



## APAKAH PASAR BEREAKSI TERHADAP PROGRAM PENGAMPUNAN PAJAK (TAX AMNESTY)?

[Taufiq Hidayatulloh]  
[Direktorat Jenderal Pajak]

[Rahadi Nugroho]  
[PKN STAN]

Alamat Korespondensi: [rahadi.nugroho@pknstan.ac.id]

---

### INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama  
[dd mmyyyy]

Dinyatakan Diterima  
[dd mm yyyy]

KATA KUNCI:  
*Tax amnesty*, reaksi pasar modal, *event study*

KLASIFIKASI JEL:  
[Untuk klasifikasi keywords menggunakan standard JEL codes yang dapat diakses pada <http://www.aeaweb.org/jel/guide/jel.php>]. [Calibri, 9, Regular].

### Abstrak

Tujuan utama penelitian adalah untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* menggunakan metode *event study*. Penelitian dilakukan terhadap 97 emiten yang tergolong ke dalam indeks KOMPAS100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode pengamatan selama 106 hari. Teknik analisis adalah menggunakan *paired samples t-test* pada tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* maupun rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa. Meskipun dipandang oleh investor sebagai *good news*, kebijakan *tax amnesty* tidak memiliki kandungan informasi yang kuat.

### Abstract

*The main objective of the study is to analyze the capital market reaction to the issuance of Tax Amnesty Law using the method of event study. The study was conducted on 97 issuers belonging to the KOMPAS100 index listed on the Indonesia Stock Exchange within the 106-day observation period. The analytical technique is using paired samples t-test on three days before and three days after the issuance of the Tax Amnesty Act. The result of the research shows that there is no significant difference of average abnormal return as well as the average activity of stock trading volume between before and after the event. Although viewed by investors as good news, the tax amnesty policy does not have significant information content.*

## 1. LATAR BELAKANG

Pada 1 Juli 2016, pemerintah melalui Direktorat Jenderal Pajak telah menerbitkan Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2016 tentang Pengampunan Pajak. Undang-Undang tersebut mulai diberlakukan tanggal 1 Juli 2016 sampai 31 Maret 2017 yang dibagi ke dalam tiga periode. Pengampunan pajak (*tax amnesty*) adalah suatu insentif bagi wajib pajak untuk memenuhi kewajiban perpajakannya di masa lalu secara benar, lengkap, dan jelas melalui pemanfaatan fasilitas penghapusan pajak yang seharusnya terutang, tidak dikenai sanksi administrasi dan sanksi pidana perpajakan, dengan cara melunasi seluruh tunggakan dan membayar uang tebusan.

Amnesti pajak berlaku sejak disahkan hingga 31 Maret 2017, dan terbagi ke dalam tiga periode, yaitu periode I (1 Juli 2016 s.d 30 September 2016), periode II (1 Oktober 2016 s.d 31 Desember 2016), dan periode III (1 Januari 2017 s.d 31 Maret 2017). Setiap periode memiliki tarif uang tebusan yang berbeda, kecuali untuk wajib pajak Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM). Tarif repatriasi atau deklarasi dalam negeri pada periode I, II, dan III secara berurutan adalah 2%, 3%, dan 5%. Wajib pajak yang hanya ingin deklarasi harta yang dimiliki di luar negeri dan tidak berniat untuk merepatriasi hartanya dikenakan tarif 4% (periode I), 6% (periode II), dan 10% (periode III). Bagi wajib pajak UMKM yang omsetnya s.d. Rp10.000.000.000 dikenakan tarif 0,5%, sedangkan jika omsetnya lebih dari Rp10.000.000 dikenakan tarif 2%.

Tujuan dari pengampunan pajak sebagaimana tercantum dalam Pasal 2 ayat (2) Undang-Undang No 11 Tahun 2016 tentang Pengampunan Pajak adalah untuk mempercepat pertumbuhan dan restrukturisasi ekonomi melalui pengalihan harta, yang antara lain akan berdampak terhadap peningkatan likuiditas domestik, perbaikan nilai tukar rupiah, penurunan suku bunga, dan peningkatan investasi. *Tax amnesty* juga diharapkan mendorong reformasi perpajakan ke sistem yang lebih berkeadilan serta perluasan basis data perpajakan yang lebih valid, komprehensif, dan terintegrasi. Terakhir, tujuan dari program pengampunan pajak adalah untuk meningkatkan penerimaan pajak yang antara lain akan digunakan untuk pembiayaan pembangunan.

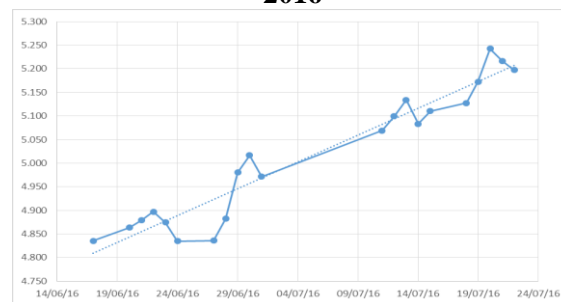
Selaras dengan tujuan dari *tax amnesty*, dana yang dihimpun dari harta wajib pajak yang berasal dari luar negeri kemudian diinvestasikan di Indonesia. Dalam Pasal 12 Undang-Undang Pengampunan Pajak, investasi dilakukan di antaranya berupa surat berharga Negara Republik Indonesia, obligasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN), investasi infrastruktur melalui kerja sama pemerintah dengan badan usaha, investasi sektor riil, dan bentuk investasi lainnya yang sah sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan.

