



Mengungkap Dampak Boikot Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Arum Pujiastuti

Fakultas Ekonomika dan Bisnis/ Akuntansi, Universitas Selamat Sri Kendal

arumpujias@gmail.com

Abstract. *The issuance of the Indonesian Ulema Council (MUI) Fatwa Number 83 of 2023 further supports the call for boycotting Israeli products as a show of solidarity with Palestinian fighters in Indonesia. This research explores the impact of the boycott on the market value of targeted companies by measuring the difference in abnormal returns and trading volume activity before and after the boycott. Employing a quantitative approach through an event study with paired sample t-tests and Wilcoxon signed-rank tests, this study examines seven targeted companies. The research findings indicate a significant negative abnormal difference before and after the boycott within a 3-day window. However, when extending the window to 5 and 10 days, the results show no significant differences in abnormal returns due to the boycott. Similar results are observed when examining the trading volume of stocks, which also did not exhibit significance.*

Keywords: *Boycott, Company Market Value, Israel-Palestine Conflict, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

Abstrak . Keluarnya Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 semakin memperkuat panggilan untuk melancarkan boikot terhadap produk Israel sebagai bentuk dukungan bagi perjuangan Palestina di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi dampak boikot terhadap nilai pasar perusahaan yang menjadi sasaran boikot, dengan menganalisis perbedaan abnormal return dan aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah boikot. Menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan studi peristiwa dan uji beda sampel berpasangan t serta Wilcoxon signed ranked test, penelitian ini menguji tujuh perusahaan yang menjadi target boikot. Hasil penelitian mengungkap adanya perbedaan nilai abnormal return yang negatif sebelum dan sesudah penerapan boikot dalam jendela waktu 3 hari. Namun, ketika jendela waktu diperpanjang menjadi 5 hari dan 10 hari, hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam nilai abnormal return akibat boikot. Hasil serupa juga ditemukan ketika menganalisis volume perdagangan saham yang tidak menunjukkan perbedaan signifikan di semua jendela waktu.

Kata Kunci: Boikot, Nilai pasar perusahaan, Konflik Israel-Palestina, Abnormal return, Trading volume activity.

PENDAHULUAN

Gerakan Boikot, Divestasi, dan Sanksi (BDS) merupakan aksi yang bertujuan untuk menekan Israel di ranah ekonomi-politik guna mengakhiri pendudukan di Palestina. Diluncurkan pada 2005, BDS terus berkembang dengan berbagai taktik. Di beberapa negara Eropa seperti Prancis, Swedia, dan Inggris, para pendukung BDS melakukan tindakan keras dengan membuang produk-produk Israel dari toko-toko lokal. Sementara itu, dana pensiun di Norwegia dan Belanda menjual saham perusahaan-perusahaan Israel dari portofolio mereka (Fishman, 2012).

Di Amerika Serikat, kampanye BDS difokuskan pada kampus-kampus perguruan tinggi seperti Berkeley, San Diego, dan Boston, dengan resolusi divestasi yang mengadvokasi

penarikan dana perguruan tinggi dari perusahaan-perusahaan Israel secara umum (Arnold, 2019; Chalcraft, 2019). Selama dua dekade terakhir, perusahaan-perusahaan internasional seperti Orange, G4S, Veolia, Airbnb, Alston, Dexia, Caterpillar, dan lainnya dipanggil untuk menghentikan bisnis di Wilayah Palestina (Boström et al., 2019; Kaminer & Rosenberg, 2020).

Di Indonesia seruan BDS kembali dilakukan di tahun 2023 dengan memanasnya konflik Palestina-Israel di bulan Oktober 2023. Pada tanggal 10 November 2023 Majelis Ulama Indonesia (MUI) mengeluarkan Fatwa Nomor 83 Tahun 2023 tentang Hukum Dukungan terhadap Pejuang Palestina. Fatwa tersebut mengatakan bahwa mendukung perjuangan kemerdekaan Palestina atas agresi Israel hukumnya wajib, sedangkan mendukung agresi Israel terhadap Palestina hukumnya haram. Keluarnya Fatwa ini semakin mendorong aksi boikot yang dilakukan oleh masyarakat Indonesia terhadap produk yang terafiliasi dengan Israel.

