
Journal of Economics and Business Aseanomics

Journal homepage <http://academicjournal.yarsi.ac.id/jeba>

Reaksi Investor Saham Syariah dan Konvensional terhadap Pengumuman Pembentukan Kabinet Indonesia Maju 2019

Ananta Hagabean Nasution¹, Alyta Shabrina Zusryn²

^{1,2}Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas YARSI, Jakarta

Corresponding author: Ananta Hagabean Nasution, e-mail: ananta.hagabean@yarsi.ac.id

Article

Information

History of article:

Received: 31-05-2020

Approved: 26-06-2020

*Keywords: abnormal return,
minister announcement,
investment strategy*

Abstract

Political uncertainty is often a special event that affects stock portfolio returns. The purpose of this study was to examine the effect of the announcement of the formation of a new cabinet of share prices listed on the Sharia Index (ISSI) and the Composite Stock Price Index (JKSE). This research uses event study method to see the existence of market reactions that can be seen from the existence of abnormal returns on stocks. The indicators used are the average abnormal return (AAR) value and the cumulative average abnormal return (CAAR). The results of this study indicate that there are negative and significant AAR values on the day before (t-1) and after (t+1) ministerial announcements on sharia and market indices. In addition, there are significant differences in the value of cumulative average abnormal return (CAAR) before and after the minister's announcement at t (-7,7) for the ISSI portfolio and t (-10,10) for the JKSE portfolio. The presence of negative sharia stock investor reactions indicates investor confusion with the ministers elected to the new cabinet. This event is expected to help investors or investment managers in determining investment strategies in times of political uncertainty.

Kata kunci:

*abnormal return,
pengumuman menteri,
strategi investasi*

*JEL Classification:
G10, G14, G1*

Abstrak

Ketidakpastian politik sering menjadi peristiwa khusus yang berpengaruh terhadap *return* portofolio saham. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh pengumuman pembentukan kabinet Indonesia Maju 2019-2024 terhadap harga saham yang terdaftar pada Indeks Syariah (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Penelitian ini menggunakan metode *event study* untuk melihat adanya reaksi pasar yang dapat dilihat dari adanya *abnormal return* pada saham. Indikator yang digunakan adalah nilai *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative average abnormal return* (CAAR). Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat nilai AAR yang negatif dan signifikan pada sehari sebelum (t-1) dan setelah (t+1) pengumuman menteri pada indeks syariah dan pasar. Selain itu, terdapat perbedaan yang signifikan nilai *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah pengumuman menteri pada t (-7,7) untuk portofolio ISSI dan t (-10,10) untuk portofolio IHSG. Adanya reaksi negatif investor mengindikasikan terdapat kebingungan investor saham syariah terhadap menteri yang terpilih pada kabinet Indonesia Maju. Peristiwa ini diharapkan dapat membantu investor atau manajer investasi dalam menentukan strategi investasi pada saat terjadi ketidakpastian politik.

1. Pendahuluan

Keberhasilan investasi di pasar modal tidak hanya ditentukan oleh kondisi masing-masing perusahaan, tetapi juga ditentukan oleh beberapa faktor. Menurut Husnan (2015) faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap keberhasilan investasi yaitu kondisi politik, ekonomi, sosial, dan masalah hukum. Pada beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa adanya siklus politik di suatu negara merupakan salah satu faktor yang paling menentukan kinerja pasar modal negara tersebut (Shen *et al.*, 2017; Pham *et al.*, 2018; Huber & Kirchler, 2013). Adanya risiko yang ditimbulkan oleh peristiwa politik tidaknya berdampak pada pada ekonomi makro dan mikro karena hal tersebut berkaitan dengan kebijakan dan peraturan pemerintah (Ramesh & Rajumesh, 2015).

Pada beberapa penelitian terdahulu *event study* dengan abnormal *return* saham atau reaksi investor sering dikaitkan pengumuman aksi perusahaan, aksi kompetitor bisnis sampai dengan kebijakan pemerintah (Elad & Bongbee, 2017; Sorescu *et al.*, 2017; Zach, 2003). Selanjutnya, pada beberapa penelitian terdahulu politik yang sering menjadi *event* pada penelitian terdahulu adalah berkaitan dengan pemilihan kepala negara/ presiden (Huber & Kirchler, 2013; Pham *et al.*, 2018; Shen *et al.*, 2017). Menurut Nurlita & Naomi (2019) terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pemilihan presiden berpengaruh terhadap aktifitas pasar modal yaitu adanya kesempatan perubahan. Selain berpengaruh terhadap kinerja pasar modal, kondisi siklus politik juga berpengaruh pada penentuan kebijakan investasi seorang investor. Penelitian Huber & Kirchler (2013) menjelaskan bahwa terpilihnya presiden yang berpengaruh positif terhadap *return* abnormal pada saham-saham emiten yang berkaitan dengan kandidat yang terpilih sebagai presiden.

Hasil pada penelitian terdahulu yang menggunakan pemilihan presiden sebagai *event study* banyak yang berbeda. Pada penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (2011) menjelaskan bahwa terdapat perbedaan abnormal *return* antara sebelum dan sesudah peristiwa pemilihan presiden tahun 2009, tetapi pada pemilu tahun 2004 tidak terjadi perbedaan yang signifikan. Pada pemilu presiden 2009 investor bereaksi, ditandai dengan adanya perbedaan rata-rata *return* abnormal yang negatif. Hasil yang berbeda terjadi pada penelitian Nurlita & Naomi (2019) yang menemukan bahwa pemilihan presiden pada tahun 2014 berpengaruh positif terhadap volatilitas saham-saham di Bursa Efek Indonesia.

Selain pemilihan presiden, peristiwa politik lainnya yang berpengaruh terhadap kinerja saham adalah pembentukan/pergantian kabinet. Penelitian yang dilakukan oleh Hatmanti & Sudiby (2017) menjelaskan bahwa terdapat abnormal *return* positif yang signifikan pada hari peristiwa pergantian kabinet berlangsung (t) dan $t+3$. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pergantian kabinet merupakan berita baik bagi investor. Nurlita & Naomi (2019) menjelaskan proses politik seperti pemilihan umum, pembentukan kabinet, dan pembubaran kabinet dapat menciptakan ketidakpastian pada sisi prioritas kebijakan dan kompetensi sehingga dapat menyebabkan ketidakpastian pada *return* saham.