*Tax amnesty* semestinya membawa iklim positif dalam dunia investasi di Indonesia, khususnya di pasar modal. Dengan adanya dana segar hasil repatriasi, diharapkan investor di bursa saham juga bergairah, sehingga meningkatkan perekonomian di Indonesia.

Informasi terkait insentif pajak dalam bentuk *tax amnesty* menambah informasi dan referensi bagi investor dalam mengambil suatu keputusan. Laksmi dan Ratnadi (2015) menyebutkan bahwa jika informasi tersebut diterima dan terjadi reaksi pasar, maka informasi tersebut dapat dikatakan memiliki suatu kandungan informasi. Pada saat pengumuman informasi diterima, seluruh pelaku pasar akan menganalisis dan melakukan interpretasi sebagai berita baik atau berita buruk.

Kandungan atas suatu informasi di pasar modal dijelaskan dalam konsep *efficient market hypothesis* (EMH). Foster (1986) dalam Nurhaeni (2009) menjelaskan bahwa dalam konsep EMH, pasar dikatakan efisien jika harga secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan. Dengan kata lain, efisien atau tidaknya sebuah pasar dapat dilihat dari kecepatan pelaku pasar dalam merespon semua informasi. Setelah ditetapkan kebijakan *tax amnesty* pada tanggal 1 Juli hingga akhir Agustus 2016, gerak perjalanan dari IHSG kian menguat dan menembus batas psikologisnya, yaitu 5.386 (0,44%) sebagaimana Grafik 1.1. Hal ini menunjukkan bahwa investor juga ikut memberi tanggapan adanya kebijakan ini. Indeks harga saham gabungan (IHSG) dalam kurun waktu 17 Juni s.d. 22 Juli 2016 cenderung mengalami kenaikan. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada periode sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* pergerakan indeks saham kian meningkat yang menunjukkan adanya reaksi pasar. Apakah benar pasar bereaksi terhadap program *tax amnesty*. Hal inilah yang akan diobservasi dalam penelitian ini.

**Grafik Error! No text of specified style in document.-1 Data IHSG 17 Juni s.d. 22 Juli 2016**



Sumber: Bursa Efek Indonesia (2018), diolah

Penelitian ini dilakukan menggunakan *event study* dengan melakukan observasi terhadap *abnormal return* sehingga apabila dikemudian hari terdapat insentif pajak lagi dapat diprediksi apakah pelaku pasar bereaksi terhadap hal tersebut atau tidak. Penelitian ini menganalisis reaksi pasar modal atas saham-saham yang tergolong ke dalam indeks KOMPAS100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. dengan pertimbangan cakupan yang lebih banyak. Penghitungan *expected return* dalam penelitian sebelumnya dominan menggunakan *market-adjusted model* dan *mean-adjusted model*. Dalam penelitian ini model yang digunakan adalah *market model*, karena merupakan model terbaik untuk menilai *expected return* (Seth, 1995).

## 2. KERANGKA TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Reaksi pasar terhadap suatu peristiwa dapat diteliti dengan *event study* (Mackinlay, 1997). Yang dimaksud pasar disini adalah pasar di mana harga memberikan sinyal akurat untuk alokasi sumber daya, sehingga perusahaan dapat membuat keputusan investasi produksi, dan investor dapat memilih di antara perusahaan, dengan asumsi bahwa harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia, yaitu pasar saham (Fama, 1970). Reaksi pasar saham dapat diukur dengan membandingkan *abnormal return* selisih antara *actual return* dan *expected return* (Nurhaeni, 2009). Selain itu reaksi pasar juga dapat dilihat dari volume perdagangan saham (Brown dan Warner, 1985).

Berikut akan dibahas *abnormal return*, *expected return* dan *trading volume activity*:

### Abnormal Return

*Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Formulasinya adalah sebagai berikut (Hartono, 2016):

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

$RTN_{i,t}$  = *Abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$  = *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode Peristiwa ke-t

$E[R_{i,t}]$  = *Return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

a. *Return* yang sesungguhnya (*actual return*) adalah *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya (t-1), dengan formulasi sebagai berikut (Hartono, 2016):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$R_{i,t}$  = *return* saham harian sekuritas i pada periode t

$P_{i,t}$  = Harga saham harian sekuritas i pada periode t

$P_{i,t-1}$  = harga saham harian sekuritas i pada periode t-1

b. *Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi dan merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan (Hartono, 2016). Penelitian ini menggunakan *market model* karena menurut Seth (1995) *market model* adalah model yang umum untuk menghitung *expected return* dan model terbaik yang didukung oleh bukti empiris. Penghitungan *return* ekspektasi dilakukan dengan formula sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i E[R_{mt}] \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$  = *expected return*

$\alpha_i$  = nilai ekspektasi *return* saham terhadap *return* pasar

$\beta_i$  = kemiringan (*slope*) yang merupakan beta saham i

$E[R_{mt}]$  = *return market* selama periode peristiwa.

c. *Return* pasar dalam hal ini adalah *return* dari IHSG. Formulasi *return* pasar adalah sebagai berikut (Asmorojati, Diana, & Afifudin, 2017):

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan:

$R_{mt}$  = *return* pasar pada waktu periode

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

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

d. Harga saham adalah harga saham pada saat penutupan yang telah disesuaikan (*adj. close*).

e. Nilai alpha dan beta dihitung menggunakan regresi linier sederhana pada periode estimasi.

