



INDONESIAN CAPITAL MARKET INVESTORS' REACTION TO THE EVENTS AT BANK SYARIAH INDONESIA

Yohana Carolin

Universitas Kristen Maranatha, Bandung, Indonesia
ycarolin11@gmail.com

<https://doi.org/10.46367/jps.v5i2.2081>

Received: Aug 30, 2024 Revised: Sep 27, 2024 Accepted: Oct 01, 2024 Published: Oct 24, 2024

ABSTRACT

This study aims to analyze whether there are differences in internal and external events in abnormal profits, trading volume activity, and foreign investment in the stock market for BRIS issuers since the merger announcement and the ratification of the Bank Syariah Indonesia merger. This study is quantitative, where the data processed is secondary data from various sources. Several events during the merger period were collected from October 2020 to February 2021, and 11 events were obtained. This study divides the events into two groups and tests 5 internal and 6 external events with an event window of 11 days. The method used in this study is a different test using the Wilcoxon sign rank test and sample paired t-test, depending on the normal test results. The results of group testing events show no difference before and after internal and external events in abnormal profits, trading volume activity, and foreign investment. However, when viewed from each event, the results show that trading volume activity in events 1, 7, and 11 differs before and after. For foreign investment in events 7 and 11, there are differences before and after; for the rest, there is no difference. This research can provide insight and be a reference for future research. Practically, this research can be a reference for investors when determining investment decisions.

Keywords: abnormal profits, foreign investment, trading volume, events, difference test.

REAKSI INVESTOR PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PERISTIWA DI BANK SYARIAH INDONESIA

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terjadi perbedaan pada peristiwa internal dan eksternal yang terjadi pada keuntungan tak normal, aktivitas volume perdagangan dan penanaman modal asing pada pasar saham untuk emiten BRIS sejak pengumuman *merger* sampai dengan pengesahan merger Bank Syariah Indonesia. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dimana data-data yang diolah merupakan data sekunder dari berbagai sumber. Beberapa peristiwa yang terjadi selama periode *merger* dikumpulkan dari bulan Oktober 2020 sampai dengan Februari 2021 dan didapatkan 11 peristiwa. Penelitian ini membagi peristiwa dalam dua kelompok dan melakukan pengujian terhadap 5 peristiwa internal dan 6 eksternal dengan jendela peristiwa selama 11 hari. Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah uji beda menggunakan uji *wilcoxon sign rank test* dan *sample paired t-test* tergantung dari hasil uji normal. Hasil pengujian peristiwa secara berkelompok menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa internal dan eksternal pada keuntungan tak normal, volume perdagangan saham dan penanaman modal asing. Namun jika dilihat dari masing-masing peristiwa hasil menunjukkan bahwa aktivitas volume perdagangan pada peristiwa 1, 7, dan 11 terdapat perbedaan sebelum dan sesudahnya. Penanaman modal asing pada peristiwa 7 dan 11 terdapat perbedaan sebelum dan sesudahnya, selebihnya peristiwa tidak ada perbedaan. Penelitian ini secara teoriti dapat memberi wawasan dan menjadi rujukan untuk penelitian dimasa akan datang. Secara praktis penelitian ini dapat menjadi acuan bagi investor dalam menentukan keputusan investasi.

Kata kunci: keuntungan tak normal, penanaman modal asing, volume perdagangan, peristiwa, uji beda.



PENDAHULUAN

Investor memutuskan berinvestasi pada suatu emiten berdasarkan informasi yang relevan sehingga investor dapat melihat prospek kinerja, risiko dan *expected return* atas dana investasi mereka. Investor merupakan orang-orang yang melakukan investasi saham, surat berharga atau lainnya di pasar modal, investasi tersebut dilakukan berdasarkan perencanaan yang baik dan berpotensi untuk melakukan investasi dalam jangka panjang (Adhianto 2020). Investor biasanya memantau peristiwa-peristiwa untuk membuat keputusan yang tepat terkait kapan membeli, menjual, atau menahan investasi mereka demi mengoptimalkan keuntungan dan meminimalkan risiko (Hisam 2024). Selain itu investor melalui pasar modal dapat bereaksi karena adanya informasi pada peristiwa yang terjadi baik dari lingkungan internal maupun eksternal suatu perusahaan yang dianggap akan memberikan *return*, hal ini berpengaruh pada fluktuasi harga dan volume perdagangan di pasar modal.

Penelitian terdahulu memperlihatkan bagaimana peristiwa-peristiwa terjadi dapat menarik atau tidak menarik reaksi investor di pasar modal. Berikut adalah beberapa penelitian terdahulu, yang dilakukan oleh Rahman, Ali, and Jebran (2018) yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman *merger* pada suatu perusahaan tidak berpengaruh pada keuntungan tak normal, artinya bahwa investor tidak bereaksi pada pengumuman tersebut karena tidak memiliki informasi yang dibutuhkan. Penelitian Chhetri and Baral (2018) menyatakan bahwa peristiwa *merger* dan akuisisi perusahaan tidak adanya perbedaan keuntungan tak normal (*abnormal return*) sebelum dan sesudah peristiwa untuk beberapa perusahaan di Nepal, artinya tidak adanya informasi yang terkandung pada pengumuman peristiwa *merger* dan akuisisi di Nepal, sehingga tidak menarik reaksi investor di pasar modal. Penelitian Fadlitama and Adawiyah (2018) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan keuntungan tak normal sebelum dan sesudah peristiwa *merger* dan akuisisi, artinya investor tidak bereaksi pada pengumuman tersebut karena tidak memiliki informasi yang dibutuhkan.

Penelitian Kumara and Fernando (2020) menyatakan bahwa peristiwa politik yang terjadi di Sri Lanka sepanjang tahun 2009-2018 tidak semuanya berpengaruh pada *abnormal return*, artinya investor bereaksi secara berbeda pada setiap peristiwa. Penelitian Hafidz and Isbanah (2020) menyatakan bahwa peristiwa pengesahan undang-undang KPK tahun 2019 tidak memiliki perbedaan keuntungan tak normal dan volume perdagangan pasar modal, artinya bahwa peristiwa sosial-politik belum memiliki informasi yang dibutuhkan oleh investor sehingga investor tidak bereaksi melalui pasar modal. Berbeda dengan penelitian Diansari, Abdullah, and Syaifullah (2021) menyatakan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan saham perusahaan transportasi sebelum dan sesudah pandemi Covid-19. Penelitian Ghibran, Effendy, and Lenap (2021) menyatakan bahwa peristiwa pengumuman Indonesia dinyatakan positif pandemi Covid-19 tidak memiliki perbedaan keuntungan tak normal dan volume perdangan pada pasar modal, artinya bahwa peristiwa pandemi belum memiliki informasi yang dibutuhkan oleh investor. Penelitian Tabibian, Zhang, and Mand (2021) menyatakan bahwa peristiwa internal menyatakan bahwa *stock split* pada suatu perusahaan mempengaruhi keuntungan tak normal dalam 3 periode pengamatan,



artinya investor bereaksi pada pengumuman tersebut karena memiliki informasi yang dibutuhkan.