Pada beberapa penelitian terdahulu hanya membuktikan adanya pemilihan presiden dan pergantian kabinet kerja yang berpengaruh terhadap kinerja saham, tetapi belum menganalisis pada sisi pembentukan kabinet pemerintahan. Berdasarkan data pergerakan *return* Indeks Saham Syariah (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju yaitu pada bulan oktober tahun 2019, dapat dilihat bahwa pergerakan *return* cenderung stabil sampai tanggal 21 Oktober 2019 (t-2) baik pada indeks pasar maupun pada indeks syariah. Pergerakan *return* kemudian naik sampai sehari setelah pengumuman menteri yaitu pada tanggal 24 Oktober 2019. Namun pergerakan *return* menurun secara drastis 2 hari setelah pengumuman menteri yaitu pada tanggal 25 Oktober 2019 dan berlanjut naik tanggal 26 Oktober 2019.



Sumber: Yahoo Finance (2020).

Gambar 1. Grafik Pergerakan Return ISSI dan IHSG Selama Periode Pengumuman Menteri Kabinet Indonesia Maju 2019-2024

Berdasarkan penjelasan uraian sebelumnya, menjelaskan bahwa pada peristiwa politik yang sama yaitu pemilihan presiden terdapat hasil berbeda dengan metode yang berbeda. Selain itu, beberapa penelitian terdahulu belum menjelaskan pada aspek aktifitas pemerintahan baru yaitu pada pembentukan kabinet kerja baru di periode pemerintahan Presiden Joko Widodo yang kedua ini. Selain itu, pemerintahan pada kabinet kerja Indonesia Maju merupakan periode kedua pada masa Presiden Joko Widodo. Berdasarkan penelitian Gärtner & Wellershoff (1995) menunjukkan bahwa saat pemilihan presiden yang pertama, harga saham mengalami penurunan. Selanjutnya, pada periode yang kedua harga saham mengalami kenaikan. Pada sisi fenomena yang terjadi ternyata selama periode pembentukan kabinet baru, *return* saham pasar dan saham syariah mengalami pergerakan yang fluktuatif. Oleh karena itu, pada penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh peristiwa politik pembentukan kabinet Indonesia Maju terhadap harga saham-saham yang terdapat pada Indeks Saham Syariah (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) berisi saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) dan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Perbedaan utama antara saham syariah dan konvensional yaitu aktivitas bisnis emiten saham dilakukan dengan cara yang tidak bertentangan

dengan prinsip-prinsip Islam (Abbes & Trichilli, 2015). Oleh karena itu, hasil penelitian ini dapat berkontribusi pada studi empiris dalam mengkaji reaksi investor pada saham syariah maupun pada pasar terhadap *event* politik di Indonesia. Penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai tambahan informasi bagi Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam menentukan kebijakan ketika terjadi gejolak-gejolak yang disebabkan adanya peristiwa politik khususnya pada pembentukan kabinet. Selain itu, dapat digunakan investor dalam menentukan kebijakan investasi karena pada setiap peristiwa politik berpengaruh terhadap harga saham.

2. Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas meliputi berita tentang perusahaan, pengumuman pemerintah, penurunan tingkat bunga, penjualan, dan pengumuman lain-lainnya (Husnan, 2015). Selanjutnya, Bodie *et al.* (2019) menjelaskan bahwa pada Teori Hipotesis Pasar Efisien/ *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menjelaskan bahwa harga-harga saham mencerminkan seluruh informasi yang relevan. Markovitch & Golder (2008) berpendapat bahwa jika didasarkan pada teori EMH, harga saham dapat menggambarkan arus kas perusahaan di masa depan karena adanya informasi tersebut. Selanjutnya, nilai *return* saham yang merupakan hasil dari pergerakan harga saham dapat dijadikan ukuran kinerja perusahaan di masa depan dan dapat digunakan untuk mengantisipasi peristiwa di masa depan.

Adanya informasi yang relevan dengan suatu saham, mendorong adanya reaksi investor yang berpengaruh terhadap harga saham. Namun tidak semua pasar saham efisien, tetapi bisa saja dalam bentuk lemah atau setengah efisien. Pada pasar yang lemah, harga-harga saham mencerminkan informasi yang ada dalam data-data perdagangan di masa lalu. Selain itu, pada bentuk setengah kuat, harga yang terbentuk mencerminkan keseluruhan informasi publik seperti harga masa lalu, produk perusahaan, lini usaha, paten, dan laporan posisi keuangan (Husnan, 2015).

Informasi yang diperoleh investor dapat mempengaruhi reaksi investor yang biasanya ditunjukkan dengan abnormal *return* atau volatilitas harga saham. Penelitian tersebut biasanya disebut dengan *event study*. Metode *event study* digunakan untuk menemukan efek dari suatu peristiwa pada variabel dependen tertentu (Elad & Bongbee, 2017). Banyak penelitian yang melakukan *event study* untuk meneliti pengaruh berbagai informasi, misalnya pengumuman pendapatan, berita ekonomi makro, dan berita politik, pada harga aset (Zach, 2003). Selain itu, metode *event study* sering digunakan untuk menilai dampak peristiwa pada nilai perusahaan yang didasarkan pada data harga saham (Jawed *et al.*, 2019).