### Trading Volume Activity (TVA)

TVA merupakan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar. Neni dan Mahendra (2004) mengukur TVA dengan formulasi sebagai berikut:

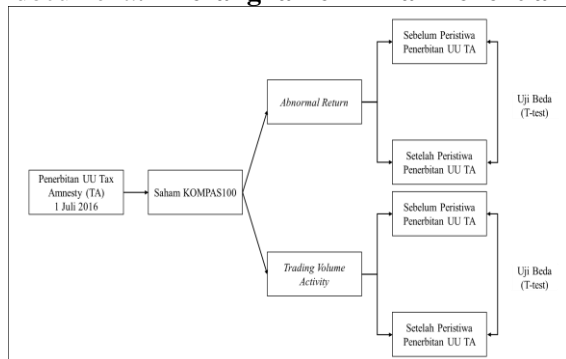
$$TVA = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan} - i \text{ yang diperdagangkan pada hari ke } - t}{\text{Jumlah saham perusahaan} - i \text{ yang beredar pada hari ke } - t} \dots (6)$$

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian mengenai reaksi pasar modal terhadap penerapan *tax amnesty* di Indonesia menggunakan metode *event study*. Salah satunya adalah Manik, dkk (2017) menganalisis reaksi harga saham sebelum dan sesudah *tax amnesty* periode pertama. Analisis dilakukan melalui studi kasus saham sektor properti yang tercatat di BEI. Periode pengamatan adalah 10 hari bursa mulai dari tanggal 11 Juli 2016 sampai dengan 15 Juli 2016 dan 19 Juli 2016 sampai 25 Juli 2016 (t-5 s.d. t+5). Penelitian ini menggunakan *market-adjusted model* yang memberikan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *tax amnesty* periode pertama resmi berlaku. Hal tersebut menurut disebabkan informasi *tax amnesty* dapat diterima secara luas sehingga investor dapat mengantisipasi.

Berdasarkan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya serta sesuai dengan tujuan penelitian yang dilakukan, maka dibangun kerangka pemikiran teoritis seperti terlihat pada Gambar Error! No text of specified style in document..1 sebagai berikut:

Gambar Error! No text of specified style in

document..1 Kerangka Pemikiran Penelitian



Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* yang diperoleh investor antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* dengan hipotesis alternatif yaitu:

$H_0$  : Tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* yang diperoleh investor antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*; dan

$H_a$  : Terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* yang diperoleh investor antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*.

Sementara itu, hipotesis kedua adalah terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*. Dengan hipotesis alternatif sebagai berikut:

$H_0$  : Tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*; dan

$H_a$  : Terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*.

3. METODE PENELITIAN

Objek dalam penelitian adalah saham emiten yang termasuk ke dalam indeks KOMPAS100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sesuai dengan lampiran Pengumuman No. Peng-00024/BEI.OPP/01-2016 tanggal 25 Januari 2016. Alasan pemilihan objek penelitian adalah karena saham yang masuk dalam penghitungan indeks KOMPAS100 mempertimbangkan faktor likuiditas, kapitalisasi pasar dan kinerja fundamental dari saham-saham tersebut. BEI mengevaluasi secara berkala dan mempertimbangkan faktor-faktor fundamental dan pola perdagangan saham-saham yang tergolong indeks KOMPAS100 untuk menilai apakah masih relevan atau tidak dengan kriteria yang telah ditetapkan. Hasil evaluasi mengakibatkan pergantian saham baru yang dilakukan setiap enam bulan sekali (Bursa Efek Indonesia, 2010).

Penelitian ini membutuhkan emiten yang harga sahamnya mengalami pergerakan setiap hari. Oleh karena itu, dari 100 emiten yang tergolong dalam indeks KOMPAS100, hanya 97 emiten yang menjadi

sampel karena terdapat tiga saham yang harus dikeluarkan dari sampel, yaitu Bumi Resources Tbk. (BUMI), Energi Mega Persada Tbk. (ENRG), dan Trada Maritime Tbk. (TRAM). Tiga saham tersebut tidak menunjukkan adanya pergerakan harga akibat masalah utang yang sedang dihadapi. Berdasarkan informasi dari situs *Kontan.co.id*, Trada Maritime Tbk. pada tahun 2 Juni 2014 dinyatakan gagal bayar oleh International Finance Corporation dan hingga awal tahun 2016 masalah utang belum terselesaikan. Sementara itu, dikutip dari *Bisnis.com*, Bumi Resources Tbk. dan Energi Mega Persada Tbk. juga tengah terbelit utang yang menyebabkan harga saham harus tiarap di level terendah Rp50 per lembar sejak 30 September 2015.

