

RESPONS PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PENGUMUMAN INSENTIF FISKAL BIAYA R&D KORPORAT

INDONESIAN CAPITAL MARKET RESPONSE TOWARDS THE ANNOUNCEMENT OF CORPORATE R&D COST FISCAL INCENTIVES

Fasa Aditya Hanindipto^{*)1}, Arif Imam Suroso^{*)}, Trias Andati^{*)}

^{*)} Sekolah Bisnis, IPB University
Jl. Raya Padjajaran, Bogor 16151, Indonesia

Abstract: *This study examines the Indonesia stock market's response to the announcement of tax deduction as an incentive for corporate R & D activity implementation. The study is performed using samples of 13 companies from Miscellaneous Industry and Consumer Goods Industry in Indonesia Stock Market June – July 2019 period. This study uses event study approach, by examining market reaction calculated by Cumulative Abnormal Return (CAR), Cumulative Abnormal Volume (CAV), and Cumulative Abnormal Frequency (CAF). To measure the significance of each variable, non-parametric statistic test Wilcoxon Signed Rank Test and Mann Whitney Test are performed. The Result shows that investors respond to the announcement of tax deduction as an incentive for Indonesia corporate R & D activity. Another result shows that there are different responses from Miscellaneous Industry and Consumer Goods Industry sectors in the Indonesia Stock Market.*

Keywords: *Corporate R & D, event study, fiscal policy, tax deduction*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui respons pasar modal di Indonesia terhadap pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D. Tujuan lainnya adalah untuk mengetahui perbedaan respons antar sektor yang melakukan kegiatan R & D pada pasar modal di Indonesia akibat pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D. Penelitian ini menggunakan sampel 13 emiten yang tergabung dalam Aneka Industri Manufaktur dan Industri Barang Konsumsi di pasar saham Indonesia periode Juni–Juli 2019. Penelitian ini menggunakan metode *event study* untuk melihat reaksi pasar, yaitu dengan menghitung data Cumulative Abnormal Return (CAR), *Cumulative Abnormal Volume* (CAV) dan *Cumulative Abnormal Frekuensi* (CAF) sebagai variabel utama penelitian ini. Untuk mengukur signifikansi antar variabel, penelitian ini menggunakan uji statistika nonparametrik yaitu Uji Wilcoxon Signed Rank dan Uji Mann Whitney. Hasil dari penelitian ini, pasar modal Indonesia merespons positif pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D. Selain itu hasil yang lain, terdapat perbedaan respon antar sektor Aneka Industri Manufaktur dan Industri Barang Konsumsi di pasar saham Indonesia.

Kata kunci: R & D korporasi, *event study*, kebijakan fiskal, potongan pajak

¹ Corresponding author:
Email: fasa.aditya@gmail.com

PENDAHULUAN

Slower economic growth merupakan ancaman Indonesia untuk mencapai cita-cita menjadi negara yang berpenghasilan tinggi di tahun 2045. Menurut data yang dikeluarkan Badan Pusat Statistik (2019), pertumbuhan GDP Indonesia stagnan berkisar antara 5-6%. Untuk dapat mengakselerasi pertumbuhan ekonomi tersebut, diperlukan peningkatan output suatu negara sehingga Indonesia tidak terjebak pada *slower economic growth* dan mampu mencapai target negara berpenghasilan tinggi di 2045 atau bahkan lebih cepat. Sebagaimana yang telah dilakukan oleh Malaysia, Korea Selatan dan Jepang, untuk mencapai negara berpenghasilan tinggi, maka perlu mendorong industri manufaktur berbasis ilmu pengetahuan yang mampu mengolah barang mentah menjadi barang setengah jadi dan barang jadi yang bernilai tinggi. Masalah yang terjadi di Indonesia pada saat ini, penguasaan teknologi Indonesia yang masih rendah. Hal ini terlihat dari jumlah paten yang dimiliki Indonesia berada di peringkat 71 dari 92 negara yang tercatat (Stat Nano, 2019). Sejalan dengan hal tersebut, bila dilihat dari komposisi biaya R & D Indonesia terhadap GDP Indonesia masih rendah, yaitu 0,24% atau berada di peringkat 96 dunia (UNESCO, 2017).

Dalam rangka mengembangkan iklim R & D di Indonesia, pemerintah mengeluarkan insentif fiskal yang tertuang dalam PP Nomor 45 Tahun 2019, diterbitkan pada 25 Juni 2019 (Pemerintah Indonesia, 2019). Insentif fiskal tersebut tertuang dalam pasal 29 C ayat 1, yaitu berisikan pengurangan penghasilan bruto paling tinggi 300% (tiga ratus persen) dari jumlah biaya yang dikeluarkan untuk kegiatan penelitian dan pengembangan bagi wajib pajak dalam negeri. Besaran anggaran R & D korporasi merupakan cerminan keseriusan perusahaan untuk terus berinovasi dalam menghadapi persaingan bisnis ke depan.

Besarnya anggaran R & D merupakan usaha perusahaan untuk menghasilkan keuntungan, baik itu jangka pendek maupun jangka panjang. Oleh sebab itu dengan diberikannya insentif fiskal berpotensi mengandung *information content* khususnya adalah sektor industri yang terdampak kebijakan insentif fiskal tersebut. Berdasarkan analisa yang dilakukan, sektor industri yang berpotensi terdampak pada kebijakan insentif fiskal tersebut adalah sektor Industri Dasar & Kimia, Aneka Industri Manufaktur, dan Industri Barang

Konsumsi. Analisa tersebut didasarkan data sektor industri dengan pengeluaran R & D tinggi.

Penelitian terkait pergerakan pasar saham terhadap suatu peristiwa pemberian insentif fiskal telah dilakukan oleh Rosita *et al.* (2017), yaitu pengumuman paket kebijakan ekonomi X tentang daftar negatif investasi di pasar saham Indonesia. Hasil dari penelitian ini terjadi reaksi pasar atas pengumuman paket kebijakan ekonomi X dan terjadi perbedaan reaksi antara sektor usaha yang diuntungkan atas pengumuman tersebut. Penelitian serupa dilakukan oleh Mbanga dan Darrat (2016) yang melakukan penelitian pengaruh kebijakan fiskal dan moneter di USA. Hasilnya adalah untuk periode jangka panjang, kebijakan fiskal merupakan sebagai faktor utama dalam pembentukan harga saham di USA.