Adanya boikot ini berdampak pada perusahaan yang menjadi target boikot. Studi terdahulu menunjukkan bahwa tindakan-tindakan semacam ini dapat menciptakan krisis dalam struktur kepemimpinan perusahaan serta menyebabkan pergantian kepemimpinan yang signifikan (McDonnell & Cobb, 2020). Dampaknya juga bisa berimbas pada kinerja finansial, kepercayaan pelanggan, dan reputasi perusahaan karena potensi kehilangan basis konsumen (Méndez-Suárez & Crespo-Tejero, 2021). Selain itu, boikot juga dapat mengganggu hubungan dengan pihak-pihak yang memiliki kepentingan dalam perusahaan (McDonnell & Werner, 2016).

Penelitian yang dilakukan oleh Van Den Broek et al. (2017) menunjukkan protes online berdampak negative untuk perusahaan. Saat kampanye protes online berhasil menggerakkan konsumen, perusahaan akan mengalami kerugian keuangan, reputasi, dan penjualan. Terkait dengan keuangan, Bhagwat et al. (2020) menjelaskan bahwa dalam situasi boikot perusahaan, investor cenderung memberikan tanggapan yang negatif terhadap perusahaan yang terlibat dalam aktivisme sosial-politik. Penelitian sejenis Villagra et al. (2021) juga menunjukkan reaksi negative boikot terhadap nilai pasar saham sekalipun bentuk dukungan yang diberikan perusahaan sudah disetujui oleh stakeholder. Sementara itu Arnold (2019) menemukan bahwa secara keseluruhan, pasar tidak bereaksi secara signifikan terhadap boikot konsumen. Namun, perusahaan-perusahaan yang memiliki reputasi buruk sebelum boikot, memiliki kapital pasar yang besar, dan sering terlibat dalam skandal di masa lalu lebih cenderung untuk mengalami reaksi pasar yang signifikan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak boikot terhadap nilai pasar saham perusahaan di Indonesia. Beberapa perusahaan di Indonesia yang terafiliasi dengan Israel yang menjadi target boikot diantaranya, PT MAP Boga Adiperkasa Tbk (MAPB) yang merupakan

perusahaan yang mengoperasikan Starbucks di Indonesia. Kemudian ada PT Fast Food Indonesia Tbk. (FAST) dengan restoran cepat saji KFC, PT Unilever Indonesia Tbk. (UNVR) dengan produk kebutuhan sehari-hari, PT Akasha Wira International Tbk dengan air minum Nestle Pure Life, PT Erajaya Swasembada Tbk. (ERAA) yang mendistribusikan produk Apple di Indonesia, dan PT Metrodata Electronics Tbk (MTDL) yang mendistribusikan produk hardware asal Israel, Hewlett Packard (HP), serta PT Sarimelati Kencana Tbk (PZZA) yang mengoperasikan *franchise* Pizza Hut di Indonesia.

Penelitian ini mengembangkan pertanyaan: bagaimana investor bereaksi atas peristiwa boikot? Dengan menggunakan metodologi *event study*, penelitian ini menguji efek boikot terhadap nilai perusahaan dengan menganalisis reaksi pasar atas perusahaan yang menjadi target boikot. Kami merumuskan hipotesis, jika boikot dapat menggerakkan konsumen, perusahaan akan mengalami kerugian keuangan, reputasi, dan penjualan. Berdasarkan *signaling theory* boikot menjadi signal negative untuk investor, sehingga dapat menurunkan nilai pasar perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Signaling Theory

Teori sinyal dikembangkan untuk membantu menjelaskan bagaimana para pengambil keputusan menginterpretasikan dan merespons situasi di mana informasi tidak lengkap dan didistribusikan secara asimetris di antara pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi (Spence, 1974). Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa satu perusahaan, seperti penjual, memiliki informasi lengkap sementara pihak eksternal, seperti pembeli, harus bergantung pada apa yang penjual bersedia untuk bagikan (Nelson, 1970). Konteks ini menciptakan potensi seleksi yang merugikan dan moral hazard (Akerlof, 1978). Salah satu cara bagi pembeli untuk mengurangi risikonya adalah dengan mengidentifikasi karakteristik yang dapat diamati dan dapat diubah yang mempengaruhi probabilitas kondisional kinerja penjual. Karakteristik tersebut dikenal sebagai sinyal.

Spence (1974) mendefinisikan sinyal sebagai aktivitas atau atribut yang, secara sengaja atau kebetulan, mengubah keyakinan atau menyampaikan informasi kepada orang lain. Sinyal adalah bentuk komunikasi yang dapat dipercaya yang mengirimkan informasi dari penjual ke pembeli (Spence, 2002). Agar sinyal efektif, mereka harus memenuhi dua kondisi yang saling terkait: pertama, sinyal harus cukup mahal untuk membedakan perusahaan-perusahaan penjual satu sama lain; dan kedua, pihak eksternal seperti pembeli harus percaya bahwa ada korelasi positif antara sinyal dan kualitas yang mendasari sumbernya.