Penelitian Fatoni and Soleh (2022) menyatakan bahwa peristiwa internal *merger* dan akuisisi bank yang *go public* tahun 2015-2021 tidak menunjukkan perbedaan harga saham, artinya peristiwa *merger* dan akuisisi bank tidak memiliki *information content* yang dapat menggerakkan investor di pasar modal. Berdasarkan hasil penelitian yang telah diuraikan dapat dikatakan bahwa penelitian tersebut hanya meneliti peristiwa dari salah satu faktor yaitu lingkungan internal atau eksternal saja dalam melihat reaksi investor. Namun berbeda dengan penelitian ini melihat beberapa peristiwa yang terjadi di lingkungan internal dan eksternal sekaligus dan hanya pada satu perusahaan saja, sehingga penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian terdahulu. Oleh sebab itu penelitian ini menjadi penting dilakukan pada subjek dan objek yang berbeda. Jika dilihat dari pergerakan harga saham suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu terdapat kedua peristiwa internal dan eksternal yang sama-sama mempengaruhi reaksi investor, sehingga tujuan penelitian adalah untuk menganalisis apakah terjadi perbedaan pada peristiwa internal dan eksternal yang terjadi pada keuntungan tak normal, aktivitas volume perdagangan dan penanaman modal asing pada pasar saham untuk emiten BRIS sejak pengumuman *merger* sampai dengan pengesahan *merger* Bank Syariah Indonesia.

TELAAH LITERATUR

Teori Sinyal (*Signal Theory*)

Signal theory dalam konteks investasi adalah pendekatan untuk menganalisis dan memahami bagaimana informasi yang diungkapkan atau dihasilkan oleh perusahaan, pasar, atau aktor lain dapat memengaruhi keputusan investasi (Vasudeva, Nachum, and Say 2018). Pada dasarnya, teori ini mengkaji bagaimana informasi tertentu berfungsi sebagai sinyal yang dapat diinterpretasikan oleh investor untuk membuat keputusan yang lebih baik (Steigenberger and Wilhelm 2018). Sinyal tersebut bisa berupa pengumuman laba, pembagian dividen, perubahan kebijakan perusahaan, atau bahkan perilaku para pemimpin perusahaan (Al-Shattarat, Al-Shattarat, and Hamed 2018). *Signal theory* berguna untuk memahami bagaimana informasi tertentu dapat mempengaruhi persepsi dan keputusan investor (Yasar, Martin, and Kiessling 2020). Bentuk sinyal terdiri dari sinyal positif dan negatif. Sinyal positif merupakan sinyal yang memberikan indikasi optimis tentang masa depan perusahaan. Sinyal negatif merupakan sinyal yang dapat menyebabkan penurunan kepercayaan investor (Yoon, Jeong, and Kim 2020).

Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa digunakan untuk melakukan uji informasi dalam suatu peristiwa. Hal tersebut ditujukan untuk mengetahui reaksi yang diakibatkan peristiwa, apabila terkandung informasi yang diharapkan maka investor pasar modal akan memberikan reaksi pada saat pengumuman diterima (Hafidz and Isbanah 2020). Studi peristiwa dapat juga digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Riyadi, Sujito, and Rinawati 2020). Studi peristiwa



adalah metode statistik dari penyelidikan empiris tentang hubungan antara harga sekuritas dan peristiwa ekonomi. Studi peristiwa berfokus pada perilaku harga saham untuk menguji apakah perilaku stokastik mereka dipengaruhi oleh pengungkapan peristiwa spesifik perusahaan (Elad and Bongbee 2017).

Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)

Efisiensi pasar dapat diartikan ketika harga per lembar suatu saham perusahaan bergerak sesuai dengan informasi yang diterima oleh investor pasar modal (Ali et al. 2018). Pasar yang efisien dapat memperlihatkan harga saham suatu perusahaan yang sebenarnya, serta dapat memberikan jaminan keadaan ekonomi yang terjadi pada saat itu (Dewi and Rama 2019). Efisiensi pasar membahas hubungan antara harga saham dengan informasi yang terkandung dalam suatu peristiwa, seberapa cepat investor bereaksi pada suatu peristiwa yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham untuk mencapai harga keseimbangan yang baru (Sambuari, Saerang, and Maramis 2020). Hipotesis pasar efisien didasarkan pada asumsi bahwa, di pasar yang efisien, harga aset sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dengan demikian, setiap perubahan harga ekuilibrium akan mencerminkan arus informasi yang tersedia bagi pelaku pasar (Elad and Bongbee 2017). Berikut ini adalah beberapa bentuk efisiensi pasar berdasarkan jenis informasinya: efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*), dan efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Keuntungan Tak Normal (*Abnormal Return*)

Keuntungan tak normal adalah selisih antara return sesungguhnya (*actual return*) yang terjadi dengan return ekspektasi (*expect return*), *Actual return* adalah keuntungan yang diperoleh dari hasil investasi (Priatno and Freddy 2021). Sedangkan *expect return* adalah keuntungan yang diharapkan investor dikemudian hari terhadap dana yang telah ditempatkannya (Sambuari, Saerang, and Maramis 2020). Keuntungan tak normal terjadi karena adanya kandungan informasi pada peristiwa yang baru dapat menggerakkan harga saham karena investor bereaksi melalui transaksi di pasar modal sehingga membentuk kenaikan atau penurunan harga saham (Syed and Bajwa 2018). Ada variasi yang cukup besar dalam ukuran *abnormal return* dan uji statistik yang digunakan peneliti empiris untuk mendeteksi *abnormal return* saham, fokus pada *abnormal return* diukur pada hari tertentu atau paling banyak diakumulasikan selama beberapa bulan (Elad and Bongbee 2017).

Volume Perdagangan Saham (*Trading Volume Activity*)

Trading volume activity (TVA) dapat diartikan sebagai jumlah transaksi saham suatu perusahaan pada periode tertentu (Kervel and Menkveld 2019). TVA bisa digunakan sebagai salah satu parameter untuk mengamati respon pasar terhadap aksi yang dilakukan perusahaan (Syed and Bajwa 2018). TVA yang meningkat menandakan saham perusahaan tersebut diminati oleh investor sehingga akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga maupun return saham (Astari and Suidarma 2020). Volume perdagangan saham adalah perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan pada waktu tertentu dengan jumlah saham yang beredar pada waktu tertentu (Rimada, and Pordomuan 2020). Semakin besar



volume perdagangan suatu saham, menunjukkan bahwa saham tersebut aktif dan sering ditransaksikan di pasar modal (Dewi and Rama 2019). Volume perdagangan saham adalah tingkat permintaan dan penawaran atas saham suatu perusahaan (Minzani, Laba, and Rahim 2021).

