

**DAMPAK UNDANG-UNDANG REPUBLIK INDONESIA
NO. 11 TAHUN 2016 TENTANG PENGAMPUNAN PAJAK TERHADAP
KONDISI BEI**

**Magna Mayputra Sumadi¹
Luh Putu Wiagustini²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: magna.mayputra@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan signifikansi rata-rata return taknormal (*abnormal return*) sebelum dan sesudah peristiwa serta menguji reaksi pasar akibat peristiwa *tax amnesty*. Penelitian ini menggunakan sampel yang berjumlah 34 saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan metode penentuan sampel *purposive sampling*. Penelitian ini dilakukan dengan metode analisis studi peristiwa (*event study*) dengan *Market Adjusted Model*. Periode peristiwa yang diteliti untuk masing-masing peristiwa adalah 15 hari bursa, yaitu tujuh hari sebelum peristiwa, satu hari saat peristiwa dan tujuh hari setelah peristiwa. Pengujian statistik dilakukan untuk membandingkan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa dan melihat reaksi pasar disekitar peristiwa. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa ditetapkannya kebijakan *tax amnesty*, berakhirnya *tax amnesty* periode I, berakhirnya *tax amnesty* periode II dan berakhirnya *tax amnesty* periode III. Tidak terdapat reaksi pasar disekitar peristiwa ditetapkannya kebijakan *tax amnesty*, namun terdapat reaksi pasar pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I, peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II dan peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III. Berakhirnya *tax amnesty* periode I, II dan III mengandung informasi.

Kata kunci: *abnormal return*, studi peristiwa, *market adjusted model* dan *tax amnesty*

ABSTRACT

This study aims to analyze the difference of the mean significance of abnormal return before and after the event and to test the market reaction due to the tax amnesty event. This research uses a sample of 34 stocks of LQ45 in Indonesia Stock Exchange by using purposive sampling method. This research is done by method of event study study with Market Adjusted Model. The period of the event examined for each event is 15 trading days, ie seven days before the event, one day at the time of the event and seven days after the event. The statistical tests were performed to compare average abnormal returns before and after events and to see market reactions around the event. The result of the research shows that there is no difference of average abnormal return before and after the event of tax amnesty policy, the end of the tax amnesty period I, the end of the tax amnesty period II and the end of the tax amnesty period III. There is no market reaction around the event of the tax amnesty policy, but there is market reaction in the event of the end of the tax amnesty period I, the event of the end of the second amnesty tax period and the end of the tax amnesty period III. The end of the tax amnesty period I, II and III contain information.

Keywords: *abnormal return*, *event study*, *market adjusted model* and *tax amnesty*

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peranan yang penting dalam dunia investasi di era informasi saat ini. Pasar modal selain sebagai tempat transaksi para investor dan korporasi tapi pasar modal dapat dijadikan sebagai salah satu indikator yang dapat mejadi pertimbangan untuk melakukan investasi karena dapat memberi gambaran tentang keadaan suatu negara (Sailendra dan Suratno, 2014).

Pasar modal harus bersifat likuid dan efisien agar dapat menarik pembeli dan penjual. Suatu pasar dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat (Hartono, 2014).

Pasar modal sebagai instrumen ekonomi, tidak bisa lepas dari pengaruh lingkungan ekonomi mikro dan lingkungan ekonomi makro. Perubahan serta fenomena dari indikator kedua lingkungan ekonomi ini merupakan faktor yang dapat menimbulkan kecenderungan nilai indeks harga saham naik atau turun yang akan berpengaruh pada *return* saham. Lingkungan non ekonomi juga digunakan sebagai pertimbangan dan tidak dapat dipisahkan dari pasar modal. Peristiwa-peristiwa kemanusiaan, lingkungan hidup dan peristiwa-peristiwa politik juga sering memicu fluktuasi harga saham yang diakibatkan reaksi pasar terhadap isu-isu yang ada (Nurhaeni, 2009).

Investor dapat menghasilkan *abnormal return* dengan berinvestasi secara sistematis selama peristiwa-peristiwa perubahan dan pemerintahan. Salah satu contoh

peristiwa di pemerintahan adalah pemilihan umum, pemilihan umum merupakan peristiwa pergantian yang sangat penting dalam dunia politik dan struktur ekonomi suatu negara. Rata-rata *abnormal return* dalam *event window* menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap adanya berita perubahan dalam pemerintahan. (Savita, 2015).

Perubahan-perubahan *aggregate stock return* dapat dihubungkan dengan berbagai variabel ekonomi makro, *leverage* keuangan dan volume transaksi (Schwert, 1989). Menurut hipotesis pasar modal efisien (Fama, 1970), semua informasi terintegrasi dengan cepat dalam harga-harga saham dan investor diharapkan bereaksi secara rasional.

Peristiwa-peristiwa ekonomi dan kebijakan ekonomi berpengaruh pada iklim makroekonomi suatu negara serta akan mengakibatkan reaksi pasar yang dapat mempengaruhi indeks harga saham dan *return* saham. Chen *et al.* (2016) menyatakan bahwa, peningkatan dalam iklim makroekonomi domestik sangat signifikan dalam menjelaskan *return* saham. Kebijakan keuangan seharusnya tidak diuji terpisah dari kebijakan fiskal, karena interaksi dari keduanya memegang peranan yang penting dalam ekonomi dan mempengaruhi kinerja pasar saham. Kebijakan fiskal yang baik akan meningkatkan ekonomi dan berpotensi menaikkan harga saham (Chatziantoniou, *et al.*, 2011).

Perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang mengandung informasi (*information content*) (Hartono, 2014). *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi

(*information content*) dari suatu pengumuman menggunakan *abnormal return*. Jika *abnormal return* yang digunakan, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Peristiwa ekonomi yang terjadi di Indonesia pada tahun 2016 dan mendapat perhatian dari pasar adalah disahkannya Undang-undang Republik Indonesia No. 11 tahun 2016 tentang pengampunan pajak. *Tax amnesty* atau pengampunan pajak merupakan kebijakan ekonomi secara umum dan memiliki dimensi yang sangat luas. Adanya potensi penerimaan yang akan bertambah dalam APBN di tahun 2016 dan tahun-tahun sesudahnya diharapkan membuat APBN lebih *sustainable* merupakan sudut pandang dari adanya *tax amnesty* 2016. Kemampuan belanja pemerintah yang semakin kuat dan APBN lebih *sustainable* akan banyak membantu program-program pembangunan dan perbaikan kesejahteraan masyarakat.