Boikot, Divestasi, dan Sanksi (BDS)

McMahon (2014) mendefinisikan kampanye BDS (Boikot, Divestasi, Sanksi) secara khusus mengkomunikasikan taktik yang akan digunakan untuk menentang proyek Zionis, yaitu boikot akademis, budaya, konsumen, dan olahraga, divestasi, dan sanksi. Kampanye ini juga spesifik dalam hal tujuan dari taktik-taktik tersebut: boikot untuk mengisolasi Israel secara akademis dan budaya, terutama untuk merusak kontribusi lembaga akademis Israel terhadap proyek pemukiman kolonial Zionis; divestasi untuk membatasi keuntungan dari ekonomi perang dan apartheid Israel; dan sanksi untuk meningkatkan kesadaran tentang pelanggaran Israel terhadap hukum internasional dan berupaya mengakhiri keterlibatan lembaga internasional dan negara lain dalam pelanggaran tersebut. Taktik-taktik ini dibahas dalam urutan terbalik berikut ini, dengan perhatian khusus pada kontroversi boikot akademis.

Langkah boikot kampanye BDS terdiri dari tiga bagian: konsumen, budaya, dan akademis. Ini, dan ini sangat penting, adalah boikot institusional. Boikot konsumen cukup sederhana. Ini mendorong individu dan kelompok untuk tidak membeli barang dan jasa dari perusahaan Israel dan perusahaan internasional yang terlibat dalam kebijakan Israel yang melanggar hak-hak Palestina dan hukum internasional. Menurut kampanye tersebut, boikot konsumen bekerja dengan dua cara: 'pertama dengan meningkatkan kesadaran publik tentang apartheid dan pendudukan Israel serta dukungan internasional untuknya dan kedua dengan memberikan tekanan ekonomi untuk perubahan (McMahon, 2014).

Signalling Theory dan Boikot, Divestasi, dan Sanksi (BDS)

Media modern memperkuat pengaruh konsumen dalam memengaruhi tindakan etis perusahaan, mendorong perusahaan untuk membangun citra positif di mata konsumen. Studi menunjukkan bahwa tekanan sosial dari konsumen yang mengorganisir boikot dapat memberikan efek disiplin yang kuat pada perilaku perusahaan. Dalam beberapa studi terdahulu, ditemukan bahwa boikot bisa mengakibatkan krisis kepemimpinan (McDonnell & Cobb, 2020), pergantian kepemimpinan signifikan, penurunan kepercayaan pelanggan, kerugian finansial, serta penurunan nilai pasar saham (Méndez-Suárez & Crespo-Tejero, 2021). Adanya boikot memberikan sinyal negatif untuk investor. Sehingga penelitian merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Nilai pasar perusahaan bereaksi negative karena boikot

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak boikot terhadap nilai pasar saham. Desain riset ini meliputi beberapa langkah yang harus diikuti. Riset ini menggunakan data harga saham dan volume perdagangan saham (Rahayu, 2023) dari perusahaan-perusahaan

target boikot yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kemudian kami menggunakan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan untuk saham-saham yang diamati untuk melihat perbedaannya. Analisis data dimulai dengan menyajikan statistik deskriptif dari abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman, menguji normalitas dataset, serta hipotesis berdasarkan normalitas data. Dataset yang mengikuti distribusi normal akan menggunakan uji *Paired T-test*, sedangkan yang tidak akan menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank test*. Sampel yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan target boikot yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*. Dalam metode *purposive*, sampel dipilih berdasarkan kebijakan peneliti menggunakan beberapa kriteria. Kriteria yang ditentukan adalah: 1) Perusahaan harus terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum kejadian; dan 2) Saham perusahaan diperdagangkan secara aktif sebelum periode kejadian. Berikut merupakan sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 1 Daftar Perusahaan Target Boikot

No	Nama Perusahaan	Kode Saham
1.	PT MAP Boga Adiperkasa Tbk	MAPB
2.	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST
3.	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR
4.	PT Akasha Wira International Tbk	ADES
5.	PT Erajaya Swasembada Tbk	ERAA
6.	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL
7.	PT Sarimelati Kencana Tbk	PZZA