Penanaman Modal Asing (*Foreign Capital Inflow*)

Penanaman modal asing bisa diartikan sebagai keterbukaan pemikiran suatu negara untuk mengalirkan dananya ke negara asing atau suatu perusahaan di negara lain (Hoang 2018). Tujuannya adalah untuk membangun kerjasama antar negara baik pada suatu perusahaan atau lainnya yang memiliki potensi tertentu untuk mengembangkan ekonomi perusahaannya (Luo, Zhang, and Bu 2019). Penanaman modal asing juga dapat dijadikan suatu acuan baik buruknya kinerja perusahaan yang dapat menarik minat investor asing dalam menginvestasikan modalnya pada suatu perusahaan melalui pasar modal (Liu et al. 2020). *Foreign capital inflow* bisa diartikan juga sebagai transaksi jual-beli asset kepada pihak luar negeri (Badarinza, Ramadorai, and Shimizu 2022). Sebab transaksi jual-beli suatu *asset* pada pihak asing (negara lain) akan mendapatkan aliran modal dengan kurs mata uang dari negara lain dan negara lain tersebut mendapatkan *asset*, dalam hal ini berbentuk lembar saham (Dewi and Rama 2019). Aliran investasi asing yang terjadi sebagai akibat integrasi pasar modal juga dapat mendorong stimulasi perkembangan pasar modal domestik suatu negara (Igan, Kutan, and Mirzaei 2020). Aliran penanaman modal asing terbagi menjadi dua, yaitu arus penanaman modal langsung dan penanaman modal tidak langsung (Setiaji and Wijayanto 2019). Aliran masuk modal asing merupakan hal yang positif bagi pembangunan ekonomi dan daya jual suatu negara (Combes et al. 2019). Agar penanaman modal asing masuk berkelanjutan maka dibutuhkan kinerja pasar saham dan kebijakan ekonomi suatu negara harus konsisten dan stabil (Omorokunwa 2018).

Pengembangan Hipotesis

Signal theory dan keuntungan tidak normal (*abnormal returns*) memiliki hubungan yang erat dalam konteks pasar keuangan, khususnya terkait bagaimana informasi suatu peristiwa yang dikomunikasikan oleh perusahaan kepada pasar dapat memengaruhi harga saham dan menghasilkan keuntungan di atas rata-rata yang diharapkan. Penelitian yang dilakukan oleh Kumara and Fernando (2020); menemukan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* pada setiap peristiwa politik di Sri Lanka. Kemudian penelitian Usmar (2021) menemukan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pemberlakuan pembatasan kegiatan masyarakat pada masa Covid-19. Oleh sebab itu dapat dirumuskan hipotesis:

H₁: pada peristiwa internal keuntungan tidak normal terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*.

H₂: pada peristiwa eksternal keuntungan tidak normal terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*.

Signal theory memiliki hubungan yang signifikan dengan volume perdagangan saham dalam pasar modal. *Signal theory* berfokus pada bagaimana informasi yang dimiliki oleh satu pihak (biasanya manajemen perusahaan) ataupun suatu peristiwa dapat disampaikan kepada pihak lain (misalnya investor)



melalui berbagai tindakan atau sinyal tertentu. Penelitian yang dilakukan oleh Diansari, Abdullah, and Syaifullah (2021) menemukan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan saham perusahaan transportasi sebelum dan sesudah pandemi Covid-19. Penelitian Permatasari et al. (2021) menemukan bahwa terdapat perbedaan signifikan pada perusahaan subsektor hotel, restoran dan pariwisata dari volume perdagangan saham sebelum dan selama pandemi Covid-19. Oleh sebab itu dapat dirumuskan hipotesis:

H₃: pada peristiwa internal volume perdagangan saham terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*.

H₄: pada peristiwa eksternal volume perdagangan saham terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*.

Signal theory dalam konteks penanaman modal asing sangat relevan karena berhubungan dengan cara perusahaan atau negara memberikan sinyal kepada investor asing untuk menarik investasi. Dalam konteks penanaman modal asing dan terjadi suatu peristiwa penting, teori sinyal dapat membantu memahami bagaimana informasi tentang kualitas perusahaan, prospek pertumbuhan, dan risiko dapat mempengaruhi keputusan investor asing. Sinyal positif dari perusahaan yang terlibat dalam suatu peristiwa penting dapat menarik minat investor asing, meningkatkan kepercayaan pasar, dan memfasilitasi proses investasi. Sebaliknya, sinyal negatif dapat mengurangi minat dan kepercayaan investor. Kemudian efisiensi pasar memiliki hubungan dengan penanaman modal asing dalam konteks suatu peristiwa penting menunjukkan bahwa pasar yang efisien dapat meningkatkan kepercayaan investor, memfasilitasi keputusan investasi yang lebih baik, dan mengurangi ketidakpastian. Penelitian yang dilakukan Dewi and Rama (2019) menemukan bahwa penanaman modal asing sebelum dan sesudah pemilihan presiden dan pemilihan legislatif tahun 2019 menunjukkan perbedaan yang signifikan. Oleh sebab itu dapat dirumuskan hipotesis:

H₅: pada peristiwa internal penanaman modal asing terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*.

H₆: pada peristiwa eksternal penanaman modal asing terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan studi peristiwa (*event study*). Sumber data pada penelitian ini merupakan data sekunder berupa dokumentasi yang diperoleh dari website resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan website dunia investasi (www.duniainvestasi.com). Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data harga per lembar saham untuk menghitung keuntungan tak normal, volume perdagangan per hari selama periode pengamatan dan jumlah lembar saham yang dibeli oleh investor asing (volume jual-beli asing) harian selama periode pengamatan. Penelitian ini akan dilakukan pada emiten Bank Rakyat Indonesia Syariah (BRIS), pemilihan emiten ini karena suatu perusahaan biasanya melakukan merger atas dasar keputusan internal perusahaan. Berbeda dengan BRIS yang melakukan *merger* atas perintah langsung dari menteri BUMN untuk menggabungkan tiga Bank BUMN Syariah yaitu Bank Rakyat Indonesia Syariah, Bank Negara Indonesia Syariah dan Bank

Mandiri Syariah pada bulan Oktober 2020 sehingga berubah nama menjadi Bank Syariah Indonesia (BSI).

Pengamatan penelitian ini di mulai dari saat pengumuman *merger* sampai disahkannya *merger* tersebut (Oktober 2020 sampai Februari 2021). Waktu pengamatan selama lima bulan melalui peristiwa pengumuman *merger* oleh menteri BUMN, investor pasar modal terlihat bereaksi melalui perubahan harga per lembar saham untuk emiten tersebut sehingga mencapai harga keseimbangann baru. Adapun selama periode pengamatan ada beberapa peristiwa yang terjadi selain peristiwa *merger* itu sendiri yang dapat memicu reaksi investor di pasar modal. Peristiwa yang diteliti ada sebanyak 11 seperti yang terlihat pada Tabel 1.