Periode pengamatan dibagi menjadi dua periode, yaitu periode estimasi dan periode peristiwa. Periode pengamatan dilakukan selama 106 hari kerja bursa, yaitu 100 hari merupakan periode estimasi dan enam hari periode jendela (*event window*). Periode estimasi diperlukan dalam menentukan nilai *expected return*. Peterson (1989) menyarankan bahwa untuk data harian, periode estimasi sebaiknya dalam rentang 100 sampai 300 hari. Penentuan periode estimasi bersinggungan dengan evaluasi oleh BEI atas saham-saham indeks KOMPAS100 yang dilakukan setiap enam bulan. Jika periode estimasi lebih dari enam bulan atau 120 hari kerja bursa, dikhawatirkan saham-saham yang tergolong dalam indeks KOMPAS100 tidak sama. Oleh karena itu, periode estimasi dalam penelitian ini ditetapkan 100 hari.

Sementara itu, enam hari bursa periode jendela adalah tiga hari sebelum, 28-30 Juni 2016 sampai dengan tiga hari bursa sesudah peristiwa, 11-13 Juli 2016, penerbitan Undang-Undang Pengampunan Pajak tanggal 1 Juli 2016. Periode enam hari bursa diambil karena untuk mengurangi kemungkinan adanya faktor atau *event* lain yang berpengaruh terhadap variabel yang diamati. Pertimbangan tersebut sejalan dengan apa yang dikemukakan McWilliams & Siegel (1997), bahwa pemilihan periode peristiwa yang panjang akan sulit dalam menghindari *confounding effect*.

4. HASIL PENELITIAN

4.1 Analisis Deskriptif

1. Average abnormal return

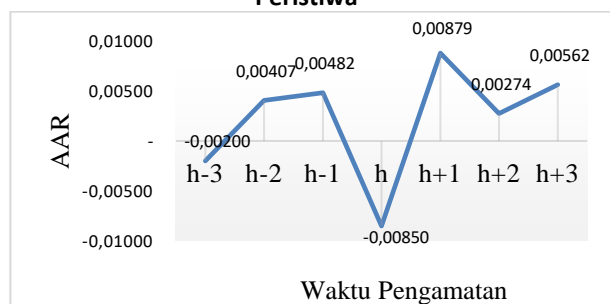
Saham yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham yang masuk dalam KOMPAS100 selama satu semester (1 Februari samapi dengan 31 Juli 2016). Saham-saham yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian adalah sebanyak 97 saham. Variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini terdiri dari *return* saham, *return* pasar (IHSG), dan *abnormal return*. Dasar penghitungan *return* saham adalah pada harga saham penutupan yang telah disesuaikan atau *adjusted closed price*. *Adjusted closed price* digunakan karena harga tersebut mendekati harga saham sesungguhnya setelah memperhitungkan dividen.

*Expected return* untuk menentukan *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan *market model*.

Oleh karena itu, *expected return* saham dihitung dengan cara menjumlahkan antara *alpha* saham (konstanta saham) dengan perkalian antara *return* pasar dengan *beta* saham. Penghitungan *alpha* dan *beta* saham diperoleh dengan regresi linier antara *return* saham dengan *return* pasar harian menggunakan bantuan aplikasi *Microsof Excel*. Nilai *alpha* dan *beta* dari masing-masing sampel selama periode estimasi dapat dilihat dalam Lampiran 1.

Setelah nilai *expected return* diketahui, maka dapat dilakukan penghitungan *abnormal return* dan *average abnormal return* (AAR) di periode jendela. Hasil penghitungan *average abnormal return* menunjukkan pergerakan yang fluktuatif di periode peristiwa penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* yang tergambar dalam Grafik IV-1.

**Grafik Error! No text of specified style in document.-2**  
**Rata-Rata Abnormal Return Per Hari di Periode Peristiwa**



Grafik IV-1 menggambarkan terjadinya pergerakan *abnormal return* dari kondisi h-3 atau sebelum ke kondisi sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*. Rata-rata *abnormal return* secara berturut-turut mulai dari h-3 s.d. h+3 yaitu sebesar -0,00200; 0,00407; 0,00482; -0,00850; 0,00879; 0,00274; hingga 0,00562. Adanya pergerakan yang fluktuatif menandakan adanya kandungan informasi yang memberikan *abnormal return* kepada pasar (Hartono, 2016).

Satu hari sebelum Undang-Undang *Tax Amnesty* disahkan, investor ramai melakukan *profit taking*, ditandai dengan turunnya rata-rata *abnormal* dari semula 0,00482 menjadi -0,00850. Setelah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* 1 Juli 2016, investor tidak bisa memulai *trading* hari berikutnya karena bursa tutup 9 hari karena adanya libur hari raya Idul Fitri. Mereka seolah-olah diberi waktu untuk menganalisis informasi mengenai *tax amnesty*. Ketika bursa kembali dibuka pada tanggal 11 Juli 2016, investor kembali ramai membeli saham. Investor merespon positif sehingga pada saat diberlakukan kebijakan *tax amnesty* yang semula rata-rata *abnormal return* pada 1 Juli 2016 sebesar -0,00850, meningkat menjadi 0,00879 di tanggal 11 Juli 2016.

