

ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN FATWA MUI NO 83/2023 TERHADAP ISU PERUSAHAAN TERAFILIASI ISRAEL DI BURSA EFEK INDONESIA

Muhammad Asad Jundurrahman¹

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bung Hatta

E-mail: ¹⁾ jundurrahman.asad02@gmail.com

Listiana Sri Mulatsih²

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bung Hatta

E-mail: ²⁾ listiana@bunghatta.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis *average abnormal return* (AAR) dan *average trading volume activity* (ATVA) sebelum dan setelah pengumuman Fatwa Majelis Ulama Indonesia (MUI) Nomor 83 Tahun 2023 pada perusahaan yang diboikot dan diduga terkait dengan Israel. Pendekatan yang digunakan adalah *event study* dengan jendela lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman untuk mengukur AAR dan ATVA. Populasi penelitian terdiri dari 30 perusahaan di Bursa Efek Indonesia tahun 2023 yang memenuhi kriteria tertentu, dan seluruhnya dijadikan sampel melalui metode *sampling jenuh*. Analisis data dilakukan dengan statistik deskriptif, uji normalitas, dan uji hipotesis menggunakan uji *wilcoxon signed-rank* dengan software Stata 12. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan pada AAR sebelum dan sesudah pengumuman. Namun, ATVA menunjukkan perbedaan signifikan, menunjukkan bahwa fatwa tersebut tidak mempengaruhi harga saham secara langsung, tetapi berdampak pada perilaku perdagangan dan aktivitasnya investor.

Kata Kunci: *abnormal return, trading volume activity*, reaksi pasar, transaksi afiliasi, boikot, Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023

ABSTRACT

This study aims to analyze the average abnormal return (AAR) and average trading volume activity (ATVA) before and after the announcement of the Indonesian Ulema Council (MUI) Fatwa Number 83 of 2023 on companies that are boycotted and suspected to be related to Israel. The approach used is an event study with a five-day window before and five days after the announcement to measure AAR and ATVA. The research population consists of 30 companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2023 that meet certain criteria, and all are sampled using a saturated sampling method. Data analysis was conducted using descriptive statistics, normality tests, and hypothesis testing with the wilcoxon signed-rank test using Stata 12 software. The results show that there is no significant difference in AAR before and after the announcement. However, ATVA shows a significant difference, indicating that the fatwa does not directly affect stock prices but impacts trading behavior and investor activity.

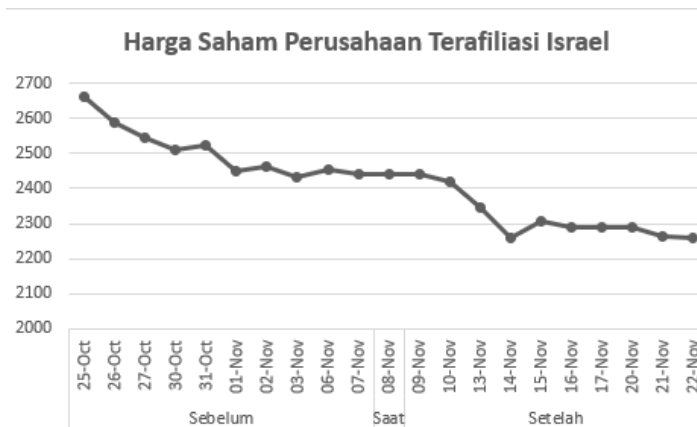
Keywords: *abnormal return, trading volume activity, market reaction, affiliated transactions, boycott, MUI Fatwa No. 83 of 2023*

PENDAHULUAN

Konflik Israel–Palestina telah berlangsung lebih dari satu abad dan dipicu oleh gerakan zionisme sejak 1897 (Dewantara et al., 2023). Indonesia sebagai negara yang menentang penjajahan turut mengukung perdamaian, namun konflik tidak kunjung berakhir dan menimbulkan berbagai reaksi internasional, salah satu yang menonjol adalah gerakan *Boycott, Divestment, and Sanctions (BDS)* yang semakin meningkat di berbagai negara (Newman, 2020). Gerakan ini diawali pada 10 Oktober 2023 yang ditujukan pada perusahaan yang memproduksi barang-barang yang menyatakan dukungan terhadap Israel dan sekutunya (Wibowo et al., 2024). Sebelum gerakan BDS muncul, terdapat konflik yang terjadi pada 07 Oktober 2023 tentang aksi genosida Israel atas pembalasan dari serangan Hamas terhadap desa-desa israel dan penyanderaan warga sipilnya (Ilahi et al., 2024). Pada dasarnya, boikot dijadikan sebagai peristiwa dikarenakan adanya seruan atau aksi BDS terhadap produk terafiliasi Israel, terutama setelah Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 mengenai Hukum Dukungan terhadap Perjuangan Palestina, yang melarang penggunaan produk terafiliasi Israel (Muth'iyah et al., 2024).

