasuki periode setelah kejadian (T+1 hingga T+22), seluruh hari tidak menunjukkan signifikansi statistik, termasuk pada T+3 (13 November 2023) yang memiliki nilai Sig. (2-tailed) mendekati ambang signifikansi sebesar 0,076 dengan *Mean Difference* negatif sebesar -0,017250. Meskipun demikian, nilai tersebut masih berada di atas tingkat signifikansi 0,05, sehingga tidak dapat dikategorikan signifikan secara statistik. Demikian pula pada T+22 (8 Desember 2023), nilai Sig. (2-tailed) adalah 0,521, mempertegas bahwa tidak ada reaksi signifikan pada akhir

periode pengamatan.

Analisis One Sample T-Test Abnormal Return Saham dengan Mean Adjusted Model

Berdasarkan hasil uji *One Sample T-Test* yang dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan dengan *mean adjusted model* selama periode pengamatan. Pada periode sebelum peristiwa (T-22 hingga T-1), sebagian besar hari menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Meskipun demikian, terdapat dua hari dengan hasil signifikan, yaitu T-22 (09 Oktober 2023) dan T-12 (23 Oktober 2023). Pada T-22, terdapat *abnormal return* signifikan sebesar 0,033. Sementara itu, pada T-12 *abnormal return* signifikan sebesar 0,002.

Memasuki hari peristiwa T+0 dan beberapa hari setelahnya, sebagian besar nilai *abnormal return* tetap tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak langsung merespons secara drastis pada saat atau segera setelah peristiwa boikot berlangsung. Namun terdapat dua hari dengan hasil signifikan, yaitu pada T+3 (13 November 2023), terdapat *abnormal return* yang signifikan sebesar 0,045. Selanjutnya, pada T+10 (22 November 2023), terdapat *abnormal return* yang signifikan sebesar 0,024.

Paired Sample Test

Berikut tabel *paired samples correlation* dari *abnormal return* semua model saat sebelum dan sesudah periode pengamatan:

Tabel 5 *Paired Samples Correlation*

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	Pre Market Adj Model & Post Market Adj Model	22	-,281	,205
Pair 2	Pre Market Model & Post Market Model	22	-,034	,880
Pair 3	Pre Mean Adj Model & Post Mean Adj Model	22	,109	,630

Berdasarkan hasil analisis *Paired Samples Correlations*, diperoleh tingkat korelasi antara nilai *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan pada tiga pendekatan model yang digunakan. Pada *Market Adjusted Model*, nilai korelasi sebesar -0,281 dengan signifikansi (Sig.) sebesar 0,205. Nilai korelasi negatif ini menunjukkan hubungan yang lemah dan berlawanan arah antara *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan. Namun, karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05, maka hubungan tersebut tidak signifikan secara statistik.

Selanjutnya pada *Market Model*, nilai korelasi yang diperoleh adalah -0,034 dengan signifikansi sebesar 0,880. Korelasi ini hampir mendekati nol, menunjukkan tidak adanya hubungan linear antara *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan. Selain itu, nilai signifikansi yang sangat tinggi juga menunjukkan bahwa hubungan tersebut sama sekali tidak signifikan.

Sementara itu pada *Mean Adjusted Model*, korelasi antara nilai sebelum dan sesudah adalah 0,109 dengan signifikansi sebesar 0,630. Korelasi ini bersifat positif serta lemah dan juga tidak signifikan secara statistik. Berikut hasil analisis *paired sample test* untuk ketiga model pengujian.

Tabel 6 *Paired Samples Test*

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Pre Market Adj Model - Post Market Adj Model	-,003000	,018881	,004025	-,011371	,005371	-,745	21	,464
Pair 2	Pre Market Model - Post Market Model	-,000955	,011842	,002525	-,006205	,004296	-,378	21	,709
Pair 3	Pre Mean Adj Model - Post Mean Adj Model	,000273	,010942	,002333	-,004579	,005124	,117	21	,908

Berdasarkan analisis *Paired Samples Test* yang dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan pada tiga model pendekatan, yaitu *Market Adjusted Model*, *Market Model*, dan *Mean Adjusted Model*.