Penelitian ini menggunakan data sekunder sebagai sumber utama, yang mencakup data sebagai berikut: 1) informasi tentang peristiwa utama, yaitu BDS atas produk Israel pada saat dikeluarkan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023, dikumpulkan dari artikel berita media nasional (*detikfinance*, *bisnis.com*); 2) harga saham harian perusahaan yang terdaftar selama periode penelitian. Data ini diperoleh dari Yahoo Finance; 3) volume perdagangan saham perusahaan yang terdaftar selama periode tertentu. Data ini dikumpulkan dari Yahoo Finance; 4) jumlah saham yang beredar dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar dari laporan tahunan perusahaan.

Studi peristiwa digunakan dalam penelitian ini untuk menilai pengaruh kedatangan informasi terhadap harga saham (Campbell et al., 2010). Metode ini secara empiris menguji dampak suatu peristiwa tertentu pada pasar modal suatu negara, khususnya dalam bidang pasar saham. Studi peristiwa memberikan pemahaman tentang respons pasar terhadap informasi dan seberapa besar informasi tersebut mempengaruhi pergerakan harga saham. Penelitian ini bertujuan untuk memahami hubungan antara peristiwa dan pasar keuangan, memberikan pemahaman yang

lebih baik terhadap dampak informasi pada harga saham, serta membantu investor dalam pengambilan keputusan. Analisis ini memberikan wawasan tentang efisiensi pasar dengan mengevaluasi reaksi pasar terhadap suatu peristiwa tertentu. Studi ini membantu menilai seberapa cepat dan seberapa tepat pasar dalam menyerap informasi baru.

Asumsi dasar studi peristiwa, menurut McWilliams & Siegel (1997) terdiri dari tiga hal. Pertama adalah efisiensi pasar yang menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan bagi peserta pasar. Asumsi kedua adalah peristiwa yang tidak terduga, dimana pasar tidak memiliki informasi sebelumnya tentang suatu peristiwa yang baru diumumkan melalui media. Asumsi terakhir adalah isolasi efek peristiwa tertentu dari peristiwa lain yang bisa menjadi pengacau dalam analisis. Terdapat beberapa peristiwa pengacau seperti deklarasi dividen, penggabungan dan akuisisi, kontrak pemerintah, pengenalan produk baru, dan perubahan pada eksekutif kunci. Jangka waktu peristiwa yang lebih panjang akan membuat penelitian lebih sulit dalam mengisolasi efek dari peristiwa yang spesifik.

Menurut MacKinlay (1997), dalam studi peristiwa, penting untuk menentukan peristiwa yang menjadi fokus dan mengidentifikasi jendela waktu di mana saham-saham terkait dengan peristiwa tertentu diamati. Dalam penelitian ini, peristiwa yang menjadi fokus adalah keluarnya Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023. Biasanya, jendela waktu peristiwa lebih luas dari periode minat. Meskipun tidak ada ukuran pasti untuk menentukan jendela waktu peristiwa, panjang periode peristiwa masih bergantung pada kebutuhan penelitian. Periode minat sering diperluas hingga beberapa hari, termasuk hari pengumuman dan hari berikutnya. Penelitian telah menunjukkan bahwa jendela peristiwa yang pendek cenderung menunjukkan dampak yang signifikan dari suatu peristiwa (Ryngaert & Netter, 1990). Penggunaan jendela waktu yang panjang dapat lebih sulit dikendalikan karena kemungkinan adanya peristiwa lain yang mempengaruhi dampak dari peristiwa yang diamati. Durasi jendela waktu peristiwa biasanya berkisar antara 3 hingga 121 hari untuk data harian, dengan periode estimasi sekitar 100 hingga 300 hari. Dalam penelitian ini, penulis memilih 100 hari sebelum jendela peristiwa sebagai periode estimasi untuk menghitung return yang diharapkan dalam model pasar. Jendela waktu peristiwa ditetapkan antara -10 hingga +10 (Rahayu, 2023), -5 hingga +5 (Villagra et al., 2021), dan -3 hingga +3 (Putra et al., 2022) hari perdagangan untuk melihat reaksi pasar sebelum dan setelah pengumuman. Aksi boikot didasarkan pada tanggal dikeluarkan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 tentang larangan dukungan Israel yaitu pada 10 November 2023, yang menjadi tanggal peristiwa atau t-0. Observasi dilakukan hanya saat pasar buka, dengan pengecualian hari libur dan akhir pekan, dan dilanjutkan ke hari berikutnya saat pasar kembali buka.