Tabel 1 Data Peristiwa

No.	Peristiwa	Kode	Tanggal	Kategori
1	Pengumuman <i>merger</i> dan penandatanganan <i>CMA (conditional merger agreement)</i> bank syariah	P1	13-10-2020	Internal
2	Total aset hasil <i>merger</i> bank syariah BUMN	P2	21-10-2020	Internal
3	Hasil RUPS luar biasa BRIS	P4	15-12-2020	Internal
4	Publikasi laporan keuangan BRIS, laba naik 235%	P9	29-01-2021	Internal
5	Peluncuran aplikasi BSI <i>Mobile</i>	P11	09-02-2021	Internal
6	BRIS naik kelas menjadi BUKU III	P3	24-11-2020	Eksternal
7	Kebijakan pemerintah saat nataru	P5	15-12-2020	Eksternal
8	Jatuhnya Pesawat Sriwijaya SJ-182	P6	09-01-2021	Eksternal
9	Vaksinasi pertama	P7	13-01-2021	Eksternal
10	<i>Merger</i> Bank Syariah Indonesia, resmi mengantongi izin OJK	P8	27-01-2021	Eksternal
11	Pengesahan <i>merger</i> Bank Syariah Indonesia oleh Presiden Joko Widodo	P10	01-02-2021	Eksternal

Periode estimasi diambil 7 hari sebelum peristiwa terjadi untuk mengetahui jika terjadinya kebocoran informasi sebelum peristiwa terjadi. *Event window* (jendela peristiwa) yang digunakan dalam penelitian ini adalah 11 hari, terdiri dari 5 hari perdagangan sebelum suatu peristiwa dipublikasikan, 1 hari saat terjadinya peristiwa dan 5 hari perdagangan setelah suatu peristiwa dipublikasikan. Teknik analisis data menggunakan uji beda setiap peristiwa yang dilakukan menggunakan uji *paired sample t-test* jika data berdistribusi normal dan uji menggunakan *wilcoxon signed rank test* jika data tidak berdistribusi normal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan *lilliefors test* dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, pengujian ini dilakukan karena sampel yang akan diuji kurang dari 30 sampel dan merupakan data tunggal. Hasil pengujian normalitas untuk data keuntungan tak normal (*abnormal return*) pada peristiwa internal P1, P2 dan P4 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa >



0,05, sehingga data berdistribusi normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test*. Kemudian peristiwa internal P9 dan P11 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa ada nilai yang $< 0,05$, sehingga data berdistribusi tidak normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*.

Hasil pengujian normalitas untuk data keuntungan tak normal (*abnormal return*) pada peristiwa eksternal P3, P5, P6 dan P7 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa $> 0,05$, sehingga data berdistribusi normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test*. Kemudian untuk peristiwa eksternal P8 dan P10 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa ada nilai yang $< 0,05$, sehingga data berdistribusi tidak normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*.

Hasil pengujian normalitas untuk data volume perdagangan saham peristiwa internal P1, P4, P9 dan P11 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa $> 0,05$, sehingga data berdistribusi normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test*. Kemudian untuk peristiwa internal P2 menunjukkan nilai *sig.* sesudah peristiwa $< 0,05$, sehingga data berdistribusi tidak normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*.

Hasil pengujian normalitas untuk data volume perdagangan saham peristiwa eksternal P3, P5, P6, P7 dan P10 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa $> 0,05$, sehingga data berdistribusi normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test*. Kemudian untuk peristiwa eksternal P8 menunjukkan nilai *sig.* sesudah peristiwa $< 0,05$, sehingga data berdistribusi tidak normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*.

Hasil pengujian normalitas untuk data penanaman modal asing peristiwa internal P1, P4 dan P9 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa $> 0,05$, sehingga data berdistribusi normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test*. Kemudian untuk peristiwa internal P2 dan P11 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa ada nilai yang $< 0,05$, sehingga data berdistribusi tidak normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*.

Hasil pengujian normalitas untuk data penanaman modal asing peristiwa eksternal P3, P5, P7 dan P8 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa $> 0,05$, sehingga data berdistribusi normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test*. Kemudian untuk peristiwa eksternal P6 dan P10 menunjukkan nilai *sig.* sebelum dan sesudah peristiwa ada nilai yang $< 0,05$, sehingga data berdistribusi tidak normal dan dapat dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*.

Uji Hipotesis

Setelah dilakukan pengujian normalitas terlihat beberapa data dari keuntungan tak normal, volume perdagangan saham dan penanaman modal asing yang tidak seluruhnya berdistribusi normal oleh karena itu pengujian Hipotesis menggunakan dua pengujian yaitu *paired sample t-test* dan *wilcoxon signed rank test*.



Tabel 2 Hasil Uji Hipotesis Peristiwa Internal Keuntungan Tak Normal

Kode Peristiwa	Paired Sample Test		Wilcoxon Signed Rank		Keterangan
	T	Sig.	Z	Sig	
P1	-0,892	0,423	-	-	H ₁ ditolak
P2	1,709	0,163	-	-	H ₁ ditolak
P4	1,027	0,636	-	-	H ₁ ditolak
P9	-	-	-1,483	0,138	H ₁ ditolak
P11	-	-	-0,405	0,686	H ₁ ditolak

Sumber: data sekunder (diolah)

Tabel 2 menunjukkan bahwa peristiwa internal keuntungan tak normal P1, P2, P4, P9 dan P11 memiliki nilai *sig.* > dari 0,05, artinya pada keuntungan tak normal peristiwa internal secara keseluruhan tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger* (H₁ ditolak).

Tabel 3 Hasil Uji Hipotesis Peristiwa Eksternal Keuntungan Tak Normal

Kode Peristiwa	Paired Sample Test		Wilcoxon Signed Rank		Keterangan
	T	Sig.	Z	Sig	
P3	-0,602	0,580	-	-	H ₂ ditolak
P5	1,027	0,363	-	-	H ₂ ditolak
P6	-0,081	0,939	-	-	H ₂ ditolak
P7	0,758	0,491	-	-	H ₂ ditolak
P8	-	-	-0,405	0,686	H ₂ ditolak
P10	-	-	-1,753	0,808	H ₂ ditolak

Sumber: data sekunder (diolah)

Tabel 3 menunjukkan bahwa peristiwa eksternal keuntungan tak normal P3, P5, P6, P7, P8 dan P10 memiliki nilai *sig.* > dari 0,05, artinya pada keuntungan tak normal peristiwa eksternal secara keseluruhan tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger* (H₂ ditolak).

Tabel 4 Hasil Uji Hipotesis Peristiwa Internal Volume Perdagangan Saham

Kode Peristiwa	Paired Sample Test		Wilcoxon Signed Rank		Keterangan
	T	Sig.	Z	Sig	
P1	3,183	0,033	-	-	H ₃ diterima
P2	-	-	-0,944	0,345	H ₃ ditolak
P4	0,900	0,429	-	-	H ₃ ditolak
P9	-0,710	0,517	-	-	H ₃ ditolak
P11	3,371	0,028	-	-	H ₃ diterima

Sumber: data sekunder (diolah)

Tabel 4 menunjukkan bahwa peristiwa internal volume perdagangan saham P2, P4 dan P9 memiliki nilai *sig.* > dari 0,05, artinya pada volume perdagangan saham 3 peristiwa internal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*. Sedangkan P1 dan P11 memiliki nilai *sig.* < 0,05, artinya pada volume perdagangan saham 2 peristiwa terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger*. Namun jika dilihat secara keseluruhan maka dapat dikatakan

bahwa pada volume perdagangan saham peristiwa internal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger (H_3 ditolak).