Respons pasar saham terhadap pemberian insentif fiskal ada kaitannya dengan bentuk efisiensi pasar saham di Indonesia. Sesuai dengan teori efisiensi pasar, pasar yang efisien adalah suatu kondisi pasar modal dimana proses pembentukan harga mencerminkan seluruh informasi, baik itu yang tersedia (fundamental) maupun informasi yang bersifat rahasia (insider information) (Ang, 1997). Eugene (1970) mendefinisikan bentuk pasar efisien dibagi menjadi tiga jenis yaitu: (1) Bentuk lemah artinya segala informasi historis tercermin dalam harga yang terbentuk di pasar modal saat ini, (2) Bentuk setengah kuat artinya adalah dimana harga saham dipengaruhi oleh data historis pasar dan juga dipengaruhi oleh semua informasi publik yang tersedia, (3) Bentuk kuat adalah harga saham terbentuk atas segala informasi yang ada di pasar, baik itu yang terpublikasi maupun yang tidak terpublikasi.

Teori lain yang terkait dengan respons pasar saham terhadap pemberian insentif fiskal adalah teori sinyal, yaitu suatu isyarat yang disampaikan oleh pemberi informasi agar dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima informasi menjadi suatu keputusan yang bersifat strategis. Asumsi dari teori ini adalah informasi yang diterima oleh penerima tidak sama, sehingga terdapat asimetri informasi antara pemberi sinyal dengan pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Selain dari itu keputusan yang diambil oleh penerima sinyal akan berbeda-beda sesuai pemahaman masing-masing penerima sinyal terhadap sinyal tersebut (Abdullah, 2002).

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan: (1) Mengetahui respons pasar modal di Indonesia terhadap pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D, (2) Mengetahui perbedaan respons antar sektor saham bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D. Manfaat dari penelitian ini adalah agar dapat menjadi studi empiris dalam proses pengambilan kebijakan yang serupa dan dapat mengetahui faktor yang menjadi pemicu respons pasar saham Indonesia. Pada penelitian ini diasumsikan bahwa tidak ada peristiwa lain yang terjadi selama periode estimasi maupun periode pengamatan.

METODE PENELITIAN

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari www.idx.co.id dan www.yahoofinance.com. Populasi dalam penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang tergabung dalam sektor Industri Dasar & Kimia, Aneka Industri Manufaktur, dan Industri Barang Konsumsi Bursa Efek Indonesia (BEI) di tahun 2019 yang berjumlah 134 emiten saham, pemilihan sektor tersebut adalah karena sektor-sektor tersebut merupakan sektor yang mengeluarkan biaya R & D besar bila dibandingkan dengan sektor-sektor yang lain.

Pengambilan sampel penelitian menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria yaitu; (1) Emiten tidak melakukan aksi korporasi, yaitu antara lain pembagian dividen, stock split, reverse stock, merger dan akuisisi, (2) Emiten tidak termasuk saham tidur, yaitu saham yang tidak aktif pada periode pengamatan hingga estimasi, (3) Ketersediaan data biaya R & D pada

laporan keuangan tahunan perusahaan. Berdasarkan kriteria tersebut, total sampel berjumlah 13 emiten yang terdiri dari dua sektor saham sesuai Tabel 1.

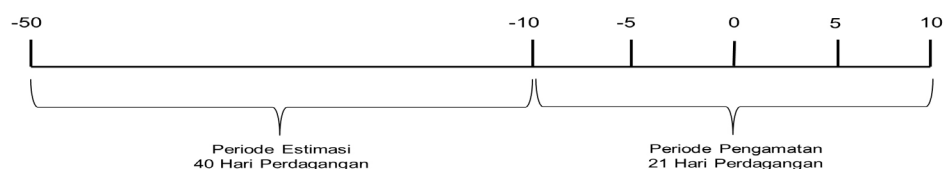
Pengumuman resmi pemerintah terhadap peraturan tersebut disampaikan pada tanggal 9 Juli 2019. Oleh sebab itu penelitian ini menetapkan tanggal tersebut sebagai $T=0$. Dalam penelitian ini digunakan periode pengamatan (-10, 10), sesuai dengan penelitian yang dilakukan Diyanah *et al.* (2017). Periode estimasi penelitian ini adalah 40 hari perdagangan atau pertengahan April 2019. Hal yang mendasari penentuan periode estimasi adalah untuk menghindari efek pengganggu dari peristiwa pemilu 2019 yang terjadi pada pertengahan April 2019. Secara kumulatif periode estimasi penelitian ini adalah (-50, -11). Periode estimasi dan periode pengamatan diilustrasikan pada Gambar 1.

Event Study

Pada penelitian ini, untuk menjawab tujuan penelitian digunakan metode *event study*, yaitu metode yang dapat menguji efek dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan (Ball dan Brown, 1968). Alasan *event study* sebagai metodologi dalam penelitian, (1) Dapat digunakan untuk menganalisis pengaruh dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan, (2) Dapat mengukur secara langsung pengaruh peristiwa terhadap harga saham pada saat peristiwa tersebut terjadi, (3) Ketersediaan data yang cukup lengkap, sebab data yang digunakan pada penelitian *event study* merupakan data publik, sehingga semua orang dapat mengakses data tersebut (Jogiyanto, 2003).

