



Dampak *Trade War* Amerika Serikat VS China terhadap Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia

Nor Hadi¹, Aminatul Malikhah², Atieq Amjadallah Alfie³

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak dari peristiwa trade war Amerika Serikat VS China terhadap kinerja saham syariah yang tergabung dalam JII periode tahun 2018 dengan melihat reaksi pasar menggunakan 3 proksi pengukuran yaitu abnormal return, trading volume activity dan bid-ask spread. Data penelitian menggunakan data sekunder yang diambil dari www.idx.co.id. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang masuk dalam indeks JII, dengan teknik dokumentasi untuk pengambilan data. Analisis data menggunakan uji wilcoxon signed rank. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) tidak terdapat perbedaan signifikan average abnormal return (AAR) sebelum dan sesudah trade war pada indeks JII; (2) terdapat perbedaan signifikan average trading volume activity (ATVA) sebelum dan sesudah trade war pada indeks JII; (3) tidak terdapat perbedaan signifikan bid-ask spread (BAS) sebelum dan sesudah trade war pada indeks JII.

Kata Kunci: *Trade War; Studi Peristiwa; Average Abnormal Return; Average Trading Volume Activity dan Bid-Ask Spread.*

Abstract

This study aims to determine the impact of the United States VS China trade war events on the performance of islamic stocks on shares incorporated in the index JII 2018 period by looking at the market reaction using 3 measurement proxies namely abnormal returns, trading volume activity and bid-ask spread . This research uses a quantitative approach with secondary data taken from www.idx.co.id. The

¹Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Kudus

²Universitas Wahid Hasyim, Semarang

³Universitas Wahid Hasyim, Semarang

e-mail: nh_oke@yahoo.co.id



population in this study is all shares included in the JII index. Data collection techniques in the study used documentation. While the data analysis technique uses the Wilcoxon signed rank test. The results of this study indicate that (1) there is no significant difference in average abnormal return (AAR) before and after trade war on the JII index; (2) there is a significant difference in average trading volume activity (ATVA) before and after the trade war on the JII index; (3) there is no significant difference in bid-ask spread (BAS) before and after the trade war on the JII index.

Keywords: Trade War; Event Studies; Average Abnormal Return; Average Trading Volume Activity and Bid-Ask Spread.

PENDAHULUAN

Perang dagang antara dua raksasa ekonomi dunia yaitu Amerika Serikat dan China adalah *case* serius perekonomian dunia, dan menjadi perdebatan hampir seluruh negara. Dampak yang dimunculkan bukan hanya di pasar komoditas, melainkan juga di pasar uang. Perang dagang dua raksasa ekonomi dunia tersebut bermula pada awal tahun 2018 dan terus berlanjut di tahun 2019 hingga sekarang. Tidak hanya saling ancam, kedua negara saling menetapkan tarif bea masuk untuk ekspor impor antar negara (Kompas.com, 2019).

Kebijakan Amerika Serikat dengan meningkatkan restriksi impor untuk menekan defisit perdagangan dengan China banyak memancing reaksi negara-negara yang memiliki hubungan dagang. Defisit perdagangan Amerika Serikat dengan China meningkat dari USD 371,8 miliar pada 2016 menjadi US\$ 395,8 miliar pada 2017. Pemerintahan Presiden Donald Trump mengenakan tarif impor sebesar US \$ 50-US \$ 60 miliar untuk sejumlah produk China yang masuk ke Amerika dalam upaya memperbaiki perekonomian dalam negeri dan mengurangi defisit neraca perdagangan kedua negara. Presiden Trump mengumumkan menaikkan tarif impor hingga 15% untuk baja dan 10% untuk aluminium. Selain pengenaan tarif impor, Amerika Serikat juga berencana untuk membatasi investasi dan mengambil tindakan untuk China di Organisasi Perdagangan Dunia (WTO) karena menganggap negara tersebut bersikap tidak adil dalam perdagangan bilateral (Gerald.S, & Vera.E.T., 2006).

Melihat kebijakan yang diambil oleh Amerika, pemerintah China juga melakukan rekonstruksi kebijakan ekonomi luar negeri, yaitu dengan menaikkan



tarif impor hingga 25% terhadap produk impor Amerika Serikat dan membawa masalah tersebut ke WTO. China menaikkan bea masuk produk asal Amerika senilai US \$ 60 miliar. Bahkan, China juga menambahkan tarif impor terhadap 128 produk Amerika Serikat senilai USD 3 miliar dengan rincian 120 produk Amerika Serikat terkena ekstra tarif 15%, dan 8 produk Amerika Serikat terkena ekstra tarif 25% (Kompas, 2019).

Mencermati kejadian non fundamental tersebut terdapat kondisi sangat menarik, yaitu perang dagang membawa cerita baru dalam industri keuangan, baik pasar uang maupun pasar modal. Perang dagang memiliki sensitivitas berbeda di lantai bursa, terutama bursa di Amerika dan China. Lantas, bagaimana dengan pasar bursa di negara-negara lain yang memiliki hubungan dagang dengan kedua negara tersebut.

Fakta dilapangan menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan negara berkembang semakin diminati oleh broker raksasa asal Amerika Serikat (AS) seiring dengan menguatnya sinyal perang dagang yang diinisiasi oleh Presiden Donald Trump (Arysa Aditya, 2108). Pasalnya, terdapat potensi harga saham-saham di Amerika Serikat dan negara-negara maju cenderung menurun karena pendapatan menurun. Berdasarkan riset Reuters (2018) menunjukkan bahwa secara umum *fund manager* Amerika Serikat mulai mengurangi saham-saham perusahaan domestik dalam portofolio mereka. Selain perang dagang, potensi kenaikan suku bunga acuan Bank Sentral Amerika Serikat atau *The Federal Reserve (Fed Fund Rate)* juga mengurangi daya tarik saham domestik. Artinya, terdapat reaksi signifikan atas kebijakan perang dagang Amerika-China, yang selanjutnya pelaku pasar modal dan pasar uang bertindak untuk berhati-hati dan mengantisipasi potensi terjadinya resiko.