Peristiwa non-ekonomi yaitu faktor politik atau geostrategis dapat berdampak pada nilai perusahaan (Jawed *et al.*, 2019). Selain itu, adanya peristiwa politik sering dikaitkan dengan pergerakan harga saham pasar suatu negara. Risiko politik merupakan risiko biasanya berasal dari kebijakan pemerintah yang berdampak pada profitabilitas perusahaan dan pasar modal (Ramesh & Rajumesh, 2015). Huber & Kirchler (2013) menjelaskan pemilihan presiden menjadi hal yang menarik karena presiden dan bagian eksekutif lainnya mempunyai kontrol yang kuat dan langsung pada pengeluaran anggaran dan penentuan prioritas politik. Prioritas politik yang terjadi bisa berkaitan dengan beberapa sektor misalnya sektor pertanian atau industri mencari perlindungan dari

persaingan asing, industri pertahanan yang mendapat keuntungan dari program persenjataan dan perang, atau adanya kepentingan kelompok khusus yang mencari hak istimewa.

Pham *et al.* (2018) menjelaskan bahwa ketidakpastian kebijakan yang mungkin bisa jadi kontradiktif dengan investor bisa menghasilkan dampak positif atau negatif pada setiap sektor ekonomi. Ketidakpastian kebijakan tersebut tidak hanya berkaitan dengan kebijakan ekonomi makro, moneter, dan fiskal (yang memengaruhi kondisi ekonomi makro dan pasar keuangan) tetapi juga kebijakan sektoral dan ekonomi mikro. Risiko ketidakpastian kebijakan tersebut dapat berdampak pada harga saham suatu negara. Penelitian Pástor & Veronesi (2012) menemukan bahwa penurunan harga saham akan menjadi sangat drastis ketidakpastian kebijakan pemerintah besar. Selain itu, pada hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa harga saham juga akan turun drastis jika pada awal perubahan kebijakan pemerintah ditandai dengan adanya penurunan ekonomi.

Chatziantoniou *et al.* (2013) menemukan hasil penelitian yang juga berkaitan dengan pengaruh kebijakan terhadap harga saham. Hasil pada penelitian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan fiskal dan moneter yang ditetapkan pemerintah berpengaruh terhadap harga saham. Adanya kebijakan yang berkaitan yaitu pengeluaran fiskal, suplai uang, dan suku bunga dapat berpengaruh terhadap pergerakan harga saham. Berdasarkan pada uraian sebelumnya dari Chatziantoniou *et al.* (2013), Pástor & Veronesi (2012) dan Pham *et al.* (2018) dapat disimpulkan bahwa terpilihnya presiden dan anggota eksekutif lainnya akan berpengaruh pada kebijakan di masa depan yang akhirnya dapat berdampak pada pergerakan harga saham di suatu negara.

Selanjutnya, pada sisi perusahaan, Civilize *et al.* (2015) berpendapat bahwa perusahaan yang mempunyai koneksi politik dengan partai terpilih akan mendapatkan manfaat yang menentukan nilai perusahaan, keberadaan, intensitas dan karakteristik perusahaan. Selanjutnya kondisi tersebut akan tercermin pada *return* saham emiten yang memiliki koneksi dengan partai yang menang. Kondisi tersebut menunjukkan koneksi politik berhubungan dengan manfaat ekonomi yang akan didapatkan perusahaan.

Pada beberapa penelitian yang melibatkan pengaruh peristiwa tertentu biasanya menggunakan *abnormal return* sebagai indikator (Santosa & Santoso, 2019). Penelitian Lin *et al.* (2016) menggunakan indikator *abnormal return* pada pengujian *return* saham selama pemilihan presiden Taiwan pada tahun 2008. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai relasi dengan calon presiden yang menang menunjukkan pengembalian *abnormal return* positif. Hal tersebut menunjukkan bahwa dalam menentukan pilihan investasi, investor memperhatikan pergerakan politik di negara tersebut.

Menurut Hatmanti & Sudiby (2017), definisi *abnormal return* merupakan indikator yang biasanya dipergunakan dalam mengukur reaksi pasar pada peristiwa. Jika suatu peristiwa tidak memiliki informasi yang relevan dengan saham, maka biasanya investor tidak akan bereaksi terhadap informasi tersebut sehingga tidak terdapat *abnormal return*. Nilai *abnormal return* diperoleh selisih *actual return* dan *expected return*.

Penelitian yang dilakukan oleh Huber & Kirchler (2013) menjelaskan bahwa perusahaan yang memberikan kontribusi besar pada kandidat presiden terpilih mempunyai *abnormal return* yang positif. Zhao *et al.* (2004) menjelaskan bahwa kandidat presiden terpilih dapat menentukan arah kebijakan suatu negara sering dapat mempengaruhi harga saham perusahaan yang berafiliasi terhadap

kandidat tersebut. Nurlita & Naomi (2019) yang meneliti pengaruh peristiwa politik terhadap volatilitas saham di Bursa Efek Indonesia menjelaskan bahwa pemilihan presiden pada tahun 2014 berpengaruh positif terhadap volatilitas saham-saham.

Shen *et al.* (2017) yang meneliti faktor-faktor politik terhadap *return* saham pada pemilihan presiden Taiwan tahun 2008 menemukan bahwa perusahaan yang berkoneksi pada pihak presiden yang menang dapat memperoleh abnormal *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan lainnya. Selain pemilihan presiden, peristiwa politik lain yang sudah pernah diteliti adalah tentang pergantian kabinet, Hatmanti & Sudiby (2017) menemukan bahwa peristiwa politik berupa pelantikan Kabinet Kerja hasil reshuffle jilid II berpengaruh positif dan signifikan terhadap abnormal *return* saham-saham yang terdapat pada LQ 45. Hal tersebut disebabkan keputusan Presiden Joko Widodo untuk mengganti menteri keuangan dalam Kabinet Kerja hasil reshuffle jilid II. Penelitian lainnya Zhao *et al.* (2004) menemukan bahwa *return* investasi yang terus-menerus lebih tinggi untuk saham yang ditemukan pada masa pemilihan jabatan presiden periode yang kedua. Hasil tersebut dapat dikaitkan dengan kebijakan fiskal dan administrasi yang meningkatkan likuiditas rumah tangga Amerika Serikat sebelum pemilihan.