Pada *Pre* dan *Post Market Adjusted Model*, diperoleh nilai rata-rata sebesar -0,003000 dengan standar deviasi 0,018881 dan *standard error* 0,004025. Interval kepercayaan 95% berada pada rentang -0,011371 hingga 0,005371. Nilai *t* hitung sebesar -0,745 dan nilai signifikansi (Sig. 2-tailed) sebesar 0,464, yang berarti lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan pada pendekatan ini.

Selanjutnya, pada *Pre dan Post Market Model*, rata-rata diperoleh sebesar - 0,000955 dengan standar deviasi 0,011842 dan *standard error* 0,002525. Interval kepercayaan 95% berada di antara -0,006205 hingga 0,004296. Nilai *t* hitung sebesar -0,378 dengan nilai signifikansi sebesar 0,709, yang juga jauh di atas batas signifikansi 0,05. Ini menunjukkan bahwa perbedaan sebelum dan sesudah periode pengamatan tidak signifikan secara statistik pada model ini.

Sementara itu, pada *Pre dan Post Mean Adjusted Model*, rata-rata selisih adalah 0,000273 dengan standar deviasi 0,010942 dan *standard error* 0,002333. Interval kepercayaan berada pada rentang -0,004579 hingga 0,005124, dengan nilai *t* hitung 0,117 dan nilai signifikansi 0,908. Ini merupakan nilai signifikansi tertinggi dari ketiga model, sehingga semakin memperkuat bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara nilai *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan pada pendekatan ini.

Secara keseluruhan, hasil analisis *Paired Samples Test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara nilai *abnormal return* sebelum dan sesudah periode pengamatan pada ketiga model yang digunakan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa peristiwa boikot yang diamati tidak memberikan pengaruh yang berarti terhadap perubahan *abnormal return* saham perusahaan dalam sampel penelitian ini.

Tabel 7 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Hasil Pengujian	Hipotesis Diterima / Ditolak
Hipotesis 1: Diduga terdapat <i>abnormal return</i> saham yang signifikan berdasarkan <i>Market Adjusted Model</i> .	Terdapat lima periode dengan <i>abnormal return</i> yang signifikan, yaitu pada T-22, T-14, T-11, T-9, dan T+20	Diterima
Hipotesis 2: Diduga terdapat <i>abnormal return</i> saham yang signifikan berdasarkan <i>Market Model</i>	Terdapat tiga periode dengan <i>abnormal return</i> yang signifikan yaitu pada T-22, T-12, dan T-11.	Diterima
Hipotesis 3: Diduga terdapat <i>abnormal return</i> saham yang signifikan berdasarkan <i>Mean Adjusted Model</i> .	Terdapat dua periode dengan <i>abnormal return</i> yang signifikan pada periode sebelum kejadian, yaitu T-22 dan T-12, serta dua periode setelah peristiwa, yaitu T+3 dan T+10.	Diterima
Hipotesis 4: Diduga terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> saham berdasarkan <i>Market Adjusted Model</i> saat sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot.	Tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah boikot.	Ditolak
Hipotesis 5: Diduga terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> saham berdasarkan <i>Market Model</i> saat sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot.	Tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah boikot.	Ditolak
Hipotesis 6: Diduga terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> saham berdasarkan <i>Mean Adjusted Model</i> saat sebelum dan sesudah pengumuman isu boikot.	Tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah boikot.	Ditolak

PEMBAHASAN

Abnormal Return dan Peristiwa Pengumuman Boikot Perusahaan Pro Israel

Berdasarkan hasil analisis *One Sample T-Test* yang dilakukan untuk menguji apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan terhadap peristiwa boikot, dengan menggunakan tiga model pengukuran *abnormal return*, yaitu *Market adjusted model*, *Market model*, dan *Mean adjusted model*. Pengujian dilakukan pada delapan emiten yang menjadi sampel, selama periode pengamatan dari T-22 hingga T+22. Hasil pengujian menunjukkan bahwa sebagian besar hari dalam periode tersebut tidak mengalami *abnormal return* yang signifikan secara statistik.