Dampak perang dagang bukan hanya dirasakan di lantai bursa di Amerika, psikologis pasar juga terbentuk di beberapa negara berkembang termasuk di Indonesia. Perang dagang Amerika-China direspon secara beragam dan mengoreksi perilaku pasar secara positif dan negatif. Otoritas Jasa Keuangan (2018) mencatat bahwa pasar keuangan global menguat selama Oktober hingga pertengahan November 2018, terutama pada negara-negara *emerging markets*. Perkembangan global tersebut diiringi kinerja emiten di kuartal III yang terus membaik, memberikan sentimen positif terhadap pasar keuangan domestik.

Pada November 2018, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menguat 3 persen dan disertai dengan penurunan volatilitas. Penguatan IHSG itu didorong oleh sektor keuangan, industri dasar, dan properti.

Penelitian terkait dampak kejadian non finansial dilakukan Amity, Mary, Stephen, & David. W., (2019); Bown, Chad P. (2018); Bown, Chad P. & Melina Kolb (2018); Ha, Jiming, & Adam S. Posen (2018); Ghanem, Davy dan David Rosvall (2014) menunjukkan bahwa *trade war*, peristiwa politik, peristiwa sosial massal mempengaruhi perilaku investor. Bentuk respon investor ditunjukkan dengan *volume trading* maupun *abnormal return*. Hutami & Ardiyanto (2015); Pratama, dkk. (2015) Lamasigi, dkk. (2002) menunjukkan pergantian presiden sebagai *political event* ternyata mengoreksi *bid ask spread* serta *volume trading*, dan *abnormal return* saham.

Fakta serta hasil penelitian tersebut diatas mengindikasikan bahwa lingkungan baik berupa *trade war*, *political event*, maupun kejadian-kejadian penting lainnya merupakan informasi yang sangat diperhatikan investor. Kejadian-kejadian tersebut mengandung informasi dan risiko sehingga investor secara psikologis terpengaruh dan memunculkan perilaku baru. Implikasi psikologis tersebut menentukan investor ketika melakukan *decision* dalam *buying, selling, wait and see*, dan sejenisnya. Perilaku tersebut ditunjukkan dengan volatilitas *market price, volatilitas return, abnormal return, volume trading, bid-ask spread*, serta kinerja lainnya (Mian Sajid Nazir, Hassan Younus, Ahmad Kaleem & Zeshan Anwar, 2014; Aktas, H. and Oncu, S., 2006; Bailey, B.A., Heck, J.L. and Wikens, K.A., 2005; Beaulieu, M.C., Cosset, J.C. and Essaddam, N., 2006; Bechtel, M.M., 2009; Chiu, C.L., Chen, C.D. and Tang, W.W., 2005; Do, Q.A., Lee, Y.T. and Nguyen, B.D., 2013; Feils, D.A., 2000; Ferguson, N., 2006).

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji secara empiris peristiwa (*event study*) dalam hal ini *trade war* antara Amerika Serikat dengan China yang merupakan kejadian kelas internasional terhadap kinerja pasar saham, baik saham konvensional maupun saham syariah di Indonesia. Bentuk reaksi pasar ditunjukkan dengan kinerja *abnormal return, trading volume activity* dan *bid-ask spread* antara sebelum peristiwa dan sesudah terjadinya peristiwa *trade war* (perang dagang) antara Amerika Serikat VS China pada tanggal 8 Maret 2018.



KAJIAN LITERATUR

Efficiency Market Hypothesis & Event Studies

Teori *efficiency market* pertama kali ditemukan oleh Bachelier pada tahun 1900, lewat riset yang dimaksudkan untuk melihat apakah harga saham berfluktuasi secara acak atau tidak. Pada tahun 1905 Pearson memperkenalkan pola *random-walk*, yang dikenal dengan konsep *drunkardwalk*. Akan tetapi, konsep *drunkardwalk* milik Pearson tersebut diabaikan dan tidak ada studi lebih lanjut. Pada tahun 1953, Kendall pertama kalinya menggunakan dan memperkenalkan istilah *random-walk* dalam literatur keuangan (Yalcin, 2010). Fama kemudian membahas beberapa bukti empiris yang mendukung teori *random-walk* dalam disertasi doktornya dan memelopori munculnya teori EMH (*Efficiency Market Hypotesis*) pada tahun 1970.

Esensi efisiensi pasar (*efficiency market*) menjelaskan hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi yang beredar. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi mampu memperoleh *abnormal return* setelah disesuaikan dengan risiko menggunakan strategi perdagangan yang ada. *Efficiency market* mengisyaratkan bahwa terdapat proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru sebagai respons atas informasi baru yang masuk ke pasar.

Fama (1970) mengemukakan bahwa dalam suatu pasar yang efisien, harga akan mencerminkan sepenuhnya informasi yang tersedia dan sebagai implikasinya harga akan bereaksi dengan seketika tanpa adanya bias terhadap informasi baru. Beaver (1989) mengemukakan bahwa *market efficiency* sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas saham dengan ketersediaan informasi.

Fama (1970) dalam Jogiyanto (2010) mengklasifikasikan *Efficient Market Hypothesis* (EMH), ke dalam:

1. Pasar Efisien Bentuk Lemah (*Weak Efficient Market Hypothesis*), merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lampau, misalnya informasi harga atau return saham dan jumlah perdagangan saham tersebut di masa lalu. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

2. Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat, merupakan pasar yang harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang ada di masa lalu (historis) maupun semua informasi yang dipublikasikan saat ini. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada satu investor pun yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.
3. Pasar Efisiensi Bentuk Kuat, merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi (*fully reflect*), baik itu informasi dari masa lalu, informasi yang dipublikasikan saat ini, maupun informasi *privat*. Jika pasar efisien dalam bentuk kuat, maka tidak ada satu investor pun yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi *privat*.

Pada 1991, Fama menyempurnakan klasifikasi ketiga bentuk pasar efisien tersebut menjadi sebagai berikut: (1) efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas return (*return predictability*). (2) efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi *event studies* (3) pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat disebut sebagai pengujian *private information (test of private information)*.

Khusus pasar *semi strong*, dimana harga sekuritas mencerminkan informasi historis maupun informasi yang dipublikasikan saat ini, termasuk didalamnya adalah kejadian-kejadian yang terpublikasikan sekarang ini menjadi penting untuk diuji terutama informasi terkait kejadian-kejadian penting yang mempengaruhi perilaku massa dan perilaku investor. *Event study* relevan untuk menjelaskan pasar bentuk *semi strong* ini.

