

**DAMPAK PILKADA SERENTAK 2015 DAN 2017 TERHADAP ABNORMAL  
RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEKTOR PERBANKAN DI  
BURSA EFEK INDONESIA**

**BENO JANGE**

Dosen STMIK Dharmapala Riau

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan menguji dampak pemilihan kepala daerah (pilkada) di Indonesia pada tahun 2015 dan 2017 terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan event study selama 5 hari sebelum dan sesudah event date. Event date pilkada 2015 adalah pada tanggal 9 Desember 2015 sedangkan event date pilkada 2017 adalah pada tanggal 15 Februari 2017. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang tergabung dalam sektor perbankan periode Desember 2015 sampai Februari 2017. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan Pusat Data Pasar Modal. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi harga saham penutupan harian, IHSG, volume perdagangan saham harian dan jumlah saham yang beredar. Return ekspektasi menggunakan market adjusted model. Sedangkan sampel yang digunakan adalah saham-saham yang termasuk dalam sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan adanya abnormal return pada pilkada serentak 2015 dan 2017. Namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa baik untuk abnormal return maupun trading volume activity pada pilkada serentak 2015 dan 2017. Sehingga bisa disimpulkan bahwa pilkada serentak 2015 dan 2017 berpengaruh namun tidak signifikan terhadap harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia.

**Kata Kunci :** *Abnormal Return, Trading Volume Activity, Expected Return, Event Study.*

**ABSTRACT**

*The purpose of this study is to examine the impacts of Indonesia's 2015 and 2017 local election (pilkada) towards stock prices on Indonesia Stock Exchange. This research uses event study for 5 days before event date and 5 days after event date. Event date for pilkada 2015 was December 9th 2015 and event date for pilkada 2017 was February 15th 2017. The sample used in this research is a company incorporated in banking sector for period of December 2015 until Februari 2017. This study uses secondary data obtained from Indonesian Stock Exchange and Capital Market Data Center. The data used in this study including daily closing stock prices, IHSG stock index, daily trading volume activity and total of shares outstanding. Expected return using market adjusted model. While the sample used in the shares are banking sector stocks in Indonesian Stock Exchange. The results of this study showed that there is abnormal return on Pilkada 2015 and 2017. However, there is no significant difference between before and after event both for abnormal return and trading volume activity on pilkada 2015 and 2017. Thus, it can be concluded that pilkada 2015 and 2017 have an effect but not significant to stock prices and trading volume activities on banking sector in Indonesia Stock Exchange.*

**Keywords :** *Abnormal Return, Trading Volume Activity, Expected Return, Event Study*

## **PENDAHULUAN**

Peristiwa politik erat kaitannya dengan stabilitas ekonomi suatu negara. Kondisi politik yang stabil cenderung meningkatkan kinerja ekonomi suatu negara. Hal ini dikarenakan rendahnya resiko kerugian yang diakibatkan oleh faktor non ekonomi sehingga adanya peristiwa politik seperti pemilihan umum, pergantian kepala negara ataupun berbagai kerusuhan politik cenderung mendapat respon negatif dari pelaku pasar. Walaupun tidak berkaitan langsung dengan dinamika yang terjadi di pasar modal namun pengaruh lingkungan ekonomi tidak dapat dilepaskan dengan aktivitas bursa saham. Peristiwa politik kerap kali menjadi faktor utama pemicu fluktuasi harga saham di bursa efek.

Peristiwa Pemilihan Kepala Daerah (pilkada) merupakan salah satu peristiwa politik di Indonesia yang cukup menarik untuk ditelaah. Sejak diberlakukannya UU No 32 Tahun 2004 tentang Pemerintah Daerah, pemilihan kepala daerah adalah bagian dari Otonomi Daerah dan kepala daerah dipilih langsung secara langsung oleh rakyat melalui Pemilihan Kepala Daerah dan Wakil Kepala Daerah. Proses pilkada sendiri ternyata sudah melalui beberapa kali perubahan. Kepala Daerah atau Wakil Kepala Daerah yang awalnya dipilih secara langsung oleh rakyat dan secara serentak melalui UU No 22 Tahun 2014 akhirnya dipilih secara langsung oleh rakyat dan secara serentak melalui UU No 1 Tahun 2015 yang kemudian dipertegas dengan disahkannya UU No 1 Tahun 2016.

Meski tidak mempengaruhi pergerakan harga saham secara langsung, peristiwa pilkada serentak merupakan salah satu informasi yang diserap oleh para pelaku pasar modal dan digunakan untuk memperoleh keuntungan yang diharapkan di masa yang akan datang. Informasi tersebut bisa jadi mempengaruhi pengambilan keputusan investor untuk

menjual atau membeli saham di bursa efek yang tercermin pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Jika IHSG turun berarti investor cenderung melakukan penjualan saham sedangkan jika IHSG naik berarti investor cenderung melakukan pembelian saham. Investor tentunya menginginkan resiko yang paling rendah dalam melakukan investasi sehingga adanya peristiwa pilkada akan membuat investor cenderung berhati-hati dalam menginvestasikan dananya ke pasar modal.