Aksi boikot tersebut menimbulkan implikasi ekonomi, antara lain penurunan penjualan, turunnya harga saham, serta memburuknya reputasi perusahaan. Dalam mengatasi reputasi yang kian memburuk, perusahaan-perusahaan yang menjadi target boikot memberikan klarifikasi atas dugaan terafiliasi dengan Israel. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa klarifikasi yang disampaikan tidak begitu efektif dalam meyakinkan investor yang tercermin pada harga saham yang tidak berubah (Fauziah, 2025). Pasca diterbitkannya Fatwa MUI No. 83/2023 tanggal 08 November 2023 mengenai Hukum Dukungan terhadap Perjuangan Palestina, sebuah studi menunjukkan bahwa 95 persen responden menyatakan menaati dan melaksanakan fatwa tersebut meskipun kedudukannya masih belum mengikat secara hukum (Azhari, 2023).

Pelaksanaan fatwa ini mendorong terjadinya boikot terhadap produk yang terkait dengan Israel, yang pada akhirnya berdampak terhadap kinerja pasar modal.



Gambar 1. Harga saham Perusahaan Terafiliasi Israel (2023)

Data menunjukkan bahwa harga saham delapan perusahaan dari sektor *consumer cyclicals*, *consumer non-cyclicals*, dan *technology* yang diduga terafiliasi Israel mengalami penurunan signifikan baik sebelum maupun sesudah fatwa diumumkan (idx.co.id). Kondisi ini

menarik dikaji karena tidak sepenuhnya sejalan dengan teori *Efficiency Market Hypothesis (EMH)*, yang berasumsi bahwa harga saham segera menyesuaikan terhadap seluruh informasi publik (Salim & Mukhlisin, 2022). Fenomena tersebut mengindikasikan bahwa pasar belum sepenuhnya efisien dalam merespons informasi publik, terutama yang bersifat keagamaan dan berdampak sosial-ekonomi. Untuk mengukur sejauh mana pasar merespon suatu informasi, maka pendekatan yang dapat digunakan adalah dengan melihat *abnormal return*.

Abnormal return merupakan selisih antara *actual return* dan *expected return* yang muncul akibat adanya informasi. Dalam penelitian ini, informasi tersebut berupa aksi boikot terhadap perusahaan terafiliasi Israel di Indonesia yang didasari Fatwa MUI No. 83/2023 mengenai Hukum Dukungan terhadap Perjuangan Palestina. Fatwa ini mendorong umat Islam untuk menghindari transaksi dan penggunaan produk Israel, yang pada gilirannya diharapkan menciptakan pasar efisien, yaitu ketika informasi tersedia lengkap, tepat, dan mudah diakses oleh seluruh pelaku pasar (Salim & Mukhlisin, 2022). Fenomena *abnormal return* umumnya dianalisis melalui *event study*, yaitu metode yang terbukti mampu mengungkap reaksi pasar terhadap informasi sekaligus menguji efisiensi pasar (Muth'iyah et al., 2024). Dengan metode ini, pengaruh suatu informasi atau peristiwa terhadap *abnormal return* saham dapat diukur secara lebih objektif. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Muth'iyah et al. (2024), Avianuari et al., (2024), dan Avianuari & Dhani Hendranastiti (2024) menunjukkan adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerbitan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023.

Dalam mengukur reaksi pasar modal, variabel lain yang digunakan adalah *trading volume activity*. Indikator ini mencerminkan kondisi perusahaan melalui data historis perdagangan saham di pasar modal. Tingkat aktivitas volume perdagangan menggambarkan likuiditas saham, yang dihitung dari perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham beredar. Dengan demikian, *trading volume activity* menjadi ukuran penting untuk menilai tingkat keaktifan dan likuiditas saham dalam suatu periode tertentu (Christianto, 2022). Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aswad et al., (2024), Avianuari et al., (2024), dan Gunibala et al., (2024) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah penerbitan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023.

Berdasarkan dinamika fenomena dan temuan penelitian sebelumnya, penelitian ini mereplikasi studi Avianuari et al. (2024) dengan fokus pada reaksi pasar modal melalui indikator *abnormal return* dan *trading volume activity*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah penerbitan Fatwa MUI No. 83 tahun 2023 pada perusahaan yang diisukan terafiliasi dengan Israel.

KAJIAN LITERATUR

Event Study

Dalam bukunya, Tandelilin (2010) menyatakan bahwa Studi peristiwa (*event study*) adalah penelitian yang mengkaji reaksi pasar terhadap peristiwa tertentu yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman. Studi ini digunakan untuk menilai bagaimana pasar merespons informasi yang diumumkan dan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi form*). Event study biasanya tidak memakai periode tahunan, tetapi menggunakan rentang waktu tertentu guna menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap peristiwa tersebut.