Fenomena *tax amnesty* sangat jarang diterapkan di Indonesia. *Tax amnesty* pernah diterapkan sebelumnya di Indonesia pada tahun 1964 dan 1984 tetapi gagal. Efektifitas pelaksanaan *tax amnesty* tahun 1964 dan 1984 masih rendah, efektifitas ini terukur dari rendahnya partisipasi peserta *tax amnesty* (Ragimun, 2014). Penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya di beberapa negara yang menerapkan *tax amnesty* juga memberikan hasil yang berbeda-beda. Ioannis *et al.* (2011) dalam penelitiannya menyatakan bahwa interaksi antara kebijakan keuangan dan fiskal sangat penting dalam menjelaskan perkembangan pasar saham. Penelitian yang dilakukan oleh Soyoung Kim dan Doo Yong Yang (2008) menyatakan bahwa modal

masuk memang berkontribusi pada harga aset di wilayah ini, walau memiliki porsi yang kecil saja dalam fluktuasi harga aset.

Tax amnesty tahun 2016 diimplementasikan sebagai upaya pemerintah memperbaiki kondisi perekonomian, pembangunan dan mengurangi pengangguran, mengurangi kemiskinan serta memperbaiki ketimpangan. Repatriasi terhadap sebagian atau keseluruhan aset orang Indonesia di luar negeri jika dilihat dari sisi selain fiskal dan pajak akan sangat membantu stabilitas ekonomi makro Indonesia. Karena dapat berpengaruh pada nilai tukar rupiah, cadangan devisa, neraca pembayaran Indonesia dan likuiditas dari perbankan. Dengan demikian, kebijakan *tax amnesty* Indonesia tahun 2016 sangat strategis karena dampaknya bersifat makro, menyeluruh dan fundamental bagi perekonomian Indonesia.

Pasar memberikan sentimen positif terhadap peristiwa *Tax amnesty* dan adanya kepastian dari pemerintah yang telah dituangkan kedalam undang-undang. Beberapa bank telah ditunjuk dan Bursa Efek Indonesia disiapkan untuk menampung dana-dana yang berasal dari adanya *tax amnesty* ini. Penunjukan bank persepsi mengacu Peraturan Menkeu Nomor 118/PMK.03/2016 tentang pelaksanaan UU Nomor 11 Tahun 2016 tentang Pengampunan Pajak dan Peraturan Menkeu Nomor 119/PMK.08/2016 tentang tata cara pengalihan harta wajib pajak dalam wilayah NKRI dan penempatan terhadap instrumen investasi di pasar keuangan. Bank harus memiliki tiga fasilitas *lock up untuk menjadi bank persepsi*, yaitu *trusty*, kustodian, dan rekening dana nasabah. Empat bank nasional resmi ditunjuk menjadi bank persepsi atau penampung dana repatriasi pengampunan pajak (*tax amnesty*). Empat

bank nasional itu adalah Bank Mandiri, BNI, BRI, dan BCA. Bank-bank ini akan menyimpan dana repatriasi selama minimal 3 tahun (Florentin, 2016).

Tanggapan positif dari bursa saham ini salah satunya dapat dilihat dari pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang terus menguat semenjak UU tentang pengampunan pajak disahkan DPR pada tanggal 28 Juni 2016, kemudian UU tentang pengampunan pajak ini disahkan menjadi Undang-undang Republik Indonesia No. 11 tahun 2016 tentang pengampunan pajak oleh Presiden RI pada tanggal 1 Juli 2016 dengan antusiasme pasar terlihat dari IHSG yang terus menguat tajam dan menjadi yang tertinggi di ASEAN.

Tax amnesty telah diberlakukan sejak bulan Juli 2016 dan diharapkan dapat membawa kembali uang WNI yang disimpan di luar negeri. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menyebutkan bahwa adanya pengampunan pajak menjadi salah satu faktor IHSG tanggal 5 Agustus 2016 menguat ke 5.400. Kepala Eksekutif Pengawas Pasar Modal OJK Nurhaida menyebutkan bahwa *tax amnesty* menjadi salah satu sentimen positif di bursa saham. Diharapkan, masyarakat banyak menyimpan dana *tax amnesty* di bursa saham (Medistiara, 2016).

Masalah yang dihadapi oleh pemerintah adalah sebagian dari harta orang Indonesia berada di luar negeri. Hal ini sering menjadi pertimbangan pemerintah terkait dengan *tax amnesty* dan potensi dana repatriasi. Pemerintah melalui Menteri Keuangan Bambang P.S. Brodjonegoro menyatakan bahwa ada potensi dana repatriasi sekitar Rp1.000 triliun dan deklarasi aset hingga Rp 4.000 triliun dengan diterapkannya kebijakan pengampunan pajak (*tax amnesty*) selama sembilan bulan ke

depan. Di samping itu, kas negara akan mendapatkan tambahan penerimaan sebesar Rp 165 triliun dari hasil memungut uang tebusan (Sumber: <https://pengampunanpajak.com/2016/06/29/menkeu-janji-tax-amnesty-dongkrak-ekonomi/>).

Tax amnesty diharapkan dapat menjadi momentum untuk menarik investor untuk mendaftarkan hartanya dan menanamkan modalnya di Indonesia. Dengan adanya pemindahan modal oleh Investor secara besar-besaran seperti yang diharapkan pemerintah maka negara tempat orang Indonesia menyimpan modalnya dalam jumlah besar seperti negara Singapura akan memberikan reaksi pasar yang beragam.

Tax amnesty periode pertama telah berakhir pada tanggal 30 September 2016, dengan hasil Total nilai harta yang dilaporkan dalam *tax amnesty* Rp 3.621 triliun terdiri dari deklarasi harta dalam negeri sebesar Rp 2.674 triliun dan deklarasi harta luar negeri sebesar Rp 976 triliun serta repatriasi sebesar Rp 137 triliun. Sedangkan uang tebusan *tax amnesty* yang terkumpul sebesar Rp 97,2 triliun (Sumber: [http://www.pajak.go.id/content/article/tetap-tarif-rendah-manfaatkan -amnesti-pajak-periode-ii](http://www.pajak.go.id/content/article/tetap-tarif-rendah-manfaatkan-amnesti-pajak-periode-ii)). Pemerintah menargetkan uang tebusan dalam program amnesti pajak sebesar Rp 165 triliun, dengan target periode pertama sebesar Rp 60 triliun. Dana repatriasi ditargetkan senilai Rp 1.000 triliun serta dana deklarasi sebesar Rp 4.000 triliun hingga Maret tahun 2017. Dari data tersebut, target pencapaian uang tebusan untuk periode pertama sudah melampaui target, target deklarasi harta optimis tercapai

pada akhir *tax amnesty* periode III, sedangkan target repatriasi masih jauh dari target, yakni baru mencapai 14% dari target.