Presiden Joko Widodo terpilih menjadi presiden RI selama 2 periode dengan kabinet kerja yang baru yaitu Indonesia Maju. Pada penelitian ini akan menguji pengaruh pelantikan kabinet kerja Indonesia Maju terhadap pergerakan harga saham yang masuk pada Indeks Saham Syariah (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Pada fenomena yang dijelaskan pada uraian sebelumnya, menyatakan bahwa kondisi *return* ISSI dan IHSG sebelum dan setelah pengumuman mengalami kenaikan, walaupun pada 2 hari setelah pengumuman, *return* tersebut mengalami penurunan drastis. Hal tersebut mengindikasikan terjadinya reaksi pasar terhadap pengumuman pembentukan kabinet menteri. Oleh karena itu, hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H1: Terdapat abnormal *return* sebelum dan sesudah pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju 2019-2024 pada saham ISSI.

H2: Terdapat abnormal *return* sebelum dan sesudah pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju 2019-2024 pada pasar (IHSG).

H3: Terdapat perbedaan *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju 2019-2024 pada saham ISSI.

H4: Terdapat perbedaan *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju 2019-2024 pada pasar (IHSG).

3. Data dan Metodologi

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data harga saham harian dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria tertentu. Kriteria sampel adalah saham-saham yang aktif diperdagangkan selama periode penelitian. Periode penelitian ini adalah bulan Oktober – November Tahun 2019. Data harga saham harian diperoleh dari website *yahoo finance*. Atas dasar itu, didapat sampel untuk portofolio IHSG sebanyak 257 saham sementara portofolio ISSI sejumlah 182 saham. Penentuan tanggal pengumuman menteri kabinet baru yaitu pada tanggal 23 Oktober 2019. Perhitungan abnormal *return* (AR) adalah sebagai berikut (Bash & Alsaifi, 2019; Dewi & Santosa, 2019).

Abnormal *return* yaitu sebagai perbedaan antara *return* aktual selama waktu peristiwa dan pengembalian yang diharapkan untuk periode ini (Obradović & Tomić, 2017). Persamaan berikut adalah perhitungan abnormal *return*.

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \tag{1}$$

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* saham i pada waktu ke-t

R_{it} = *Actual return* saham i pada waktu ke-t

\bar{R}_{it} = *Expected return* saham i pada waktu ke-t

R_{it} merupakan *return* harian saham yang diperoleh dari rumus berikut:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \tag{2}$$

dimana P_t merupakan harga pada waktu t dan P_{t-1} adalah harga pada waktu t – 1. \bar{R}_{it} adalah *expected return* yang diestimasi dengan model indeks tunggal sebagai berikut:

$$\bar{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} \tag{3}$$

R_{Mt} merupakan tingkat return indeks IHSG. Nilai α_i dan β_i diestimasi menggunakan regresi *ordinary least square* (OLS). Periode waktu estimasi adalah 72 hari perdagangan sebelum (t – 72) sampai 11 hari sebelum (t – 11) peristiwa atau dapat disimbolkan [-71, -11] sehingga *window event* sebelum dan sesudah masing-masing [-10, -1] dan [1, 20].

Pengujian adanya AR karena peristiwa pemilihan umum dan pengumuman menteri berdasarkan nilai *average abnormal return* (AAR) pada periode [-10, 20]. Rumus perhitungan AAR adalah sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \tag{4}$$

dimana n merupakan jumlah saham pada portofolio. Selanjutnya, signifikansi nilai AAR pada setiap periode diuji dengan pendekatan statistik parametrik *t-test*. Kelemahan t-test adalah asumsi normalitas sehingga perlu pengujian lebih lanjut dengan pendekatan statistik non-parametrik *bootstrapping*. Hipotesis pengujian AAR adalah $H_0 : AAR=0$. Jika H_0 ditolak maka terdapat abnormal *return*.

Untuk mengukur efek peristiwa pengumuman menteri, diperlukan indikator yang dapat menggambarkan reaksi portofolio secara keseluruhan. Indikator tersebut adalah *cumulative abnormal return* (CAR) dan *cumulative average abnormal return* (CAAR) dengan perhitungan sebagai berikut:

$$CAR_{i,(t1,t2)} = \sum_{t=1}^{t2} AR_{it} \tag{5}$$

Penentuan t1 dan t2 berdasarkan *window* peristiwa [-10,20]. CAR hanya mengukur reaksi satu saham, sedangkan untuk mengukur portofolio menggunakan CAAR sebagai berikut:

$$CAAR_{(t1,t2)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAR_{it} \quad (6)$$

Setelah nilai CAAR dihitung, selanjutnya dilakukan *plotting* data untuk mendeskripsikan pergerakan CAAR. Jika terdapat perubahan tren yang signifikan pada nilai CAAR dalam waktu sebelum dan/atau setelah peristiwa, maka portofolio ISSI dan IHSG bereaksi terhadap pengumuman menteri. Reaksi positif atau negatif ditentukan dari kecenderungan naik atau turun. Agar menghasilkan kesimpulan yang meyakinkan, perlu dilakukan uji beda rerata CAR sebelum dan sesudah peristiwa dengan *mean-comparison t-test* dan *Wilcoxon-Mann-Whitney test*. Mengacu penelitian sebelumnya, rentang waktu pengujian yakni: [-1, 1]; [-3, 3]; [-5, 5]; [-5, 5]; [-7, 7]; [-10, 10]; [-10, 11]; [-10, 13]; [10, 15]; dan [-10, 20] (Bash & Alsaifi, 2019; Khanal & Mishra, 2017). ISSI dan IHSG dikatakan bereaksi dengan pengumuman menteri jika perbedaan CAR sebelum dan sesudah peristiwa tersebut signifikan. Tingkat signifikansi ditentukan berdasarkan nilai *t-stat* dan *z-stat*. Selain itu, respon ISSI dan IHSG terhadap peristiwa tersebut ditentukan dari selisih CAR sebelum dan sesudah. Jika selisihnya negatif maka CAAR sesudah < CAAR sebelum sehingga portofolio bereaksi negatif terhadap peristiwa tersebut.