Peristiwa politik seperti pilkada serentak selama ini selalu membuat ketidakpastian. Kondisi ketidakpastian ini sangat tidak disukai oleh investor. Selama ini masih terdapat perbedaan antara sesama peneliti, apakah memang peristiwa politik mempunyai peran dalam mempengaruhi pasar modal khususnya harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Cutler, *et al.* (1989) menghasilkan faktor politik tidak banyak berpengaruh terhadap harga saham di Amerika. Penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Lin and Wang (2005), dan Chen, *et al.* (2005). Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Kim and Mei (1994) mendapatkan pergerakan saham di Hong Kong erat kaitannya dengan peristiwa politik yang ada. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Chan and Wei (1996); Kim and Mei (2001); Bilson, *et al.* (2002); Zach (2003); Beaulieu, *et al.* (2006); Gorjaev and Sonin (2005); Wang, Lee and Lin (2008); Dangol (2008); Khalid and Rajaguru (2010); dan Chau, *et al.* (2013).

Dari hasil penelitian di atas terlihat adanya perbedaan penelitian dari dampak peristiwa politik terhadap harga saham. Dari perbedaan tersebut dirasa perlu diteliti kembali apakah ada dampak peristiwa pilkada serentak tahun 2015 dan tahun 2017 terhadap *abnormal return* dan *volume perdagangan saham* pada sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia.

## TELAAH PUSTAKA

Hipotesis pasar yang efisien (*efficient market hypotheses*) adalah salah satu paradigma penting teori keuangan tradisional. Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai pasar dengan sejumlah besar individu yang memaksimalkan keuntungan rasional bersaing secara aktif satu sama lain dan melakukan upaya untuk memprediksi nilai pasar sekuritas individual di masa depan, dan di mana semua informasi penting yang relevan tersedia secara bebas bagi semua investor. Hipotesis ini didasarkan pada gagasan "teori jalan acak" (*random walk theory*), yang digunakan untuk menandai rangkaian harga, di mana semua perubahan harga berikutnya mewakili keberangkatan acak dari harga sebelumnya. Logika *random walk theory* adalah bahwa jika arus informasi tidak tersentuh dan informasi segera tercermin dalam harga saham, maka perubahan harga besok akan mencerminkan hanya berita besok dan akan terlepas dari perubahan harga hari ini.

Ada tiga bentuk hipotesis pasar efisien (Fama, 1970) yaitu:

1. Bentuk lemah (*weak form*) menegaskan bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang dapat diturunkan dengan memeriksa data perdagangan pasar seperti sejarah harga masa lalu, volume perdagangan, atau bunga pendek.
2. Bentuk setengah kuat (*semi strong form*) menyatakan bahwa semua informasi yang tersedia untuk publik mengenai prospek perusahaan harus tercermin dalam harga saham.
3. Bentuk kuat (*strong form*) dari hipotesis pasar yang efisien menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan dengan perusahaan, bahkan termasuk informasi yang hanya tersedia bagi orang dalam perusahaan.

Berlawanan dengan gagasan teori jalan acak yang mendasari hipotesis pasar yang efisien, Tversky and Kahneman (1974) menjelaskan tiga heuristik yang digunakan oleh manusia saat membuat penilaian di bawah ketidakpastian:

- keterwakilan (*representativeness*). Ketika orang diminta untuk menilai probabilitas bahwa suatu objek atau peristiwa A termasuk kelas atau proses B, probabilitas dievaluasi berdasarkan tingkat A yang mewakili B, yaitu, pada tingkat di mana A menyerupai B.
- ketersediaan (*availability*). Ketika orang diminta untuk menilai frekuensi kelas atau probabilitas suatu kejadian, mereka melakukannya dengan mudah dengan kejadian atau kejadian apa yang dapat diingat.
- berjangkar dan penyesuaian (*anchoring and adjustment*). Dalam prediksi numerik, bila nilai yang relevan (*anchor*) tersedia, orang membuat perkiraan dengan memulai dari nilai awal (*anchor*) yang disesuaikan untuk menghasilkan jawaban akhir. *Anchor* dapat disarankan oleh rumusan masalah, atau mungkin hasil dari perhitungan parsial. Bagaimanapun, penyesuaian biasanya tidak mencukupi.

Berdasarkan asumsi tersebut, Bondt and Thaler (1985) menyatakan bahwa reaksi berlebihan (*overreaction*) investor atas berita baik (*good news*) dan buruk (*bad news*) adalah penyebab saham dengan *return* masa lalu yang jelek (*loser stock*) melampaui saham dengan kinerja masa lalu yang baik (*winner stock*). Hipotesis *overreaction* menyatakan bahwa investor cenderung untuk terlalu membesar-besarkan pengaruh dari berita terkini. Kesalahan penilaian investor menyebabkan harga naik atau turun di luar tingkat yang wajar. Investor kemudian menyadari kesalahan mereka dalam penilaian, merevisi keyakinan dan perdagangan

mereka dengan cara yang menghasilkan pembalikan (*reversal*) *return*.

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi, atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang (Brown & Warner, 1980, 1985). Untuk mendapatkan *return* atau keuntungan tertentu seorang investor harus memperhatikan risiko yang akan ditanggungnya. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar risiko investasi tersebut.

*Abnormal return* adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang didapatkan. Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang di harapkan atau *return* yang dihitung. Sedangkan *return* akan negatif jika *return* yang didapat lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung. *Abnormal return* dapat terjadi karena adanya kejadian-kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, *stock split*, penawaran perdana saham, dan lain-lain.