Namun, terdapat beberapa hari yang menunjukkan nilai signifikansi di bawah 0,05, yang menandakan adanya reaksi pasar terhadap peristiwa boikot.

Berdasarkan *Market adjusted model*, ditemukan bahwa terdapat lima hari selama periode pengamatan yang menunjukkan *abnormal return* yang signifikan, yaitu pada T-22, T-14, T-11, T-9, dan T+20. Pada T-22 (9 Oktober 2023) menjadi hari yang paling signifikan dan konsisten di seluruh model, yang bertepatan dengan deklarasi resmi "state of war" oleh Israel, kemudian Israel memutuskan total pasokan listrik, makanan, dan bahan bakar ke Gaza. Pada T-14 (19 Oktober 2023), pasar bereaksi terhadap serangan yang dilakukan oleh kelompok Houthi dari Yaman terhadap Israel. Aksi solidaritas bersenjata ini menjadi sinyal bahwa konflik mulai meluas secara regional. Pada T-11 (24 Oktober 2023), *abnormal return* kembali signifikan, bertepatan dengan meningkatnya harapan masuknya bantuan kemanusiaan ke Gaza. Pada T-9 (26 Oktober 2023) reaksi signifikan pasar berkaitan dengan mulai meluasnya kampanye boikot dari Arab serta peningkatan kecaman internasional terhadap perusahaan-perusahaan pendukung Israel. Pada T+20 (6 Desember 2023), pasar kembali menunjukkan reaksi signifikan yang kemungkinan dipicu oleh ekspektasi negatif menjelang laporan kerugian yang dialami perusahaan seperti Starbucks dan penutupan gerai H&M di kawasan Arab.

Ini mengindikasikan bahwa pasar sempat merespons peristiwa secara statistik signifikan, meskipun tidak terjadi secara berkelanjutan. Dengan demikian, reaksi investor terhadap informasi yang beredar menjelang dan setelah peristiwa berlangsung tampaknya tidak bersifat keseluruhan dan hanya terjadi dalam waktu yang terbatas. Hasil serupa juga terlihat pada pengujian menggunakan *Market model*, di mana *abnormal return* yang signifikan hanya ditemukan pada T-22, T-12, dan T-11. Pada T-12 (23 Oktober 2023) bertepatan dengan serangan militer Israel ke Gaza bagian utara, Tepi Barat, dan Suriah terus berlanjut, meskipun jalur kemanusiaan sedang dibuka di Gaza bagian selatan. Setelah itu, termasuk pada hari kejadian (T+0), pasar tidak menunjukkan respon yang signifikan. Hal ini menegaskan bahwa reaksi pasar cenderung terjadi sebelum peristiwa dan hanya bersifat jangka pendek, karena tidak ditemukan signifikansi lagi pada periode setelah peristiwa berlangsung.

Sementara itu, melalui pendekatan *Mean adjusted model*, ditemukan dua hari dengan *abnormal return* yang signifikan pada periode sebelum kejadian, yaitu T-22 dan T-12, serta dua hari setelah peristiwa, yaitu T+3 dan T+10. Temuan ini menunjukkan bahwa dalam beberapa fenomena, pasar membutuhkan waktu untuk mencerna informasi dan baru menunjukkan reaksi beberapa hari kemudian. Meski demikian, jumlah hari yang menunjukkan *abnormal return* signifikan sangat terbatas dan tidak membentuk pola konsisten.