Sementara itu untuk menghitung *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* adalah sebagai berikut:

$$1. \text{ Abnormal Return } (AR_{i,t})$$

$$\text{Abnormal Return } (AR_{i,t}) = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$: Abnormal Return saham i pada tanggal t

$R_{i,t}$: Return saham i pada tanggal t

$E(R_{i,t})$: Expected Return saham i pada tanggal t

Dimana $R_{i,t}$ didapat dengan kalkulasi berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

Keterangan:

$R_{i,t}$: Return saham i pada tanggal t

$P_{i,t}$: Harga saham i pada tanggal t

$P_{i,t-1}$: Harga saham i pada tanggal t-1

Sedangkan $E(R_{i,t})$ dihitung menggunakan rumus berikut:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i Rm_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Keterangan:

$E(R_{i,t})$: Expected Return saham i pada tanggal t

α_i : Intercept saham i

β_i : Beta saham i

$Rm_{i,t}$: Return pasar saham i pada tanggal t

$\varepsilon_{i,t}$: error

Setelah mendapatkan data return aktual dan abnormal, penulis dapat menghitung abnormal return untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan dalam abnormal return dalam penelitian ini untuk menjawab pertanyaan penelitian. Selain itu, penelitian ini menganalisis perbedaan signifikan sebelum dan sesudah pengumuman Fatwa MUI dengan menghitung menggunakan Rata-Rata Abnormal Return (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa. Berikut adalah rumusnya:

$$AAR_{i \text{ sebelum}} = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} AR_{i,t}}{N} \quad (4)$$

$$AAR_{i \text{ setelah}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+n} AR_{i,t}}{N} \quad (5)$$

Keterangan:

AAR_i : Abnormal Return saham semua saham

$AR_{i,t}$: Abnormal Return saham i pada tanggal t

N : Jumlah saham

2. *Trading Volume Activity* ($TVA_{i,t}$)

Perhitungan aktivitas volume perdagangan disediakan dalam penelitian ini untuk melihat bagaimana pasar bereaksi dari perspektif volume saham yang diperdagangkan. Lee & Swaminathan (2000) mengusulkan rumus untuk menghitung volume perdagangan saham sebagai berikut:

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Volume perdagangan saham } i \text{ pada periode } t}{\text{Jumlah saham } i \text{ yang beredar pada periode } t} \quad (6)$$

Untuk mengestimasi perbedaan dalam volume saham yang diperdagangkan sebelum dan sesudah peristiwa, Aktivitas Rata-Rata Volume Perdagangan (ATVA) dihitung dengan menggunakan perhitungan berikut:

$$ATVA_{i\text{sebelum}} = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} TVA_{\text{sebelum}}}{N} \tag{7}$$

$$ATVA_{i\text{sesudah}} = \frac{\sum_{t=+n}^{t=+1} TVA_{\text{sesudah}}}{N} \tag{8}$$

Keterangan:

$ATVA_i$: Rata-rata trading volume activity semua saham

$TVA_{i,j}$: trading volume activity semua saham I peristiwa j

N : Jumlah sampel

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3 menunjukkan statistik deskriptif untuk data yang digunakan pada penelitian ini. Secara keseluruhan, setelah adanya boikot ada penurunan return saham pada perusahaan target boikot khususnya pada t+5 dan t+3 peristiwa. Sedangkan untuk *trading volume activity* perbedaan yang jelas terjadi pada penurunan Trading Volume pada jendela waktu 10 hari.

Tabel 2 Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return* dan *Average Trading Volume Activity* Pada Perusahaan Target Boikot

		Sebelum Boikot			Setelah Boikot		
		T-10	T-5	T-3	T+10	T+5	T+3
AAR	Min	-0.028	-0.002	-0.002	-0.014	-0.015	-0.015
	Mean	-0.003	0.001	0.0004	-0.002	-0.006	-0.010
	Max	0.003	0.003	0.003	0.005	0.001	-0.007
ATVA	Min	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Mean	0.001	0.001	0.001	0.000	0.001	0.001
	Max	0.004	0.004	0.004	0.002	0.002	0.003

Selanjutnya untuk mengetahui metode yang tepat untuk melihat perbedaan abnormal return dan trading volume, dilakukan uji normalitas. Hasil uji normalitas ditunjukkan pada Tabel 4 sebagai berikut.