Event study awalnya diperkenalkan oleh Dolley (1930), meneliti mengenai pengaruh dari peristiwa *stock split* terhadap kekayaan pemegang saham. Penelitian ini kemudian menjadi *cikal bakal* dari penelitian *event study* hingga sekarang. Merujuk pada penelitian yang dilakukan Dolley (1930), penelitian *event study* kemudian disempurnakan oleh Myers dan Bakay (1948), Barker (1956), Ashley (1962) dan Fama, et al. (1969) hingga memunculkan metodologi *event study* seperti sekarang.



Event study (studi peristiwa) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman (Jogiyanto, 2014). Menurut Pratama (2013) *event study* menganalisis reaksi pasar atas peristiwa terjadi maupun beberapa saat setelah peristiwa itu terjadi. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal retur* (Apsari & Yasa, 2017).

Pengembangan Hipotesis

Pasar efisien bentuk *semi strong* menjelaskan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi historis dan informasi dipublikasikan termasuk informasi kejadian non fundamental. *Event study* adalah metodologi yang sering digunakan untuk menguji *eficiency market*, sebagaimana dilakukan oleh Fama (1990). *Event study* menguji apakah kejadian-kejadian material yang berdampak secara luas mempengaruhi reaksi baik dipasar komoditas maupun pasar keuangan. *Case* perang dagang yang terjadi antara Amerika Serikat dan China yang berlangsung sejak 2016 hingga 2018 berawal dari terpilihnya *Donald Trump* sebagai presiden terbaru AS dan mengeluarkan kebijakan tarif terhadap baja sebesar 25% dan aluminium sebesar 10% pada 8 Maret 2018 adalah kejadian material yang dapat mempengaruhi ekonomi makro negara-negara di dunia (www.CNBCIndonesia, 2019).

Peristiwa politik, keamanan, sosial keagamaan dan ekonomi adalah peristiwa penting yang diperhitungkan investor, seperti yang terjadi belakangan ini (*trade war* China Amerika). Peristiwa tersebut menjadi perhatian dan pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi di pasar modal. Peristiwa tersebut berpengaruh terhadap *trading volume*. *Trading volume* merupakan situasi yang mencerminkan volatilitas penawaran dan permintaan saham (Hadi. Nor, 2018). Disitu, menjadi parameter pergerakan *capital flow* dan menjadi parameter ekonomi makro.

Trade war juga rentan memunculkan volatilitas *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* harapan dan *return* aktual yang lebih

dari biasanya (Hadi. Nor, 2018). Dalam pasar *semi strong*, hal itu berpotensi memunculkann *abnormal return* karena dalam *semi strong market* masih ada potensi adanya informasi dari *event* tertentu yang mempengaruhi volatilitas harga sekarang dan masa datang. Oleh karena itu, *event studies* berkembang dimana secara metodologi semakin menunjukkan identitasnya.

Liwe, *et al.* (2018) menguji peristiwa menguatnya kurs dolar Amerika Serikat pada Agustus 2015 terhadap kinerja pasar menunjukkan terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah periode peristiwa. Sirait dkk (2012) menunjukkan bahwa peristiwa pergantian Sri Mulyani sebagai menteri keuangan pada tahun 2010 bereaksi terhadap pasar yaitu terdapat perbedaan *average abnormal return* (AAR) sebelum, pada saat dan sesudah peristiwa pengumuman pergantian menteri keuangan. Lamasigi dkk (2002) menunjukkan bahwa *event study* pergantian presiden RI tanggal 23 Juli 2001 pada saham LQ 45 menyebutkan bahwa terdapat respon positif *abnormal return* sebelum dan sesudah *event*. Penelitian tersebut memberikan bukti empiris bahwa kejadian (*event*) material yang memiliki dampak psikologis, sosialologis, politis, keamanan, serta sosial keagamaan ternyata direspon oleh investor.

Penelitian lain yang juga menguji *event study* dalam kaitannya dengan kinerja pasar dilakukan oleh Safira dan Simon (2016) menunjukkan bahwa terdapat respon kuat *event study* pada *abnormal return*, *trading volume*, *trading frequency*, dan *bid-ask spread* sebelum dan sesudah *share split* pada perusahaan BEI periode 2008-2015. Treisy (2002) dan Nurita (2014) memberikan kesimpulan yang hampir sama bahwa pasar bereaksi positif yaitu *average abnormal return* (AAR) atas kejadian *event study*. Chen and Siems (2004) menunjukkan bahwa gerakan penyerangan teroris di Irak dan beberapa negara ternyata direspon negatif oleh investor. Begitu juga hasil penelitian Berrebi and Klor (2005) menunjukkan bahwa serangan oleh Israil di Palestina ternyata direspon oleh investor sehingga mempengaruhi kinerja *abnormal return*.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kejadian (*event*) besar baik berskala nasional maupun internasional direspon oleh investor, sehingga mempengaruhi kinerja pasar. Atas dasar logika tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:



Ha1: Terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa *trade war*.

Ha2: Terdapat perbedaan *average trading volume activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa *trade war*.

Selain pengaruh pada *abnormal return* dan *trading volume activity*, *trade war* sebagai bentuk *event study* juga berpengaruh terhadap *bid-ask spread*. *Bid-ask spread* merupakan salah satu bentuk pengukur likuiditas saham. *Bid price* adalah harga tertinggi yang berani dibayar seorang pembeli suatu saham yang ditawarkan oleh penjual (MacKinlay, A. C. 1997; Lenain, P., M. Bonturi, and V. Koen, 2002). Sedangkan *ask price* atau yang juga disebut dengan *offer price* adalah harga terendah yang ditawarkan oleh penjual kepada pembeli (Brown, J., J. D. Cummins, C. Lewis, and R. Wei. 2004). *Bid-ask spread* merupakan selisih perbedaan antara *bid price* dengan *ask price* (Widiatmoko & Paramita, 2017; Horner et al, 1997; Bhattacharya dan Dittmar, 2001). *Bid-ask spread* tercermin dalam kepercayaan investor terhadap pasar (Hastuti dalam Ninna Daniati, 2006). Volatilitasnya tergantung tingkat penawaran dan permintaan investor di lantai bursa. Oleh karena itu, *trade war* menentukan tingkat volatilitas *bis-ask spread*.