*Trading Volume Activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan variasi lain dari *event study*. Perbedaan dari keduanya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu event. Pendekatan TVA digunakan untuk

menguji hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak-form efficiency*).

## HIPOTESIS

Berdasarkan penjelasan di atas maka dibuat hipotesis untuk penelitian ini sebagai berikut:

1. Terdapat *abnormal return* saham sebelum dan sesudah peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 pada sektor usaha perbankan di Bursa Efek Indonesia
2. Terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 pada sektor usaha perbankan di Bursa Efek Indonesia
3. Terdapat perbedaan *trading volume activity* saham sebelum dan sesudah peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 pada sektor usaha perbankan di Bursa Efek Indonesia

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sementara sampel yang diambil adalah perusahaan yang terdaftar dalam sektor perbankan periode Desember 2014 sampai dengan Februari 2017. Periode ini diambil sesuai dengan periode terjadinya peristiwa pilkada serentak tahun 2015 dan 2017. Sampel yang diambil adalah semua perusahaan yang terdaftar pada sektor perbankan yaitu 36 perusahaan. Alasan memilih sampel sektor perbankan adalah karena sektor perbankan merupakan sektor yang sangat penting bagi ekonomi suatu negara dimana hal ini dibuktikan dengan krisis keuangan Asia Timur tahun 1997 dan krisis keuangan global tahun 2008 yang disebabkan oleh sektor perbankan (Raz, *et al.*, 2012).

Adapun emiten-emiten yang termasuk dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

**Tabel 1. Sampel Penelitian**

No	Kode Saham	Nama Emiten	Tanggal IPO
1	AGRO	Bank Rakyat Indonesia Agro Niaga Tbk d.h. Bank Agroniaga Tbk	08-Aug-03
2	AGRS	Bank Agris Tbk d.h. Bank Finconesia	22-Dec-14
3	BABP	Bank MNC Internasional Tbk d.h ICB Bumiputera Tbk d.h Bank Bumiputera Indonesia Tbk	15-Jul-02
4	BACA	Bank Capital Indonesia Tbk	08-Oct-07
5	BBCA	Bank Central Asia Tbk	31-May-00
6	BBKP	Bank Bukopin Tbk	10-Jul-06
7	BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk	08-Jul-13
8	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	25-Nov-96
9	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	10-Nov-03
10	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	17-Dec-09
11	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk	06-Dec-89
12	BEKS	Bank Pundi Indonesia Tbk d.h Bank Eksekutif Internasional Tbk	13-Jul-01
13	BINA	Bank Ina Perdana Tbk	16-Jan-14
14	BJBR	Bank Jabar Banten Tbk	08-Jul-10
15	BJTM	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk	12-Jul-12
16	BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk d.h Bank QNB Kesawan Tbk d.h Bank Kesawan Tbk	21-Nov-02
17	BMAS	Bank Maspion Indonesia Tbk	11-Jul-13
18	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	14-Jul-03
19	BNBA	Bank Bumi Arta Tbk	31-Dec-99
20	BNGA	Bank CIMB Niaga Tbk d.h Bank Niaga Tbk	29-Nov-89
21	BNII	Bank Maybank Indonesia Tbk d.h BII Maybank Tbk d.h Bank Internasional Indonesia Tbk	21-Nov-89
22	BNLI	Bank Permata Tbk d.h Bank Bali	15-Jan-90
23	BSIM	Bank Sinar Mas Tbk d.h Bank Shinta Indonesia	13-Dec-10
24	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk	12-Mar-08
25	BVIC	Bank Victoria International Tbk	30-Jun-99
26	DNAR	Bank Dinar Indonesia Tbk d.h Bank Liman International	11-Jul-14
27	INPC	Bank Artha Graha International Tbk d.h Bank Interpacific Tbk	29-Aug-90
28	MAYA	Bank Mayapada International Tbk	29-Aug-97
29	MCOR	Bank Windu Kentjana International Tbk d.h Bank Multicor International Tbk	03-Jul-07
30	MEGA	Bank Mega Tbk	17-Apr-00
31	NAGA	Bank Mitraniaga Tbk	09-Jul-13
32	NISP	Bank OCBC NISP Tbk d.h Bank NISP Tbk	20-Oct-94
33	NOBU	Bank Nationalnobu Tbk d.h Bank Alfindo Sejahtera	20-May-13
34	PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	29-Dec-82
35	PNBS	Bank Panin Syariah Tbk d.h Bank Harfa	15-Jan-14
36	SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1906 Tbk	15-Dec-06

Sumber: Data Olahan, 2017

## JENIS DAN SUMBER DATA

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data saham perusahaan yang terdaftar pada sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia.

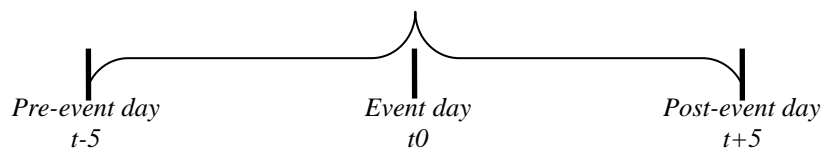
Sumber data berasal dari catatan pergerakan harga saham sektor perbankan yang ada di Bursa Efek Indonesia yang diperoleh dari situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance) dan [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com) yang terdiri dari harga tertinggi, harga terendah, dan harga penutupan.