(Kusumawati et al., 2022). Reaksi pasar dapat diukur menggunakan *abnormal return*, *trading volume activity* dan *trading frequency activity* (Saputra et al., 2021). Tujuan utamanya adalah menetapkan periode penelitian secara spesifik tanpa dipengaruhi peristiwa lain (Muti'ah & Anwar, 2021).

Abnormal return

Menurut Elga et al. (2022), abnormal return adalah selisih antara return aktual dan return yang diharapkan. Actual return dikatakan positif jika lebih besar dari expected return, sementara jika lebih kecil, disebut sebagai abnormal return negatif (Amin, 2022). Tujuan penelitian tentang abnormal return adalah untuk mengetahui pengaruh informasi atau peristiwa tertentu terhadap abnormal return dalam periode tertentu. Hasil analisis menunjukkan bahwa abnormal return dapat memberikan sinyal baru bagi peneliti mengenai saham mana yang mengalami dampak positif, negatif, dan paling sedikit terkena dampak negatif (Saputra et al., 2021).

Trading volume activity

Menurut Amin (2022), *trading volume activity* adalah cerminan kondisi perusahaan berdasarkan data historis saham yang diperdagangkan di pasar modal. Besarnya aktivitas volume perdagangan diketahui melalui likuiditas saham perusahaan yang diukur menggunakan volume perdagangan. Untuk menilai reaksi pasar terhadap informasi yang diberikan perusahaan juga dapat diukur menggunakan *trading volume activity*. Informasi atau peristiwa yang terjadi dapat mempengaruhi permintaan dan penawaran harga saham di pasar modal (Elga et al., 2022). Sejalan dengan itu, Teall (2022) menjelaskan bahwa *trading volume activity* juga dapat meningkat secara signifikan karena peran high-frequency trading (HFT), yang menyumbang sebagian besar volume perdagangan di pasar keuangan global. Aktivitas ini bukan hanya mencerminkan likuiditas, tetapi juga respons pasar terhadap kecepatan eksekusi dan efisiensi informasi. Oleh karena itu, perubahan volume perdagangan dapat diinterpretasikan sebagai indikator penting dalam menilai sensitivitas pasar terhadap peristiwa tertentu.

Transaksi Afiliasi

Menurut KBBI, afiliasi merupakan perhubungan atau kerja sama antara dua lembaga, atau bantuan yang diberikan oleh lembaga yang lebih besar dalam bentuk personel. Sementara, transaksi afiliasi diartikan sebagai aktivitas bisnis yang hanya boleh dilakukan oleh Perusahaan Terbuka atau perusahaan yang berada di bawah kendalinya, dengan pihak-pihak yang punya hubungan khusus. Hubungan ini bisa berasal dari jajaran direksi, komisaris, pemegang saham utama, atau pihak yang mengendalikan perusahaan. Umumnya, transaksi ini dilakukan demi kepentingan bisnis perusahaan itu sendiri atau perusahaan lain yang masih memiliki keterkaitan afiliasi (Edwin JR, 2024).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Muth'iya et al., (2024) menjelaskan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan baik 14 hari sebelum dan setelah penerbitan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 pada 98 perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini juga sejalan dengan penelitian oleh (Arum Pujiastuti, 2024) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan nilai *abnormal return*

yang negatif sebelum dan sesudah penerapan boikot dalam jendela waktu 3 hari sebelum dan setelah penerapan boikot pada perusahaan-perusahaan target boikot yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian lain oleh Fauziah (2025) menjelaskan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* pada rentang 30 hari sebelum dan sesudah Fatwa MUI pada harga saham perusahaan terkait, namun tidak ditemukan perbedaan pada rentang 7 hari sebelum dan sesudah Fatwa MUI pada harga saham perusahaan terkait. Hal ini mengindikasikan bahwa masyarakat menerima informasi tersebut dengan baik sehingga menyebabkan harga menuju keseimbangan yang baru dan pasar dapat dikatakan efisien. Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang perlu dikembangkan sebagai berikut:

H₁: Terdapat perbedaan *average abnormal return* pada perusahaan yang terafiliasi dengan Israel sebelum dan sesudah pengumuman fatwa MUI No 83/2023 pada perusahaan yang terafiliasi Israel di Bursa Efek Indonesia tahun 2023

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Gunibala et al., (2024) menjelaskan bahwa terdapat perbedaan *trading volume activity* antara sebelum dan setelah pengumuman Fatwa MUI pada perusahaan sektor *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa peristiwa atau informasi tersebut berdampak terhadap reaksi pasar. Hal ini juga sejalan dengan penelitian oleh (Aswad et al., 2024) yang menyatakan bahwa terdapat volume transaksi saham dari sebelum dan sesudah keluarnya Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023. Pada penelitian lain yang dilakukan oleh Avianuari et al., (2024) terdapat perbedaan *trading volume activity* signifikan di semua jendela peristiwa baik 5, 10, 20 dan 30 hari sebelum dan setelah pengumuman fatwa MUI pada perusahaan terafiliasi Israel. Hal ini mengindikasikan bahwa boikot memiliki pengaruh jangka panjang pada volume perdagangan saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa investor merespon adanya pengumuman fatwa tersebut. Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang perlu dikembangkan sebagai berikut:

H₂: Terdapat perbedaan *average trading volume activity* pada perusahaan yang terafiliasi dengan Israel sebelum dan sesudah pengumuman fatwa MUI No 83/2023 pada perusahaan yang terafiliasi Israel di Bursa Efek Indonesia tahun 2023

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study* untuk menguji reaksi pasar modal terhadap terbitnya Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 mengenai Hukum Dukungan terhadap Perjuangan Palestina. Peristiwa ini dijadikan *event date* (t₀) pada 8 November 2023, dengan jendela observasi selama lima hari sebelum (t-5) dan lima hari setelah (t+5). Observasi hanya dilakukan pada hari-hari perdagangan aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi penelitian terdiri dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dan memiliki keterkaitan langsung maupun tidak langsung dengan Israel pada tahun 2023. Dari populasi sebanyak 30 perusahaan, penelitian ini menggunakan metode *sampling jenuh*, dimana seluruh populasi dijadikan sampel. Pemilihan ini didasarkan pada jumlah populasi yang relatif kecil sehingga memungkinkan analisis secara menyeluruh. Jumlah sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Deskripsi Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Sektor Barang Konsumen Primer	16
2	Sektor Barang Konsumen Non-Primer	10
3	Sektor Kesehatan	3
4	Sektor Teknologi	1
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel		30

Sumber: www.idx.co.id (2025)

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yang diperoleh melalui laporan tahunan perusahaan, laman resmi BEI (www.idx.co.id), serta sumber keterbukaan informasi lainnya. Teknik pengumpulan data diperoleh dari harga penutupan saham (*closing price*) dan volume perdagangan saham selama periode observasi.

Penelitian ini menggunakan dua variabel utama, yaitu:

1. *Abnormal Return* (AR) dihitung sebagai selisih antara return aktual dan return yang diharapkan. Return yang diharapkan diperkirakan menggunakan market adjusted model, dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proksi pasar. Selanjutnya, dihitung rata-rata abnormal return (AAR) untuk membandingkan kondisi sebelum dan sesudah peristiwa.
2. *Trading Volume Activity* (TVA), dihitung dengan membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan terhadap jumlah saham beredar pada periode observasi. Variabel ini digunakan untuk mengukur tingkat likuiditas saham sekaligus merefleksikan reaksi investor terhadap peristiwa.

Selain itu, penelitian ini mengidentifikasi keterkaitan perusahaan melalui indikator afiliasi sebagaimana diatur dalam POJK No. 42/POJK.04/2020, PSAK 7, serta merujuk pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Edwin (2024) dan Gustarina (2024), sehingga pemilihan perusahaan yang dianalisis dinilai relevan dengan isu boikot. Daftar perusahaan yang terindikasi memiliki afiliasi dengan Israel disajikan pada Tabel 2

Tabel 2. Daftar Perusahaan Sampel berdasarkan Indikasi Terafiliasi Israel

No	Indikasi Perusahaan Terafiliasi	Jumlah Perusahaan
1	Sebagai pemegang saham pengendali	6
2	Izin lisensi atau hak merek dagang	2
3	Investasi dan kerja sama langsung dengan perusahaan yang beroperasi di Israel	6
4	Distributor produk	5
5	Transaksi Afiliasi	2
6	Konsolidasi Laporan Keuangan	1
7	Menjadi target boikot masyarakat	8

Sumber: *Identifikasi Penulis* (2025)

Analisis data dilakukan dengan bantuan perangkat lunak STATA untuk mengolah data *time series*. Teknik analisis yang digunakan meliputi statistik deskriptif untuk menggambarkan rata-rata, standar deviasi, nilai maksimum, dan minimum dari *abnormal*

return (AR) dan *trading volume activity* (TVA). Selanjutnya dilakukan uji normalitas dengan *shapiro-wilk* guna menentukan distribusi data. Uji hipotesis dilakukan dengan *paired sample t-test* apabila data berdistribusi normal, sedangkan apabila data tidak berdistribusi normal digunakan *wilcoxon signed rank test* sebagai alternatif non-parametrik. Kedua uji ini digunakan untuk membandingkan nilai AR dan TVA sebelum dan sesudah peristiwa dengan tingkat signifikansi sebesar 5%.

Penelitian ini menggunakan pendekatan *event study* dengan peristiwa yang ditetapkan adalah penerbitan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 mengenai Hukum Dukungan terhadap Perjuangan Palestina pada 8 November 2023 sebagai tanggal peristiwa (t_0). Observasi dilakukan selama hari perdagangan aktif, dengan jendela peristiwa lima hari sebelum ($t-5$) hingga lima hari sesudah ($t+5$).