Penelitian tentang peran *event study* terhadap *bis-ask spread* dilakukan oleh Purbaya, Yougie. (2012) menunjukkan bahwa terdapat reaksi positif terhadap likuiditas saham saat *stock split*. Hasil penelitian Copeland dan Gallai (1983), Conroy et al. (1990), dan Sutrisno dkk (2000), Dennis (2003) menunjukkan bahwa terjadi peningkatan yang signifikan terhadap persentase *bid-ask spread* setelah *stock split*. Farinha et al. (2006), Aduda dan Caroline (2010) serta Griffin (2010) menguji *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman *stock split*, dimana hasilnya menunjukkan terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Atas dasar logika tersebut, hipotesis dirumuskan:

Ha3: Terdapat perbedaan *bid-ask spread* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa *trade war*.

METODE PENELITIAN

Data, Teknik Sampling dan Teknik Pengambilan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder yaitu data yang diterbitkan lewat website Bursa Efek Indonesia (BEI) (www.idx.co.id), Otoritas Jasa Keuangan (OJK) (www.ojk.go.id), *yahoofinance* (www.finance.yahoo.com) dan Investing (www.investing.com), berupa harga saham harian perusahaan yang diambil 8 hari sebelum peristiwa, 1 hari saat terjadi peristiwa, dan 11 hari setelah peristiwa. Teknik yang digunakan dalam pengambilan sampel ini adalah teknik *purposive sampling*.

Variabel Operasional

1. *Abnormal Return*

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (Hartono, 2014). *Return* normal merupakan *return* ekspektasian, sehingga *abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian. Adapun formulasinya, sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Dimana:

$RTN_{i,t}$: *return* taknormal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$: *return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E[R_{i,t}]$: *return* ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Return realisasian adalah selisih harga saham periode sekarang dengan harga saham sebelumnya dibagi dengan harga saham periode sebelum ke-t. Adapun untuk menghitung *return* realisasian adalah (Hartono, 2014).



$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

$R_{i,t}$: *Return* realisasian ke i pada periode t.

$P_{i,t}$: Harga saham ke i periode ke t.

$P_{i,t-1}$: Harga saham ke i periode t-1.

Return ekspektasi adalah *return* yang diharapkan investor. Adapun untuk menghitung *return* ekspektasi dapat digunakan tiga model pengukuran yaitu *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*. Adapun untuk menghitung *return* ekspektasi dengan menggunakan *market adjusted model* adalah sebagai berikut (Hartono, 2014):

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Dimana:

$E[R_{i,t}]$: *return* ekspektasian sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{M,t}$: *return* indeks pasar yang terjadi pada periode ke t.

Menghitung *return* indeks pasar, dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_{M,t} = \frac{IHSG/JII_t - IHSG/JII_{t-1}}{IHSG/JII_{t-1}}$$

Dimana:

$R_{M,t}$: *return* indeks pasar yang terjadi pada periode ke t.

$IHSG/JII_t$: indeks harga saham yang terjadi pada peristiwa ket.

$IHSG/JII_{t-1}$: indeks harga saham yang terjadi pada peristiwa ke t-1.

Menurut Hartono (2014) pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *return* tak normal seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Rata-rata *return* taknormal (*average abnormal return*) untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika sebagai berikut:

$$RRTN_t = \frac{RTN_{i,t}}{k}$$

Dimana:

$RRTN_t$: rata-rata *return* taknormal (*average abnormal return*) pada hari ke-t.

$RTN_{i,t}$: *return* taknormal (*abnormal return*) untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t.

K : jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

2. *Trading Volume Activity (TVA)*

Perhitungan *trading volume activity* dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar dalam kurun waktu yang sama (Purba & Handayani, 2017).

$$TVA_{i,t} = \frac{\Sigma \text{ saham } i \text{ yang diperdagangkan pada periode } t}{\Sigma \text{ saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Dimana:

$TVA_{i,t}$: volume perdagangan saham i pada periode t.

Pengukuran untuk menghitung rata-rata *trading volume activity* dapat dirumuskan sebagai berikut:



$$ATVA = \frac{TVA_{i,t}}{n}$$

Dimana:

ATVA : rata-rata volume perdagangan saham (*average trading volume activity*).

TVA_{i,t} : volume perdagangan saham i periode ke t.

N : jumlah sekuritas

3. *Bid-Ask Spread*

Bid ask spread atau *spread* merupakan selisih antara harga *ask price* atau harga jual terendah yang ditawarkan kepada calon investor dengan *bid price* yaitu harga beli paling tinggi yang diajukan oleh investor yang ingin membeli saham. Pengukuran *bid-ask spread* ini dapat dilakukan dengan menggunakan rata-rata *bid-ask spread* harian, dengan rumus (Munawaroh, 2019):

$$Bid-Ask Spread = \frac{Ask_{i,t} - Bid_{i,t}}{(Ask_{i,t} + Bid_{i,t})/2}$$

Dimana:

Bid-Ask Spread : Nilai selisih harga minat jual dan harga minat beli saham.

Bid_{i,t} : Harga minat beli saham i pada penutupan periode t.

Ask_{i,t} : Harga minat jual saham i pada penutupan periode t.

Teknik Analisis Data

1. Uji-T Dua Sampel Bebas (*Independent Sample T-Test*)

Menurut Sugiyono (2018) uji-t dua sampel bebas digunakan untuk membandingkan selisih dua rata-rata hitung dari dua sampel independen dengan asumsi data berdistribusi normal.

2. Uji Wilcoxon Signed Rank

Uji *Wilcoxon Signed Rank* digunakan untuk melihat perbedaan rata-rata nilai antara sebelum dan sesudah terjadi suatu perlakuan. Uji *Wilcoxon Signed Rank* dalam penelitian ini digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan *average abnormal return*, ATVA dan *bid-ask spread* sebelum dan sesudah peristiwa *trade war*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data

Penelitian ini dimaksudkan untuk melihat respon investor atas *trade war* antara China dan Amerika yang direpresentasikan pada kinerja pasar, yaitu: AAR (*average abnormal return*), ATVA (*average trading volume activity*), dan BAS (*bid-ask spread*). Adapun deskripsi data tersebut dijelaskan dalam tabel 1 berikut ini:

Tabel 1
Deskriptif Data AAR, ATVA, BAS
atas Peristiwa Trade War

Kondisi	Descriptive Statistics				
	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
AAR_Sebelum_TW	30	-.101	.015	-.00438	.019681
AAR_Sesudah_TW	30	-.006	.011	.00081	.004304
ATVA_Sebelum_TW	30	.000	.007	.00190	.001593
ATVA_Sesudah_TW	30	.000	.006	.00154	.001204
BAS_Sebelum_TW	30	.001	.009	.00458	.001954
BAS_Sesudah_TW	30	.003	.008	.00481	.001537
Valid N (listwise)	30				

Sumber: AAR, ATVA & BAS Diolah

Tabel 1 tersebut menunjukkan bahwa nilai minimum untuk AAR **sebelum** peristiwa *trade war* sebesar -0,101. Sementara, nilai maksimumnya adalah 0,015 dan nilai rata-rata atau *mean* sebesar -0,00438. Nilai minimum AAR **sesudah** peristiwa *trade war* adalah -0,006, sementara nilai maksimumnya sebesar 0,011 dan nilai rata-ratanya sebesar 0,00081.