Tabel 3 Hasil Uji Normalitas

AAR						
Periode	Jendela 10 hari		Jendela 5 hari		Jendela 3 hari	
	Sig	Keterangan	Sig	Keterangan	Sig	Keterangan
Sebelum	0.957	Terdistribusi normal	0.243	Terdistribusi normal	0.423	Terdistribusi normal
Sesudah	0.077	Terdistribusi normal	0.034	Terdistribusi tidak normal	0.398	Terdistribusi normal

ATVA						
Periode	Jendela 10 hari		Jendela 5 hari		Jendela 3 hari	
	Sig	Keterangan	Sig	Keterangan	Sig	Keterangan
Sebelum	0.001	Terdistribusi tidak normal	0.001	Terdistribusi tidak normal	0.001	Terdistribusi tidak normal

Sesudah	0.015	Terdistribusi tidak normal	0.016	Terdistribusi tidak normal	0.004	Terdistribusi tidak normal
----------------	-------	----------------------------	-------	----------------------------	-------	----------------------------

Pada tabel 4 uji normalitas menggunakan *Shapiro-Wilk test*. Data dikatakan terdistribusi normal apabila mempunyai signifikansi lebih dari 5%. Selanjutnya untuk menguji apakah ada perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman boikot dilakukan uji beda sampel berpasangan. Untuk periode yang terdistribusi normal dilakukan uji *Paired t-test* sedangkan untuk data yang tidak terdistribusi dengan normal menggunakan uji *Wilcoxon signed ranked test*. Pada pengujian menggunakan data *abnormal return* pengujian dengan *paired t-test* dilakukan pada jendela waktu 10 hari dan 3 hari. Sedangkan pada jendela waktu 5 hari menggunakan *Wilcoxon signed ranked test*. Sementara itu, untuk pengujian *trading volume activity* semua jendela waktu menggunakan uji *Wilcoxon signed ranked test*.

Tabel 5 menampilkan hasil uji *Paired t-test* untuk jendela 10 hari dan 3 hari. Sedangkan untuk jendela 5 hari menggunakan uji *Wilcoxon signed ranked test*. Hasil dikatakan ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah boikot apabila nilai signifikansi kurang dari 5%. Pada penelitian ini, saat menggunakan data *abnormal return* menghasilkan bahwa boikot membuat perbedaan nilai pasar saham untuk jendela waktu 3 hari. Sedangkan untuk jendela waktu 10 hari dan 5 hari tidak ada perbedaan signifikan pasar saham sebelum dan sesudah boikot. Sementara itu, saat menggunakan data *trading volume activity*, semua jendela waktu tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Tabel 4 Hasil Uji *Paired T-Test* dan *Wilcoxon Signed Ranked*

Jendela waktu	AAR			ATVA		
	T-statistic /Zscore	Sig	Hasil	T-statistic /Zscore	Sig	Hasil
10 hari	-0.274	0.793	Tidak ada perbedaan <i>abnormal return</i>	-1.352	0.172	Tidak ada perbedaan <i>trading volume activity</i>
5 hari	-1.521	0.128	Tidak ada perbedaan <i>abnormal return</i>	-0.507	0.612	Tidak ada perbedaan <i>trading volume activity</i>
3 hari	2.615	0.040	Ada perbedaan <i>abnormal return</i>	-0.507	0.612	Tidak ada perbedaan <i>trading volume activity</i>

Penelitian ini menghasilkan adanya perbedaan signifikan *abnormal return* akibat boikot pada perusahaan target boikot khususnya untuk jendela waktu 3 hari. Penurunan *abnormal return* ini terjadi setelah dikeluarkannya Fatwa MUI yang berisi larangan dukungan untuk Israel. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Heilmann (2016), Villagra et al. (2021) dan Koku (2022) yang menyatakan boikot berpengaruh negative

terhadap nilai pasar saham. Menurut Heilmann (2016) boikot memiliki dampak yang lebih besar pada produk konsumen dibandingkan produk non-konsumen. Seperti yang terjadi di Indonesia, perusahaan target boikot adalah perusahaan pada sektor consumer.