Jika dilihat persamaan dari ketiga model tersebut, maka terdapat satu hari yang konsisten signifikan di ketiga model, yaitu T-22 (9 Oktober 2023). Ini mengindikasikan bahwa pada hari tersebut terdapat reaksi pasar yang cukup kuat dan seragam, tidak bergantung pada model yang digunakan, dimana pada periode T-22 tersebut terdapat kejadian Israel yang memutuskan pasokan listrik, makanan, dan bahan bakar ke Gaza sebagai respons terhadap serangan Hamas, serta efek dari deklarasi "state of war" dari Israel. Selain itu, terdapat kesamaan antara *Market model* dan *Mean adjusted model* pada T-12 (23 Oktober 2023), serta kesamaan antara *Market adjusted model* dan *Market model* pada T-11 (24 Oktober 2023). Namun, beberapa hari signifikan lainnya muncul secara spesifik dalam satu model saja. Seperti T+3 dan T+10 hanya muncul dalam *Mean adjusted model*, sedangkan T-14, T-9, dan T+20 hanya muncul dalam *Market adjusted model*. Hal ini menunjukkan bahwa masing-masing model memiliki sensitivitas yang berbeda dalam mendeteksi *abnormal return*, tergantung pada karakteristik data dan asumsi dasar model tersebut.

Dengan demikian, penggunaan lebih dari satu model memberikan gambaran yang lebih komprehensif dan menyeluruh atas reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. Dalam penelitian ini, hasil dari ketiga model secara umum menyatakan bahwa reaksi pasar terhadap peristiwa boikot tidak berlangsung secara konsisten dan kolektif, serta tidak terjadi tepat pada hari peristiwa.

Dari perspektif teori sinyal, hasil ini memperlihatkan bahwa informasi terkait boikot tidak dianggap sebagai sinyal kuat oleh pelaku pasar. Reaksi yang muncul lebih banyak terjadi sebelum peristiwa atau beberapa hari setelahnya, bukan pada saat kejadian utama berlangsung. Hal ini dapat terjadi karena informasi mengenai isu boikot tersebut telah terlebih dahulu tersebar luas, sehingga investor memiliki waktu untuk menyesuaikan strategi mereka bahkan sebelum hari peristiwa. Oleh sebab itu, sinyal yang diberikan oleh peristiwa tersebut tidak cukup kuat untuk mendorong reaksi signifikan secara kolektif pada hari-H.

Sedangkan dari hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*), maka hasil ini sejalan dengan karakteristik pasar dalam kategori bentuk semi-kuat. Efisiensi bentuk semi-kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi publik, sehingga investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* secara konsisten hanya berdasarkan informasi tersebut. (Brigham, E. F., & Houston, J. F., 2010). Dalam penelitian ini, tidak ditemukan pola reaksi pasar yang kuat dan konsisten terhadap peristiwa boikot, baik pada hari kejadian maupun setelahnya. Reaksi yang muncul juga bersifat sementara, dan tidak memberikan dampak jangka panjang terhadap harga saham.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap ketiga model dan interpretasi melalui teori sinyal serta hipotesis pasar efisien, dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia cenderung merefleksikan efisiensi dalam bentuk semi-kuat. Harga saham bereaksi terhadap beberapa informasi yang dianggap relevan, tetapi reaksi tersebut tidak konsisten, tidak berlangsung lama dan tidak terjadi secara luas pada seluruh emiten. Hal ini menunjukkan bahwa informasi publik cukup cepat direspons oleh pasar, dan investor tidak dapat memanfaatkan informasi tersebut untuk memperoleh *abnormal return* yang konsisten. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung

bahwa pasar modal Indonesia menunjukkan tingkat efisiensi informasi yang moderat dan berada pada kategori semi-kuat.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 1 diduga terdapat *abnormal return* yang signifikan dengan *Market Adjusted Model* diterima karena ditemukan 5 periode dengan *abnormal return* yang signifikan. Hipotesis 2 diduga terdapat *abnormal return* yang signifikan dengan *Market Model* juga diterima karena terdapat tiga periode *abnormal return* yang signifikan. Begitu pula dengan Hipotesis 3 diduga terdapat *abnormal return* yang signifikan dengan *Mean Adjusted Model* yang diterima dengan ditemukan empat periode *abnormal return* yang signifikan. Dengan demikian, ketiga model mengindikasikan adanya reaksi pasar terhadap peristiwa boikot, namun secara umum reaksi tersebut tidak merata dan tidak berlangsung konsisten.