Perhitungan *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan formula (Hartono, 2022) sebagai berikut:

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

Dimana:

$E[R_{i,t}]$ = pengembalian harapan (expected return) untuk saham i pada hari ke- t

$R_{i,t}$ = return realisasi (*actual return*) atas saham i yang terjadi pada hari ke t

$RTN_{i,t}$ = *abnormal return* untuk saham i pada peristiwa ke- t (atau pada hari ke t)

1. Menghitung *Actual Return*

Keterangan :

$$AR_{av} = \frac{P_{av} - P_{av-1}}{P_{av-1}}$$

AR_{av} = *Actual Return* sekuritas a pada waktu v

P_{av} = Harga sekuritas a pada waktu v

P_{av-1} = Harga sekuritas a pada waktu $v-1$

2. Menghitung *Expected Return*

Expected return dibentuk menggunakan return pasar dimana sesuai dengan penggunaan *market adjusted model* dengan rumus:

$$E[R_{i,t}] = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$E[R_{i,t}]$ = Return yang diharapkan saham i pada periode peristiwa ke- t

$IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan periode peristiwa ke- t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks harga saham gabungan pada periode sebelumnya

Setelah mendapatkan data return aktual dan abnormal, perhitungan dilakukan untuk mengetahui perbedaan signifikan dalam abnormal return dalam penelitian ini. Analisis selanjutnya membandingkan average abnormal return (AAR) sebelum dan setelah peristiwa boikot, menggunakan rumus berikut:

3. Menghitung *Average Abnormal Return*

$$AAR_{sebelum} = \sum_{t=-n}^{t=-1} \frac{AR_{i,t}}{N}$$

$$AAR_{isetelah} = \sum_{t=+n}^{t=+1} \frac{ARI,t}{N}$$

Keterangan :

AAR_i = *Abnormal Return* semua saham

$ARI_{i,t}$ = *Abnormal Return* saham I pada tanggal t

N = Jumlah Saham

Selain *abnormal return*, penelitian ini juga menghitung *trading volume activity (TVA)* untuk mengukur likuiditas saham, dengan formula sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\text{Zvolume saham perusahaan i yang diperdagangkan pada hari ke t}}{\text{jumlah saham perusahaan i yang beredar pada periode ke t}}$$

Metode ini memungkinkan peneliti mengukur pengaruh publikasi fatwa terhadap *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham perusahaan terafiliasi Israel, sekaligus menguji apakah terdapat reaksi pasar yang signifikan pada periode observasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Berikut hasil statistik deskriptif untuk 30 sampel perusahaan dari *average abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman Fatwa MUI No. 83 tahun 2023.

Tabel 3. Hasil Analisis Statistik Deskriptif AAR

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AAR Sebelum	30	-0,0045281	0,0129672	-0,046117	0,019434
AAR Setelah	30	-0,0042228	0,008669	-0,023945	0,014833

Sumber: Data Diolah (2025)

Berdasarkan tabel 3 diatas, terlihat bahwa nilai *average abnormal return (AAR)* mengalami sedikit perubahan setelah pengumuman fatwa. Sebelum peristiwa, nilai AAR tercatat sebesar -0,0045, sementara sesudahnya menjadi -0,0042. Meskipun selisihnya relatif kecil, kecenderungan negatif pada kedua periode menunjukkan bahwa secara umum, saham-saham dalam sampel mengalami tekanan harga, baik sebelum maupun setelah fatwa diumumkan. Menariknya, nilai AAR minimum sebelum peristiwa mencapai -0,0461, lebih dalam dibandingkan nilai minimum sesudahnya (-0,0239), yang bisa mengindikasikan bahwa respons pasar yang paling ekstrem justru terjadi lebih awal, mungkin sebagai bentuk spekulasi atau kekhawatiran awal dari pelaku pasar.

Di sisi lain, nilai maksimum AAR setelah peristiwa (0,0148) sedikit lebih rendah daripada sebelum peristiwa (0,0194), yang memberi sinyal bahwa potensi keuntungan abnormal pun ikut melemah. Secara umum, tidak tampak lonjakan atau pembalikan tren yang mencolok, yang dapat diartikan bahwa pasar merespons dengan cara yang relatif hati-hati atau bahkan netral terhadap peristiwa tersebut.

Tabel 4. Hasil Analisis Statistik Deskriptif ATVA

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ATVA Sebelum	30	0,0009038	0,0013105	1.00e-06	0,005497
ATVA Setelah	30	0,0004973	0,0006787	0	0,002495

Sumber: Data Diolah (2025)

Sementara itu, gambaran berbeda muncul dari variabel *average trading volume activity* (ATVA). Sebelum terbitnya fatwa, ATVA berada pada level 0,0009, sedangkan setelah pengumuman turun menjadi 0,0005. Penurunan ini tampak jelas, dan semakin dikuatkan oleh penyempitan nilai maksimum dari 0,0055 menjadi 0,0025. Meski tidak disertai perubahan drastis pada nilai minimum, tren ini menyiratkan bahwa pasar menjadi lebih tenang dari sisi volume perdagangan setelah peristiwa berlangsung. Artinya, jika sebelumnya ada lonjakan aktivitas yang mungkin dipicu oleh spekulasi atau ketidakpastian, maka setelah informasi resmi beredar, respons pasar lebih terkendali atau bahkan mengarah pada kejenuhan.