Hasil *tax amnesty* harus dievaluasi selain mengacu pada penerimaan pajak, tetapi juga efek pada PDB yang seharusnya terjadi berkat peningkatan produktivitas dalam perusahaan-perusahaan yang mampu bergeser ke legalitas.(Bose dan Jetter, 2011). Program *tax amnesty* juga mendorong sentimen positif di pasar saham (Machmud, dkk., 2016). Pada juni 2016, pembelian oleh asing tercatat 8,8 triliun rupiah di pasar saham Indonesia. Ini merepresentasikan arus modal masuk bulanan terbesar yang terjadi pada pasar saham sejak Maret 2015. (OJK, 2016)

Risiko investasi di pasar modal berkaitan dengan terjadinya volatilitas harga saham yang dipengaruhi oleh informasi. Suatu informasi yang membawa kabar baik (*good news*) akan menyebabkan harga saham naik, dan sebaliknya informasi yang membawa kabar buruk (*bad news*) akan menyebabkan harga saham turun (Setyawan, 2006). Penguatan IHSG ini mencerminkan adanya kepercayaan dari investor terhadap pemerintah, dan tentu saja ini akan menunjang pertumbuhan ekonomi Indonesia. Levine (1991) menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi terjadi apabila investor mengambil keputusan investasi.

Penelitian Gerger (2012) yang menguji *tax amnesty* pada umumnya dan evaluasi pelaksanaan *tax amnesty* 2010 di Turki dapat memberikan gambaran terkait dengan respon terhadap *tax amnesty*. Penelitian Gerger (2012) menghasilkan bahwa *tax amnesty* telah digunakan secara luas dalam ekonomi nasional. *Tax amnesty* menghasilkan pendapatan untuk pemerintah, dengan demikian *tax amnesty* sering

digunakan di dunia dan memberikan hasil yang baik terkadang juga tidak. *Tax amnesty* akan menghilangkan kepatuhan membayar pajak secara sukarela sering diterapkan, karena wajib pajak akan menunggu *tax amnesty* berikutnya. *Tax amnesty* sering diaplikasikan di Turki, hampir setiap empat tahun ada *tax amnesty* serta telah 29 kali dilaksanakan *tax amnesty* yang terhitung semenjak tahun 1924. Hal ini mengindikasikan bahwa pemerintah Turki hanya mengharapkan hasil miliaran dolar bagi pemerintah dengan adanya *tax amnesty*.

Pemerintah telah memantapkan persiapan dan mengawasi pelaksanaan *tax amnesty* sebagai solusi dari *tax amnesty* terdahulu yang belum berhasil dan belajar dari keberhasilan dan kegagalan negara lain dalam melaksanakan *tax amnesty*. Peristiwa *tax amnesty* ini merupakan salah satu peristiwa ekonomi yang sangat penting mengingat kebutuhan akan pentingnya dana yang masuk dan kaitannya dengan APBN.

IHSG dan LQ45 terus mengalami penguatan selama periode awal ditetapkannya *tax amnesty*, indeks LQ45 sebagai salah satu indeks yang memiliki likuiditas yang tinggi sering dipakai untuk mengukur respon pasar. Adanya penguatan ini menandakan adanya tanggapan positif dari investor terhadap upaya dan komitmen pemerintah terhadap kebijakan yang diambil.

Penelitian tentang dampak suatu peristiwa terhadap pasar modal menarik untuk diteliti, karena berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya masih ditemukan hasil-hasil penelitian yang berbeda terkait dengan adanya *abnormal return* di sekitar peristiwa. Menguji reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa perlu dilakukan studi

peristiwa (*event study*). *Event study* bertujuan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa melalui reaksi pasar yang ada. Reaksi pasar ini diukur dengan menggunakan *abnormal return* saham yang mungkin terjadi di sekitar peristiwa. Jika suatu peristiwa memberikan *abnormal return* maka dapat dikatakan peristiwa tersebut mengandung informasi, begitu pula sebaliknya jika tidak terdapat *abnormal return* maka dapat dikatakan peristiwa tersebut tidak mengandung informasi (Hartono, 2014).

Penelitian ini berupaya menguji *event study* untuk mengamati respon pasar modal domestik terhadap kebijakan *tax amnesty* menggunakan *abnormal return*. Kondisi Bursa Efek Indonesia dalam penelitian ini menggunakan saham-saham yang termasuk dalam Indeks LQ 45 selama periode penelitian, dengan alasan karena saham-saham yang termasuk dalam Indeks LQ 45 merupakan saham yang memiliki tingkat likuiditas perdagangan tinggi, sehingga kalau ada peristiwa publik akan lebih cepat bereaksi. *Event date* yang diambil dalam penelitian ini adalah saat ditetapkannya UU No. 11 tahun 2016 tentang pengampunan pajak oleh Presiden RI tanggal 1 Juli 2016, berakhirnya *tax amnesty* periode I tanggal 30 September 2016, berakhirnya *tax amnesty* periode II tanggal 31 Desember 2016 dan berakhirnya *tax amnesty* periode III tanggal 31 Maret 2017.

Penelitian yang menganalisis pengaruh signifikan antara peristiwa atau suatu kebijakan pemerintah terhadap pasar saham di suatu negara telah dilakukan oleh Johannesen dan Larsen (2016), Hastiadi dan Fithria (2014), Nurhaeni (2009), Anggarani (2012), Wang (2010), Chatziantoniou *et al.* (2011). Penelitian-penelitian

yang telah dilakukan tersebut memberikan bukti bahwa suatu peristiwa atau kebijakan dapat mempengaruhi pasar saham.