Setelah nilai AAR per hari diperoleh, kemudian AAR dikelompokkan menjadi dua, yakni AAR sebelum dan AAR setelah peristiwa. Dua kelompok AAR tersebut kemudian dijadikan data utama untuk diukur tingkat signifikansinya secara statistik menggunakan aplikasi SPSS Ver. 21. Statistik deskriptif AAR ditunjukkan dalam Tabel IV-1.

**Tabel Error! No text of specified style in document.-1**  
**Statistik Deskriptif Average Abnormal Return**

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
AAR Sebelum	3	-,001996	,004815	,0022956	,003735071
AAR Sesudah	3	,002744	,008789	,0057172	,003023864
Valid N (listwise)	3				

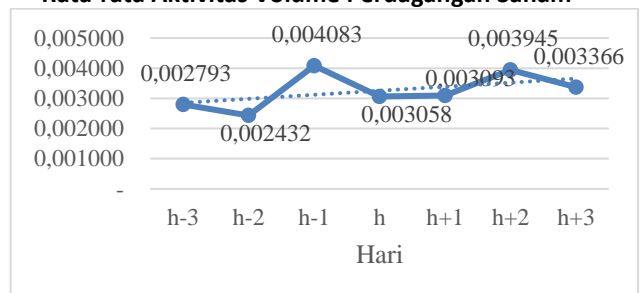
Sumber: data diolah (2018)

Tabel IV.1 di atas juga mencerminkan peningkatan *abnormal return* dari kondisi sebelum penerbitan ke sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*, semula 0,002296 meningkat menjadi 0,005717. Dengan kata lain, 3 hari sebelum peristiwa, rata-rata *return* saham berada di bawah ekspektasi investor. Akan tetapi, rata-rata *abnormal return* saham 3 hari setelah peristiwa menjadi di atas ekspektasi investor. Sementara itu, standar deviasi menunjukkan penurunan, dari kondisi sebelumnya sebesar 0,003735 menjadi 0,003023.

**2. Rata-rata volume perdagangan saham (ATVA)**

Tahap pertama untuk melakukan pengujian ini adalah dengan menghitung aktivitas volume perdagangan saham yang dijadikan sampel. Aktivitas volume perdagangan saham dihitung dengan cara membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar pada perusahaan di setiap hari bursa dalam periode jendela (h-3 s.d h+3). Setelah itu, untuk menentukan *average trading volume activity*, total TVA dibagi dengan jumlah perusahaan yang diobservasi. Hasil penghitungan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham ditampilkan dalam Grafik IV-2.

**Grafik Error! No text of specified style in document.-3**  
**Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham**



Sumber: data diolah (2018)

Grafik IV-2 menunjukkan pergerakan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang mengalami tren meningkat mulai dari h-3 sampai dengan h+3. Titik terendah adalah di h-2 dengan rata-rata sebesar 0,002432. Satu hari berikutnya, nilainya melonjak naik ke angka 0,004083. Kemudian di hari h (1 Juli 2016) pada saat pengumuman kebijakan *Tax Amnesty*, rata-rata aktivitas volume perdagangan saham turun ke angka 0,003058. Namun, di 3 hari berikutnya setelah bursa kembali dibuka, nilainya kembali meningkat.

Pada h-2 ke h-1, kenaikan nilai diakibatkan karena investor banyak melakukan aksi *profit taking*. Di hari penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*, volume saham yang diperdagangkan lebih sedikit dari pada sebelum dan setelah peristiwa karena investor lebih banyak menahan diri untuk bertransaksi. Tren

pergerakan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham ini serupa dengan tren *abnormal return* yang menunjukkan bahwa penerbitan Undang-undang *Tax Amnesty* direspon positif oleh investor.

Setelah nilai rata-rata per hari diperoleh, kemudian rata-rata aktivitas volume perdagangan saham dikelompokkan menjadi dua, yakni rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham setelah peristiwa. Dua kelompok rata-rata aktivitas volume perdagangan saham tersebut kemudian dijadikan data utama untuk diukur tingkat signifikansinya secara statistik menggunakan aplikasi SPSS ver. 21. Statistik deskriptif rata-rata aktivitas volume perdagangan saham ditunjukkan dalam tabel IV-2.

**Tabel Error! No text of specified style in document.-2**  
**Statistik Deskriptif Average Trading Volume Activity**

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
ATVA sebelum	3	,002432	,004083	,00310286	,0008679
ATVA Sesudah	3	,003093	,003945	,00346801	,0004352
Valid N (listwise)	3				

Sumber: data diolah (2018)

Tabel IV-2 di atas juga mencerminkan peningkatan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham dari kondisi sebelum penerbitan ke sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*, semula 0,00310286 meningkat menjadi 0,00346801. Adanya perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham pada periode pengamatan sebelum dan setelah peristiwa menunjukkan bahwa para investor merespons pasar saham yang cukup apresiatif terhadap kebijakan *Tax Amnesty*. Sementara itu, standar deviasi menunjukkan penurunan, dari kondisi sebelumnya sebesar 0,000867922 menjadi 0,000435215.