Melalui pola ini, dapat disimpulkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman Fatwa MUI No. 83/2023 cenderung tidak terwujud dalam bentuk pergerakan harga yang drastis, namun lebih terlihat dari sisi penurunan aktivitas perdagangan. Ini membuka kemungkinan bahwa investor tidak secara langsung mengubah persepsinya terhadap prospek saham, tetapi lebih berhati-hati dalam mengambil posisi, menunggu arah sentimen yang lebih pasti. Dalam konteks ini, pasar tampak memilih untuk *wait and see* ketimbang bereaksi secara agresif.

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk memastikan apakah sampel data yang digunakan telah terdistribusi secara normal atau tidak. Dalam penelitian ini, metode pengujian yang paling tepat adalah uji *shapiro-wilk* dengan tingkat signifikansi $< 0,05$.

Tabel 5. Hasil Uji Normalitas AAR

Variable	Obs	W	V	Prob>z	Keterangan
AAR Sebelum	30	0.92679	2.327	0.04039	Tidak Normal
AAR Setelah	30	0.97548	0.779	0.69680	Normal

Sumber: Data Diolah (2025)

Berdasarkan tabel 5, hasil uji normalitas pada data *average abnormal return* (AAR) menunjukkan dinamika yang cukup menarik. Pada periode sebelum peristiwa, nilai probabilitas uji *shapiro-wilk* sebesar 0,04039, sedikit di bawah ambang signifikansi umum (0,05). Ini menunjukkan bahwa distribusi AAR sebelum peristiwa cenderung tidak normal, meskipun tidak terlalu ekstrem. Sebaliknya, untuk periode setelah peristiwa, nilai p naik cukup jauh menjadi 0,69680, yang menunjukkan bahwa data AAR sesudah peristiwa mengikuti distribusi normal secara statistik.

Tabel 6. Hasil Uji Normalitas ATVA

Variable	Obs	W	V	Prob>z	Keterangan
ATVA Sebelum	30	0.70861	9.262	0.00000	Tidak Normal
ATVA Setelah	30	0.73502	8.422	0.00001	Tidak Normal

Sumber: Data Diolah (2025)

Berbeda halnya dengan temuan pada ATVA, baik untuk periode sebelum maupun sesudah peristiwa, nilai p dari uji *shapiro-wilk* sangat kecil, masing-masing 0.00000 dan 0.00001. Angka ini memberikan sinyal yang tegas bahwa distribusi data ATVA tidak memenuhi asumsi normalitas pada kedua periode pengamatan. Ketimpangan distribusi ini bisa saja mencerminkan adanya lonjakan atau penurunan volume yang ekstrem, yang wajar terjadi dalam konteks peristiwa yang memicu reaksi emosional atau spekulatif di pasar.

Pengujian Hipotesis

Hasil uji *shapiro-wilk* menunjukkan bahwa data AAR sebelum peristiwa tidak berdistribusi normal, sedangkan sesudahnya berdistribusi normal, sementara data ATVA pada kedua periode juga tidak normal. Karena terdapat ketidaknormalan pada sebagian besar data, analisis perbedaan dilakukan menggunakan uji *wilcoxon signed rank*, sejalan dengan praktik penelitian terdahulu.

Tabel 7. Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test Average Abnormal Return

Variable	Obs	Prob > z	Keterangan
AAR Sebelum - AAR Setelah	30	0,9918	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan

Sumber: Data Diolah (2025)

Berdasarkan hasil uji *wilcoxon signed-rank* yang dilakukan terhadap data *average abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023, diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,9918, yang jauh melampaui ambang signifikansi umum 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua periode tersebut. Dengan kata lain, secara statistik, pasar tidak menunjukkan perubahan perilaku yang berarti dalam hal keuntungan abnormal yang diperoleh investor sebelum dan sesudah peristiwa.

Berdasarkan penelitian ini, maka hipotesis alternatif (H_1) ditolak, dan hipotesis nol (H_0) diterima, yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan pada AAR sebelum dan sesudah peristiwa. Hal ini mengisyaratkan bahwa fatwa tersebut belum cukup kuat untuk menggeser persepsi pasar terhadap saham-saham yang terindikasi dalam isu yang dimaksud, setidaknya dalam konteks jangka pendek yang diamati dalam penelitian ini.