Tabel 1. Sampel emiten saham penelitian

Emiten Saham	Sektor Saham	Emiten Saham	Sektor Saham
INAF	Industri Barang Konsumsi	ROTI	Industri Barang Konsumsi
KAEF	Industri Barang Konsumsi	TSPC	Industri Barang Konsumsi
KLBF	Industri Barang Konsumsi	WOOD	Industri Barang Konsumsi
MERK	Industri Barang Konsumsi	AUTO	Aneka Industri dan Manufaktur
PEHA	Industri Barang Konsumsi	CCSI	Aneka Industri dan Manufaktur
PSDN	Industri Barang Konsumsi	LPIN	Aneka Industri dan Manufaktur
PYFA	Industri Barang Konsumsi		



Gambar 1. Periode estimasi dan periode pengamatan

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel utama, yaitu *Abnormal Return*, *Volume*, *Frekuensi* dan *Cumulative Abnormal Return (CAR)*, *Cumulative Abnormal Volume (CAV)*, dan *Cumulative Abnormal Frekuensi (CAF)*. Secara ringkas pada Tabel 2 merupakan rumus dari perhitungan yang digunakan pada penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan uji Wilcoxon Sign Rank dan Mann Whitney untuk melakukan uji hipotesis. Untuk menjawab hipotesis pada tujuan penelitian yang pertama digunakan uji Wilcoxon Signed Rank, yaitu uji statistik non parametrik yang digunakan untuk menganalisis perbedaan dari dua data yang berpasangan. Untuk menjawab hipotesis pada tujuan penelitian yang kedua digunakan uji Mann Whitney, yaitu merupakan uji statistik non parametrik yang digunakan untuk menentukan perbedaan secara statistik untuk dua kelompok sampel yang berbeda. Dalam penelitian ini digunakan tingkat kepercayaan sebesar 5% (Raya & Paramita, 2020). Untuk menguji statistik tersebut digunakan aplikasi IBM SPSS 24.

Variabel yang digunakan sebagai pengukuran respons pasar saham dalam penelitian ini adalah return, volume dan frekuensi perdagangan saham. Ketiga variabel tersebut merupakan variabel yang umum digunakan untuk mengetahui tingkah laku pasar saham dalam merespons suatu peristiwa, karena terkait dengan proses pembentukan harga hingga tingkat pengembalian yang diterima oleh investor. Respons pasar saham dapat terjadi melalui proses transmisi informasi hingga akhirnya terjadi pergerakan baik return, volume, frekuensi di pasar saham. Volume dan frekuensi perdagangan saham berperan sebagai perantara sebelum akhirnya terbentuk harga saham (Brogaard et al., 2013).

Variabel utama yang diamati dalam rangka melihat respons suatu pasar saham adalah return saham. Berdasarkan definisinya, return saham adalah tingkat pengembalian suatu saham yang diperoleh investor dalam periode waktu tertentu (Jogiyanto, 2003). Penelitian terkait respons pasar saham yang dilihat dari variabel return saham dilakukan oleh Kuncoro (2017) dimana kebijakan fiskal pemerintah menyebabkan volatilitas return saham di pasar saham Indonesia. Penelitian tersebut didukung oleh He (2012) untuk studi kasus pasar saham di China dan penelitian yang dilakukan oleh Stejskalova (2017) untuk studi kasus pasar saham di Amerika Serikat (NASDAQ) dimana kebijakan insentif fiskal direspons oleh kenaikan return saham dan valuasi perusahaan.

H1: Pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D signifikan memengaruhi abnormal return pasar saham Indonesia.

Variabel selanjutnya yang diamati volume saham. Volume perdagangan saham adalah jumlah lembar saham yang ditransaksikan dalam periode waktu tertentu (Jogiyanto, 2003). Volume saham merupakan suatu indikator dalam pembentukan harga saham, selain itu volume perdagangan juga dapat membantu investor dalam mengidentifikasi risiko volatilitas harga saham (Abdul & Nasuhi, 2000). Penelitian terkait volume perdagangan saham sebagai respons pasar saham telah dilakukan oleh Diyanah et al. (2017) dan Pradana (2018), dimana pada penelitian tersebut membuktikan bahwa variabel volume perdagangan pada pasar saham Indonesia merespons peristiwa kebijakan insentif fiskal yang dikeluarkan pemerintah. Kasus lain adalah pada pasar saham NYSE Amerika Serikat, dimana volume saham bereaksi terhadap pengumuman laporan tahunan perusahaan pada saat periode pengamatan (Beaver, 1968).

H2: Pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D signifikan memengaruhi abnormal volume pasar saham Indonesia.

Tabel 2. Formula perhitungan penelitian

Parameter	Return (R)	Volume (V)	Frekuensi (F)
Abnormal	$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$	$AV_{it} = V_{it} - E(V_{it})$	$AF_{it} = F_{it} - E(F_{it})$
Cumulative Abnormal	$CAR = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$	$CAV = \sum_{t=T_1}^{T_2} AV_{it}$	$CAF = \sum_{t=T_1}^{T_2} AF_{it}$

Keterangan: AR_{it} , AV_{it} , AF_{it} (Abnormal Return, Volume dan Frekuensi saham); R_{it} , V_{it} , F_{it} (Aktual Return, Volume dan Frekuensi saham); $E(R_{it})$, $E(V_{it})$, $E(F_{it})$ (Normal Return, Volume, dan Frekuensi saham).

Frekuensi perdagangan saham adalah intensitas terjadinya transaksi jual dan beli saham pada waktu tertentu. Frekuensi perdagangan saham adalah salah satu untuk mengukur respons suatu pasar saham, hal ini disebabkan frekuensi perdagangan saham yang terdampak pertama kali dari informasi yang beredar di pasar saham adalah frekuensi perdagangan saham yang selanjutnya baru ditransmisikan ke volume saham dan return saham (Charles et al. 1994). Penelitian lain terkait frekuensi perdagangan saham sebagai instrument respons pasar saham dilakukan oleh Brogaard et al. (2013) dimana frekuensi perdagangan saham bereperan terhadap stabilitas pasar modal. Penelitian yang mendukung dilakukan oleh Chan dan Fong (2000), dimana frekuensi saham berperan dalam volatilitas harga saham di pasar saham Amerika Serikat, yaitu NYSE dan NASDAQ. Penelitian lain dilakukan oleh Ervina dan Rachman (2019), dimana peristiwa kebijakan perubahan fraksi harga dan kelompok harga saham tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan saham sebelum dan setelah peristiwa berlangsung.