Data ATVA **sebelum** *trade war* minimum 0,000, sementara nilai maksimumnya sebesar 0,007 dan nilai rata-ratanya sebesar 0,00190. Nilai ATVA sesudah *trade war* 0000, sementara nilai maksimum **setelah** *trade war* 0,006 dan nilai rata-ratanya sebesar 0,00154.

Nilai BAS **sebelum** peristiwa *trade war* sebesar 0,001, sementara nilai maksimumnya sebesar 0,009 dan nilai rata-ratanya sebesar 0,00458. **Setelah** *trade war*, nilai BAS minimum 0,003, sementara nilai maksimum sebesar 0,008, dengan nilai rata-rata sebesar 0,00481. Masing-masing nilai range, baik AAR, ATVA, maupun BAS cukup tinggi. Nilai tersebut menunjukkan indikasi adanya potensi respons investor atas kejadian *trade war*. Masing-masing kinerja pasar tersebut memiliki range perbedaan antara sebelum dengan sesudah *trade war*.

Hasil Uji Hipotesis dan Pembahasan

1. Perbedaan *Average Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Peristiwa *Trade War*

Event study merupakan salah satu metodologi pengujian *efficiency market*, terutama pasar bentuk *semi strong*. Disitu, membuktikan bahwa bukan hanya faktor *financial* yang menjadi pertimbangan investor ketika mengambil keputusan. Namun, sebagai pihak yang rasional, faktor diluar keuangan juga harus diperhatikan guna menekan munculnya risiko, seperti: kejadian mikro, makro, politik, keamanan, sosial keagamaan, dalam peristiwa lain material mengganggu ekonomi dan bisnis.

Penelitian ini menguji faktor ekonomi internasional, yaitu *trade war* antara Cina dan Amerika. Berdasarkan hasil uji *wilcoxon signed rank* untuk membuktikan secara empiris dampak peristiwa *trade war* terhadap kinerja *abnormal return* (AAR) pada saham yang tergabung dalam JII indeks, sebagaimana dalam tabel 2, berikut ini:

Tabel 2
Hasil Uji Rank Wilcoxon Signed Rank pada AAR dampak Trade War

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
AAR_Sesudah_TW - AAR_Sebelum_TW	Negative Ranks	13 ^a	15.62	203.00
	Positive Ranks	17 ^b	15.41	262.00
	Ties	0 ^c		
	Total	30		

Sumber: Average Abnormal Return Diolah

Tabel tersebut menunjukkan bahwa peristiwa *trade war* direspon secara variasi oleh investor di lantai bursa. Hal itu ditunjukkan dengan kinerja *average abnormal return* yang memiliki rata-rata positif. Kinerja *abnormal return* menunjukkan kenaikan **setelah** adanya peristiwa *trade war*. Tabel tersebut juga menunjukkan bahwa jumlah nilai negatif *average abnormal return* sebesar 13, sedang nilai positif sebanyak 17 nilai *average abnormal return* (AAR) sesudah *trade war* memiliki nilai *mean rank* sebesar 15,62 lebih tinggi dibandingkan dengan nilai *mean rank* *average abnormal return* (AAR) **sebelum** *trade war* yang hanya 15,41. Disamping itu, nilai *sum of ranks* AAR sebelum peristiwa sebesar 262,00 lebih tinggi dari AAR sesudah peristiwa *trade war* sebesar 203,00. Artinya, nilai AAR sebelum dan sesudah *trade war* secara kuantitatif menunjukkan perbedaan. Namun belum diketahui secara statistik menunjukkan adanya dampak signifikan atau tidak.

Hasil uji signifikansi perbedaan dampak *trade war* dilakukan dengan uji beda wilcoxon atas *average abnormal return*, sebagaimana dijelaskan dalam tabel 3 berikut ini:

Tabel 3
Hasil Uji Rank Wilcoxon Signed Rank Signifikansi Perbedaan AAR atas Peristiwa Trade War

Test Statistics ^b	
	AAR_Sesudah_TW- AAR_Sebelum_TW
Z	-.607 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.544

Sumber: Average Abnormal Return Diolah



Tabel 3 tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi AAR untuk peristiwa *trade war* atas *abnormal return* saham yang tergabung dalam JII indeks sebesar 0,544 atau $> \alpha = 0,05$. Berdasar hasil perhitungan tersebut dapat dikatakan bahwa hipotesis alternatif (H_{a1}) yang menyatakan “terdapat perbedaan signifikan antara *average abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *trade war*” tidak diterima (hipotesis ditolak) dan H_{01} diterima. Hal itu ditunjukkan dengan nilai Sig. (*2-tailed*) lebih besar dari $\alpha = 0,05$. Artinya tidak ada perbedaan AAR signifikan *average abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa *trade war* untuk saham-saham yang tergabung dalam JII indeks.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh As'ari, *et al.* (2015); Lamasigi, dkk. (2002); Pratama, dkk. (2015) menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari *average abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah *event non financial*. Penelitian ini juga sejalan dengan hasil Purba & Handayani (2017); Mariam (2019) bahwa *event study* yang dalam hal ini adalah peristiwa politik tidak signifikan direnspon oleh investor sebagaimana ditunjukkan dengan kinerja *average abnormal return*.