4. Hasil

Penelitian ini menggunakan *abnormal return* sebagai indikator reaksi investor sebelum dan setelah pembentukan kabinet Indonesia Maju. Menurut Shen *et al.* (2017) setelah pemilihan umum, perubahan kebijakan pemerintah bergantung pada presiden terpilih. Biasanya investor mengambil keputusan tentang investasinya berdasarkan dengan hasil pemilihan presiden. Oleh karena itu, pemilihan presiden dan kebijakannya akan memengaruhi harga saham.

Tabel 1 menunjukkan pengujian rata-rata *abnormal return* (AAR) selama 10 hari sebelum dan 20 hari sesudah pengumuman menteri. Adanya *abnormal return* dideteksi dengan nilai *t-test* AAR yang signifikan dengan H0: tidak terdapat *abnormal return*. Hasil menunjukkan bahwa nilai ARR negatif signifikan di sekitar tanggal pengumuman menteri yakni [t – 1] dan [t + 1] baik pada portofolio ISSI maupun IHSG. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pasar saham bereaksi negatif terhadap pengumuman menteri. Reaksi tersebut berlanjut di beberapa hari setelah peristiwa yakni pada (t + 5), (t + 7), (t + 9), dan (t + 11) pada portofolio ISSI dan portofolio IHSG.

Tabel 1 Pengujian *average abnormal return* (AAR) pada portofolio ISSI dan IHSG

Periode	ISSI			IHSG		
	AAR (%)	T-stat	Z-stat	AAR (%)	T-stat	Z-stat
t-10	0.370	1.92	1.93	0.452	2.81**	2.74**
t-9	0.050	0.25	0.25	0.024	0.16	0.16
t-8	0.146	0.68	0.78	0.057	0.33	0.30
t-7	-0.305	-1.86	-1.82	-0.176	-1.30	-1.20
t-6	-0.039	-0.25	-0.26	0.152	0.99	1.08
t-5	-0.151	-0.97	-1.14	-0.067	-0.49	-0.54
t-4	0.130	0.77	0.75	0.142	1.00	0.95
t-3	0.192	0.94	0.90	0.240	1.43	1.55

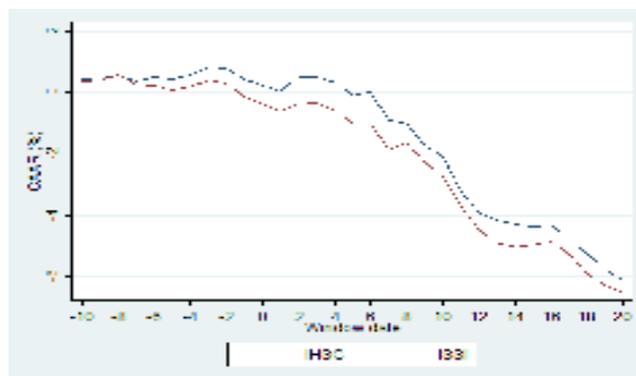
t-2	-0.107	-0.60	-0.58	-0.022	-0.15	-0.15
t-1	-0.405	-2.61**	-2.61**	-0.376	-2.62**	-2.78**
t+1	-0.457	-2.48**	-3.16***	-0.372	-2.35**	-2.25**
t+2	0.212	0.93	0.96	0.441	2.38**	2.33**
t+3	0.010	0.07	0.06	0.027	0.19	0.18
t+4	-0.228	-0.92	-0.94	-0.207	-1.10	-1.11
t+5	-0.423	-2.39**	-2.74**	-0.416	-2.94**	-3.24***
t+6	0.004	0.02	0.02	0.119	0.64	0.66
t+7	-0.869	-4.07***	-4.27***	-0.932	-5.22***	-4.74***
t+8	0.221	1.31	1.37	-0.084	-0.32	-0.31
t+9	-0.630	-3.02***	-2.89**	-0.745	-4.24***	-4.50***
t+10	-0.436	-1.18	-1.20	-0.313	-1.14	-1.06
t+11	-0.542	-2.78**	-3.03***	-1.154	-4.17***	-4.27***
t+12	0.150	0.75	0.81	-0.693	-3.2	-3.31
t+13	-0.189	-1.03	-1.08	-0.247	-1.41	-1.25
t+14	-0.939	-4.82***	-5.64***	-0.133	-0.54	-0.53
t+15	0.160	0.91	0.86	-0.079	-0.39	-0.36
t+16	-0.564	-3.08***	-3.51***	0.032	0.14	0.16
t+17	0.326	1.34	1.48	-0.489	-2.63**	-2.52**
t+18	-0.004	-0.02	-0.02	-0.422	-1.94	-1.99
t+19	-0.375	-1.83	-1.72	-0.533	-2.42**	-2.40**
t+20	0.157	0.79	0.78	-0.355	-1.94	-2.09

Tabel ini menampilkan *average abnormal return* (AAR) untuk portofolio ISSI dan IHSG pada periode 10 hari sebelum dan 20 hari sesudah pengumuman menteri. Keberadaan *abnormal return* diuji dengan $H_0 : AAR = 0$. Pengujian hipotesis menggunakan metode parametrik yakni *one-sample t-test* (T-test) dan non-parametrik dengan *bootstrapping* (Z-test).

** dan *** signifikan pada level 5% dan 1%

Sumber : Data diolah, 2020

Hasil empiris pada Tabel 1 diperkuat dengan tren *cumulative average abnormal return* (CAAR) yang cenderung turun secara drastis setelah pengumuman menteri pada Gambar 2. Pada gambar 2 menunjukkan bahwa pergerakan trend CAAR ISSI dan IHSG selama periode penelitian hampir sama. Beberapa hari sebelum pengumuman menteri pada kabinet baru tren *cumulative average abnormal return* (CAAR) IHSG dan ISSI sempat mengalami kenaikan. Setelah itu, pola pergerakan *trend* CAAR pada indeks ISSI dan IHSG menjadi menurun secara drastis yakni 4 sampai 20 hari setelah pengumuman menteri.