Perbedaan *Average Abnormal Return* Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Boikot Perusahaan Pro Israel

Pengujian terhadap Hipotesis 4, Hipotesis 5, dan Hipotesis 6 yang bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman boikot berdasarkan pendekatan *Market adjusted model*, *Market model*, dan *Mean adjusted model*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan analisis *Paired Samples Test* yang membandingkan rata-rata *abnormal return* pada periode *pre-event* (T-22 hingga T-1) dan *post-event* (T+1 hingga T+22) untuk masing-masing pendekatan model.

Hasil pengujian pada *Market adjusted model* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,464 yang lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian, Hipotesis 4 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa boikot pada pendekatan *Market adjusted model*. Selanjutnya, pada pendekatan *Market model*, diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,709. Nilai ini juga melebihi batas signifikansi, sehingga Hipotesis 5 ditolak. Hasil ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa boikot berdasarkan pendekatan *Market model*. Sementara itu, pengujian pada pendekatan *Mean adjusted model* menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,908. Nilai ini merupakan yang tertinggi di antara ketiga model dan juga melebihi taraf signifikansi 0,05, sehingga Hipotesis 6 juga ditolak. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada pendekatan *Mean adjusted model*.

Tidak adanya perbedaan yang signifikan ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Salah satunya adalah sentimen investor yang cenderung *wait and see* dalam menghadapi isu geopolitik yang kompleks. Meskipun pengumuman boikot menjadi perhatian publik, namun ketidakpastian mengenai dampak jangka panjang terhadap fundamental perusahaan yang terkena isu boikot membuat investor tidak bereaksi secara berlebihan dalam jangka pendek. Selain itu, kemungkinan adanya faktor eksternal lain, seperti fluktuasi nilai tukar, kebijakan ekonomi pemerintah, serta kondisi global lainnya, turut mempengaruhi keputusan investasi dan meredam efek langsung dari isu boikot terhadap pergerakan harga saham.

Berdasarkan teori sinyal, investor cenderung menunggu konfirmasi informasi yang lebih kuat sebelum mengambil keputusan investasi yang signifikan. Jika pengumuman boikot tidak memberikan sinyal yang cukup kredibel mengenai prospek perusahaan, investor mungkin memilih untuk menunda aksi jual atau beli saham. Selain itu, menurut teori *efficient market hypothesis* dalam bentuk setengah kuat, harga saham seharusnya segera mencerminkan semua informasi publik yang tersedia (Tandelilin, E., 2008). Ketika informasi mengenai boikot diumumkan, harga saham telah menyesuaikan diri dengan cepat dan akurat terhadap informasi tersebut, sehingga tidak terjadi perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman, hal ini dapat menunjukkan bahwa investor masih mempertimbangkan dampak jangka panjang dari isu boikot sebelum melakukan perubahan besar dalam portofolio mereka. Selain itu, dalam periode pengamatan yang lebih panjang, terdapat kemungkinan bahwa berita dan faktor lain telah mengimbangi dampak awal dari pengumuman boikot, sehingga efeknya terhadap *abnormal return* menjadi tidak terlalu signifikan secara statistik (Darmayanti, N. et.al., 2021).

Dengan demikian, berdasarkan hasil analisis pada ketiga pendekatan, dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 4, Hipotesis 5, dan Hipotesis 6 ditolak. Peristiwa boikot tidak menyebabkan perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Hasil ini juga memperkuat karakteristik pasar modal Indonesia sebagai pasar dengan tingkat efisiensi informasi berbentuk semi-kuat, di mana informasi publik sudah tercermin dalam harga saham secara cepat dan akurat.

KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, maka dihasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan dengan menggunakan tiga pendekatan model *abnormal return*, yaitu *Market adjusted model*, *Market model*, dan *Mean adjusted model*, dengan pengujian menggunakan *One Sample T-Test* terhadap delapan emiten selama periode T-22 hingga T+22, ditemukan bahwa pasar tidak menunjukkan *abnormal return* yang signifikan secara statistik pada sebagian besar hari pengamatan. Namun demikian, terdapat beberapa hari yang menunjukkan nilai signifikansi di bawah 0,05, menandakan bahwa pasar sempat bereaksi terhadap peristiwa boikot. Pada *market adjusted model* menunjukkan lima hari dengan *abnormal return* yang signifikan, yakni pada T-22, T-14, T-11, T-9, dan T+20, sedangkan *market model* hanya mendeteksi tiga hari dengan *abnormal return* yang signifikan, yaitu T-22, T-12, dan T-

11, dan *mean adjusted model* menunjukkan empat hari dengan *abnormal return* yang signifikan pada T- 22, T-12, T+3, dan T+10. Hasil ini mengindikasikan bahwa reaksi pasar cenderung terjadi sebelum peristiwa dan bersifat jangka pendek. Selain itu, temuan yang paling konsisten adalah signifikansi pada T-22 (9 Oktober 2023) yang ditemukan di ketiga model tersebut, pada periode T-22, Israel secara resmi mendeklarasi "state of war", memutus pasokan listrik, makanan, dan bahan bakar ke Gaza, serta kondisi warga negara Indonesia (WNI) di Gaza mulai menjadi perhatian publik karena keterbatasan obat-obatan dan risiko keselamatan jiwa. Beberapa kemiripan antar model juga ditemukan pada T-12 dan T-11, namun sebagian besar hari signifikan lainnya hanya muncul dalam satu model, yang menunjukkan bahwa masing-masing model memiliki sensitivitas berbeda dalam mendeteksi *abnormal return*.

2. Berdasarkan hasil analisis *Paired Samples Test* terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman boikot perusahaan pro-Israel, yang dilakukan dengan tiga pendekatan *Market Adjusted Model*, *Market Model*, dan *Mean Adjusted Model* ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik antara periode *pre-event* dan *post-event*. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,464 untuk *Market Adjusted Model*, 0,709 untuk *Market Model*, dan 0,908 untuk *Mean Adjusted Model*, yang seluruhnya melebihi taraf signifikansi 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman boikot.

SARAN

Diharapkan penelitian selanjutnya dapat:

1. Memperluas cakupan sampel dengan memasukkan perusahaan dari berbagai sektor untuk melihat apakah dampak isu boikot berbeda tergantung pada jenis industri atau sektor perusahaan.
2. Menggunakan metode analisis lain, seperti *event study* dengan jangka waktu yang lebih panjang, atau mempertimbangkan faktor-faktor tambahan seperti sentimen investor dan respons media terhadap peristiwa boikot.
3. Melakukan perbandingan dengan perusahaan yang tidak terkena isu boikot untuk mengetahui apakah ada perbedaan yang signifikan dalam pola pergerakan *return* saham antara kedua kelompok perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdi, H. (2022). *Boikot adalah Bentuk Protes Terhadap Suatu Tindakan, Kenali Jenis-jenisnya*. Liputan6. <https://www.liputan6.com/hot/read/5118294/boikot-adalah-bentuk-protes-terhadap-suatu-tindakan-kenali-jenis-jenisnya?page=4>
- Afifah, A. M., Sidik, M. M. A., & Aslana, E. (2024). Pengaruh Pengumuman Boikot oleh MUI Terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi EKOMA* 3(6), 2530–2534. <https://doi.org/10.56799/ekoma.v3i6.5369>
- Arista, K., Ningtias, W., Supeni, R. E., & Sari, M. I. (2024). Perbedaan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Dilakukan Artificial Intelligence (AI) pada Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Borobudur Management Review* 4(1), 21–37. <https://doi.org/10.31603/bmar.v4i1.11843>
- Azharun. (2023). *Fatwa Terbaru MUI Nomor 83 Tahun 2023: Mendukung Agresi Israel ke Palestina Hukumnya Haram*. MUI digital. <https://mui.or.id/baca/berita/fatwa-terbaru-mui-nomor-83-tahun-2023-mendukung-agresi-israel-ke-palestina-hukumnya-haram>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku 1* -11/E. <https://openlibrary.telkomuniversity.ac.id/pustaka/10185/dasar-dasar-manajemen-keuangan-buku-1-11-e-.html>
- Darmayanti, N., Mildawati, T., & Susilowati, F. (2021). Dampak Covid-19 Terhadap Perubahan Harga dan Return Saham. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 4 (4), 462–480. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2020.v4.i4.4624>
- Fama. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Hadiwibowo, I., & Saraswati, E. (2024). Determinan Return Saham dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening. *Review Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 8(2), 236–255. <https://doi.org/10.18196/rabin.v8i2.22311>
- Halim, A. (2007). *Manajemen Keuangan Bisnis*. Bogor: Ghalia Indonesia. https://portal.fiskal.kemenkeu.go.id/pustaka/index.php?p=show_detail&id=3904&keywords=
- Hartono, J. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi Keenam*. Yogyakarta: BPFE.