2. Perbedaan *Average Trading Volume Activity* Sebelum dan Sesudah Peristiwa *Trade War*.

Respon investor bentuk lain atas peristiwa *trade war* ditunjukkan dengan volatilitas *trading volume activity* saham di lantai bursa. Untuk melihat respon investor tersebut ditunjukkan dalam tabel 4 berikut ini:

Tabel 4.
Hasil Uji Rank Wilcoxon Signed Rank
ATVA Peristiwa atas *Trade War*

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ATVA_Sesudah_TW - ATVA_Sebelum_ TW	Negative Ranks	19 ^a	17.58	334.00
	Positive Ranks	11 ^b	11.91	131.00
	Ties	0 ^c		
	Total	30		

Sumber: *Trading Volume Diolah*

Tabel 4 tersebut menunjukkan bahwa peristiwa *trade war* memiliki *information content* terhadap para investor yang sedang *trading* dilantai bursa. Hal itu ditunjukkan dengan nilai *average trading volume activity* (ATVA), dimana jumlah nilai negatif lebih banyak, yaitu 19. Sementara, nilai positif *average trading volume activity* (ATVA) sebelum peristiwa sebanyak 11. Hasil tersebut mengandung makna bahwa nilai ATVA mengalami penurunan setelah terjadinya peristiwa. Nilai *mean rank* ATVA **sebelum** peristiwa sebesar 17,58 lebih besar dari ATVA **sesudah** peristiwa yaitu 11,91. Sama halnya untuk nilai *sum of ranks* ATVA sesudah peristiwa lebih besar dari sebelum peristiwa yaitu sebesar 334,00 dan 131,00. Hasil perhitungan secara kuantitatif tersebut mengindikasikan bahwa investor merespon *trade war* dalam bentuk volatilitas *trading volume activity*. Secara kuantitatif ada perbedaan antara sebelum dan sesudah.

Meskipun demikian, perlu pengujian lebih lanjut, apakah signifikan perilaku investor atas kejadian *trade war* dalam bentuk *trading volume activity* secara statistik signifikan atau tidak. Untuk memberikan gambaran tentang respon investor, dijelaskan dalam tabel 5 berikut ini:

Tabel 5
Hasil Uji Rank Wilcoxon Signed Rank
Signifikansi Perbedaan ATVA atas Peristiwa Trade War

Test Statistics ^b	
	ATVA_Sesudah_TW- ATVA_Sebelum_TW
Z	-2.088 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.037

Sumber: Volum Trading Diolah

Tabel 5 tersebut menunjukkan bahwa signifikansi *average trading volume activity* (ATVA) atas dampak peristiwa *trade war* pada saham-saham yang tergabung dalam JII indeks sebesar 0,037 atau $\alpha = 0,05$. Hal itu berarti bahwa nilai Sig. (2-tailed) lebih kecil dari 0,05 yang menunjukkan *trade war* direspon oleh investor, yaitu secara signifikan terdapat perbedaan antara *volume trading activity* sebelum dan sesudah peristiwa *trade war* antara China



dengan Amerika. Hasil uji statistik tersebut membuktikan secara empiris bahwa hipotesis alternatif yang menyatakan “terdapat perbedaan signifikan antara *volume trading activity* sebelum dan sesudah *trade war*” tidak sanggup ditolak (hipotesis diterima).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Liwe, *et al.* (2018) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan ATVA sebelum dan sesudah peristiwa menguatnya kurs dolar AS terhadap nilai tukar rupiah. Penelitian yang dilakukan Pratiwi & Wirakusuma (2018) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan ATVA sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan suku bunga *The Fed*.

1. Perbedaan Signifikan *Bid-Ask Spread* Sebelum dan Sesudah Peristiwa *Trade War*

Bentuk respon investor atas event tertentu oleh investor yang ditunjukkan dengan tingkat *bid-ask spread* atas peristiwa *trade war* antara China dengan Amerika. Pengujian secara empiris respons investor atas *trade war* ditunjukkan dengan uji *wilcoxon signed rank* sebagaimana dalam tabel 6 berikut ini:

Tabel 6
Hasil Uji Rank Wilcoxon Signed Rank
BAS atas Peristiwa *Trade War*

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
BAS_Sesudah_TW - BAS_Sebelum_TW	Negative Ranks	11 ^a	15.36	169.00
	Positive Ranks	19 ^b	15.58	296.00
Ties		0 ^c		
Total		30		

Sumber: BAS Diolah

Tabel 6 tersebut menunjukkan respon investor atas peristiwa *trade war* dalam bentuk tingkat kinerja *bid-ask spread* (BAS) saham-saham yang tergabung dalam JII indeks. Hasil perhitungan *wilcoxon* menunjukkan nilai rata-rata *bid-ask spread* bernilai positif. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa terjadi kenaikan *bid-ask spread* antara sebelum dan sesudah peristiwa *trade war*. *Bid-ask spread* (BAS) **sebelum** peristiwa *trade*

war bernilai positif sebesar 19, yang lebih besar dibandingkan dengan BAS **sesudah** peristiwa yang bernilai negatif sebesar 11. Sedangkan untuk nilai *mean rank* dan *sum of ranks* BAS **sebelum** peristiwa adalah sebesar 15,58 dan 269,00. Berbeda dengan nilai *mean rank* dan *sum of ranks* BAS **sesudah** peristiwa yang sebesar 15,36 dan 169,00.

Selanjutnya, untuk mengetahui *signifikan* respon investor terhadap *trade war* dalam bentuk *bid-ask spread* sebelum dan sesudah peristiwa ditunjukkan dengan uji beda signifikansi *wilcoxon* sebagaimana dalam tabel 7 berikut ini:

Tabel 7
Hasil Uji Rank Wilcoxon Signed Rank
Signifikansi Perbedaan BAS atas Peristiwa Trade War

Test Statistics ^b	
	BAS_Sesudah_TW - BAS_Sebelum_TW
Z	-1.306 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.192

Sumber: BAS Diolah

Tabel 7 tersebut menunjukkan bahwa responsivitas investor atas peristiwa *trade war* dalam bentuk kinerja *bid-ask spread* tidak signifikan. Hasil perhitungan *wilcoxon* menunjukkan bahwa nilai signifikansi *bid-ask spread* (BAS) sebagai representatif respon investor atas peristiwa *trade war* pada saham-saham yang tergabung dalam JII indeks menunjukkan nilai 0,192 atau $> \alpha = 0,05$. Hal itu berarti bahwa BAS pada saham-saham yang tergabung dalam JII indeks tidak signifikan. Oleh karena itu, hipotesis ketiga yang menyatakan “terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah kejadian *trade war*” tidak sanggup diterima (hipotesis ditolak) pada $\alpha = 0,05$. Hasil pengujian hipotesis tersebut memberikan justifikasi empiris bahwa untuk *bid-ask spread*, *trade war* bukan peristiwa superior yang dipertimbangkan investor. Terlebih investor domestik yang lebih terkonsentrasi mencari *capital gain* dengan nilai *trading* yang kecil, *trade war* secara fundamental bukan menjadi pertimbangan yang superior.



Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Safira & Simon (2016) menyimpulkan bahwa *bid-ask spread* tidak terdapat perbedaan signifikan terhadap suatu peristiwa *share split*. Penelitian lainnya yang dilakukan Widiatmoko & Paramita (2017) bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *bid-ask spread* sebelum dan sesudah *stock split*. Begitu juga dengan penelitian Mariam (2019) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan terhadap peristiwa perang dagang China 2018.

SIMPULAN

Hasil penelitian ini memiliki muatan menarik, karena secara makro, *trade war* menjadi pertimbangan serius dalam kebijakan ekonomi negara-negara yang memiliki keterkaitan perdagangan dengan China dan Amerika. Namun faktanya, *trade war* bukan menjadi pertimbangan serius oleh investor di lantai bursa berdasarkan tiga variabel kinerja saham syaria'ah yaitu *abnormal return*, *volume trading activity* dan *bid-ask spread* ternyata yang signifikan hanya *trading volume activity* atas kejadian *trade war*. Sementara untuk *abnormal return* dan *bid-ask spread* tidak terpengaruh. Nilai *abnormal return* dan *bid-ask spread* sebelum dan sesudah peristiwa *trade war* tidak berbeda secara signifikan.

Respon investor hanya terjadi pada keputusan *trading* ketika terjadi *trade war*. Patut disadari bahwa, *trade war* tidak begitu berdampak pada keputusan investor domestik. Bahkan, menurut pengamatan pada pada hari-hari pengumuman *trade war* justru banyak investor negara Amerika memutar arah investasi bergeser ke negara-negara berkembang yang sehat secara pasar. Hal itu ditunjukkan dengan kinerja pasar di Indonesia yang saat itu justru bergerak positif. Namun, untuk *abnormal return* dan *bid-ask spread* tidak memberikan dampak signifikan.

Meskipun penelitian telah dilakukan secara serius dengan menepati metode, namun masih banyak keterbatasan. Beberapa keterbatasan penelitian yaitu pemilihan variabel yang kurang terkait secara langsung terhadap *trade war*. Kecilnya variabel yang signifikan, diduga adanya variabel kontrol yang menjadi variabel penguat respon investor atas *event study (trade war)*. Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan pemilihan dan pengukuran variabel yang memiliki keterkaitan kuat dengan *event study* tertentu. Disamping itu, ketidak linieritas variabel bisa terjadi, sehingga perlu pengembangann penelitian dengan melibatkan variabel kontrol.

DAFTAR PUSTAKA

- Aduda, Josiah Omollo, and Chemarum Caroline. (2010). Market Reaction to Stock Splits: Empirical Evidence from the Nairobi Stock Exchange. *African Journal of Bussiness & Management*. 1 (1), 165-184.
- Aktas, H. and Oncu, S. (2006). The Stock Market Reaction to Extreme Events: The Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*. 6 (6), 78-85.
- Amiti, Mary, Stephen J. Redding, and David Weinstein. (2019). The Impact of The 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare. *NBER Working Paper 25672*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Apsari, I. A., & Yasa, G. W. (2017). Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Right Issue Pada Perusahaan Go Public Yang Tercatat Di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 18(2).
- As'ari, L., Amin, M., & Mawardi, M. C. (2015). Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Abnormal Return Saham Pada Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar di BEI Tahun 2013-2015. *Jurnal Ekonomi Universitas Islam Malang*.
- Basri, H., & Mayasari, V. (2019). Perbandingan Kinerja Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*. 10 (2), 83-84.
- Bailey, B.A., Heck, J.L. and Wikens, K.A. (2005). International mutual fund performance and political risk, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*. 8 (1), 167-184.
- Beaulieu, M.C., Cosset, J.C. and Essaddam, N. (2006). Political uncertainty and stock market returns: evidence from the 1995 Quebec referendum. *The Canadian Journal of Economics (Revue canadienne do Economique)*. 39 (2), 621-641.
- Bechtel, M.M. (2009). The Political Sources of Systematic Investment Risk: Lessons from a Consensus Democracy. *The Journal of Politics*. 71 (2), 661-677.



- Bhattacharya and Amy Dittmar. (2001). *Costless Versus Costly Signaling in Ccapital Markets: Theory and Evidence*. Indiana/MIT and Michigan University Working Paper.
- Boomgaarden, Hajo, Rens Vliegenthart, Claes de Vreese. (2012). A Worldwide Presidential Election: The Impact of the Media on Candidate and Campaign Evaluations. *International Journal of Public Opinion Research*. 24 (1), 42-61.
- Bown, Chad P., (2018). *The Accumulating Self-Inflicted Wounds from Trump's Unilateral Trade Policy*. In: Ha, J. and A.S. Posen (eds.), 18-1 US-China Economic Relations: From Conflict to Solutions, PIIE Briefing Part I. The Peterson Institute. Washington DC, 7-21.
- Brown, J., J. D. Cummins, C. Lewis, and R. Wei. (2004), An Empirical Analysis of the Economic Impact of Federal Terrorism Reinsurance. *Journal of Monetary Economics*. 51 (5), 861-898.
- Brown, S. and Warner, J. (1985). Using Daily Stock Returns in Event Studies. *Journal of Financial Economics*. 14 (1), 3-31.
- Bursa Efek Indonesia. *Harga Saham Perusahaan Terindeks JII*. Diakses di (www.idx.co.id).
- Bursa Efek Indonesia. *Harga Saham Perusahaan Terindeks JII*. Diakses di (www.ojk.go.id).
- Celinawati, A., & Isbanah, Y. (2019). Analisis Perbandingan Bid-Ask Spread Pada Masa Sebelum dan Sesudah Pengumuman Right Issue Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2018. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7 (4).
- Chiu, C.L., Chen, C.D. and Tang, W.W. (2005). Political Elections and Foreign Investor Trading in South Korea's Financial Markets. *Applied Economics Letters*, 12 (11), 673-677.
- Conroy, Robert M., Harris, Robert S. and Benet, B.A. (1990). The Effects Of Stock Splits On Bid-Ask Spreads. *The Journal Of Finance*, 45 (4), 1285-1295.
- Copeland, T.E. and Galai. (1983). Information Effects On The Bid-Ask Spread. *The Journal Of Finance*, 38 (5), 1457-1469.
- Dennis, Patrick. (2003). Stock Splits and Liquidity: The Case of the Nasdaq-100 Index Tracking Stock. *The Financial Review*, 38, 415-433.