Gambar 2. Cumulative average abnormal return (CAAR) periode pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju pada portofolio IHSG dan ISSI

Kecenderungan perubahan pola CAAR akibat pengumuman menteri perlu diuji lebih lanjut dengan membandingkan CAAR sebelum dan sesudah peristiwa tersebut. Tabel 2 menunjukkan perbedaan CAAR mulai signifikan pada $[-7, 7]$ portofolio saham ISSI. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kabinet. Selain itu, perbedaan CAAR portofolio saham IHSG juga mulai signifikan pada $[-10, 10]$. Selanjutnya, CAAR setelah peristiwa lebih rendah dibanding sebelum peristiwa. Hasil tersebut konsisten baik menggunakan pengujian parametrik maupun non-parametrik. Dengan demikian portofolio ISSI dan IHSG merespon negatif terhadap peristiwa pengumuman menteri.

Pada tabel 2 rata-rata *cumulative average abnormal return* (CAAR) pada portofolio ISSI dan IHSG sebelum pengumuman menteri menunjukkan nilai yang positif kecuali t-1 pada ISSI. Setelah pengumuman menteri, nilai rata-rata *cumulative average abnormal return* (CAAR) ISSI menunjukkan nilai yang negatif dari t+1 sampai dengan t+20. Angka yang berbeda pada nilai CAAR portofolio IHSG setelah pengumuman yang menunjukkan nilai positif sampai dengan t+7, tetapi pada t+10 sampai dengan t+20 menunjukkan nilai yang negatif.

Tabel 2. Hasil uji beda rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman menteri portofolio ISSI dan IHSG

<i>Event window</i>	Sebelum	Setelah	Setelah- Sebelum	T-stat	Z-stat
Panel A : Uji beda rata-rata portofolio ISSI					
[-1, 1]	-0.120	-0.577	-0.457	-0.49	-0.51
[-3, 3]	0.186	-0.432	-0.618	-1.16	-0.65
[-5, 5]	0.166	-0.577	-0.743	-1.81	-0.77
[-7, 7]	0.187	-0.823	-1.010	-2.94**	-1.72
[-10, 10]	0.266	-1.241	-1.507	-5.05***	-3.16***
[-10, 11]	0.266	-1.464	-1.731	-5.76***	-3.53***
[-10, 13]	0.266	-1.958	-2.224	-7.30***	-4.40***
[-10, 15]	0.266	-2.364	-2.630	-8.56***	-5.09***
[-10, 20]	0.266	-3.213	-3.479	-11.59***	-6.84***
Panel B : Uji beda rata-rata portofolio IHSG					
[-1, 1]	0.427	0.055	-0.372	0.47	0.50
[-3, 3]	0.685	0.358	-0.327	0.72	0.26
[-5, 5]	0.616	0.258	-0.358	1.03	0.14
[-7, 7]	0.564	0.056	-0.507	1.73	0.61
[-10, 10]	0.541	-0.440	-0.981	3.82***	1.79
[-10, 11]	0.541	-0.692	-1.233	4.78***	2.34**
[-10, 13]	0.541	-1.205	-1.746	6.69***	3.38***
[-10, 15]	0.541	-1.620	-2.161	8.22***	4.11***
[-10, 20]	0.541	-2.529	-3.070	11.80***	5.96***

Tabel ini menyajikan hasil uji beda rata-rata *cumulative average abnormal return* antar *window event* sebelum dan sesudah pengumuman menteri pada portofolio ISSI dan IHSG. Uji beda menggunakan pendekatan parametrik dan non-parametrik yakni t-test dengan metode Satterthwaite–Welch dan Wilcoxon–Mann–Whitney.

** dan *** signifikan pada level 5% dan 1%

Sumber : Data diolah, 2020

5. Diskusi

Pada hasil penelitian ini menjelaskan bahwa terdapat nilai *abnormal return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman menteri pada portofolio saham syariah (ISSI) dan pasar

(IHSG). Hal tersebut menunjukkan H1 dan H2 pada penelitian ini terdukung. Nilai rata-rata abnormal *return* (AAR) terbukti negatif dan signifikan pada t-1 dan t+1 setelah pengumuman (Tabel 1). Hasil tersebut menunjukkan adanya abnormal *return* pada portofolio ISSI dan IHSG. Hasil berbeda jika dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatmanti & Sudibyo (2017) yang menjelaskan pada saat pelantikan pergantian kabinet kerja jilid II terbukti menghasilkan abnormal *return* positif pada saat pengumuman (t) dan t+5. Pada penelitian tersebut dijelaskan bahwa ada reaksi positif pada pergantian menteri keuangan yang mungkin diharapkan oleh pasar. Selain adanya abnormal *return* yang negatif, pembuktian lainnya dapat dilihat pada gambar 2. Pada gambar 2 menjelaskan grafik *cumulative average abnormal return* (CAAR) mengalami penurunan paling drastis yakni 4 sampai 20 hari setelah pengumuman menteri.

Pada uji beda rata-rata *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah pengumuman menteri pada portofolio ISSI menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dengan nilai selisih -1.010. Perbedaan tersebut berlanjut pada *event window* (-10, 20) yaitu sebesar -3.213. Hal yang sama juga terjadi pada uji beda rata-rata *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah pada portofolio IHSG menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan yang berawal pada 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman menteri dengan nilai selisih -0.981. Adanya perbedaan tersebut menunjukkan H3 dan H4 terdukung, walaupun pada periode waktu yang tidak berdekatan dengan pengumuman menteri.