Temuan ini sejalan dengan teori bahwa boikot pada dasarnya dipicu oleh konsumen dengan sedikit atau tanpa bantuan resmi dari pemerintah. Hal ini menunjukkan bahwa pelaku mempertimbangkan konsekuensi ekonomi dari gangguan perdagangan saat memilih strategi konflik mereka, karena boikot terhadap produk konsumen mungkin lebih murah bagi pelaku boikot daripada menghentikan impor barang-barang dan modal. Sementara itu, Chengying et al. (2022) mengungkap pada studi kasus boikot produk China di pasar Amerika hanya berdampak secara jangka pendek atau bersifat sementara dan hasilnya tidak signifikan untuk jangka panjang yang sejalan dengan hasil penelitian ini dimana perbedaan abnormal return hanya terjadi pada jendela waktu 3 hari. Sementara itu, nilai abnormal return yang negative menunjukkan sinyal negative investor karena adanya ketidakpastian pada keberlanjutan perusahaan target boikot (Bash & Alsaifi, 2019).

Sementara itu, hasil tidak signifikan perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah boikot sejalan dengan hasil penelitian Rahayu (2023). Menurut Rofiki et al. (2018) menjelaskan bahwa ketika tidak ada perbedaan dalam Aktivitas Volume Perdagangan (TVA) sebelum dan sesudah suatu peristiwa, maka informasi yang disampaikan oleh peristiwa tersebut tidak mempengaruhi aktivitas volume perdagangan, dan para investor cenderung untuk menunggu dan melihat, meskipun terdapat abnormal return dengan nilai negatif. Temuan ini sejalan dengan penelitian oleh Farisi et al. (2018) yang menyimpulkan bahwa kurangnya perbedaan dalam TVA sebelum dan sesudah Pengumuman Kebijakan B20 disebabkan oleh minimnya perubahan dalam aktivitas volume perdagangan yang cukup signifikan untuk menciptakan perbedaan TVA antara kedua periode tersebut.

This research will be conducted in three phases : measurement model (external model), structural model (internal model), and hypothesis testing. (Pramono Budi, et al., 2023 ; 970)

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan nilai pasar perusahaan akibat larangan dukungan terhadap dengan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 yang menyebabkan boikot terhadap produk perusahaan yang terafiliasi dengan Israel. Hasil penelitian menunjukkan adanya boikot menyebabkan penurunan nilai pasar perusahaan khususnya pada jendela waktu 3 hari. Namun saat jendela waktu diperpanjang menjadi 5 hari, dan 10 hari, hasilnya

menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan nilai pasar perusahaan karena boikot. Hasil serupa juga terjadi pada saat diuji menggunakan volume perdagangan saham yang tidak signifikan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi kepada investor dan pihak yang terlibat dengan perusahaan dalam menentukan strategi keuangan saat terjadi peristiwa yang menyebabkan ketidakpastian seperti boikot. Adapun saran untuk penelitian selanjutnya untuk mengikutsertakan perusahaan pesaing dari perusahaan target boikot untuk menganalisis apakah adanya boikot justru menguntungkan perusahaan pesaing dari perusahaan target boikot.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G. A. (1978). THE MARKET FOR “LEMONS”: QUALITY UNCERTAINTY AND THE MARKET MECHANISM. In P. Diamond & M. Rothschild (Eds.), *Uncertainty in Economics* (pp. 235-251): Academic Press.
- Arnold, S. (2019). A Collision of Frames: The BDS Movement and Its Opponents in the United States. In D. Feldman (Ed.), *Boycotts Past and Present: From the American Revolution to the Campaign to Boycott Israel* (pp. 219-241). Cham: Springer International Publishing.
- Bash, A., & Alsaifi, K. (2019). Fear from uncertainty: An event study of Khashoggi and stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 23, 54-58. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.05.004>
- Bhagwat, Y., Warren, N. L., Beck, J. T., & Watson, G. F. (2020). Corporate Sociopolitical Activism and Firm Value. *Journal of Marketing*, 84(5), 1-21. doi:10.1177/0022242920937000
- Boström, M., Micheletti, M., & Oosterveer, P. (2019). Studying political consumerism. *The Oxford handbook of political consumerism*, 1-24.
- Campbell, C. J., Cowan, A. R., & Salotti, V. (2010). Multi-country event-study methods. *Journal of Banking & Finance*, 34(12), 3078-3090. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.016>
- Chalcraft, J. (2019). The Boycott, Divestment, Sanctions (BDS) Movement and Radical Democracy. In D. Feldman (Ed.), *Boycotts Past and Present: From the American Revolution to the Campaign to Boycott Israel* (pp. 287-310). Cham: Springer International Publishing.
- Chengying, H., Rui, C., & Ying, L. (2022). US-China trade war and China's stock market: an event-driven analysis. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 35(1), 3277-3290. doi:10.1080/1331677X.2021.1990781
- Farisi, A., Salman, G., & N F, N. (2018). Analisis Perbedaan Reaksi Bursa Efek Indonesia Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Kebijakan Biodiesel 20 (B20)(Studi pada Perusahaan Kelapa Sawit Subsektor Perkebunan Tahun 2018). *Jurnal Administrasi Bisnis* 72(1), 37-45.
- Fishman, J. S. (2012). The BDS message of anti-Zionism, anti-Semitism, and incitement to discrimination. *Israel Affairs*, 18(3), 412-425. doi:10.1080/13537121.2012.689521