## PERIODE PENGAMATAN

Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah

periode 5 hari sebelum peristiwa (T-5 sampai dengan T-1) dan 5 hari sesudah peristiwa (T+1 sampai dengan T+5). Periode tersebut digunakan karena dapat menunjukkan terdapat tidaknya sinyal keuntungan dalam jangka pendek dan likuiditas perdagangan saham akibat adanya suatu peristiwa sebagai berikut :

1. Peristiwa Pilkada serentak tahun 2015 pada tanggal 09 Desember 2015, periode pengamatan dari tanggal 02 Desember 2015 sampai 16 Desember 2015.
2. Peristiwa Pilkada serentak tahun 2017 pada tanggal 15 Februari 2017 periode pengamatan dari tanggal 08 Februari 2017 sampai 22 Februari 2017.



## Hipotesis I

Pengujian hipotesis I pada penelitian ini dilakukan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut (Chandra, 2015; MacKinlay, 1997):

1. Menghitung *return* saham harian untuk mencari  $R_{it}$ .

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

$R_{it}$  = *return* individual saham  $i$  pada periode  $t$

$P_t$  = *closing price* pada periode  $t$

$P_{t-1}$  = *closing price* pada periode  $t-1$

2. Menghitung *return* pasar (*market return*).

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

$R_{mt}$  = *market return* pada periode  $t$

$IHSG_t$  = indeks harga saham gabungan pada hari ke  $t$

$IHSG_{t-1}$  = indeks harga saham gabungan pada hari sebelumnya

3. Menghitung *return* ekspektasi (*expected return*).

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

$E(R_{it})$  = *Expected return* untuk saham  $i$  pada periode  $t$

$R_{mt}$  = *market return* pada periode  $t$

Koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara *return* saham ( $R_{it}$ ) dengan *return* pasar ( $R_{mt}$ )

4. Menghitung *abnormal return* (AR) dari masing-masing saham.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

$R_{it}$  = *actual return* saham  $i$  pada periode  $t$

$E(R_{it})$  = *expected return* saham  $i$  pada periode  $t$

5. Menghitung *average abnormal return* (AAR) saham.

$$\overline{AR}_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

$\overline{AR}_{it}$  = *average abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

$n$  = jumlah sampel

6. Menghitung *cumulative average abnormal return* (CAAR).

$$CAAR = \sum \overline{AR}_{it}$$

CAAR = *cumulative average abnormal return*

$\sum \overline{AR}_{it}$  = total *average abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

7. Menghitung standar deviasi *abnormal return* saham.

$$\sigma_{ie} = \sqrt{\frac{\sum (AR_{it} - \overline{AR}_{it})^2}{n - 1}}$$

$\sigma_{ie}$  = standar deviasi sekuritas  $i$

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

$\overline{AR}_{it}$  = *average abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

$n$  = jumlah sampel

8. Menghitung *standardized abnormal return* saham.

$$SAR_{nt} = \frac{AR_{it}}{\sigma_{ie}}$$

$SAR_{nt}$  = *standardized abnormal return* saham pada periode  $t$

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$

$\sigma_{ie}$  = standar deviasi sekuritas  $i$

9. Melakukan uji sampel *one sample t-test* (pada tingkat signifikansi  $\alpha=0,05$ ).

$$t = \frac{\sum SAR_{nt}}{\sqrt{n}}$$

$\sum SAR_{nt}$  = total *standardized abnormal return* saham pada periode  $t$

$n$  = jumlah sampel

10. Menentukan  $H_0$  ( $\mu_1=\mu_2$ ) dan  $H_1$  ( $\mu_1\neq\mu_2$ ).

11. Melakukan pengambilan keputusan dengan cara menerima  $H_0$  jika  $sig >$  dari tingkat signifikansi  $\alpha$  (0,05) dan menolak  $H_0$  jika  $sig <$  tingkat signifikansi  $\alpha$  (0,05).

## Hipotesis II

Pengujian hipotesis II pada penelitian ini dilakukan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut (Chandra, 2015; MacKinlay, 1997):

1. Menghitung deskripsi statistik AAR sebelum dan sesudah peristiwa.

$$\overline{AR}_{pre} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} AR_{pre}}{n}$$

$\overline{AR}_{pre}$  = *average abnormal return* saham sebelum (*pre*) peristiwa

$AR_{pre}$  = *abnormal return* saham sebelum (*pre*) peristiwa

$n$  = jumlah sampel

$$\overline{AR}_{post} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} AR_{post}}{n}$$

$\overline{AR}_{post}$  = *average abnormal return* saham sesudah (*post*) peristiwa

$AR_{post}$  = *abnormal return* saham sesudah (*post*) peristiwa

$n$  = jumlah sampel

2. Menghitung deskripsi statistik standar deviasi *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa.

$$\sigma_{pre} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} (AR_{pre} - \overline{AR}_{pre})^2}{n-1}}$$

$\sigma_{pre}$  = standar deviasi sebelum (*pre*) peristiwa

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham *i* pada periode *t*

$\overline{AR}_{it}$  = *average abnormal return* saham *i* pada periode *t*

*n* = jumlah sampel

$$\sigma_{post} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+5}^{t=+1} (AR_{post} - \overline{AR}_{post})^2}{n-1}}$$