## 2. Pengujian Hipotesis

### 1. Hipotesis I

Hasil dari *paired samples t-test* ditunjukkan dalam Tabel IV-5.

**Tabel Error! No text of specified style in document.-3**  
**Paired Samples T-test Variabel Abnormal Return**

		Pair 1 AAR Sebelum - AAR Sesudah
Pair Differences	Mean	-,003421640
	Std. Deviation	,006464667
	Std. Error Mean	,003732377
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower Upper -,019480763 ,012637483
t		-,917
df		2
Sig. (2-tailed)		,456

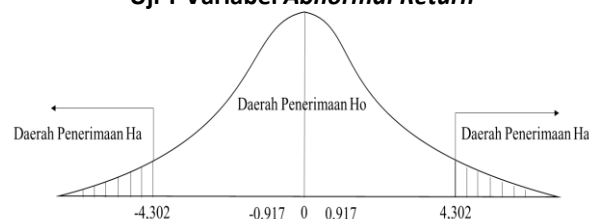
Sumber: data diolah (2018)

Tabel IV-5 diatas menampilkan hasil dari *paired samples t-test*. Hasil menunjukkan nilai t sebesar  $|-0,917|$  dengan signifikansi (Sig.) sebesar 0,456. Tanda negatif di depan nilai t memiliki makna bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*, sama seperti uraian statistik deskriptif sebelumnya.

Nilai T-tabel dihitung dengan menggunakan bantuan Ms. Excel menghasilkan nilai t sebesar 4,302.

Dengan demikian, pengujian hipotesis dapat dilukiskan ke dalam Grafik IV-3.

**Grafik Error! No text of specified style in document.-4**  
**Uji T Variabel Abnormal Return**



Sumber: data diolah (2018)

Dari Grafik IV-3 terlihat bahwa nilai t sebesar  $0,917 < 4,302$  sehingga hipotesis diterima. Oleh karena itu, inferensi yang diambil adalah tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* yang diperoleh investor antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* dalam tingkat keyakinan 95%.

### 2. Hipotesis II

Hasil dari *paired samples t-test* ditunjukkan dalam Tabel IV-8.

**Tabel Error! No text of specified style in document.-4**  
**Paired Samples T-test Variabel Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham**

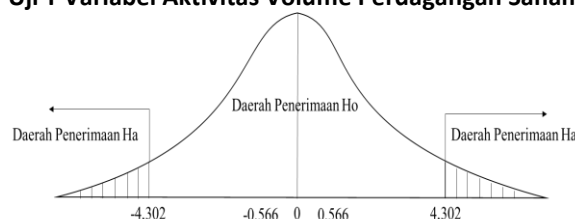
		Pair 1 ATVA Sebelum - ATVA Sesudah
Pair Differences	Mean	-,000365154
	Std. Deviation	,001116577
	Std. Error Mean	,000644656
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower Upper -,003138885 ,002408577
t		-,566
df		2
Sig. (2-tailed)		,628

Sumber: data diolah (2018)

Tabel IV-8 diatas menampilkan hasil dari *paired samples t-test*. Hasil menunjukkan nilai t sebesar  $|-0,566|$  dengan signifikansi (Sig.) sebesar 0,628. Tanda negatif di depan nilai t memiliki makna bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*.

Nilai T-tabel dihitung dengan menggunakan bantuan Ms. Excel menghasilkan nilai t sebesar 4,302. Dengan demikian, pengujian hipotesis dapat dilukiskan ke dalam Grafik IV-4.

**Grafik Error! No text of specified style in document.-5**  
**Uji T Variabel Aktivitas Volume Perdagangan Saham**



Sumber: data diolah (2018)

Dari Grafik IV-4 terlihat bahwa nilai t sebesar  $0,566 < 4,302$  sehingga hipotesis diterima. Oleh karena itu, inferensi yang diambil adalah tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang diperoleh investor pada saat

sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* dalam tingkat keyakinan 95%.

#### **Pembahasan Hasil Analisis**

Insentif yang disediakan oleh pemerintah melalui *tax amnesty* merupakan kesempatan terbesar bagi wajib pajak untuk membenahi kewajiban perpajakannya. Fasilitas berupa penghapusan pajak yang seharusnya terutang akan sangat menguntungkan wajib pajak. Wajib pajak hanya perlu membayar uang tebusan yang tarifnya relatif rendah. Selain itu, wajib pajak diuntungkan karena fasilitas yang “ramah” tersebut akan menimbulkan potensi kenaikan laba komersial di kemudian hari. Namun, apabila wajib pajak tidak menggunakannya, ada potensi penurunan laba komersial karena wajib pajak harus membayar tunggakan pajak beserta sanksinya.

Kenaikan laba dari perusahaan tentu merupakan hal yang diinginkan dari setiap investor. Kenaikan menimbulkan peluang investor untuk mendapatkan kenaikan dividen atau kepemilikan saham. Perusahaan yang mengalami laba pada akhirnya menjadi incaran para investor. Begitu pula perusahaan yang terdaftar di bursa efek, semakin banyak permintaan saham akan suatu emiten, maka harga saham tersebut akan naik. Pada akhirnya harga saham yang tinggi berpotensi meningkatkan keuntungan para *trader*.