H3: Pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D signifikan memengaruhi abnormal frekuensi pasar saham Indonesia.

Pola respons pasar saham akibat suatu peristiwa akan berbeda untuk setiap sektor di pasar saham, hal tersebut yang mendasari tujuan penelitian yang kedua, yaitu mengetahui perbedaan respons antar sektor saham bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D. Hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Rosita et al (2017), yaitu respons sektor saham terhadap suatu kebijakan akan berbeda-beda, tergantung sektor yang paling terdampak terhadap kebijakan yang dikeluarkan. Penelitian tersebut untuk studi kasus bursa saham Indonesia tahun 2017. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Sutarni & Darmawan (2004), dimana pergerakan CAR setiap sektor memiliki pola pergerakan yang khas akibat peristiwa yang terjadi. Penelitian tersebut untuk studi kasus bursa saham Indonesia tahun 1996-1997. Variabel untuk tujuan penelitian yang kedua sama seperti tujuan penelitian yang pertama, yaitu return saham, volume saham, dan frekuensi saham. Oleh sebab itu perumusan hipotesis untuk tujuan penelitian yang kedua adalah sebagai berikut:

H4: Data abnormal return sektor saham yang melakukan kegiatan R & D signifikan bereaksi terhadap pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D.

H5: Data abnormal volume sektor saham yang melakukan kegiatan R & D signifikan bereaksi terhadap pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D.

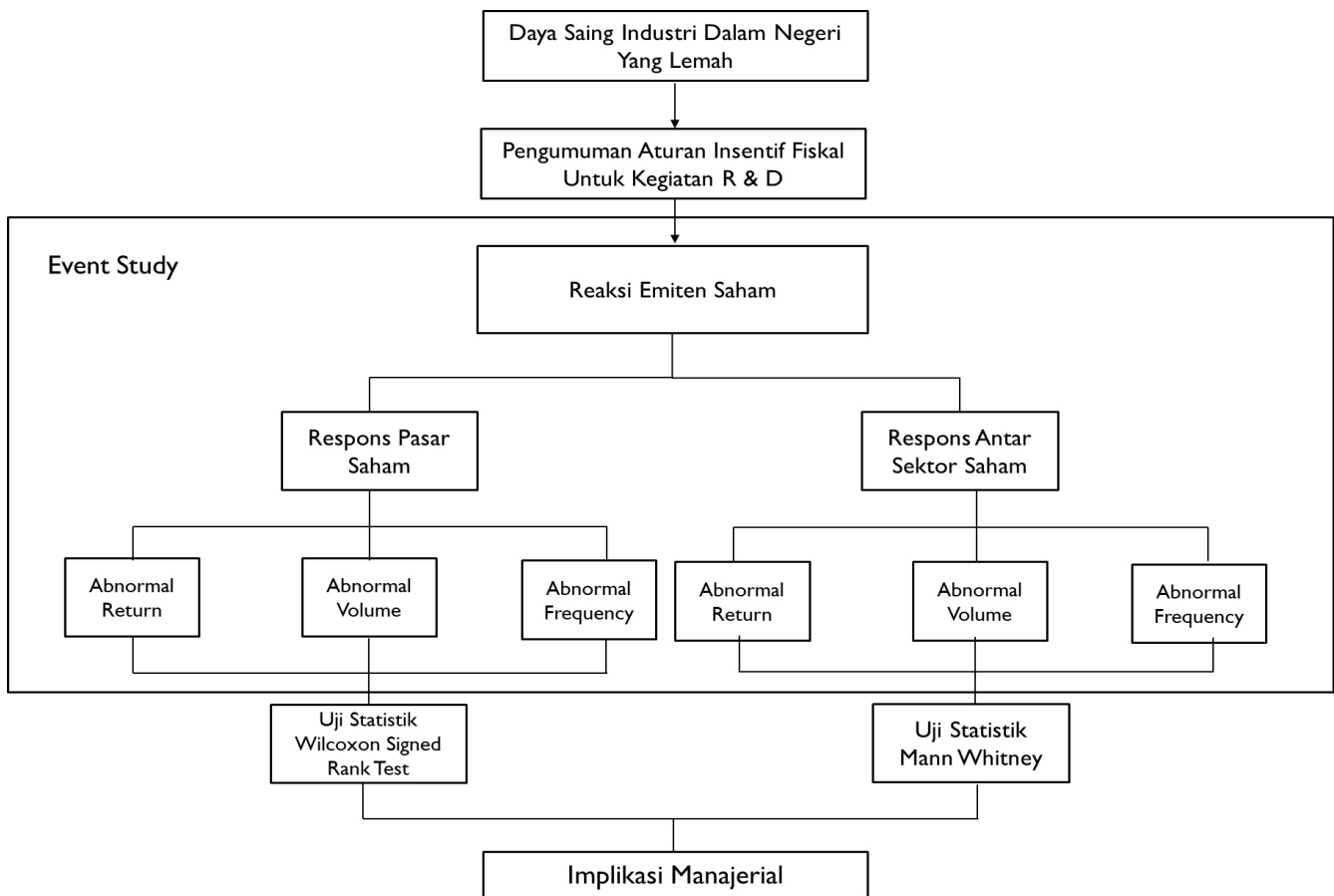
H6: Data abnormal frekuensi sektor saham yang melakukan kegiatan R & D signifikan bereaksi terhadap pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D.

Penelitian ini akan diambil data sebelum dan sesudah peristiwa, kemudian dilihat respons pasar saham dan antar sektor saham di Indonesia khususnya akan dilakukan identifikasi emiten yang sesuai dengan kriteria dalam penelitian ini. Sebagai proxy respons pasar saham, diambil data abnormal return, abnormal volume, dan abnormalitas frekuensi. Data-data yang telah diambil kemudian diuji statistik, untuk data respons pasar modal di Indonesia terhadap pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D dilakukan uji nonparametrik Wilcoxon Signed Rank. Uji statistik untuk data respons antar sektor pada pasar saham Indonesia oleh pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D dilakukan uji nonparametrik Mann Whitney. Kerangka penelitian ditunjukkan pada Gambar 2.