Tabel 5 Hasil Uji Hipotesis Peristiwa Eksternal Volume Perdagangan Saham

Kode Peristiwa	Paired Sample Test		Wilcoxon Signed Rank		Keterangan
	T	Sig.	Z	Sig	
P3	-1,017	0,367	-	-	H_4 ditolak
P5	0,900	0,419	-	-	H_4 ditolak
P6	0,063	0,953	-	-	H_4 ditolak
P7	4,118	0,015	-	-	H_4 diterima
P8	-	-	-1,625	0,104	H_4 ditolak
P10	-0,088	0,934	-	-	H_4 ditolak

Sumber: data sekunder (diolah)

Tabel 5 menunjukkan bahwa peristiwa eksternal volume perdagangan saham P3, P5, P6, P8 dan P10 memiliki nilai *sig.* > dari 0,05, artinya pada volume perdagangan saham 5 peristiwa eksternal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Sedangkan P7 memiliki nilai *sig.* < 0,05, artinya pada volume perdagangan saham 1 peristiwa eksternal terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Jika dilihat secara keseluruhan maka dapat dikatakan bahwa pada volume perdagangan saham peristiwa eksternal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger (H_4 ditolak).

Tabel 6 Hasil Uji Hipotesis Peristiwa Internal Penanaman Modal Asing

Kode Peristiwa	Paired Sample Test		Wilcoxon Signed Rank		Keterangan
	T	Sig.	Z	Sig	
P1	-2,345	0,079	-	-	H_5 ditolak
P2	-	-	-0,135	0,893	H_5 ditolak
P4	0,494	0,647	-	-	H_5 ditolak
P9	-1,037	0,358	-	-	H_5 ditolak
P11	-	-	-2,023	0,043	H_5 diterima

Sumber: data sekunder (diolah)

Tabel 6 menunjukkan bahwa peristiwa internal penanaman modal asing P1, P2, P4 dan P9 memiliki nilai *sig.* > dari 0,05, artinya pada penanaman modal asing 4 peristiwa internal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Sedangkan P11 memiliki nilai *sig.* < 0,05, artinya pada penanaman modal asing 1 peristiwa internal terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Namun jika dilihat secara keseluruhan maka dapat dikatakan bahwa pada penanaman modal asing peristiwa internal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger (H_5 ditolak).

Tabel 7 menunjukkan bahwa peristiwa eksternal penanaman modal asing P3, P5, P6, P8 dan P10 memiliki nilai *sig.* > dari 0,05, artinya pada penanaman modal asing 5 peristiwa eksternal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Sedangkan P7 memiliki nilai *sig.* < 0,05, artinya pada penanaman modal asing 1 peristiwa eksternal terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Jika dilihat secara keseluruhan maka dapat dikatakan bahwa pada

penanaman modal asing peristiwa eksternal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI *merger* (H_6 ditolak).

Tabel 7 Hasil Uji Hipotesis Peristiwa Eksternal Penanaman Modal Asing

Kode Peristiwa	<i>Paired Sample Test</i>		<i>Wilcoxon Signed Rank</i>		Keterangan
	<i>T</i>	<i>Sig.</i>	<i>Z</i>	<i>Sig</i>	
P3	-1,839	0,140	-	-	H_6 ditolak
P5	0,494	0,647	-	-	H_6 ditolak
P6	-	-	-0,135	0,893	H_6 ditolak
P7	4,353	0,012	-	-	H_6 diterima
P8	-1,950	0,123	-	-	H_6 ditolak
P10	-	-	-0,677	0,498	H_6 ditolak

Sumber: data sekunder (diolah)

Perbedaan Keuntungan Tak Normal Peristiwa Internal Sebelum Dan Setelah BSI *Merger*

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa keuntungan tak normal peristiwa internal tidak memiliki perbedaan sebelum dan sesudah BSI *merger*. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi akan pengumuman lima peristiwa internal. Hal ini terjadi karena peristiwa internal tersebut tidak memberikan informasi baru atau sinyal penting bagi pasar. Dengan kata lain, pasar sudah mengantisipasi peristiwa tersebut, sehingga tidak ada perubahan signifikan pada harga saham. Dalam pasar yang efisien, harga aset akan mencerminkan semua informasi yang tersedia dengan cepat (Martin and Nagel 2022). Jika pasar benar-benar efisien, peristiwa baru yang terjadi mungkin langsung tercermin dalam harga aset sehingga tidak ada perubahan yang berarti pada keuntungan tak normal setelah peristiwa tersebut. Disisi lain, jika periode pengamatan yang digunakan untuk mengukur keuntungan tak normal terlalu pendek, maka tidak cukup waktu untuk melihat dampak peristiwa. Sebaliknya, jika terlalu panjang, dampak peristiwa menjadi sulit dibedakan dari faktor-faktor lain yang memengaruhi harga saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Fadlitama and Adawiyah (2018) mengenai peristiwa internal perusahaan yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan keuntungan tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi pada 46 perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia. Kemudian penelitian Chhetri and Baral (2018) yang dilakukan di Nepal untuk perusahaan yang melakukan merger pun menunjukkan hasil keuntungan tak normal yang tidak memiliki perbedaan signifikan sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa. Selanjutnya penelitian Minzani, Laba, and Rahim (2021) menunjukkan hasil keuntungan tak normal t-5 sampai dengan t+5 untuk peristiwa *stock split* pada beberapa perusahaan tidak terlihat perbedaan yang signifikan.

Perbedaan Keuntungan Tak Normal Peristiwa Eksternal Sebelum Dan Setelah BSI *Merger*

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa keuntungan tak normal peristiwa eksternal tidak memiliki perbedaan sebelum dan sesudah BSI *merger*. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi akan pengumuman enam peristiwa eksternal dan peristiwa tersebut dapat dikatakan belum memiliki *information*

content dan tidak dapat memberikan sinyal positif yang dibutuhkan oleh investor pasar modal. Hal ini terjadi karena pasar sudah mengantisipasi peristiwa eksternal dari *merger*, peristiwa tersebut tidak dianggap penting oleh investor, terdapatnya pasar efisien, periode pengamatan yang tidak sesuai, dan peristiwa tersebut ternyata tidak berhasil mencapai ekspektasi pasar.