Cahyono dan Fitriadiansyah (2017) menjelaskan bahwa kejadian *tax amnesty* juga dapat digunakan sebagai cerminan arus masuk modal yang deras untuk menjadi sentimen positif. Investor dapat memanfaatkan momentum, yaitu saat pasar akan naik dan turun, selama mereka tahu bagaimana berperilaku pada kondisi pasar, dan bagaimana menggunakan informasi yang diperoleh terkait dengan peristiwa yang terjadi.

Sehubungan dengan penjelasan di atas, hasil penelitian dengan menggunakan *event study* pada peristiwa penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*, menunjukkan peristiwa ini tidak memiliki kandungan informasi yang berarti untuk membuat pasar modal di Bursa Efek Indonesia bereaksi. Informasi penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* tidak menimbulkan adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* saham dan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa.

Jeda waktu libur bursa selama sembilan hari mulai tanggal 2 s.d. 10 Juli 2016 adalah waktu yang cukup panjang bagi investor untuk menganalisis informasi mengenai *tax amnesty*, sebelum akhirnya tanggal 11 Juli 2016 investor mulai dapat mengambil keputusan. Dengan demikian, hasil yang didapat dari penelitian bisa dianggap sebagai sebuah keputusan yang bulat dari investor. Keputusan investor untuk membeli atau menjual saham pada h+3 bukan didasarkan pada kepanikan atau spontanitas.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya, antara lain seperti penelitian yang dilakukan oleh Manik dkk. (2017) tentang analisis reaksi harga saham sebelum dan sesudah *tax amnesty* periode pertama (studi kasus saham sektor properti yang tercatat di Bursa Efek Indonesia). Meskipun

penelitian tersebut menggunakan metode *market-adjusted model* untuk menghitung *expected return*, hasilnya adalah sama, yakni tidak terdapat perbedaan *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *tax amnesty* periode pertama resmi berlaku.

Penelitian oleh Sanjiwani dan Jati (2017) yang menggunakan *mean-adjusted model* juga menunjukkan hasil yang serupa. Hasil penelitiannya menjelaskan bahwa tidak ada perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang diperoleh investor pada saat sebelum dan sesudah kebijakan *tax amnesty* pada saat pengumuman dan akhir periode I *tax amnesty*.

Meskipun hasil penelitian menunjukkan perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa tidak signifikan, penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* bisa dikatakan sebagai sebuah berita baik (*good news*). Berita baik akan mendapatkan reaksi positif oleh pasar sebagaimana tercermin melalui harga pasar yang akan memberikan implikasi *abnormal return* yang positif. Adapun berita buruk akan memberikan reaksi pasar yang buruk yang tercermin melalui harga pasar yang akan memberikan implikasi *abnormal return* negatif (Agustina, Gunawan, dan Chandra, 2018).

Tren positif dari rata-rata *abnormal return* yang terjadi dalam periode jendela didukung oleh volume perdagangan saham. Hasil penghitungan aktivitas volume perdagangan menggambarkan bahwa nilai rata-rata setelah pengumuman lebih besar daripada sebelum pengumuman. Investor pada periode sebelum penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* lebih sedikit melakukan *trading* dibandingkan setelahnya. Akumulasi volume saham yang tergolong indeks KOMPAS100 yang diperdagangkan di h+1 s.d. h+3 meningkat 2,1% dibandingkan dengan h-1 s.d. h-3.

Hasil penelitian mengarahkan penulis untuk merumuskan beberapa penyebab tidak adanya perbedaan secara signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan setelah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*. Penyebab pertama adalah seperti apa yang dikemukakan oleh Asmorojati, Diana, dan Afifudin, (2017), yaitu karena investor telah mengantisipasi peristiwa *tax amnesty*.

Hasil pengujian memperlihatkan bahwa *actual return* yang terjadi dalam periode pengamatan tidak jauh berbeda dengan apa yang telah diestimasi oleh investor sebelumnya. Dengan kata lain, *expected return* nilainya tidak jauh berbeda dengan *actual return* baik pada tiga hari sebelum maupun tiga hari setelah peristiwa penerbitan. Nampaknya, informasi mengenai *tax amnesty* sudah dianalisis dengan baik atau bahkan informasi akan adanya *tax amnesty* telah diketahui dari jauh-jauh hari sebelumnya sehingga sebagian besar investor sudah melakukanancang-ancang.

Penyebab berikutnya adalah karena isi dari Undang-Undang *Tax Amnesty*. Segala bentuk informasi mengenai insentif atau fasilitas yang disediakan pemerintah melalui *tax amnesty* nampaknya belum tersampaikan secara menyeluruh kepada masyarakat. Terlebih insentif tersebut kurang mampu menarik minat



dari wajib pajak dan investor. Selain itu, peraturan pelaksanaan yang mendukung *tax amnesty* belum terbit sehingga dapat mengurangi unsur kepastian hukum. Atas dasar tersebut, sebagian besar investor memilih untuk menunggu dan tidak buru-buru untuk mengambil keputusan terkait dengan *tax amnesty*.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan yang telah dilakukan pada bab-bab sebelumnya, maka penelitian yang bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar modal di Bursa Efek Indonesia sebelum dan setelah peristiwa penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* di Indonesia tanggal 1 Juli 2016, menyimpulkan hal-hal sebagai berikut.

1. Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan sebelum dan setelah peristiwa penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*. Penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* tidak memiliki kandungan informasi yang bermakna bagi investor.
2. Rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty* tidak memiliki perbedaan yang signifikan.
3. Hasil penelitian ini menunjukkan pasar modal Indonesia memberikan reaksi positif ditunjukkan dengan adanya kenaikan rata-rata *abnormal return* dan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah penerbitan Undang-Undang *Tax Amnesty*. Namun, hasil pengujian secara statistik menggambarkan bahwa informasi mengenai kebijakan *tax amnesty* tidak memiliki kandungan informasi yang kuat.

### 5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian, bahwa informasi tentang kebijakan *tax amnesty* tidak memiliki kandungan informasi yang kuat dan berarti bagi pasar modal, maka pemerintah, dalam hal ini diwakili oleh Direktorat Jenderal Pajak, perlu senantiasa melakukan sosialisasi secara masif mengenai insentif di bidang perpajakan agar informasi bisa tersampaikan secara menyeluruh.

## 6. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan. Beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini antara lain penghitungan *abnormal return* hanya menggunakan *market model*, sampel yang relatif kecil, dan periode pengamatan yang sempit. Selain itu, penelitian ini tidak membahas faktor atau peristiwa lain yang mungkin dapat memengaruhi keputusan investor dalam periode yang bersamaan dengan periode peristiwa. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat mengacu pada hal-hal berikut.

1. Metode untuk menghitung *abnormal return* sebaiknya tidak hanya menggunakan *market*

*model*, *market-adjusted model*, atau *mean-adjusted model*, tetapi menggunakan pendekatan *capital asset pricing model* (CAPM) untuk memperkuat hasil penelitian sebelumnya.

2. Sampel yang digunakan agar diperbanyak untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat.
3. Periode estimasi untuk penelitian selanjutnya dapat diperpanjang sampai dengan 200 hari untuk melihat konsistensi hasil penelitian.

## DAFTAR PUSTAKA (REFERENCES)

- Agustina, L., Gunawan, Y., & Chandra, W. 2018. The Impact of Tax Amnesty Announcement towards Share Performance and Market Reaction in Indonesia. *Accounting and Finance Research*, 7 (2).
- Asmorojati, W., Diana, N., & Afifudin. 2017. Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Kebijakan Tax Amnesty Pada Tanggal 1 Juli 2016. *Jurnal Ilmiah Riset Akuntansi*, 137-146.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. 1985. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Bursa Efek Indonesia. 2010. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- \_\_\_\_\_. 2016. Pengumuman BEI Nomor Peng-00024/BEI.OPP/01-2016. *Pengumuman Saham yang Masuk dan Keluar dalam Penghitungan Indeks KOMPAS100*. Jakarta, Indonesia: Bursa Efek Indonesia.
- \_\_\_\_\_. Ringkasan Saham. <http://www.idx.co.id/data-pasar/ringkasan-perdagangan/ringkasan-saham/> (diakses 9 Juni 2018).
- Cahyono, H., & Fitriadiansyah, H. 2017. Abnormal Return Differences Before And After Amnesty Tax Policy 2016 – 2017 Period II And III (Event Study at Company divided in LQ45 Index) . *International Journal of Entrepreneurship and Business Development* .
- Direktorat Jenderal Pajak. Amnesti Pajak. <http://www.pajak.go.id/content/amnesti-pajak> (diakses: 2 Maret 2018).
- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Jati, I. K., & Sanjiwani, P. D. 2017. Reaksi Pasar Modal Terhadap Kebijakan Tax Amnesty Pada Saat Pengumuman dan Akhir Periode I. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 19.1, 799-826.
- Kontan. Kontan Investasi. <https://investasi.kontan.co.id/news/harga-saham-tram-terus-berkibar>. (diakses 2 September 2018).
- Laksmi, N. K., & Ratnadi, N. M. 2015. Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Pengumuman Penurunan Harga BBM. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 13(3), 1029-1056.



- MacKinlay, A. C. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Manik, S., Sondakh, J. J., & Rondonuwu, S. 2017. Analisis Reaksi Harga Saham Sebelum dan Sesudah Tax Amnesty Periode Pertama (Studi Kasus Saham Sektor Properti Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia). *EMBA*, 5(2 Juni 2017), 762-772.
- McWilliams, A., & Siegel, D. 1997. Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Nurhaeni, N. 2009. Dampak Pemilihan Umum Legislatif Indonesia Tahun 2009 Terhadap Abnormal Return dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham di BEI. *Tesis*. Semarang: Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Peterson, P. P. 1989. Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28, 36-66.
- Republik Indonesia. 1995. *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal*. Jakarta: Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64.
- \_\_\_\_\_. 2016. *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 11 Tahun 2016 Tentang Tax Amnesty*. Jakarta: Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2016 Nomor 1