H1: Terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormalreturn* pada saham-saham indeks LQ45 di BEI sebelum dan sesudah ditetapkannya UU No. 11 tahun 2016 (1 Juli 2016)

Tax amnesty periode I memberikan kemudahan tarif tebusan yang paling kecil yaitu sebesar 2% untuk harta di dalam wilayah RI atau luar wilayah RI yang direpatriasi, sedangkan tarif tebusan atas harta di luar wilayah RI tanpa repatriasi yakni sebesar 4%. Dengan tarif tebusan yang paling kecil, maka kesempatan yang ada pada periode I dari *tax amnesty* ini akan dimaksimalkan oleh masyarakat. Tarif tebusan periode I ini mendapat respon positif dari investor dan masyarakat.

Tanggapan positif masyarakat terhadap *tax amnesty* periode I yang berakhir pada tanggal 30 September 2016 ditunjukkan dengan hasil total nilai harta yang dilaporkan dalam *tax amnesty* Rp 3.621 triliun dari target keseluruhan periode I sebesar Rp 4000 triliun, serta repatriasi sebesar Rp 137 triliun dari total target selama tiga periode sebesar Rp 1000 triliun atau baru terealisasi sebesar 14% dari target. Sedangkan total uang tebusan *tax amnesty* yang terkumpul sebesar Rp 97,2 triliun, melebihi target awal untuk periode I sebesar Rp 60 triliun.

Tanggapan positif dari investor ini dapat dilihat dari meningkatnya IHSG selama awal periode I pelaksanaan *tax amnesty* yakni mencapai 5.420,246 pada penutupan pasar modal tanggal 5 Agustus 2016, sedangkan angka tertinggi pada bulan September mencapai 5.431,957 yang terjadi pada tanggal 29 September,

terendah 5.146,038. Pada saat berakhirnya *tax amnesty* periode I yakni pada tanggal 30 September, IHSG ditutup pada 5.364,804.

Jumlah realisasi uang tebusan sampai dengan berakhirnya *tax amnesty* periode II mencapai Rp 110 triliun atau sebesar 66,6% dari target penerimaan uang tebusan *tax amnesty* sebesar Rp 165 triliun. Jumlah harta yang dilaporkan mencapai Rp 4.300 triliun termasuk dana repatriasi sebesar Rp 141 triliun atau 14,1% dari target total repatriasi sebesar Rp 1.000 triliun. Dengan kata lain, jika dikurangi dengan hasil *tax amnesty* periode I maka hasil tebusan untuk periode II sebesar Rp 12,8 triliun, jumlah harta yang dilaporkan sebesar Rp 508 triliun dan dana repatriasi sebesar Rp 4 triliun.

Periode III *tax amnesty* yang merupakan periode terakhir *tax amnesty* tahun 2016, dengan hasil akhir penerimaan negara mencapai Rp 135 triliun, terdiri dari uang tebusan Rp 114 triliun dari total target uang tebusan sebesar Rp 165 triliun, bukti permulaan Rp 1,75 triliun, dan pembayaran tunggakan. Total harta yang dilaporkan mencapai Rp 4.884 triliun, termasuk dana repatriasi sebesar Rp 147 triliun dari total target repatriasi sebesar Rp 1000 triliun. Dengan kata lain, jika dikurangi dengan hasil dari periode I dan II, maka *tax amnesty* periode III memberikan hasil uang tebusan sebesar Rp 4 triliun, harta yang dilaporkan Rp 584 triliun termasuk dana repatriasi pada periode III sebesar Rp 6 triliun.

Kebijakan *tax amnesty* dan pelaksanaannya di Indonesia mendapat respon yang positif dari masyarakat dan investor. Hasil yang ada menunjukkan bahwa pelaksanaan kebijakan *tax amnesty* menghasilkan penerimaan total negara sebesar Rp 135 triliun dari target Rp 165 triliun, pelaporan harta sebesar Rp 4.884 triliun dan dana repatriasi

sebesar Rp 147 triliun dari target Rp 1000 triliun. Hasil dari *tax amnesty* tidak sesuai dengan target namun dengan adanya tambahan penerimaan sebesar Rp 135 triliun dan dana repatriasi sebesar 147 triliun maka dapat membantu kemampuan belanja pemerintah dalam hal program-program pembangunan pemerintah. Dengan adanya *tax amnesty* dan pelaporan harta yang telah dilaksanakan, maka akan membuat APBN lebih *sustainable* karena sumber penerimaan negara yang paling utama adalah penerimaan perpajakan (target APBN tahun 2016 sebesar Rp 1.882,5 triliun bersumber dari penerimaan perpajakan sebesar Rp1.546,7 triliun dan penerimaan negara bukan pajak sebesar Rp273,8 triliun).

H₂: Terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* pada saham-saham indeks LQ45 di BEI sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode I (30 September 2016)

H₃: Terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* pada saham-saham indeks LQ45 di BEI sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode II (31 Desember 2016).

H₄: Terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* pada saham-saham indeks LQ45 di BEI sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III (31 Maret 2017).

H₅: Terdapat reaksi pasar yang signifikan pada masing-masing peristiwa selama peristiwa *tax amnesty* mulai dari ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016), berakhirnya *tax amnesty* periode I (30 september 2016), berakhirnya *tax*

amnesty periode II (31 Desember 2016) dan berakhirnya *tax amnesty* periode III (31 Maret 2017).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian komparatifdimana penelitian ini bersifat membandingkan dan membedakan dua atau lebih fakta-fakta dan sifat – sifat objek yang diteliti berdasarkan kerangka pemikiran tertentu.Variabel yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa ditetapkannya kebijakan *tax amnesty*, *abnormal return* sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode I, *abnormal return* sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode II, *abnormal return* sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan harga saham penutupan IHSG dan LQ45 di Bursa Efek Indonesia.

Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model analisis *paired sample t-test* untuk menguji signifikansi perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa, sedangkan pengujian-t atau *t-test* digunakan untuk melihat adanya signifikansi *abnormalreturn* yang terdapat pada periode peristiwa.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1.
Uji Normalitas Data Rata-rata Abnormal return Sebelum dan Sesudah
Ditetapkannya Kebijakan *Tax amnesty*

		AARsebelum	AARsesudah
N		7	7
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	-.00042350186	.00249817800
	<i>Std. Deviation</i>	.002704092660	.004212321340
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.211	.215
	<i>Positive</i>	.211	.215
	<i>Negatif</i>	-.171	-.153
<i>Test Statistic</i>		.211	.215
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.200 ^{c,d}	.200 ^{c,d}

Sumber: data diolah, 2017

Tabel 1 memperlihatkan nilai Z atau *Z-value* dari masing-masing *abnormal return* adalah:

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sebelum ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* sebesar 0,211 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,2. Oleh karena sig sebesar $0,2 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sebelum ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* berdistribusi normal.