Penelitian terdahulu yang mendukung hasil penelitian ini adalah penelitian Danusatrio and Sulasmiyati (2018) tidak terdapat perbedaan signifikan keuntungan tak normal sebelum dan sesudah penutupan kebijakan *tax amnesty*. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Sambuari, Saerang, and Maramis (2020) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman kasus Covid-19. Penelitian peristiwa eksternal lainnya yang mendukung hasil penelitian ini adalah penelitian Hafidz and Isbanah (2020) yang menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa penetapan revisi undang-undang KPK tahun 2019.

Perbedaan Volume Perdagangan Saham Peristiwa Internal Sebelum Dan Setelah BSI Merger

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa volume perdagangan saham peristiwa internal tidak memiliki perbedaan sebelum dan sesudah BSI *merger*. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi akan pengumuman tiga peristiwa internal. Hal ini terjadi karena terjadinya antisipasi pasar, dimana informasi mengenai rencana *merger* sudah diketahui oleh pelaku pasar jauh sebelum peristiwa itu secara resmi diumumkan atau terjadi. Kurangnya kejutan dari *merger*, jika *merger* sudah diprediksi atau sudah diantisipasi oleh pasar, maka reaksi pasar akan cenderung terbatas. Volume perdagangan saham BRIS yang mengalami *merger* tetap stabil pada masa pengamatan peristiwa karena saham tersebut sudah memiliki likuiditas yang baik. Proses integrasi setelah *merger* seringkali memakan waktu yang cukup lama, dan hasilnya mungkin belum terlihat dalam waktu singkat. Oleh karena itu, para investor cenderung menunggu hasil dari integrasi tersebut sebelum mengambil keputusan perdagangan yang signifikan.

Untuk peristiwa 2, 4 dan 9 yang terjadi dilingkungan internal BRIS menunjukkan bahwa ketiga peristiwa yang terjadi dilingkungan internal BRIS tidak memiliki perbedaan signifikansi volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa. Artinya untuk TVA peristiwa internal ini memiliki 40% perbedaan signifikansi dan 60% tidak terdapat perbedaan signifikansi sehingga dapat dikatakan bahwa beberapa peristiwa dapat menimbulkan reaksi investor di pasar modal dan beberapa peristiwa tidak menimbulkan reaksi investor di pasar modal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Minzani, Laba, and Rahim (2021) yang menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikansi TVA sebelum dan sesudah pengumuman *stock split* pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Hasil penelitian Putri and Sihombing (2020) juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikansi TVA sebelum dan sesudah pengumuman *stock split* pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia dari tahun 2015-2019.

Perbedaan Volume Perdagangan Saham Peristiwa Eksternal Sebelum Dan Setelah BSI Merger

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa volume perdagangan saham peristiwa eksternal tidak memiliki perbedaan sebelum dan sesudah BSI merger. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi akan pengumuman lima peristiwa eksternal. Hal ini terjadi karena informasi tentang rencana merger sering kali sudah diketahui pasar sebelum resmi diumumkan. Jika kondisi pasar secara umum stabil atau tidak terjadi banyak volatilitas di sektor yang terkait, volume perdagangan mungkin tetap konsisten. Jika investor tidak melihat perubahan signifikan dalam prospek bisnis perusahaan setelah merger, mereka mungkin tidak akan mengubah keputusan investasi mereka, yang berarti volume perdagangan tetap stabil. Merger tidak selalu membawa perubahan besar pada operasional atau prospek perusahaan yang terlibat.

Peristiwa 3, 5, 6, 8 dan 10 yang terjadi dilingkungan eksternal BRIS menunjukkan bahwa kelima peristiwa yang terjadi dilingkungan eksternal perusahaan BRIS tidak memiliki perbedaan signifikansi aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa. TVA peristiwa eksternal ini memiliki 16.67% perbedaan signifikansi dan 83,33% tidak terdapat perbedaan signifikansi sehingga dapat dikatakan bahwa untuk TVA peristiwa lingkungan eksternal sangat dominan tidak terdapat perbedaan signifikansi. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi terhadap lima pengumuman peristiwa tersebut dan peristiwa tersebut dapat dikatakan belum memiliki *information content* yang dibutuhkan oleh investor pasar modal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Dewi and Rama (2019) peristiwa eksternal sebelumnya bahwa tidak terdapat perbedaan signifikansi volume perdagangan saham sebelum dan sesudah Pemilu Presiden dan Legislatif tahun 2019. Penelitian Riyadi, Sujito, and Rinawati (2020) menunjukkan tidak terdapat signifikansi TVA sebelum dan sesudah pelaksanaan SEA Games 2018 pada perusahaan manufaktur sektor consumer goods. Selanjutnya penelitian Hafidz and Isbanah (2020) mengatakan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikansi TVA sebelum dan sesudah pengesahan revisi undang-undang KPK tahun 2019.

Perbedaan Penanaman Modal Asing Peristiwa Internal Belum Dan Setelah BSI Merger

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa penanaman modal asing peristiwa internal tidak memiliki perbedaan sebelum dan sesudah BSI merger. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi akan pengumuman empat peristiwa internal. Hal ini terjadi karena tujuan merger dan peristiwa yang terjadi tidak berkaitan dengan penanaman modal asing, merger dan peristiwa tersebut tidak ada perubahan dalam strategi perusahaan yang terkait dengan penarikan modal asing, dan tidak adanya perubahan citra atau daya tarik BSI. Hal ini tidak memberikan sinyal positif bagi investor di pasar modal, sehingga tidak memberikan keputusan investasi.

Peristiwa 1, 2, 4 dan 9 yang terjadi dilingkungan internal perusahaan BRIS menunjukkan bahwa keempat peristiwa yang terjadi dilingkungan internal BRIS tidak memiliki perbedaan signifikansi penanaman modal asing sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa. FCI peristiwa internal ini memiliki satu peristiwa



perbedaan signifikansi dan empat peristiwa tidak terdapat perbedaan signifikansi sehingga dapat dikatakan bahwa untuk *FCI* peristiwa lingkungan internal sangat dominan tidak terdapat perbedaan signifikansi. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi terhadap empat pengumuman peristiwa tersebut dan peristiwa tersebut dapat dikatakan belum memiliki *information content* yang dibutuhkan oleh investor pasar modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Omorokunwa (2018) yang menunjukkan bahwa arus masuk modal asing baik secara langsung atau pun portofolio tidak memberikan dampak jangka pendek pada perkembangan pasar saham di Nigeria. Penelitian Setiaji and Wijayanto (2019) menyatakan bahwa pasar modal global tidak berpengaruh positif terhadap *return* pasar modal Indonesia.

Perbedaan Penanaman Modal Asing Peristiwa Eksternal Sebelum Dan Setelah BSI Merger

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa penanaman modal asing peristiwa eksternal tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah BSI merger. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi akan pengumuman lima peristiwa eksternal. Hal ini terjadi karena persepsi pasar yang netral terhadap merger dan lima peristiwa tersebut, struktur modal yang sudah kuat sebelum merger, proses merger yang sudah diantisipasi oleh pasar. Hal ini tidak memberikan sinyal positif bagi investor di pasar modal, sehingga tidak memberikan keputusan investasi.