- Heilmann, K. (2016). Does political conflict hurt trade? Evidence from consumer boycotts. *Journal of International Economics*, 99, 179-191. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.11.008>
- Kaminer, D., & Rosenberg, D. (2020). How the Conflict between Anti-Boycott Legislation and the Expressive Rights of Business Endangers Civil Rights and Antidiscrimination Laws. *U. Rich. L. Rev.*, 55, 827.
- Koku, P. S. (2022). *Are Ethical Boycotts Merely Signaling Value? The Financial Effect of Ethical Boycotts*, Cham.
- Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2000). Price Momentum and Trading Volume. *The Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069. doi:<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00280>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2729691>
- McDonnell, M.-H., & Cobb, J. A. (2020). Take a Stand or Keep Your Seat: Board Turnover after Social Movement Boycotts. *Academy of Management Journal*, 63(4), 1028-1053. doi:10.5465/amj.2017.0890
- McDonnell, M.-H., & Werner, T. (2016). Blacklisted Businesses: Social Activists' Challenges and the Disruption of Corporate Political Activity. *Administrative Science Quarterly*, 61(4), 584-620. doi:10.1177/0001839216648953
- McMahon, S. F. (2014). The Boycott, Divestment, Sanctions campaign: contradictions and challenges. *Race & Class*, 55(4), 65-81. doi:10.1177/0306396813519939
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event Studies In Management Research: Theoretical And Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657. doi:10.5465/257056
- Méndez-Suárez, M., & Crespo-Tejero, N. (2021). Why do banks retain unprofitable customers? A customer lifetime value real options approach. *Journal of Business Research*, 122, 621-626. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.10.008>
- Nelson, P. (1970). Information and Consumer Behavior. *Journal of Political Economy*, 78(2), 311-329. doi:10.1086/259630
- Putra, G. K., Pujiastuti, A., & Tristiawan, F. (2022). Market Reaction To The Russian Vs Ukrainian War. *Jurnal Mantik*, 6(2), 2236-2241. doi:10.35335/mantik.v6i2.2764
- Pramono Budi, Istanti Enny, Daengs GS, Achmad, Syafi'i, Bramastyo KN, RM, 2023, Impact of Social Media Marketing and Brand Awareness on Purchase Intention in coffee shop culinary in Surabaya, IJEBD Volume 06 Nomor 05 September 2023, Page. 968 - 977
- Rahayu, N. (2023). Market Reaction To The Announcement Of The European Union Coal Embargo On Coal Import From Russia In Other Exporting Countries. *Journal Integration of Management Studies*, 1(1), 107-123. doi:10.58229/jims.v1i1.19
- Rofiki, D., Topowijono, & Nurlaily. (2018). Reaksi Pasar Modal Indonesia Akibat Peristiwa Pemilihan Gubernur DKI Jakarta Putaran II 2017 (Event Study Pada Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks LQ45 Periode Februari-Juli 2017). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 62(2), 185-193.
- Ryngaert, M., & Netter, J. (1990). Shareholder Wealth Effects of the 1986 Ohio Antitakeover Law Revisited: Its Real Effects. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 6(1), 253-262. doi:10.1093/oxfordjournals.jleo.a036989

- Spence, M. (1974). *Market signaling: Informational transfer in hiring and related screening processes*. Cambridge: Harvard University Press
- Spence, M. (2002). Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. *American Economic Review*, 92(3), 434-459. doi:10.1257/00028280260136200
- Van Den Broek, T., Langley, D., & Hornig, T. (2017). The Effect of Online Protests and Firm Responses on Shareholder and Consumer Evaluation. *Journal of Business Ethics*, 146(2), 279-294. doi:10.1007/s10551-017-3653-9
- Villagra, N., Monfort, A., & Méndez-Suárez, M. (2021). Firm value impact of corporate activism: Facebook and the stop hate for profit campaign. *Journal of Business Research*, 137, 319-326. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.08.052>