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* sebesar 0,215 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,2. Oleh karena sig sebesar $0,2 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* berdistribusi normal.

Uji Z-test dengan Kolmogorov-Smirnov diperoleh kesimpulan bahwa kedua variabel memiliki distribusi data yang normal, sehingga dapat diteruskan analisisnya ke dalam statistik parametrik, yang dalam hal ini alat ukur statistik yang relevan adalah dengan *paired sample t-test*.

Tabel 2.
Uji Normalitas Data Rata-rata Abnormal return Sebelum dan Sesudah Berakhirnya Tax amnesty Periode I

		AARsebelum	AARsesudah
N		7	7
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	.00017146759	.00106522943
	<i>Std. Deviation</i>	.002914384620	.004379066880
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.281	.296
	<i>Positive</i>	.281	.296
	<i>Negatif</i>	-.125	-.190
<i>Test Statistic</i>		.281	.296
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.101 ^c	.064 ^c

Sumber: data diolah, 2017

Tabel 2 memperlihatkan nilai Z atau *Z-value* dari masing-masing *abnormal return* adalah:

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode I sebesar 0,281 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,101. Oleh karena sig sebesar $0,101 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode I berdistribusi normal.

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode I sebesar 0,296 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,064. Oleh karena sig sebesar $0,064 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode I berdistribusi normal.

Dari pengujian Z-test dengan Kolmogorov-Smirnov diperoleh kesimpulan bahwa kedua variabel memiliki distribusi data yang normal, sehingga dapat diteruskan analisisnya ke dalam statistik parametrik, yang dalam hal ini alat ukur statistik yang relevan adalah dengan *paired sample t-test*.

Tabel 3.
Uji Normalitas Data Rata-rata Abnormal return Sebelum dan Sesudah Berakhirnya Tax amnesty Periode II

		AARsebelum	AARsesudah
N		7	7
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	-.00091462714	.00175244500
	<i>Std. Deviation</i>	.004302259310	.004671835620
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.277	.293
	<i>Positive</i>	.277	.293
	<i>Negatif</i>	-.179	-.201
<i>Test Statistic</i>		.277	.293
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.111 ^c	.070 ^c

Sumber: data diolah, 2017

Tabel di atas memperlihatkan nilai Z atau *Z-value* dari masing-masing *abnormal return* adalah:

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode II sebesar 0,277 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,111. Oleh karena sig sebesar $0,111 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode II berdistribusi normal.

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode II sebesar 0,293 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,070. Oleh karena sig sebesar $0,070 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode II berdistribusi normal.

Dari pengujian Z-test dengan Kolmogorov-Smirnov diperoleh kesimpulan bahwa kedua variabel memiliki distribusi data yang normal, sehingga dapat diteruskan analisisnya ke dalam statistik parametrik, yang dalam hal ini alat ukur statistik yang relevan adalah dengan *paired sample t-test*.

Tabel 4.
Uji Normalitas Data Rata-rata Abnormal return Sebelum dan Sesudah Berakhirnya Tax amnesty Periode III

		AARsebelum	AARsesudah
N		7	7
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	-.00028196114	-.00247574743
	<i>Std. Deviation</i>	.004306627080	.003401660230
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.148	.170
	<i>Positive</i>	.148	.170
	<i>Negatif</i>	-.119	-.115
<i>Test Statistic</i>		.148	.170
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.200 ^{c,d}	.200 ^{c,d}

Sumber: data diolah, 2017

Tabel 4 memperlihatkan nilai Z atau *Z-value* dari masing-masing *abnormal return* adalah:

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode III sebesar 0,148 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,200. Oleh karena sig sebesar $0,200 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode III berdistribusi normal.

Nilai Z atau *Z-value* untuk variabel *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III sebesar 0,170 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,200. Oleh karena sig sebesar $0,200 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah data *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III berdistribusi normal.

Berdasarkan pengujian Z-test dengan Kolmogorov-Smirnov diperoleh kesimpulan bahwa kedua variabel memiliki distribusi data yang normal, sehingga dapat diteruskan analisisnya ke dalam statistik parametrik, yang dalam hal ini alat ukur statistik yang relevan adalah dengan *paired sample t-test*.

Tabel 5.
**Hasil Uji Paired Sampe t-Test Variabel Abnormal return Sebelum dan Sesudah
 Ditetapkannya Kebijakan *Tax amnesty***

		t	Df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	AARsebelum - AARsesudah	-1.904	6	.106

Sumber: data diolah, 2017

Uji *paired sample t-test* pada tabel 5 di atas memperlihatkan nilai t atau *t-value* sebesar -1,904 dengan signifikansi (sig) sebesar 0,106 (Lampiran 4). Oleh karena sig sebesar $0,106 > 0,05$, maka kesimpulan yang diambil adalah menerima H_0 atau hipotesis awal yang berarti pada taraf kepercayaan 95%, tidak ada perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty*. Tanda minus (-) di depan nilai t memperlihatkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* lebih kecil daripada rata-rata *abnormal return* sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty*, sebagaimana tampak pada uraian statistik deskriptif dan penyajian grafik sebelumnya.