$\sigma_{post}$  = standar deviasi sesudah (*post*) peristiwa

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham *i* pada periode *t*

$\overline{AR}_{it}$  = *average abnormal return* saham *i* pada periode *t*

*n* = jumlah sampel

- Melakukan uji sampel *paired t-test* (pada tingkat signifikansi  $\alpha=0,05$ ).

$$t = \frac{\overline{AR}_{post} - \overline{AR}_{pre}}{\sqrt{\frac{\sigma_{post}^2}{n} + \frac{\sigma_{pre}^2}{n}}}$$

$\overline{AR}_{post}$  = rata-rata *abnormal return* sesudah (*post*) peristiwa

$\overline{AR}_{pre}$  = rata-rata *abnormal return* sebelum (*pre*) peristiwa

$\sigma_{post}$  = standar deviasi sesudah (*post*) peristiwa

$\sigma_{pre}$  = standar deviasi sebelum (*pre*) peristiwa

*n* = jumlah sampel

- Menentukan  $H_0$  ( $\mu_1=\mu_2$ ) dan  $H_1$  ( $\mu_1\neq\mu_2$ ).

- Melakukan pengambilan keputusan dengan cara menerima  $H_0$  jika  $\text{sig} >$  dari tingkat signifikansi  $\alpha$  (0,05) dan menolak  $H_0$  jika  $\text{sig} <$  tingkat signifikansi  $\alpha$  (0,05).

### Hipotesis III

Pengujian hipotesis III pada penelitian ini dilakukan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut (Chandra, 2015; Lo & Wang, 2000):

- Menghitung *trading volume activity*.

$$TVA_{it} = \frac{X_{it}}{N_{it}}$$

$TVA_{it}$  = Aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*) saham *i* pada periode *t*

$X_{it}$  = jumlah total saham *i* yang diperdagangkan pada waktu *t*, yaitu volume saham

$N_{it}$  = jumlah total yang beredar untuk setiap saham *i* (dianggap konstan dari waktu ke waktu)

- Mencari rata-rata *trading volume activity* seluruh sampel pada jendela peristiwa.

$$\overline{TVA}_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_{it}}{n}$$

$\overline{TVA}_{it}$  = *average trading volume activity* saham pada periode *t*

$TVA_{it}$  = *trading volume activity* saham *i* pada periode *t*

*n* = jumlah sampel

- Menghitung standar deviasi *trading volume activity*.

$$\sigma_{je} = \sqrt{\frac{\sum (TVA_{it} - \overline{TVA}_{it})^2}{n-1}}$$

$\sigma_{je}$  = standar deviasi sekuritas *i*

$TVA_{it}$  = *trading volume activity* saham *i* pada periode *t*

$\overline{TVA}_{it}$  = *average trading volume activity* saham *i* pada periode *t*

*n* = periode waktu



4. Menghitung deskripsi statistik standar deviasi TVA sebelum dan sesudah peristiwa.

$$\sigma_{pre} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} (TVA_{pre} - \overline{TVA}_{pre})^2}{n-1}}$$

$\sigma_{pre}$  = standar deviasi sebelum (pre) peristiwa

$TVA_{pre}$  = trading volume activity sebelum (pre) peristiwa

$\overline{TVA}_{pre}$  = average trading volume activity sebelum (pre) peristiwa

$n$  = periode waktu

$$\sigma_{post} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} (TVA_{post} - \overline{TVA}_{post})^2}{n-1}}$$

$\sigma_{post}$  = standar deviasi sesudah (post) peristiwa

$TVA_{post}$  = trading volume activity sesudah (post) peristiwa

$\overline{TVA}_{post}$  = average trading volume activity sesudah (post) peristiwa

$n$  = periode waktu

5. Menghitung deskripsi statistik *average trading volume activity* (ATVA) sebelum dan sesudah peristiwa.

$$\overline{TVA}_{pre} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} TVA_{pre}}{n}$$

$\overline{TVA}_{pre}$  = average trading volume activity sebelum (pre) peristiwa

$TVA_{pre}$  = trading volume activity sebelum (pre) peristiwa

$n$  = jumlah sampel

$$\overline{TVA}_{post} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} TVA_{post}}{n}$$

$\overline{TVA}_{post}$  = average trading volume activity sesudah (post) peristiwa

$TVA_{post}$  = trading volume activity sesudah (post) peristiwa

$n$  = jumlah sampel

6. Melakukan uji sampel *paired t-test* (pada tingkat signifikansi  $\alpha=0,05$ ).

$$t = \frac{\overline{TVA}_{post} - \overline{TVA}_{pre}}{\frac{\sigma_{post}^2}{n} + \frac{\sigma_{pre}^2}{n}}$$

$\overline{TVA}_{post}$  = rata-rata trading volume activity sesudah (post) peristiwa

$\overline{TVA}_{pre}$  = rata-rata trading volume activity sebelum (pre) peristiwa

$\sigma_{post}$  = standar deviasi sesudah (post) peristiwa

$\sigma_{pre}$  = standar deviasi sebelum (pre) peristiwa

$n$  = jumlah sampel

7. Menentukan  $H_0$  ( $\mu_1=\mu_2$ ) dan  $H_1$  ( $\mu_1\neq\mu_2$ ).

8. Melakukan pengambilan keputusan dengan cara menerima  $H_0$  jika  $\text{sig} >$  dari tingkat signifikansi  $\alpha$  (0,05) dan menolak  $H_0$  jika  $\text{sig} <$  tingkat signifikansi  $\alpha$  (0,05).