- Dewi, A. N., & Kartika, I. (2015). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Bid-Ask Spread Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi Indonesia*, 4 (2).
- Do, Q.A., Lee, Y.T. and Nguyen, B.D. (2013). *Political Connections and Firm Value: Evidence from The Regression Discontinuity Design of Close Gubernatorial Elections*. Working Paper, Sciences Po. LIEPP, March.
- Dwianto, N. A., & Yulita, I. K. (2019). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peluncuran Rudal Korea Utara. *EXERO. Journal of Research in Business and Economics*, 2 (1).
- Feils, D.A. (2000). The Impact of Political Risk on The Foreign Direct Investment Decision: a Capital Budgeting Analysis. *Emerging Economist*, 45 (2), 129-143.
- Ferguson, N. (2006). Political Risk and The International Bond Market Between The 1848 Revolution and The Outbreak of The First World War. *Economic History Review*, 59 (1), 70-112.
- Gerald.S, & Vera.E.T. (2006). War and the World Economy: Stock Market Reactions to International Conflicts, 1990-2000. *Journal of Conflict Resolution*, 50 (4), 1-31.
- Griffin, Carroll Howard. (2010). Abnormal Returns and Stock Splits: The Decimalized vs. Fractional System of Stock Price Quotes, *International Journal of Bussiness and Management*, 5 (12).
- Hadi. Nor, (2013), *Pasar Modal Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Hadi. Nor. (2018). *Pasar Modal Edisi Revisi*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Hartono, P. D. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE.
- Hutami, & Ardiyanto. (2015). Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Setelah Pemilihan Presiden secara Langsung 9 Juli 2014 (studi kasus pada saham LQ-45). *Diponegoro Journal of Accounting*, 4 (2), 238-247.
- Kurniawan, O. T., & Purbawangsa, I. A. (2018). Pengujian Anomali Pasar Size Effect dan The Day Of Week Effect Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi & Bisnis Universitas Udayana*, 7 (9).



- Lamasigi, dkk. (2002). *Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001: Kajian Terhadap Return Saham LQ-45 Di PT. Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi V Semarang.
- Liwe, C. T., Tommy, P., & Maramis, J. B. (2018). Reaksi Investor Dalam Pasar Modal Atas Peristiwa Menguatnya Kurs Dolar Amerika Serikat Terhadap Nilai Tukar Rupiah Pada 26 Agustus 2015. *Jurnal EMBA*, 6 (3).
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35 (1), 13-39.
- Mian Sajid Nazir, Hassan Younus, Ahmad Kaleem & Zeshan Anwar. (2014). Impact of Political Events on Stock Market Returns: Empirical Evidence From Pakistan. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 30, (1), 60-78.
- Murdifi, Hidayati, N., & Junaidi, (2018), Efek Peristiwa Politik Terhadap Kinerja Pasar Modal Indonesia. *E-JRA*, 7 (6).
- Pertiwi, D. (2015). Pengujian Efisiensi Pasar dan Tingkat Konvergensi Harga Komoditas Kopi Arabika dan Kopi Robusta. *Jurnal Manajemen Pemasaran*, 9 (2).
- Prasiska, Y., & Nuzula, N. F. (2018). Analisis Abnormal Return dan Bid-Ask Spread Sebelum dan Sesudah Stock Split. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 59 (1).
- Pratama, dkk. (2015). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik (Event study Pada Peristiwa Pelantikan Jokowi Sebagai Presiden Republik Indonesia Ke-7). *E-Jurnal Universitas Pendidikan Ganesha*, 3 (1).
- Pratiwi, K. R., & Wirakusuma, I. G. (2018). Reaksi Pasar Modal Indonesia Atas Pengumuman Kenaikan Tingkat Suku Bunga Acuan Oleh Fed di AS. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 25 (3).
- Purba, F., & Handayani, S. R. (2017). Analisis Perbedaan Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah Peristiwa Non Ekonomi. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 51 (1).
- Purbaya, Yougie. (2012). *Dampak Pemecahan Saham (Stock split) Terhadap Price Impact, Likuiditas, Bid-ask spread Saham pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

- Putra, I. M., & Putri, I. G. (2018). Analisis Reaksi Pasar Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kemenangan Donal Trump Menjadi Presiden Amerika Serikat. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 23 (1).
- Safira, T. H., & Simon, F. (2016). Uji Komparasi Abnormal Return, Trading Volume, Trading Frequency, dan Bid-Ask Spread Sebelum dan Sesudah Share Split. *Ultima Accounting*, 8 (2).
- Sholihah, A., & Asandimitra, N. (2017). Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah Dengan Indeks Konvensional Periode 2011-2016 (Studi Kasus Pada ISSI dan IHSG). *Jurnal Ilmu Manajemen*, 5 (3), 1-5.
- Sirait, dkk. (2012). Dampak Pergantian Menteri Keuangan RI Tahun 2010 Terhadap Abnormal Return Perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Binar Akuntansi*, 1 (1).
- Sutrisno, W., Susilowati, S. dan Yuniartha, F. (2000). Pengaruh stock split terhadap likuiditas dan return saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 2 (2), 1-13.
- Utami, A. T. (2018). Efisiensi Pasar Bentuk Lemah Pada Pasar Modal Indonesia, Malaysia dan Korea Selatan Periode Krisis Ekonomi Global 2008. *Jurnal Inspirasi Bisnis & Manajemen*, 2 (2).
- Wahyudhi, P. S., & Suaryana, I. G. (2019). Reaksi Pasar Atas Kesepakatan Investasi Bidang Infrastruktur dalam Pertemuan International Monetary Fund-World Bank 2018. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 27 (1).
- Widiatmoko, A., & Paramita, V. S. (2017). Analisis Perbedaan Return Saham, Trading Volume Activity dan Bid-Ask Spread Sebelum dan Sesudah Stock Split. *Jurnal Manajemen*, 14 (1).