Hasil penelitian ini secara keseluruhan menunjukkan adanya reaksi yang negatif dari investor saham baik syariah maupun secara keseluruhan terhadap pengumuman menteri. Reaksi negatif terhadap peristiwa politik juga terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh Pham *et al.* (2018). Penelitian tersebut menemukan bahwa bahwa peristiwa pemilu presiden Donald Trump menyebabkan sebagian besar sektor yang terkena dampak menunjukkan abnormal *return* yang negatif. Hal tersebut disebabkan terdapat kebijakan yang ditawarkan oleh Donald Trump yang tidak direspon positif oleh pasar. Reaksi negatif juga terjadi setelah pemilihan presiden Amerika Serikat pada tahun 2012 yang ditunjukkan dengan *return* saham yang negatif (Jawed *et al.*, 2019). Penelitian Lee, Yen, & Lee (2019) juga menunjukkan adanya reaksi negatif pada saham emiten yang tidak berelasi dengan partai presiden terpilih di Taiwan. Kondisi tersebut dikaitkan dengan pertimbangan investor pada konflik dan kerjasama perusahaan dengan kepala pemerintahan terpilih untuk membuat keputusan yang rasional. Ramesh & Rajumesh (2015) menjelaskan bahwa adanya respon negatif mendukung pasar efisiensi semi kuat pada teori Efisiensi Market Hipotesis (EMH) karena investor bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang berkaitan dengan peristiwa politik. Reaksi negatif mengindikasikan bahwa peristiwa politik tersebut berkaitan dengan informasi yang tidak menguntungkan tentang kinerja perusahaan di masa depan, misalnya kebijakan ekonomi pemerintah.

Presiden Joko Widodo terpilih untuk kedua kalinya pada pemilihan umum tahun 2019. Namun, wakil presiden yang dipilih berbeda dengan periode sebelumnya. Pada periode 2019-2024, wakil presiden yang terpilih adalah Ma'ruf Amin, sebelumnya adalah Jusuf Kalla. Pada kabinet Indonesia Maju ini, komposisi menteri banyak diganti dengan menteri baru yang berasal dari praktisi, akademisi dan politisi. Adanya hasil abnormal *return* pada sehari sebelum pengumuman mengindikasikan nama-nama kandidat yang sebelumnya telah dilaporkan oleh media mendapatkan

tanggapan negatif oleh investor baik syariah maupun secara keseluruhan pasar. Beberapa dari menteri terpilih ada yang menempati posisi yang tidak sesuai dengan latarbelakang professional dan pengalaman menteri tersebut, sehingga memungkinkan investor bingung terhadap kinerja kabinet Indonesia Maju di masa depan. Reaksi tersebut berlanjut sampai sehari setelah pengumuman.

Menurut Nurlita & Naomi (2019) tingkat kesadaran publik terhadap isu-isu politik baik dalam negeri maupun global sudah baik, sehingga investor bisa dengan cepat bereaksi terhadap informasi terkait peristiwa politik. Adanya reaksi tersebut dimungkinkan adanya kebingungan para investor terhadap menteri-menteri baru kabinet Indonesia Maju. Liew & Rowland (2016) berpendapat bahwa ketika sebelum atau sesudah pemilihan presiden biasanya investor akan memanfaatkan adanya *abnormal return* yang terjadi dalam waktu singkat. Namun investor perlu memperhatikan pengaruh variabel makroekonomi dan ketidakpastian politik terhadap pengembalian pasar saham selama pemilihan dalam menentukan strategi investasi. Shen *et al.* (2017) menjelaskan bahwa jika filosofi bisnis suatu perusahaan sesuai dengan kebijakan pemerintah, perusahaan ini dapat memperoleh hasil yang diinginkan. Sebaliknya, jika kebijakan tersebut tidak mendukung bisnis perusahaan, hal itu dapat merusak nilai perusahaan itu. Oleh karena itu, biasanya investor cenderung membeli saham perusahaan yang bisnisnya mendapat manfaat dari kebijakan tersebut.

6. Kesimpulan

Pada penelitian reaksi pasar, sering menggunakan peristiwa politik sebagai *event* penelitian. Hal tersebut disebabkan adanya peristiwa politik akan menentukan arah kebijakan pemerintahan yang berdampak pada kondisi ekonomi negara. Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh pengumuman menteri kabinet kerja Indonesia Maju 2019-2024 terhadap harga saham yang terdaftar pada Indeks Syariah (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hal tersebut menjadi menarik karena presiden yang terpilih adalah *incumbent* dan pada pembentukan kabinetnya melibatkan banyak menteri-menteri baru.

Sampel pada penelitian ini adalah saham-saham syariah dan seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Adapun teknik pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria tertentu yaitu saham-saham tersebut aktif diperdagangkan selama periode penelitian. Metode penelitian menggunakan *abnormal return* dan kemudian menentukan nilai *average abnormal return* (AAR). Untuk signifikansi nilai AAR pada setiap periode diuji dengan pendekatan statistik parametrik *t-test*. Selanjutnya, untuk mengukur efek peristiwa pengumuman menteri menggunakan *cumulative average abnormal return* (CAAR).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat nilai *abnormal return* negatif dan signifikan sebelum dan sesudah pengumuman menteri kabinet Indonesia Maju baik pada portofolio ISSI dan IHSG. Kondisi tersebut dilanjutkan dengan grafik CAAR yang semakin menurun setelah pengumuman menteri. Selain itu, terdapat perbedaan yang signifikan nilai CAAR sebelum dan sesudah pengumuman mulai $t(-7, 7)$ pada portofolio ISSI dan $t(-10,10)$ pada portofolio IHSG. Hal tersebut menunjukkan adanya reaksi negatif investor baik pada saham syariah maupun secara keseluruhan terhadap peristiwa pembentukan menteri baru kabinet Indonesia Maju. Implikasi pada penelitian ini adalah dapat digunakan oleh investor atau manajer investasi dalam menentukan strategi investasi dalam menghadapi peristiwa politik seperti pengumuman menteri. Pada penelitian

terdahulu menjelaskan bahwa perusahaan yang berkaitan dengan partai atau presiden yang memenangkan pemilu akan menghasilkan *return* yang lebih baik daripada yang tidak memiliki koneksi politik. Oleh karena itu, investor harus mempertimbangkan aspek politik, kebijakan dan makroekonomi ketika membuat keputusan untuk berinvestasi.