HASIL

Statistik deskriptif memberikan gambaran tentang sebaran data yang terdiri atas data minimal, maksimal, rata-rata, dan standar deviasi. Berdasarkan data yang tertera pada Tabel 3. Statistik deskriptif tersebut menampilkan variabel return saham, volume saham, dan frekuensi saham.

Secara keseluruhan data yang digunakan pada penelitian ini cukup seragam, ditinjau dari data standar deviasi yang rendah. Berbeda dengan profil data umumnya, khusus untuk variabel CAV dan CAF mempunyai data yang kurang seragam, dilihat dari nilai standar deviasi yang cukup tinggi. Secara umum data mengalami trend meningkat, hal ini dilihat data rata-rata yang secara umum menunjukkan nilai yang positif. Terdapat beberapa data yang mengalami trend negatif, seperti data CAV dan AV, hal ini dilihat dari data rata-rata yang bernilai negatif.



Gambar 2. Kerangka pemikiran penelitian

Tabel 3. Statistik deskriptif data penelitian

Parameter	Return Saham				Volume Saham				Frekuensi Saham			
	Min	Max	Mean	Stdev	Min	Max	Mean	Stdev	Min	Max	Mean	Stdev
AR/AV/AF	-0.01	0.02	0.00	0.01	-1.11	0.49	-0.17	0.46	-0.29	0.73	0.34	0.31
AAR/AAV/AAF	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.34	0.03	0.12	-0.02	0.59	0.12	0.18
CAR/CAV/CAF	0.00	0.08	0.03	0.02	-3.59	1.69	-0.26	1.82	0.59	7.15	4.74	2.00
CAAR/CAAV/CAF	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.19	0.56	0.11	0.23	0.35	0.85	0.56	0.16

Pola respons return saham yang terdiri atas data AR dan CAR yang tersedia di Gambar 3, sepanjang periode pengamatan mengalami trend meningkat baik untuk data AR dan CAR. Pergerakan data AR dan CAR mengalami peningkatan tajam pada hari ke 1 hingga mencapai titik maksimum pada hari ke 10. Secara umum pola respons return saham tersebut dipengaruhi oleh emiten LPIN, karena emiten tersebut memiliki trend pergerakan CAR tertinggi, yaitu 0,87. Pada data AR secara umum pola respons dipengaruhi oleh emiten PSDN, yaitu dengan titik maksimum 3,5.

Respons volume saham yang terdiri atas data AV dan CAV yang tersedia di Gambar 3, secara umum data CAV mengalami trend turun, pola turun tajam terjadi pada -7 hingga 10 periode pengamatan. Pola

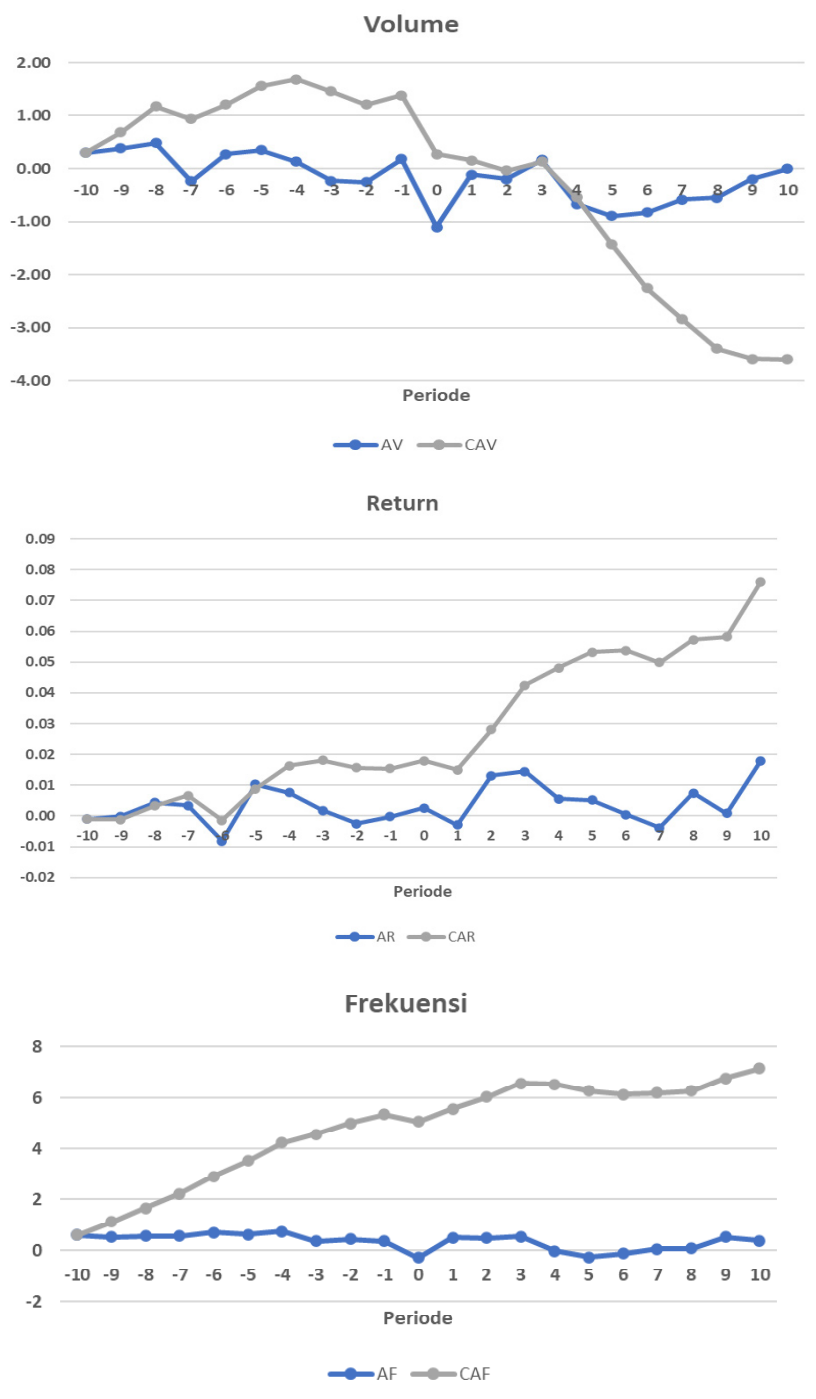
pergerakan data AV mengalami trend turun dengan titik terendah periode 0 pengamatan. Secara umum pola respons CAV dipengaruhi oleh emiten INAF, karena mengalami tingkat penurunan yang paling tinggi yaitu dengan nilai -0,14. Pada data AV secara umum pola respons dipengaruhi oleh emiten PYFA.