Peristiwa 3, 5, 6, 8 dan 10 yang terjadi dilingkungan eksternal BRIS menunjukkan tidak memiliki perbedaan signifikansi penanaman modal asing sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa. *FCI* peristiwa eksternal ini memiliki 16,67% perbedaan signifikansi dan 83,33% tidak terdapat perbedaan signifikansi sehingga dapat dikatakan bahwa untuk *FCI* peristiwa lingkungan eksternal sangat dominan tidak terdapat perbedaan signifikansi. Artinya investor di pasar modal tidak bereaksi terhadap lima pengumuman peristiwa tersebut dan peristiwa tersebut dapat dikatakan belum memiliki *information content* yang dibutuhkan oleh investor pasar modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Omorokunwa (2018) menunjukkan hasil bahwa arus masuk modal asing baik secara langsung atau pun portofolio tidak memberikan dampak jangka pendek pada perkembangan pasar saham di Nigeria. Penelitian Setiaji and Wijayanto (2019) menyatakan bahwa pasar modal global tidak berpengaruh positif terhadap *return* pasar modal Indonesia.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian ini dapat disimpulkan bahwa pengujian peristiwa secara berkelompok dan keseluruhan menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa internal dan eksternal pada keuntungan tak normal. Begitu juga pada volume perdagangan saham, tidak ada perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa internal dan eksternal. Kemudian pada penanaman modal asing juga menunjukkan tidak ada perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa internal dan eksternal. Namun jika dilihat dari masing-masing peristiwa hasil menunjukkan bahwa aktivitas volume perdagangan pada peristiwa 1, 7, dan 11 terdapat perbedaan sebelum dan sesudah BSI merger. Penanaman modal asing pada peristiwa 7 dan 11 terdapat perbedaan sebelum dan sesudah BSI



merger. Penelitian ini secara teoritis dapat memberi wawasan dan menjadi rujukan untuk penelitian dimasa akan datang. Secara praktis penelitian ini dapat menjadi acuan bagi investor dalam menentukan keputusan investasi. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu waktu observasi peristiwa yang singkat. Oleh sebab itu penelitian selanjutnya dapat memperpanjang waktu observasi agar dapat memberikan hasil yang lebih maksimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Adhianto, Deden. 2020. "Investasi Reksa Dana Sebagai Alternatif Investasi Bagi Investor Pemula." *Jurnal E-Bis (Ekonomi-Bisnis)* 4 (1): 32–44. <https://doi.org/10.37339/e-bis.v4i1.242>.
- Al-Shattarat, Wasim Khalil, Basiem Khalil Al-Shattarat, and Ruba Hamed. 2018. "Do Dividends Announcements Signal Future Earnings Changes for Jordanian Firms?" *Journal of Financial Reporting and Accounting* 16 (3): 417–42. <https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2017-0021>.
- Ali, Sajid, Syed Jawad Hussain Shahzad, Naveed Raza, and Khamis Hamed Al-Yahyaee. 2018. "Stock Market Efficiency: A Comparative Analysis of Islamic and Conventional Stock Markets." *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications* 503 (August): 139–53. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.169>.
- Astari, Ni Komang Puspita, and I Made Suidarma. 2020. "Analisis Perbedaan Trading Volume Activity, Bid-Ask Spread Dan Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Stock Split Di PT Unilever Indonesia Tbk." *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis* 5 (2): 14–26. <https://journal.undiknas.ac.id/index.php/akuntansi/article/view/2779>.
- Badarinza, Cristian, Tarun Ramadorai, and Chihiro Shimizu. 2022. "Gravity, Counterparties, and Foreign Investment." *Journal of Financial Economics* 145 (2): 132–52. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.011>.
- Chhetri, Shanti Devi, and Ravindra Prasad Baral. 2018. "Event Study of Effect of Merger Announcement on Stock Price in Nepal." *Journal of Business and Management* 5 (I): 64–73. <https://doi.org/10.3126/jbm.v5i0.27390>.
- Combes, Jean-Louis, Tidiane Kinda, Rasmané Ouedraogo, and Patrick Plane. 2019. "Financial Flows and Economic Growth in Developing Countries." *Economic Modelling* 83 (December): 195–209. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.02.010>.
- Danusatrio, Dhaniswara, and Sri Sulasmiyati. 2018. "Analisis Reaksi Pasar Modal Sebelum Dan Setelah Penutupan Tax Amnesty (Studi Pada Saham Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Dan Ditunjuk Sebagai Gateway Dalam Pelaksanaan Program Tax Amnesty)." *Jurnal Administrasi Bisnis* 60 (2): 153–61. <https://administrasibisnis.studentjournal.ub.ac.id/index.php/jab/article/view/2520>.
- Dewi, I Gusti Ayu Agung Omika, and Gede Reinata Bayu Rama. 2019. "Analisis Abnormal Return, Trading Volume Activity Dan Foreign Capital Inflow Sebelum Dan Sesudah Pemilihan Presiden Dan Pemilihan Legislatif Tahun 2019 (Studi Pada Perusahaan Anggota Indeks Kompas100 Di Bursa Efek



- Indonesia)." *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis* 4 (2): 204–20. <https://doi.org/10.38043/jiab.v4i2.2327>.
- Diansari, Nila, Muhammad Faisal Abdullah, and Yunan Syaifullah. 2021. "Analisis Perbedaan Return Saham Dan Volume Perdagangan Saham Saat Pandemi Dibanding Sebelum Pandemi Covid-19 Di Indonesia." *Jurnal Ilmu Ekonomi JIE* 5 (1): 155–70. <https://doi.org/10.22219/jie.v5i1.14134>.
- Elad, Fotoh Lazarus, and Nko Solange Bongbee. 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>.
- Fadlitama, Luthfie, and Wardatul Adawiyah. 2018. "The Effect Of Mergers And Acquisitions On Abnormal Return: Case Study Of 46 Listed Companies In Indonesia Stock Ex- Change (IDX) From 2010-2016." *Emerging Markets : Business and Management Studies Journal* 5 (1): 36–48. <https://doi.org/10.33555/ijembm.v5i1.54>.
- Fatoni, Umi Fadilah, and Amir Soleh. 2022. "The Effect Of Mergers And Acquisitions On Stock Prices In Go Public Banking Companies 2015–2021." *Basic and Applied Computational and Advanced Research Journal* 1 (2): 63–68. <https://doi.org/10.11594/bacarj.01.02.03>.
- Ghibran, Nabiell, Lukman Effendy, and Indria Puspitasari Lenap. 2021. "Reaksi Pasar Atas Pandemi Virus Corona Pada Perusahaan LQ45 Di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Bisnis Terapan* 5 (1): 125–38. <https://doi.org/10.24123/jbt.v5i1.4029>.
- Hafidz, Maulana Faizal, and Yuyun Isbanah. 2020. "Analisis Komparatif Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Berdasarkan Political Event (Event Study Pada Pengesahan RUU KPK 2019)." *Jurnal Ilmu Manajemen* 8 (3): 829–38. <https://doi.org/10.26740/jim.v8n3.p829-838>.
- Hisam, Muhammad. 2024. "Menavigasi Volatilitas Pasar: Wawasan Tentang Instrumen Keuangan Dan Strategi Investasi." *Currency: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah* 2 (2): 315–28. <https://doi.org/10.32806/ke534p70>.
- Hoang, Kimberly Kay. 2018. "Risky Investments: How Local and Foreign Investors Finesse Corruption-Rife Emerging Markets." *American Sociological Review* 83 (4): 657–85. <https://doi.org/10.1177/0003122418782476>.
- Igan, Deniz, Ali M. Kutan, and Ali Mirzaei. 2020. "The Real Effects of Capital Inflows in Emerging Markets." *Journal of Banking & Finance* 119 (October): 105933. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105933>.
- Kervel, Vincent Van, and Albert J. Menkveld. 2019. "High-Frequency Trading around Large Institutional Orders." *The Journal of Finance* 74 (3): 1091–1137. <https://doi.org/10.1111/jofi.12759>.
- Kumara, H. V. U. D., and Pothupitiyage Narada Damitha Fernando. 2020. "Impact of Political Events on Stock Market Return: Empirical Evidence from Sri Lanka." In *Proceedings of the International Conference on Business & Information (ICBI) 2020*, 130–43. Sri Lanka: Faculty of Commerce and Management Studies, University of Kelaniya. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3844273>.
- Liu, Ningyue, Don Bredin, Liming Wang, and Zhihong Yi. 2020. "Domestic and Foreign Institutional Investors' Behavior in China." In *The Chinese Capital Markets*, 5–28. Routledge.