- Hartono, J. (2018). *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE.
- Husnan, S. (2009). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Keempat. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Klein, N. (2024). *We have a tool to stop Israel's war crimes: BDS*. The Guardian. <https://www.theguardian.com/commentisfree/2024/jan/10/only-outside-pressure-can-stop-israels-war-crimes>
- Majelis Ulama Indonesia (2023). *Fatwa Terbaru MUI No.83 Tahun 2023: Mendukung Agresi Israel ke Palestina Hukumnya Haram*. <https://mui.or.id/baca/berita/fatwa-terbaru-mui-nomor-83-tahun-2023-mendukung-agresi-israel-ke-palestina-hukumnya-haram>
- Pujiastuti, A. (2024). Mengungkap Dampak Boikot Terhadap Nilai Pasar Perusahaan. *EKONOMIKA 45: Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi Bisnis, Kewirausahaan*, 11(1), 675-687. <https://doi.org/10.30640/ekonomika45.v11i1.2062>
- Rahim, R., Sulaiman, D., Husni, T., & Wiranda, N. A. (2021). Investor Behavior Responding to Changes in Trading Halt Conditions: Empirical Evidence from the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 135-143. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0135>
- Rri.co.id. (2023). *BI: Aksi Boikot Produk Israel Bisa Berdampak Langsung*. Radio Republik Indoneia. <https://www.rri.co.id/bisnis/446026/bi-aksi-boikot-produk-israel-bisa-berdampak-langsung>
- Safira, R., Gede, L., Artini, S. (2024). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Kenaikan Bi 7-Days Reverse Repo Rate (Studi Peristiwa Pada Perusahaan Sektor Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Review Pendidikan dan Pengajaran*. 7(3), 10423-10430. <https://doi.org/10.31004/jrpp.v7i3.31079>
- Sari, S. (2021). Capital Market Reaction Before and After The Announcement Of The First Case Of Covid-19 In Indonesia. *Jurnal Ilmiah Tenuleh The International Journal of Social Sciences*, 2(2). 301-312. <https://doi.org/10.51612/teunuleh.v2i2.48>
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Bandung: Alfabeta.
- Tandelilin, E. (2008). *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.
- TEMPO. (2024). *Setahun Perang Gaza, Seruan Boikot Israel dan Produk Afiliasinya Menggema Kencang*. TEMPO.CO, Jakarta. <https://www.tempo.co/internasional/setahun-perang-gaza-seruan-boikot-israel-dan-produk-afiliasinya-menggema-kencang-1207>
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1993). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 9. Erlangga. Jakarta.
- Wulandari, P., & Wicaksono, C. A. (2024). Reaksi Investor Sebelum Dan Sesudah Pemilihan Presiden Republik Indonesia Tahun 2024 (Studi Kasus Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Tercatat Di BEI). *Jurnal Akuntansi dan Pajak*. 25(02), 1-14