## HASIL ANALISIS

### Hipotesis I

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah terdapat *abnormal return* pada peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 pada harga saham sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia. Dari hasil analisis diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 2. *One Sample t-test Abnormal Return Saham Sektor Perbankan Sebelum dan Sesudah Pilkada Serentak 2015 dan 2017*

Periode	Sektor Perbankan			
	Pilkada 2015		Pilkada 2017	
	t-test	Hasil	t-test	Hasil
t+5	1.755992	T.Sig	-0.476019	T.Sig
t+4	0.980643	T.Sig	0.614531	T.Sig
t+3	-1.259085	T.Sig	0.482829	T.Sig
t+2	-2.943863	Sig	0.421849	T.Sig
t+1	-0.887869	T.Sig	0.179200	T.Sig
t-1	-1.821764	T.Sig	-2.879140	Sig
t-2	1.179997	T.Sig	1.260479	T.Sig
t-3	-1.856722	T.Sig	-0.574920	T.Sig
t-4	-1.183115	T.Sig	1.956364	T.Sig
t-5	0.352770	T.Sig	-0.910159	T.Sig

Sumber: Data Olahan, 2017

Dari hasil penelitian diketahui bahwa peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan pelaku pasar bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Hal ini dibuktikan dengan adanya *abnormal return* pada t+2 untuk pilkada serentak 2015 dan pada t-1 untuk pilkada serentak 2017.

Adanya berita bahwa mahasiswa akan melakukan aksi demo besar-besaran pada tanggal 11 Desember 2015 untuk menuntut Setya Novanto mundur dari jabatan Ketua DPR RI terkait dugaan keterlibatan Novanto dalam negosiasi perpanjangan kontrak PT Freeport Indonesia dengan mencatat nama Presiden dan Wakil Presiden ditengarai sebagai penyebabnya. Namun demo yang terjadi pada t+2 ternyata berlangsung dalam skala kecil sehingga investor bereaksi positif sehingga *return* saham menjadi kembali normal.

Yang menjadi sorotan pada pilkada serentak 2017 adalah DKI Jakarta dimana adanya kekhawatiran terjadi demo besar-besaran yang dilakukan oleh kelompok masyarakat di DKI Jakarta pada saat pemilihan kepala daerah DKI Jakarta yang

melibatkan Ahok terkait kasus pelecehan terhadap agama membuat investor cenderung melepas sahamnya sehingga menyebabkan *abnormal return* bernilai negatif. Saat pilkada DKI Jakarta berlangsung aman dan kondusif maka investor segera melakukan pembelian saham namun dalam jumlah kecil. Ini menandakan bahwa investor masih menunggu hasil pilkada DKI Jakarta 2017 putaran II.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Luhur (2010); Wardhani (2012); Permana, dkk (2013); Mansur dan Jumaili (2014); Chandra (2015); Mahaputra dan Purbawangsa (2015); Sari dan Rahayu (2015); Sasongko, dkk (2015); Mentayani, dkk (2016); dan Octafilia (2016). Namun hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian Trisnawati (2011); P dan Sari (2015).

### Hipotesis II

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 pada harga saham sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia.

Dari hasil analisis diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 3. Paired t-test Abnormal Return Saham Sektor Perbankan Sebelum dan Sesudah Pilkada Serentak 2015 dan 2017**

Peristiwa	Sektor Perbankan			
	Rata-rata	t-value	t-table	Hasil
Pilkada 2015	0.002587	0.567903	2.776445	T. Sig
Pilkada 2017	-0.006239	-0.970098	2.776445	T. Sig

Sumber: Data Olahan, 2017

Hasil pengujian hipotesis kedua secara statistik menyatakan bahwa perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pilkada serentak 2015 dan 2017 tidaklah signifikan. Hal ini dikarenakan pada periode tersebut, informasi yang tersebar di kalangan investor sudah merata sehingga pasar tidak lagi bereaksi dan aktivitas perdagangan di pasar modal mulai berangsur normal.

Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan ini terjadi karena para pelaku pasar modal cenderung mempersiapkan spekulasi yang dianggap menguntungkan di sekitar peristiwa tersebut dengan membeli dan menjual saham yang mereka miliki dalam waktu singkat. Sebelum dan sesudah pilkada serentak 2015 dan 2017, kegiatan bursa cenderung diwarnai dengan aksi *wait and see* dimana investor menahan aksi beli saham akibat dari ketidakpastian politik yang sedang terjadi. Investor jangka panjang mulai merealisasikan keuntungan yang telah diperoleh sebelum dan sesudah

peristiwa untuk menghindari risiko. Dapat disimpulkan bahwa peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 tidak direspon oleh pasar pada perbandingan periode waktu yang lebih panjang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Luhur (2010); Mansur dan Jumaili (2014); Chandra (2015); Mahaputra dan Purbawangsa (2015); Pamungkas, dkk (2015); Sasongko, dkk (2015); Sihotang dan Mekel (2015); dan Octafilia (2016). Namun hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian dari Sirait, dkk (2012); Imelda, dkk (2014); Diniar dan Kiryanto (2015).