Tabel 6.
Signifikansi Abnormal return untuk keempat periode peristiwa

Periode Peristiwa	Peristiwa 1 Juli 2016	Peristiwa 30 September 2016	Peristiwa 31Desember 2016	Peristiwa 31 Maret 2017
	t	t	t	t
t-7	-0.182	-0.033	-0.871	0.611
t-6	-0.716	0.094	-1.803	1.709
t-5	-0.174	-0.571	-1.727	-0.862
t-4	1.147	-0.134	0.480	-2.242*
t-3	-1.259	0.239	1.593	-1.834
t-2	0.679	-0.426	1.380	1.826
t-1	-0.847	1.841	-1.834	-0.132
t0	0.708	-2.741*	-	-0.335
t+1	1.748	2.722*	1.084	0.070
t+2	0.423	-0.723	2.273 *	0.997
t+3	0.846	-0.946	-0.614	-2.093*
t+4	-0.278	-0.049	-0.678	-1.444
t+5	-0.285	1.872	-0.408	-1.234
t+6	1.630	-1.394	1.201	-1.157
t+7	-0.492	0.062	-0.429	-0.580

Keterangan:
t-test didasarkan pada hipotesis nol yang menyatakan rata-rata *abnormal return* adalah sama dengan nol
taraf signifikansi = 5% (dua arah)
df = 33
 t_{tabel} = 2,035 atau -2,035
* = Signifikan pada tingkat 5%

Sumber: data diolah, 2017

Hasil uji-t dengan nilai t_{tabel} sebesar 2,035 atau -2,035 menunjukkan pada peristiwa ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016), secara statistik dengan nilai t_{tabel} sebesar 1,69 atau -1,69, tidak memiliki nilai rata-rata *abnormal return* signifikan karena tidak terdapat $t_{hitung} > t_{tabel}$. Pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I (30 Spetember 2016), secara statistik terdapat rata-rata *abnormal return* yang negatif signifikan pada hari t0 karena $-t_{hitung} < t_{tabel}$, sedangkan pada hari t+1 menunjukkan hasil yang positif karena $t_{hitung} > t_{tabel}$.

Pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II (31 Desember 2016), secara statistik terdapat rata-rata *abnormal return* yang positif signifikan pada hari t+2 karena $t_{hitung} > t_{tabel}$. Pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III (31 Maret 2017), secara statistik terdapat rata-rata *abnormal return* yang negatif signifikan pada hari t-4 dan t+3 karena $-t_{hitung} < -t_{tabel}$.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* oleh Presiden tidak memiliki perbedaan signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* dengan arah positif. Hal ini menjelaskan bahwa peristiwa ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* tidak mengandung informasi sehingga investor tidak bereaksi pada informasi ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* oleh Presiden. Ini terjadi karena informasi mengenai kebijakan *tax amnesty* telah diketahui secara luas dan pasar sudah bereaksi terlebih dahulu jauh sebelum ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* oleh Presiden.

Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* oleh Presiden pada tanggal 1 Juli 2016 tidak terdapat perbedaan yang signifikan, walaupun secara keseluruhan memiliki arah positif jika mengacu pada grafik yang ada. Pasar menyambut positif peristiwa ditetapkannya kebijakan *tax amnesty*, karena dengan ditetapkannya *tax amnesty* maka ada kepastian hukum dan pelaksanaannya didukung sepenuhnya serta diawasi oleh pemerintah agar berhasil.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Brooks *et al.* (2016), Soyoung Kim dan Doo Yong Yang (2008), Minoru Hayashida dan Hiroyuki Ono (2010) yang

menyatakan bahwa kebijakan publik seperti tingkat pajak, hentakan modal yang masuk yang tinggi sebagai akibat kebijakan pemerintah dan reformasi pajak tidak menyebabkan terdapatnya perbedaan *abnormal return* yang signifikan disekitar peristiwa.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode I tidak memiliki perbedaan yang signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode I. Hal ini menjelaskan bahwa berakhirnya periode I tidak mengandung informasi sehingga investor tidak bereaksi pada informasi disekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I. Rata-rata *abnormal return* tidak memiliki signifikansi yang kuat antara sebelum dan sesudah peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I, walaupun sebenarnya memiliki tren dengan arah positif jika mengacu pada grafik yang telah dijelaskan. Pasar menyambut positif peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I karena hasil pelaksanaan *tax amnesty* selama periode I berhasil melampaui target yang sebelumnya telah ditetapkan oleh pemerintah.

Masyarakat memberikan tanggapan positif terhadap *tax amnesty* periode pertama yang berakhir pada tanggal 30 September 2016 yang ditunjukkan dengan hasil total nilai harta yang dilaporkan dalam *tax amnesty* Rp 3.621 triliun dari target keseluruhan periode pertama sebesar Rp 4000 triliun, serta repatriasi sebesar Rp 137 triliun dari total target selama tiga periode sebesar Rp 1000 triliun atau baru terealisasi sebesar 14% dari target. Total uang tebusan *tax amnesty* yang terkumpul sebesar Rp 97,2 triliun, melebihi target awal untuk periode pertama sebesar Rp 60

triliun. Tanggapan positif ini juga tercermin dari meningkatnya IHSG yang mencapai angka tertinggi selama *tax amnesty* periode I sebesar 5.431,957 yang terjadi pada tanggal 29 September, dari angka 4836 pada tanggal 27 Juni 2016.

Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode I yang tidak signifikan ini berarti bahwa peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I tidak dapat dijadikan dasar pengambilan keputusan oleh investor, karena mungkin saja investor sudah bereaksi sebelum *tax amnesty* diundangkan.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode II tidak memiliki perbedaan signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode II. Hal ini menjelaskan bahwa berakhirnya periode II tidak mengandung informasi sehingga investor tidak bereaksi pada informasi disekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II.

Rata-rata *abnormal return* tidak memiliki signifikansi, walaupun sebenarnya memiliki tren dengan arah positif antara sebelum sampai dengan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode II. Tren dengan arah positif ini berkaitan dengan hasil penerimaan selama *tax amnesty* periode II, namun diduga reaksi pasar mungkin juga disebabkan pengaruh peristiwa akhir tahun 2016 dan awal tahun 2017 yang dikenal dengan *January Effect*. *January Effect* adalah kecenderungan rata-rata *return* saham pada bulan januari lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan lainnya. Sharpe (1995) dalam Pratomo (2007), mengungkapkan hipotesis penyebab kemunculan *January Effect* yaitu: *Tax Loss Selling*, *Window Dressing* dan *Small Stock's Beta*.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum berakhirnya *tax amnesty* periode III tidak memiliki perbedaan yang signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III. Hal ini menjelaskan bahwa berakhirnya periode III tidak mengandung informasi sehingga investor tidak bereaksi pada informasi disekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III.

Rata-rata *abnormal return* tidak memiliki signifikansi yang kuat antara sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III, walaupun sebenarnya memiliki tren yang menurun jika mengacu pada grafik yang telah dijelaskan antara sebelum sampai dengan sesudah peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III. Tren dengan arah negatif terhadap peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III disebabkan karena investor menganggap bahwa *tax amnesty* periode III tidak mengandung berita baik. Hal ini karena hasil selama periode III sangat jauh dari target yang ditetapkan oleh pemerintah, dan secara keseluruhan pelaksanaan *tax amnesty* belum memenuhi target yang telah ditetapkan.