Tabel 8. Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test Average Trading Volume Activity

Variable	Obs	Prob > z	Keterangan
ATVA Sebelum – ATVA Sesudah	30	0.0010	Terdapat perbedaan yang signifikan

Sumber: Data Diolah (2025)

Hasil uji *wilcoxon signed-rank* antara data *average trading volume activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0010, yang secara jelas berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Temuan ini memberikan bukti statistik bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam aktivitas volume perdagangan saham pada dua periode tersebut. Menariknya, jumlah observasi dengan perubahan positif (23 perusahaan) jauh lebih banyak dibandingkan yang negatif, mengindikasikan bahwa peristiwa ini memicu lonjakan aktivitas perdagangan pada sebagian besar emiten yang dianalisis. Dengan kata lain, meskipun fatwa ini mungkin belum berdampak nyata pada sisi return, pasar tampaknya cukup bergolak dari sisi volume transaksi, mencerminkan adanya kegelisahan, spekulasi, atau bahkan reaksi emosional dari pelaku pasar terhadap isu yang berkembang.

Berdasarkan temuan yang diperoleh dari pengujian ini, hipotesis nol (H_0) ditolak dan hipotesis alternatif (H_2) diterima, yang menunjukkan adanya perbedaan signifikan dalam *average trading volume activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023. Perbedaan ini mencerminkan bahwa pasar tidak sepenuhnya tenang dalam merespons peristiwa tersebut. Meskipun tidak serta-merta berdampak pada sisi return, peningkatan aktivitas perdagangan memberi sinyal bahwa fatwa ini memicu reaksi dari pelaku pasar, entah dalam bentuk spekulasi, antisipasi risiko, atau ketidakpastian yang menggerakkan volume transaksi. Dengan kata lain, pasar menunjukkan dinamika yang lebih nyata dari sisi perilaku jual beli yang mungkin mencerminkan sentimen kehati-hatian atau perhatian lebih terhadap isu yang sedang berkembang.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penerbitan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap abnormal return saham perusahaan yang terafiliasi dengan Israel. Nilai *average abnormal return* (AAR) pada periode sebelum dan sesudah peristiwa tidak mengalami perbedaan berarti, sebagaimana dibuktikan dengan uji *wilcoxon signed-rank* yang menghasilkan nilai $p = 0,9918$. Hal ini mengindikasikan bahwa investor tidak memandang fatwa tersebut sebagai informasi yang berdampak langsung terhadap kinerja maupun prospek fundamental perusahaan, sehingga harga saham tetap stabil.

Sebaliknya, pada aspek aktivitas volume perdagangan rata-rata (ATVA), ditemukan perbedaan yang signifikan antara sebelum dan setelah fatwa, dengan $p = 0,0010$. Hasil ini mencerminkan bahwa meskipun harga saham relatif tidak berubah, perilaku investor justru terefleksi dalam peningkatan atau penyesuaian intensitas transaksi. Dengan demikian, fatwa ini lebih banyak memengaruhi dinamika aktivitas perdagangan dibandingkan valuasi saham itu sendiri. Temuan ini mempertegas bahwa reaksi pasar terhadap suatu informasi dapat muncul tidak hanya melalui perubahan harga, tetapi juga melalui perubahan perilaku transaksi yang lebih bersifat psikologis dan jangka pendek.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, penelitian hanya terbatas pada dua variabel reaksi pasar, yaitu *average abnormal return* dan *average trading volume activity*. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain seperti *trading frequency activity* agar hasil analisis lebih komprehensif. Kedua, penelitian ini hanya berfokus pada perusahaan yang terafiliasi dengan Israel, tanpa adanya perbandingan dengan perusahaan yang tidak terafiliasi. Untuk itu, studi berikutnya diharapkan