### Hipotesis III

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* pada peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017 pada harga saham sektor perbankan di Bursa Efek Indonesia. Dari hasil analisis diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4. Paired t-test Trading Volume Activity Saham Sebelum dan Sesudah Pilkada Serentak 2015 dan 2017 pada Sektor Perbankan**

Peristiwa	Sektor Perbankan			
	Rata-rata	t-test	t-table	Hasil
Pilkada 2015	0.000059	1.804322	2.776445	T. Sig
Pilkada 2017	0.000648	1.536193	2.776445	T. Sig

Sumber: Data Olahan, 2017

Hasil pengujian hipotesis 3 secara statistik menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan setelah pilkada serentak 2015 dan 2017. Hal ini menunjukkan kendati adanya *abnormal return* untuk setiap peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017, namun tidak menunjukkan adanya perbedaan volume perdagangan unit saham sebelum dan sesudah peristiwa. Hasil ini sejalan dengan hasil yang diperoleh pada hipotesis II yang juga tidak menemukan adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017.

Hal ini dikarenakan pada periode tersebut (sesudah pilkada 2015 dan sebelum pilkada 2017), informasi yang tersebar di kalangan investor sudah merata sehingga pasar tidak lagi bereaksi dan aktivitas perdagangan di pasar modal mulai berangsur normal. Bisa disimpulkan bahwa asimetri informasi yang terjadi tidaklah besar sehingga tidak menyebabkan aktivitas volume perdagangan yang *abnormal*.

Hasil pengujian hipotesis ini sejalan dengan hasil penelitian dari Luhur (2010); Wardhani (2012); Imelda, Siregar dan Anggraeni (2014); Mansur dan Jumaili (2014); Chandra (2015); Pamungkas, dkk (2015); Octafilia (2016). Namun hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian dari Trisnawati (2011); Diniar dan Kiryanto (2015); Sihotang dan Mekel, (2015).

## **SIMPULAN DAN REKOMENDASI**

Dari hasil pengujian hipotesis I secara statistik ditemukan bahwa terdapat rata-rata *abnormal return* tetapi tidak signifikan sebelum dan setelah peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017. Hal ini mengindikasikan bahwa pelaku pasar (investor) telah mengantisipasi peristiwa tersebut. Hasil pengujian hipotesis II dan

III menunjukkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan setelah peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017. Nilai rata-rata *abnormal return* saham dan *trading volume activity* yang dihasilkan menunjukkan adanya peningkatan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* pada periode setelah peristiwa jika dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum peristiwa pilkada serentak 2015 dan 2017. Hal ini disebabkan karena pelaku pasar memperoleh berita baik (*good news*) yaitu pilkada serentak berlangsung aman. Dalam penelitian ini waktu yang diambil untuk pengamatan hanya 10 hari yaitu 5 hari sebelum peristiwa dan 5 hari sesudah peristiwa. Tujuan pengambilan waktu yang pendek adalah untuk mengisolir faktor lain yang akan mempengaruhi *abnormal return* dan *trading volume activity*. Untuk para investor disarankan untuk memperhitungkan risiko politik di Indonesia dalam strategi jual sahamnya. Bagi emiten disarankan juga untuk mempertimbangkan faktor politik dalam menerbitkan saham barunya. Untuk peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan *mean adjusted model*, *market model*, *market adjusted model* dalam menghitung *expected return* dan kemudian hasil perhitungan ketiga model tersebut dapat diperbandingkan. Untuk mewakili pasar secara keseluruhan, peneliti disarankan menggunakan semua perusahaan yang terdaftar di IHSG sebagai sampel. Peneliti selanjutnya juga disarankan menggunakan waktu pengamatan yang berbeda-beda (6 hari, 10 hari, 30 hari, dan seterusnya) dan memperbandingkan hasilnya.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Beaulieu, M. C., Cosset, J. C., & Essaddam, N. (2006). Political uncertainty and stock market returns: Evidence from the 1995 Quebec referendum. *Canadian Journal of Economics*, 39(2), 621–641.  
<https://doi.org/10.1111/j.0008-4085.2006.00363.x>
- Bilson, C. M., Brailsford, T. J., & Hooper, V. C. (2002). The explanatory power of political risk in emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 11(1), 1–27. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521901000679>
- Bondt, W. F. N. De, & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, XL(3), 793–805.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205–258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns-The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.
- Chan, Y., & Wei, K. C. J. (1996). Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 259–275.
- Chandra, T. (2015). Impacts of Indonesia's 2014 Presidential Election towards Stock Priceso Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business and Management*, 10(7), 172–183.  
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v10n7p172>
- Chau, F., Deesomsak, R., & Wang, J. (2013). Political Uncertainty and Stock Market Volatility in the Middle East and North African (MENA) Countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.  
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.10.008>
- Chen, D.-H., Bin, F.-S., & Chen, C.-D. (2005). The Impacts of Political Events on Foreign Institutional Investors and Stock Returns: Emerging Market Evidence from Taiwan. *International Journal of Business*, 10(2), 165–188.
- Cutler, D. M., Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1989). What Moves Stock Prices. *Journal of Portfolio Management*.  
<https://doi.org/10.3905/jpm.1989.409212>
- Dangol, J. (2008). Unanticipated Political Events and Stock Returns: An Event Study. *Economic Review*, 20, 86–110.
- Diniar, A. H., & Kiryanto. (2015). Analisis Dampak Pemilu Presiden Jokowi terhadap Return Saham (Studi Kasus Saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Indonesia*, 4(2), 97–108.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Goriaev, A., & Sonin, K. (2005). Is Political Risk Company-Specific? The Market Side of the Yukos Affair. *Discussion Paper Series Centre for Economic Policy Research London*, (772), 1–32.
- Imelda, Siregar, H., & Anggraeni, L. (2014). Abnormal Returns and Trading Volume in the Indonesian Stock Market in Relation to the Presidential Elections in 2004, 2009, and 2014. *International Journal of Administrative Science & Organization*, 21(2), 66–76.