- <https://doi.org/10.4324/9781003034995-2>.
- Luo, Yadong, Huan Zhang, and Juan Bu. 2019. "Developed Country MNEs Investing in Developing Economies: Progress and Prospect." *Journal of International Business Studies* 50 (4): 633–67. <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00230-y>.
- Martin, Ian W.R., and Stefan Nagel. 2022. "Market Efficiency in the Age of Big Data." *Journal of Financial Economics* 145 (1): 154–77. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.10.006>.
- Minzani, Noor Maulia, Abd Rakhman Laba, and Fauzi R Rahim. 2021. "The Effect of Stock Trading Volume, Abnormal Return, and Bid-Ask Spread Before and After Stock Split Events on Companies on the Indonesia Stock Exchange." *Hasanuddin Journal of Applied Business and Entrepreneurship (HJABE)* 4 (4): 1–14.
- Omorokunwa, Osazee Godwin. 2018. "Stock Market Performance and Foreign Capital Flow." *Amity Journal of Finance ADMAA* 3 (2): 24–41. <https://amity.edu/admaa/ajf/current-issue.aspx>.
- Permatasari, Maulina Dyah, Shanty Meilawati, Ahmad Bukhori, and Meiliani Luckieta. 2021. "Analisis Perbandingan Harga Saham Dan Volume Perdagangan Sebelum Dan Selama Pandemi Covid-19." *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa* 6 (2): 99–116. <https://doi.org/10.37366/akubis.v6i02.271>.
- Priatno, Jerri, and Freddy Freddy. 2021. "Analysis of the Effect of Stock Split on Abnormal Stock Return and Share Liquidity." *Eduvest - Journal of Universal Studies* 1 (7): 629–40. <https://doi.org/10.59188/eduvest.v1i7.95>.
- Putri, Rimada Diamanta, and Pardomuan Sihombing. 2020. "The Effect Of Stock Split Announcement On The Trading Volume Activity, Abnormal Return, And Bid Ask Spread (Study On Companies Listed On The IDX For The Period Of 2015 - 2019)." *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting* 1 (4): 696–709. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v1i4.546>.
- Rahman, Zahoor, Arshad Ali, and Khalil Jebran. 2018. "The Effects of Mergers and Acquisitions on Stock Price Behavior in Banking Sector of Pakistan." *The Journal of Finance and Data Science* 4 (1): 44–54. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.11.005>.
- Riyadi, Sugeng, Sujito Sujito, and Tri Rinawati. 2020. "Reaksi Pasar Modal Sebelum Dan Sesudah Peristiwa Upacara Pembukaan Asean Games 2018 Di Jakarta." *Jurnal Dinamika Sosial Budaya* 21 (1): 57–67. <https://doi.org/10.26623/jdsb.v21i1.1504>.
- Sambuuri, Inri B., Ivonne S. Saerang, and Joubert B. Maramis. 2020. "Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Virus Corona (Covid-19) Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia." *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*. 7 (2): 407–15. <https://doi.org/10.35794/jmbi.v7i3.30668>.
- Setiaji, Fajar, and Andhi Wijayanto. 2019. "Effect of Foreign Investment Flow , World Capital Market , Foreign Exchange , and Country Risk To the Capital Market." *Management Analysis Journal* 8 (1): 1-12. <https://journal.unnes.ac.id/sju/maj/article/view/24137>.



- Steigenberger, Norbert, and Hendrik Wilhelm. 2018. "Extending Signaling Theory to Rhetorical Signals: Evidence from Crowdfunding." *Organization Science* 29 (3): 529–46. <https://doi.org/10.1287/orsc.2017.1195>.
- Syed, Ali Murad, and Ishtiaq Ahmad Bajwa. 2018. "Earnings Announcements, Stock Price Reaction and Market Efficiency – the Case of Saudi Arabia." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 11 (3): 416–31. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-02-2017-0044>.
- Tabibian, S. Amir, Zhaoyong Zhang, and Abdollah Ah Mand. 2021. "Stock Split Rule Changes and Stock Liquidity: Evidence from Bursa Malaysia." *Journal of Risk and Financial Management* 14 (9): 406. <https://doi.org/10.3390/jrfm14090406>.
- Usmar, Dani. 2021. "Transformasi PPKM Terhadap Abnormal Return Sub Industri Farmasi." *Jurnal Sosial Teknologi* 1 (11): 1341–52. <https://doi.org/10.59188/jurnalsostech.v1i11.233>.
- Vasudeva, Gurneeta, Lilac Nachum, and Gui-Deng Say. 2018. "A Signaling Theory of Institutional Activism: How Norway's Sovereign Wealth Fund Investments Affect Firms' Foreign Acquisitions." *Academy of Management Journal* 61 (4): 1583–1611. <https://doi.org/10.5465/amj.2015.1141>.
- Yasar, Burze, Thomas Martin, and Timothy Kiessling. 2020. "An Empirical Test of Signalling Theory." *Management Research Review* 43 (11): 1309–35. <https://doi.org/10.1108/MRR-08-2019-0338>.
- Yoon, Byungun, Yujin Jeong, and Sunhye Kim. 2020. "Detecting a Risk Signal in Stock Investment Through Opinion Mining and Graph-Based Semi-Supervised Learning." *IEEE Access* 8: 161943–57. <https://doi.org/10.1109/ACCESS.2020.3021182>.