dapat memberikan analisis pembandingan antara kedua kelompok perusahaan tersebut guna memperoleh pemahaman yang lebih beragam mengenai respons pasar, khususnya dalam konteks investor syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Amin, M. A. N. (2022). Analisis Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Setelah Pengumuman Dividen Pt.Kalbe Farma Saat Pandemi Covid-19. *Creative Research Management Journal*, 5(1), 56. <https://doi.org/10.32663/crmj.v5i1.2461>
- Aswad, H., Adriyani, A., & Ubadillah, A. (2024). Pengaruh Fatwa Majelis Ulama Indonesia Nomor 83 Tahun 2023 Terhadap Nilai Saham Perusahaan Terafiliasi Dengan Israel. *Jurnal Ekonomika Dan Bisnis (JEBS)*, 4(6), 1544–1550. <https://doi.org/10.47233/jebbs.v4i6.2195>
- Avianuari, F., & Dhani Hendranastiti, N. (2024). The Influence of Boycott Threats on Abnormal Returns and Trading Volume: Evidence from the Israel-Palestine Conflict. *Dinasti International Journal of Education Management And Social Science*, 6(2), 1053–1063. <https://doi.org/10.38035/dijemss.v6i2.3679>
- Avianuari, F., Hendranastiti, N. D., & Indonesia, U. (2024). *MARKET REACTIONS TO BOYCOTT ANNOUNCEMENTS: ANALYZING THE IMPACT ON TARGETED COMPANIES IN INDONESIA*. 4(10), 1–11.
- Azhari, N. (2023, December 5). *Pusfahim UIN Jakarta: 95 persen umat taati Fatwa MUI tentang dukungan terhadap perjuangan Palestina*. Majelis Ulama Indonesia. <https://mui.or.id/baca/berita/pusfahim-uin-jakarta-95-persen-umat-taati-fatwa-mui-tentang-dukkungan-terhadap-perjuangan-palestina>
- Dewantara, J. A., Sulistyarini, Afandi, Warneri, & Efiani. (2023). Pelanggaran HAM Dalam Konflik Israel dan Palestina Berdampak Terhadap Hilangnya Hak Asasi Manusia Khususnya Hak Anak di Palestina. *Jurnal Kewarganegaraan*, 7(1), 19–25.
- Edwin JR, M. (2024). Transaksi Afiliasi Dan Transaksi Benturan Kepentingan Pada Pasar Modal di Indonesia. *JUSTICIA SAINS: JURNAL ILMU HUKUM*, 09(02). <https://doi.org/10.24967/jcs.v9i2.3068>
- Elga, R., Murni, S., & Tulung, J. E. (2022). Di Indonesia (Event Study Pada Indeks Lq45) Capital Market Reaction To Events Before and After the Covid-19 Announcement in Indonesia (Event Study on Lq45 Index Companies). *Jurnal EMBA*, 10(1), 1052–1060. www.finance.yahoo.com
- Fauziah, F. E. (2025). MUI Boycott Fatwa and Companies Clarification Effect on Affiliated Stocks Price in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Simki Economic*, 8(1), 12–25. <https://doi.org/10.29407/jse.v8i1.898>
- G, E. F. S., PULUNGAN, N. A. F., & SUBIYANTO, B. (2021). The Relationships between Abnormal Return, Trading Volume Activity and Trading Frequency Activity during the COVID-19 in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 737–745. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0737>
- Gunibala, Z. Y., Renuat, A., & Dzikriah, S. I. (2024). Menilik Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Rilis Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023. *Jurnal Riset Dan Aplikasi:*

Akuntansi Dan Manajemen, 7(1), 141–152.

Hartono, J. (2022). *Analisis Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Penerbit Andi.

Ilahi, M. A. R., Dasuki, D., & Januarsyah, P. Z. (2024). Peran International Court of Justice (Icj) Dalam Penyelesaian Konflik Israel-Palestina. *Civis : Jurnal Ilmiah Ilmu Sosial Dan Pendidikan*, 13(2), 94–104. <https://doi.org/10.26877/civis.v13i2.19600>

Kusumawati, I., Purnamawati, I., Dwi, R., & Mulyono, A. P. (2022). PERTAMA (Event Study Pada Perusahaan Sektor Agrikultur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Integratif*, 8(1), 17–32.

Muth'iyah, R. S., Sulistyowati, E., & Azmiyanti, R. (2024). Analisis Event Study Penerbitan Fatwa Mui Nomor 83 Tahun 2023 Sebagai Aksi Bela Palestina Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, 8(3), 92–112. <https://doi.org/10.31955/mea.v8i3.4404>

Muti'ah, A., & Anwar, M. (2021). Analisis Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Pengumuman COVID-19 Sebagai Pandemi Global oleh WHO (Studi pada Pasar Modal Negara-Negara ASEAN). *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1), 236–245.

Newman, K. M. (2020). Boycotts Past and Present: From the American Revolution to the Campaign to Boycott Israel by David Feldman. In *Antisemitism Studies* (Vol. 4, Issue 2). <https://doi.org/10.2979/antistud.4.2.14>

Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M. C. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius Media.

Salim, B., & Mukhlisin, M. (2022). Analisa Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Penerbitan Laporan Audit (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Dan Auditing*, 19(1), 22–42. <https://doi.org/10.14710/jaa.19.1.22-42>

Saputra, M. Y., Yetti, F., & Hidayati, S. (2021). Analisis Abnormal Return Sebelum Dan Saat Pandemi Covid-19 Terhadap Saham Sektor Food And Beverages. *Konferensi Riset Nasional Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi*, 2, 839–848.

Steven Christianto, I. B. A. P. (2022). *Reaksi Pasar Terhadap Peristiwa Right Issue Di Bursa Efek Indonesia*. 11(2), 398–417.

Teall, J. L. (2022). Financial Trading and Investing, Third Edition. In *Financial Trading and Investing, Third Edition*. <https://doi.org/10.1016/C2020-0-02037-2>

Wibowo, P., Hapsari, R. D., & Ascha, M. C. (2024). Respon Publik Terhadap Fatwa Boikot Produk Israel Oleh Majelis Ulama Indonesia. *Journal Publicuho*, 7(1), 382–395. <https://doi.org/10.35817/publicuho.v7i1.371>