- Khalid, A. M., & Rajaguru, G. (2010). The Impact of Political Events on Financial Market Volatility: Evidence using a Markov Switching Process. *Global and Development Centre*, (Paper 43).
- Kim, H. Y., & Mei, J. (1994). Political Risk and Stock Price: The Case of Hong Kong. *NYU Working Paper Series*, (FD-94-39). [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(96\)00014-5](https://doi.org/10.1016/0927-538X(96)00014-5)
- Kim, H. Y., & Mei, J. P. (2001). What Makes the Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns. *Journal of International Money and Finance*, 20, 1003–1016.
- Lin, C.-T., & Wang, Y.-H. (2005). An Analysis of Political Changes on Nikkei 225 Stock Returns and Volatilities. *Annals of Economics and Finance*, 6, 169–183.
- Lo, A. W., & Wang, J. (2000). Trading Volume: Definitions, Data Analysis, and Implications of Portfolio Theory. *The Review of Financial Studies*, 13(2), 257–300.
- Luhur, S. (2010). Reaksi Pasar Modal Indonesia Seputar Pemilihan Umum 8 Juli 2009 pada Saham LQ-45. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 14(2), 249–262.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, XXXV, 13–39.
- Mahaputra, I. M. D., & Purbawangsa, I. B. A. (2015). Pengaruh Peristiwa Pemilu Legislatif 2014 terhadap Perolehan "Abnormal Return Saham LQ 45 di Bursa Efek Indonesia". *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(5), 1406–1421.
- Mansur, F., & Jumaili, S. (2014). Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Pemilihan Umum tahun 2014 pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Penelitian Universitas Jambi Seri Humaniora*, 16(2), 59–68.
- Mentayani, I., Rusmanto, & Ridhani, R. (2016). Analisis Perbedaan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Pemilihan Umum Presiden 2014. *Dinamika Ekonomi-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(1), 105–120.
- Octafilia, Y. (2016). Dampak Pemilihan Presiden Republik Indonesia Tahun 2014 terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity di Bursa Efek Indonesia (Event Study pada Saham Indeks Kompas 100). *KURS (Jurnal Akuntansi, Kewirausahaan Dan Bisnis) STIE Pelita Indonesia*, 1(1), 100–110.
- P, D. G. O. S., & Sari, M. M. R. (2015). Reaksi Pasar Atas Peristiwa Pilpres 2014. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 12(3), 465–480.
- Pamungkas, A., Suhadak, & N.P., M. G. W. E. (2015). Pengaruh Pemilu Presiden Indonesia Tahun 2014 terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity (Studi pada Perusahaan yang Tercatat sebagai Anggota Indeks Kompas 100). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 20(1), 1–9.
- Permana, H. T., Mahadwartha, P. A., & Sutejo, B. S. (2013). Perbedaan Abnormal Return pada Sektor Keuangan Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pilkada Gubernur DKI Jakarta 20 September 2012. *Calyptra-Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–9.
- Raz, A. F., Indra, T. P. K., Artikasih, D. K., & Citra, S. (2012). Global Financial Crises and Economic Growth: Evidence from East Asian

- Economies. *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, 35–54.
- Sari, E. N., & Rahayu. (2015). Perbedaan IHSG Sebelum dan Sesudah Pelantikan Ir. H. Joko Widodo sebagai Presiden RI. *Jurnal Ilmu Riset Dan Manajemen*, 4(6), 1–15.
- Sasongko, J., Widiyanti, M., & Taufik. (2015). Reaksi Pasar Modal atas Peristiwa Pengumuman Presiden RI 2014. *Jembatan-Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis Terapan*, XII(1), 37–50.
- Sihotang, E. M., & Mekel, P. A. (2015). Reaksi Pasar Modal terhadap Pemilihan Umum Presiden tanggal 9 Juli 2014 di Indonesia. *Jurnal EMBA*, 3(1), 951–960.
- Sirait, R. S., Tiswiyanti, W., & Mansur, F. (2012). Dampak Pergantian Menteri Keuangan RI tahun 2010 terhadap Abnormal Return Perusahaan Perbankan yang terdaftar di BEI. *Binar Akuntansi*, 1(1), 14–22.
- Trisnawati, F. (2011). Pengaruh Peristiwa Politik terhadap Perubahan Harga Saham. *Pekbis Jurnal*, 3(November 2011), 528–535.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
- Wang, Y., Lee, M., & Lin, C. (2008). General Election, Political Change and Market Efficiency: Long- and Short-Term Perspective in Developed Stock Market. *Journal of Money, Investment and Banking*, 3(3), 58–67.
- Wardhani, L. S., & Djazuli, A. (2012). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Pemilihan Gubernur DKI Jakarta Putaran II 2012. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Brawijaya*, 1(1).
- Zach, T. (2003). Political Events and the Stock Market: Evidence from Israel. *International Journal of Business*, 8(3), 243–266. <https://doi.org/10.2139/ssrn.42024>