Respons volume saham yang terdiri atas data AF dan CAF yang tersedia di Gambar 3, secara umum pada data CAF mengalami trend peningkatan sepanjang periode pengamatan. Berbeda dengan pola pergerakan CAF, untuk data pergerakan data AF mengalami trend datar di sepanjang periode pengamatan. Secara umum pola respons CAF dipengaruhi oleh emiten CCSI, karena emiten tersebut mengalami trend peningkatan yang paling tinggi, yaitu dengan nilai maksimum 103,7.

Pada data AF karena trend pergerakan data merupakan trend datar, maka pada data AF tidak ada emiten yang dominan dalam merespons pergerakan saham.

Untuk dapat menjawab hipotesis penelitian dari tujuan penelitian yang pertama, dilakukan uji statistik dengan menggunakan metode Wilcoxon Sign Rank Test pada tingkat kepercayaan 5%. Berdasarkan data yang tersedia pada Tabel 4 nilai P-Value CAR didapatkan 0,005 yang

artinya nilai tersebut $< \alpha$ (0,05), sehingga hasil dari hipotesis yang pertama adalah ditolak. Terkait dengan data CAV, data hasil dari uji beda tersebut didapatkan P-Value 0,005 yang artinya nilai tersebut $< \alpha$ (0,05), sehingga hasil dari hipotesis yang kedua adalah ditolak. Terkait dengan data CAF hasil dari uji beda tersebut didapatkan P-Value 0,005 yang artinya nilai tersebut $< \alpha$ (0,05), sehingga hasil dari hipotesis yang ketiga adalah ditolak.



Gambar 3. Pola pergerakan return, volume, dan frekuensi sepanjang periode pengamatan

Tabel 4. Hasil uji statistik penelitian

Sektor Saham	CAR	CAV	CAF
P-Value (Rank)	0,005* (+)	0,005* (-)	0,005* (+)
Asymp.Sig (2-tailed)	0,000*	0,000*	0,000*

* Berbeda signifikan pada tingkat kepercayaan 5%.

Hasil dari penelitian ini mendukung teori Hipotesis Pasar Efisien (HPE) yang menyebutkan bahwa pasar yang efisien merupakan suatu kondisi dimana proses pembentukan harga saham merupakan cermin dari seluruh informasi, baik itu yang tersedia maupun informasi yang bersifat rahasia di masyarakat (Ang, 1997). Menurut Andrianto dan Mirza (2016), jenis pasar saham di Indonesia bentuknya lemah efisien yang artinya pemberian insentif fiskal bagi pelaku industri yang melakukan kegiatan R & D dianggap sebagai sebagai sentiment positif bagi pasar saham di Indonesia. Sentimen positif tersebut terlihat dari data CAR dan CAF yang bergerak positif setelah peristiwa pengumuman pemberian insentif fiskal tersebut.

Fenomena pergerakan saham terhadap pemberian insentif fiskal yang diberikan pemerintah bagi korporasi yang melakukan R & D erat kaitannya terhadap kandungan informasi yang dimiliki oleh peristiwa tersebut. Sesuai dengan Bodie et al. (2011) bahwa pergerakan saham dapat terjadi akibat kandungan informasi yang dimiliki oleh peristiwa tersebut. Pasar saham merespons positif terhadap suatu peristiwa apabila peristiwa tersebut sesuai dengan ekspektasi dari pasar, sedangkan apabila peristiwa tersebut tidak sesuai dengan ekspektasi pasar maka pasar saham akan cenderung merespons negatif terhadap peristiwa tersebut.

Respons pasar saham yang signifikan positif terhadap CAF dan CAR, hasil ini didukung oleh Charles et al. (1994) yang menyebutkan bahwa instrumen yang berdampak pertama kali oleh informasi yang beredar adalah frekuensi saham yang selanjutnya dapat ditransmisikan ke *return* saham. Selanjutnya adalah penelitian yang dilakukan Brogaard et al. (2013) dengan meningkatnya frekuensi perdagangan dapat menyebabkan proses pembentukan harga saham menjadi semakin efisien. Respons pasar saham yang signifikan negatif terhadap CAV sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nanda dan Saryadi (2017), dimana kebijakan fiskal pemerintah berdampak signifikan negatif terhadap volume saham di Indonesia.

Penelitian terkait lainnya dilakukan oleh Gagnon & Karoly (2009), yang melakukan penelitian terkait dengan hubungan dinamis antara return harga saham dengan volume perdagangan. Hasil dari penelitian tersebut adalah terdapat hubungan antara informasi yang beredar, volume perdagangan, dan return harga saham untuk studi kasus pasar saham di US.