Hasil akhir penerimaan negara mencapai Rp 135 triliun, terdiri dari uang tebusan Rp 114 triliun dari total target uang tebusan sebesar Rp 165 triliun, bukti permulaan Rp 1,75 triliun, dan pembayaran tunggakan. Total harta yang dilaporkan mencapai Rp 4.884 triliun, termasuk dana repatriasi sebesar Rp 147 triliun dari total target repatriasi sebesar Rp 1000 triliun. Dengan kata lain, jika dikurangi dengan hasil dari periode I dan II, maka *tax amnesty* periode III memberikan hasil uang tebusan sebesar Rp 4 triliun, harta yang dilaporkan Rp 584 triliun termasuk dana repatriasi

pada periode III sebesar Rp 6 triliun. Hal ini mungkin saja disebabkan karena masyarakat lebih tertarik dan menggunakan periode I dan II karena tarif tebusannya lebih kecil dengan kata lain periode ke III memiliki tarif tebusan tertinggi yaitu 5 persen untuk harta yang berada di dalam negeri dan 10 persen untuk harta diluar negeri tanpa repatriasi sehingga tidak terlalu dimanfaatkan oleh masyarakat karena dinilai memiliki tarif yang cukup tinggi.

Hasil pelaksanaan *tax amnesty* secara keseluruhan yang cukup baik, kepercayaan terhadap kemampuan belanja pemerintah yang lebih baik sesudah pelaksanaan *tax amnesty* dan komitmen pemerintah selama pelaksanaan *tax amnesty* masih dinilai positif jika dibandingkan dengan pelaksanaan *tax amnesty* di negara-negara lainnya. Hasil uang tebusan Indonesia sebesar Rp 135 triliun atau sekitar 1,13% dari PDB (Produk Domestik Bruto), jika dibandingkan dengan uang tebusan kelompok 3 besar negara yang pernah menyelenggarakan *tax amnesty*, maka Indonesia menjadi yang terbaik, dimana Turki berada di peringkat kedua dengan jumlah 0,74% dari PDB dan Chili 0,62% dari PDB.

Tujuan dari studi peristiwa adalah untuk pengujian *abnormal return* untuk mengetahui apakah suatu peristiwa mengandung informasi, pengujian respon pasar terkait dengan kecepatan respon pasar dan pengujian teori dilakukan dengan menguji hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Pengujian *abnormal return* dengan uji-t pada penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis nol yang menyatakan rata-rata *abnormal return* adalah sama dengan nol, dengan membandingkan t_{hitung} dan t_{tabel} . Berdasarkan Tabel 5.17 hasil

pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* di periode peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I, II dan III, sedangkan untuk periode peristiwa ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016) tidak terdapat *abnormal return*. Ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat reaksi pasar pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I, II dan III dapat diterima, sedangkan pada periode peristiwa ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016) tidak mendukung hipotesis.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada periode peristiwa ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016), tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan dari $t-7$ sampai $t+7$. Tidak adanya *abnormal return* ini diduga akibat dari banyak investor telah mendapat informasi terlebih dahulu sebelum peristiwa ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016). Banyak investor sudah mengantisipasi peristiwa ditetapkannya *tax amnesty* (1 Juli 2016), karena isu mengenai kebijakan *tax amnesty* sudah beredar dari awal tahun dan sudah dibahas oleh DPR dari bulan Maret 2016 yang kemudian disahkan oleh DPR pada tanggal 28 Juni 2016. Tidak adanya *abnormal return* pada uji-t ini sejalan dengan hasil uji beda yang telah dilakukan, hasilnya menyatakan bahwa tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* (1 Juli 2016).

Abnormal return yang negatif signifikan pada hari t_0 dan terdapat *abnormal return* yang positif signifikan pada hari $t+1$ pada periode peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I (30 September 2016), hal ini menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar pada hari-hari disekitar peristiwa akibat peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I. Rata-rata *abnormal return* yang negatif signifikan pada hari t_0 memiliki

makna bahwa terjadi *profit taking* yang dilakukan oleh investor dengan melepas sahamnya pada saat berakhirnya *tax amnesty* periode I serta adanya indikasi pasar mengalami ketidakpastian informasi perihal hasil *tax amnesty* yang terkumpul sampai hari terakhir *tax amnesty* periode I. Hal ini diduga investor ingin mengamankan keuntungan yang telah didapat dan menunggu pengumuman resmi hasil dari pelaksanaan *tax amnesty* selama periode I yang akan digunakan sebagai dasar pertimbangan untuk berinvestasi di periode II *tax amnesty*. Rata-rata *abnormal return* yang positif signifikan pada $t+1$ memiliki makna bahwa investor memberikan respon yang baik terhadap informasi keseluruhan hasil pelaksanaan *tax amnesty* selama periode I serta investor masih optimis bahwa *tax amnesty* periode II masih akan memberikan hasil yang sesuai dengan harapan karena tarif tebusan yang tidak berbeda jauh dengan tarif tebusan *tax amnesty* periode I. Ini berarti investor masih mungkin mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek di hari-hari sekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I.

Pada periode peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II (31 Desember 2016), terdapat *abnormal return* yang positif signifikan pada hari $t+2$. Adanya rata-rata *abnormal return* yang positif signifikan ini terjadi karena investor masih menganggap positif informasi mengenai hasil yang didapatkan selama *tax amnesty* periode II, walaupun tidak sesuai dengan target yang telah ditetapkan namun pasar masih mengapresiasi hasil selama *tax amnesty* periode II. Adanya rata-rata *abnormal return* yang positif signifikan ini, selain karena respon terhadap *tax amnesty* diduga karena terjadinya *January effect* selama periode bulan Januari yang berarti mulai dari $t+1$

sampai $t+7$ terkena pengaruh dari *January effect*. Ini berarti investor masih mungkin mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek di hari-hari sekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II.

Abnormal return yang negatif signifikan pada $t-4$ dan $t+3$ pada periode peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III (31 Maret 2017). Hal ini memiliki makna bahwa investor menganggap peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III akan berpengaruh buruk terhadap pasar modal. Diduga sentimen negatif ini didasari oleh informasi mengenai hasil yang didapatkan selama *tax amnesty* periode III yang sangat jauh dari target yang telah ditetapkan oleh pemerintah, sehingga investor melepas sahamnya untuk melindungi asset yang dimiliki.