Keterbatasan dan Penelitian Berikutnya

Selain melihat pada kondisi abnormal *return*, penelitian sebelumnya yang melibatkan peristiwa politik juga melibatkan volatilitas saham. Keterbatasan pada penelitian ini adalah tidak meneliti lebih lanjut terhadap volatilitas harga saham selama periode tersebut. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya diharapkan mengkaji lebih detail pengaruh pembentukan menteri kabinet Indonesia Maju pada volatilitas harga saham. Selain itu, pada penelitian ini juga tidak meneliti lebih lanjut pengaruh kinerja kabinet Indonesia Maju terhadap kondisi ekonomi. Penelitian selanjutnya bisa melibatkan variabel makroekonomi dalam menjelaskan pengaruh peristiwa politik pembentukan kabinet menteri ini. Saran selanjutnya untuk penelitian selanjutnya adalah membandingkan pengaruh kabinet Indonesia Maju dengan kabinet kerja sebelumnya terhadap harga saham. Hal tersebut dikaitkan dengan masa jabatan Presiden Joko Widodo yang menjabat selama 2 periode. Hal tersebut menjadi hal yang menarik diteliti untuk mengetahui pengaruh pemilihan kabinet kerja terhadap harga saham di Indonesia. Selama periode kepemimpinan presiden yang berbeda.

Referensi

- Abbes, M. B., & Trichilli, Y. (2015). Islamic stock markets and potential diversification benefits. *Borsa Istanbul Review*, 15(2), 93–105. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.03.001>
- Bash, A., & Alsaifi, K. (2019). Fear from uncertainty: An event study of Khashoggi and stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 23, 54–58. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.05.004>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2019). *Dasar-Dasar Investasi*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Chatziantoniou, I., Duffy, D., & Filis, G. (2013). Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi-country evidence. *Economic Modelling*, 30(1), 754–769. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2012.10.005>
- Civilize, S., Wongchoti, U., & Young, M. (2015). Political Connection and Stock Returns: A Longitudinal Study. *Financial Review*, 50(1), 89–119. <https://doi.org/10.1111/fire.12061>
- Dewi, D. Y., & Santosa, P. W. (2019). Does the January effect anomaly still exist at Indonesia Stock Exchange? *The International Journal of Business Management and Technology*, 3(6), 283–292.
- Elad, F. L., & Bongbee, N. S. (2017). Event Study on the Reaction of Stock Returns to Acquisition News. *International Finance and Banking*, 4(1), 33–43. <https://doi.org/10.5296/ifb.v4i1.10409>
- Gärtner, M., & Wellershoff, K. W. (1995). Is there an election cycle in American stock returns? *International Review of Economics and Finance*, 4(4), 387–410. [https://doi.org/10.1016/1059-0560\(95\)90036-5](https://doi.org/10.1016/1059-0560(95)90036-5)
- Hatmanti, A., & Sudiby, B. (2017). Pengaruh Pelantikan Kabinet Kerja Hasil Reshuffle Jilid Ii Terhadap Harga Saham Lq-45. *Jurnal Economia*, 13(1), 1–13.

<https://doi.org/10.21831/economia.v13i1.11797>

- Huber, J., & Kirchler, M. (2013). Corporate campaign contributions and abnormal stock returns after presidential elections. *Public Choice*, 156(1–2), 285–307. <https://doi.org/10.1007/s11127-011-9898-4>
- Husnan, S. (2015). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* (5th ed.). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Khanal, A. R., & Mishra, A. K. (2017). Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period. *North American Journal of Economics and Finance*, 42(June 2009), 338–345. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.08.002>
- Lee, J. S., Yen, P. H., & Lee, L. C. (2019). Political connection and stock returns: Evidence from party alternation in Taiwan. *International Review of Economics and Finance*, 63, 128–137. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.08.015>
- Liew, V. K. Sen, & Rowland, R. (2016). The effect of Malaysia general election on stock market returns. *SpringerPlus*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40064-016-3648-5>
- Lin, C. Y., Ho, P. H., Shen, C. H., & Wang, Y. C. (2016). Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market. *International Review of Economics and Finance*, 42, 153–166. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2015.09.008>
- Markovitch, D. G., & Golder, P. N. (2008). Using stock prices to predict market events: Evidence on sales takeoff and long-term firm survival. *Marketing Science*, 27(4), 717–729. <https://doi.org/10.1287/mksc.1070.0325>
- Nurlita, V., & Naomi, P. (2019). Do Political Events Affect Stock Return Volatility On Indonesian Stock Exchange. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 22(1), 29–38. <https://doi.org/10.14414/jebav.v22i1.1215>
- Obradović, S., & Tomić, N. (2017). The sectoral effect of demonetization on the economy: Evidence from early reaction of the Indian stock markets. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 112–124. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1595992>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Pham, H. N. A., Ramiah, V., Moosa, N., Huynh, T., & Pham, N. (2018). The financial effects of Trumpism. *Economic Modelling*, 74(January), 264–274. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.05.020>
- Ramesh, S., & Rajumesh, S. (2015). Stock Market Reaction to Political Events A Study of Listed Companies in Colombo Stock Exchange of Sri Lanka. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 6(3), 131–139. <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.5005.1682>
- Santosa, P. W., & Santoso, P. W. (2019). Does Exchange Rate Volatility cause Overreaction in the Capital Market? Evidence from Indonesia. *International Journal of Finance and Accounting*, 8(3), 80–87. <https://doi.org/10.5923/j.ijfa.20190803.02>
- Shen, C. H., Bui, D. G., & Lin, C. Y. (2017). Do political factors affect stock returns during presidential elections? *Journal of International Money and Finance*, 77, 180–198.

<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.07.019>

Sorescu, A., Warren, N. L., & Ertekin, L. (2017). Event study methodology in the marketing literature: an overview. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(2), 186–207. <https://doi.org/10.1007/s11747-017-0516-y>

Trisnawati, F. (2011). Pengaruh Peristiwa Politik terhadap Perubahan Harga Saham. *Pekbis Jurnal*, 3, 528–535.

Zach, T. (2003). Political Events and the Stock Market: Evidence from Israel. *Internasional Journal of Business*, 8(3), 243–266. <https://doi.org/10.2139/ssrn.420242>

Zhao, X., Liano, K., & Hardin, W. G. (2004). Presidential election cycles and the turn-of-the-month effect. *Social Science Quarterly*, 85(4), 958–973. <https://doi.org/10.1111/j.0038-4941.2004.00253.x>