Hasil uji statistik dari data CAR yang membandingkan respons antar sektor saham yang tergabung dalam sektor Industri Barang Konsumsi dan Aneka Industri Manufaktur yang tersedia pada table 4, didapatkan nilai Asymp. Sig (2-tailed) 0,000 yang artinya nilai tersebut $< \alpha (0,05)$, sehingga hasil dari hipotesis yang keempat adalah gagal ditolak. Kemudian untuk uji respons antar sektor saham sesuai dengan tujuan penelitian yang kedua adalah untuk data CAV, didapatkan nilai Asymp. Sig (2-tailed) 0,000 yang artinya nilai tersebut $< \alpha (0,05)$ sehingga hasil dari hipotesis yang kelima adalah gagal ditolak. Hasil uji statistik yang terakhir untuk uji respons antar sektor saham sesuai dengan tujuan penelitian yang kedua adalah untuk data CAF, didapatkan nilai Asymp. Sig (2-tailed) 0,000 yang artinya nilai tersebut $< \alpha (0,05)$, sehingga hasil dari hipotesis yang kedua adalah gagal ditolak.

Berdasarkan data diatas dapat diamati bahwa CAR, CAV, dan CAF sektor saham Industri Barang Konsumsi dan Aneka Industri Manufaktur memiliki pola pergerakan yang berbeda signifikan secara statistik. Fenomena ini sesuai dengan teori EMH dimana respons pergerakan suatu emiten saham didasarkan atas informasi yang tersedia di Tabel 4. Pada kasus ini kedua sektor tersebut memiliki tipe efisiensi yang berbeda, sehingga menyebabkan perbedaan antar sektor saham yang diamati (Andrianto dan Mirza, 2016).

Teori lain yang mendukung adalah *signaling* dimana ada kaitannya dengan perbedaan penerimaan informasi oleh investor karena terdapat asimetri informasi antara pemberi sinyal dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Selain dari itu keputusan yang diambil oleh penerima sinyal akan berbeda-beda sesuai pemahaman masing-masing penerima sinyal terhadap sinyal tersebut (Abdullah,

2002). Baker dan Wurgler (2006) menemukan bahwa tingkat pengembalian harga saham di masa depan erat kaitannya dengan sentimen pasar. Sebagai ilustrasi adalah apabila sentimen pasar sedang naik, maka harga saham akan naik, begitu pula sebaliknya, apabila sentimen sedang turun, maka harga saham akan turun. Faktor lain yang menyebabkan perbedaan signifikan antar sektor saham yang diamati adalah karena emiten saham yang tergabung dalam kedua sektor tersebut memiliki karakteristik perusahaan yang berbeda, yaitu khususnya adalah faktor fundamental perusahaan. Hal ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Christian dan Freky (2019), Veny (2019), dan Martiani (2018), dimana ketiga penelitian tersebut menjelaskan rasio fundamental perusahaan akan berpengaruh terhadap pergerakan harga saham sektor-sektor tertentu.

Sebagai bentuk review tujuan penelitian dan hipotesis penelitian terhadap respons pasar saham Indonesia terhadap pemberian insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D. Terdapat enam hipotesis yang diambil dari tujuan penelitian dan dijawab melalui hasil uji statistik. Hasil kesimpulan hipotesis penelitian tersedia pada Tabel 5.

Implikasi Manajerial

Melalui penelitian ini didapatkan bahwa pengumuman pemberian insentif fiskal bagi perusahaan yang melakukan R & D di Indonesia secara umum direspons positif oleh pasar saham di Indonesia, artinya hal ini dapat dijadikan suatu dorongan bagi pemerintah agar

dapat menerapkan aturan serta kebijakan turunan lainnya agar dapat mengakselerasi implementasi R & D bagi korporasi di Indonesia. Apabila dilihat implikasi manajerial dari sudut pandang korporasi, hasil dari penelitian ini dapat mendorong keterbukaan data khususnya adalah data biaya kegiatan R & D yang ditampilkan di laporan keuangan perusahaan.

Secara umum implikasi manajerial dari respons positif pasar modal atas pemberian insentif fiskal bagi perusahaan yang melakukan kegiatan R & D di Indonesia dapat memberikan dampak terhadap investor di pasar saham Indonesia, diantaranya adalah sebagai berikut: (1) Merupakan suatu signal bahwa pemberian insentif fiskal akan berdampak pada pergerakan saham di pasar saham Indonesia. (2) Membantu investor dalam proses pengambilan keputusan investasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Pengumuman insentif fiskal bagi korporasi yang melakukan kegiatan R & D di Indonesia direspons positif oleh pasar modal yang dilihat dari data CAR dan CAF, sedangkan data CAV direspons negatif oleh pasar modal di Indonesia. Terdapat perbedaan respons antar sektor saham dari emiten Industri Barang Konsumsi dan Aneka Industri Manufaktur dari pengumuman insentif fiskal bagi perusahaan yang melakukan kegiatan R & D di Indonesia.

Tabel 5. Kesimpulan hipotesis penelitian

Hipotesis	Kesimpulan
Pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D tidak signifikan memengaruhi abnormal return pasar saham Indonesia.	Ditolak
Pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D tidak signifikan memengaruhi abnormal volume pasar saham Indonesia.	Ditolak
Pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D tidak signifikan memengaruhi abnormal frekuensi pasar saham Indonesia.	Ditolak
Data abnormal return sektor saham yang melakukan kegiatan R & D tidak signifikan bereaksi terhadap pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D.	Ditolak
Data abnormal volume sektor saham yang melakukan kegiatan R & D tidak signifikan bereaksi terhadap pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D.	Ditolak
Data abnormal frekuensi sektor saham yang melakukan kegiatan R & D tidak signifikan bereaksi terhadap pengumuman insentif fiskal bagi pelaku usaha yang melakukan kegiatan R & D.	Ditolak

Saran

Perlu dilakukan penelitian lanjutan perihal faktor-faktor (Internal/eksternal perusahaan) yang menyebabkan repons atas pengumuman insentif fiskal bagi perusahaan yang melakukan kegiatan R & D. Perlu dilakukan penelitian lanjutan perihal analisa sektor saham yang terdampak paling besar terhadap implementasi implementasi insentif fiskal pemerintah yang tertuang dalam PP nomor 45 tahun 2019. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah ketersediaan data biaya R & D perusahaan yang menyebabkan sampel perusahaan menjadi sedikit. Keterbatasan lainnya adalah penelitian ini mengasumsikan tidak ada kebijakan lain yang dikeluarkan oleh pemerintah pada saat periode estimasi dan periode pengamatan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah S. 2002. Free cash flow, agency theory dan signaling theory: Konsep dan riset empiris. *Jurnal Akuntansi dan Investasi* 3(2):151–170.
- Abdul H, Nasuhi H. 2000. Studi empiris tentang pengaruh volume perdagangan dan return terhadap bid-ask spread saham industri rokok di Bursa Efek Jakarta dengan model koreksi kesalahan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 3(1):69–85. <http://doi.org/10.33312/ijar.39>.
- Andrianto Y, Mirza A. 2016. A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market. Di dalam: *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 219. hlm 99–103. 1016/j.sbspro.2016.04.048.
- Ang R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2019. Ekonomi Indonesia 2018 tumbuh 5,17 persen. <https://www.bps.go.id/pressrelease/2019/02/06/1619/ekonomi-indonesia-2018-tumbuh-5-17-persen.html>. [18 Januari 2020].
- Baker M, Wurgler J. 2007. Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives* 21(2):129–151. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>.
- Ball R, Brown P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2):159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>.
- Beaver W. 1968. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6(1):67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Bodie K. Marcus AJ. 2011. *Investments and Portofolio Management. Global Edition*. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brogaard J, Hendershott T, Riordan R. 2013. High frequency trading and price discovery. *The Review of Financial Studies* 27(8):2267–2306. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu032>.
- Chan K, Fong W. 2000. Trade size, order imbalance, and the volatility volume relation. *Journal of Financial Economics* 57(2):247–273. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.170357>.
- Charles J, Gautam K, Marc L. 1994. Transactions, volume, and volatility. *The Review of Financial Studies* 7(4):631–651. <https://doi.org/10.1093/rfs/7.4.631>.
- Christian N, Frecky F. 2019. Analisis pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Benefita* 4(1):115–136. <https://doi.org/10.22216/jbe.v4i1.3417>.
- Diyana N, Susetyo B, Astutie Y. 2017. Reaksi investor dalam pasar modal terhadap undang-undang tax amnesty (event study pada perusahaan yang terdaftar dalam idx 30 di Bursa Efek Indonesia). *Multiplier* 2(1):28–38. <https://doi.org/10.24905/mlt.v2i1.1279>.
- Ervina D, Rachman R A. 2019. Studi likuiditas pasar saham terkait perubahan kelompok harga dan fraksi harga saham di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen (JABM)* 5(3):520–529. <https://doi.org/10.17358/jabm.5.3.520>.
- Eugene F. 1970. Efficient capital market: A review of theory and empirical work. *Journal of Financial* 25(2):383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>.
- Gagnon L, Karolyi A. 2009. Information, trading volume, and international stock return comovements: Evidence from cross-listed stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(4):953–986. <https://doi.org/10.1017/S0022109009990196>.
- He X, Zeng B, Han S. 2012. Event Study on The Hi-Tech Listed Companies Reaction to Pre-Tax Deduction of Enterprise R&D Expenses. Di dalam: *International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering*; Xi'an, 23-24 November

2013. USA: Advance Technology for Humanity. hlm 322-324. 10.1109/ICIII.2012.6339666.
- Jogiyanto H. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Ed. ke-5. Yogyakarta: BPPE.
- Kuncoro H. 2017. Fiscal policy and stock market returns volatility: The case of Indonesia. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies* 10(2):153–170. <https://doi.org/10.1504/IJEPEE.2017.10006012>.
- Martiani N. 2019. Pengaruh rasio keuangan terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2013-2016. *Jurnal Pendidikan Ekonomi Undiksha* 10(2):668–678. <https://doi.org/10.23887/Jjpe.V10i2.20160>.
- Mbanga, Cedric T, Darrat AF. 2016. Fiscal policy and the US stock market. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 47(2):987–1002. <https://doi.org/10.1007/s11156-015-0528-y>.
- Nanda R, Saryadi S. 2017. Reaksi pasar modal indonesia terhadap kebijakan tax amnesty indonesia pada saham LQ45 tahun 2016-2017. *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis* 6(4):144–156.
- Pemerintah Indonesia. 2019. Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No 45 Tahun 2019. https://pajak.go.id/sites/default/files/2019-07/PP_Nomor_45_Tahun_2019.pdf. [23 Januari 2020].
- Pradana Y. 2018. Reaksi pasar modal Indonesia atas pelantikan kabinet kerja Jokowi-JK. <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/1825/1670>. [3 Februari 2020].
- Raya C, Paramita S. 2020. Analisa perbedaan abnormal return dan cumulative abnormal return emiten sektor keuangan sekitar pemilu 17 April 2019. *Jurnal Ilmu Manajemen* 8(3):852–863. <https://doi.org/10.26740/jim.v8n3>.
- Rosita G, Wirama D, Rasmini N. 2017. reaksi pasar atas pengumuman paket kebijakan ekonomi x tentang daftar negatif investasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis* 12(2):104-114. <https://doi.org/10.24843/JIAB.2017.v12.i02.P05>.
- Stejskalová J. 2017. The Impact on attention to news about tax changes on the stock market. *Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis* 13(6):2113–2121. <https://doi.org/10.11118/actaun201765062113>.
- Stat Nano. 2019. Total patent in USPTO. <https://statnano.com/report/s135>. [23 Januari 2020].
- Sutarni N, Dermawan R. 2004. Efek penurunan dividen kas final terhadap pengembalian saham. *Jurnal Manajerial dan Sistem Informasi* 3(1):94–108. <https://doi.org/10.17509/manajerial.v3i1.16488>.
- UNESCO. 2017. R & D spending by country. <http://uis.unesco.org/apps/visualisations/research-and-development-spending/>. [19 Januari 2019].
- Veny V. 2019. Pengaruh informasi keuangan dan aksi korporasi terhadap harga saham perusahaan industri dasar dan kimia tahun 2015-2017. *Jurnal Akuntansi Bisnis* 2(12):172–187. <http://dx.doi.org/10.30813/jab.v12i2.1777>.