Pasar bereaksi cepat untuk menyerap informasi hal ini ditunjukkan dengan keberadaan *abnormal return* signifikan yang paling lama hanya dua hari, dan tidak adanya *abnormal return* yang berkepanjangan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar efisien dalam bentuk setengah kuat secara informasi.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan dalam bab-bab sebelumnya maka penelitian yang bertujuan untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *tax amnesty* serta reaksi pasar pada periode di sekitar peristiwa menghasilkan kesimpulan: 1). Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa ditetapkannya UU No. 11 tahun 2016. Kebijakan publik yang melalui beberapa tahap dan informasinya sudah tersebar luas tidak dapat dijadikan sebagai referensi dalam pengambilan keputusan oleh investor;

2). Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I, tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II. Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah berakhirnya *tax amnesty* periode III. Ketiga pengujian yang telah dilakukan memberikan hasil bahwa informasi mengenai peristiwa berakhirnya *tax amnesty* untuk setiap periode sudah tersebar luas dan tidak dapat dijadikan sebagai referensi dalam pengambilan keputusan oleh investor; 3). Tidak terdapat reaksi pasar pada periode peristiwa ditetapkannya *tax amnesty*, diduga akibat dari banyak investor yang sudah terlebih dahulu bereaksi sebelum periode peristiwa ditetapkannya kebijakan *tax amnesty* karena informasi yang sudah beredar luas mengenai *tax amnesty* 2016; 4). Pasar bereaksi secara variatif pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I, pasar bereaksi negatif pada tanggal peristiwa, tetapi bereaksi positif setelah peristiwa. Reaksi negatif pada tanggal peristiwa mengindikasikan bahwa pasar mengalami ketidakpastian mengenai hasil *tax amnesty* periode I dan lebih memilih untuk mengamankan keuntungan yang didapat dengan melepas saham. Reaksi positif sehari setelah tanggal peristiwa mengindikasikan bahwa pasar optimis dan menganggap positif informasi hasil yang dicapai selama *tax amnesty* periode I dan pasar optimis dengan pelaksanaan *tax amnesty* periode II. Ini berarti investor masih mungkin mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek di hari-hari sekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode I; 5). Pasar bereaksi positif pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II, hal ini mengindikasikan bahwa informasi

mengenai hasil pelaksanaan *tax amnesty* masih dianggap positif. Reaksi pasar pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II juga diduga karena adanya pengaruh *January effect*. Ini berarti investor masih mungkin mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek di hari-hari sekitar peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode II; 6). Pasar bereaksi negatif pada peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III, pasar menganggap informasi mengenai hasil pelaksanaan *tax amnesty* berpengaruh buruk terhadap pasar modal. Ini berarti investor tidak dapat memanfaatkan peristiwa berakhirnya *tax amnesty* periode III untuk mendapatkan *abnormal return*.

Berdasarkan pembahasan pada bab-bab sebelumnya dan kesimpulan yang telah diuraikan, maka saran yang dapat diberikan berkaitan dengan penelitian ini sebagai bahan pertimbangan serta masukan yang berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan di masa yang akan datang adalah sebagai berikut: 1). Untuk peneliti selanjutnya, penelitian ini memiliki keterbatasan pada metode penelitian berkaitan dengan sampel penelitian, yaitu hanya menggunakan saham-saham dalam LQ45. Untuk penelitian selanjutnya dalam menganalisis reaksi pasar berkaitan dengan kebijakan publik/pemerintah sebaiknya menggunakan ukuran indeks IHSG di Bursa Efek Indonesia dengan *Market Model* untuk *return* ekspektasi. Hal ini dikarenakan kebijakan publik/pemerintah berdampak luas terhadap perekonomian. Penelitian dengan model dan sampel berbeda mungkin akan menunjukkan hasil yang berbeda

REFERENSI

- Andreoni, James. 1991. The Desirability of a Permanent *Tax amnesty*. *Journal of Public Economics* 45, pp. 143-159.
- Anggarani, Diany A. 2012. Analisis Pengaruh Kondisi Politik Dalam Negeri terhadap *Abnormal Return* Indeks LQ45 (Studi Kasus Pergantian Kepemimpinan di Indonesia tahun 1999, 2001, 2004 dan 2009). *Tesis*, Fakultas Ekonomi, Program Studi Magister Manajemen, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Alm, James., Jorge M. Vazquez, dan Sally Wallace. 2009. Do Tax Amnesties Work? The Revenue Effects of Tax Amnesties During the Transition in the Russian Federation. *Economic Analysis & Policy*, Vol. 39, No. 2, pp. 235-254.
- Baer, Katherine and Eric LeBorgne, 2008. *Tax Amnesties: Theory, Trends, and Some Alternatives*. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Basdas, Ulkem and Adil Oran. 2014. Event Studies in Turkey. *Journal of Borsa Istanbul Review* 14-3 (2014), pp. 167-188. (<http://www.Elsevier.com/journals/borsa-istanbul-review/2214-8450>).
- Bayer, Ralph-C., Harald Oberhofer dan Hannes Winner. 2014. The Occurrence of Tax Amnesties: Theory and Evidence. *Working Paper Series 2014*, WP 14/02, Oxford University Centre for Business Taxation.
- Borgne, Eric L. 2006. Economic and Political Determinants of Tax Amnesties in the U.S. States. *IMF Working Paper*, WP/06/222.
- Bose, Pinaki dan Michael Jetter. 2011. Liberalization and *Tax amnesty* in a Developing Economy. *Economic Modelling*, <http://ssrn.com/abstract=1933405>.
- Brooks, Chris., Godfrey., Carola Hillenbrand and Kevin Money. 2016. Do investors care about corporate taxes?. *Journal of Corporate Finance* (2016), doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.01.013
- Campbell, Cynthia J., Arnold R. Cowan and Valentina Salotti. 2010. Multi-Country Event-Study Methods. *Journal of Banking & Science* 34 (2010), pp. 3078-3090.

- Chatziantoniou, Ioannis., David Duffy and George Filis. 2011. Stock market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi-Country Evidence. *Journal of Economic Modelling*, Vol. 30, January 2013, pp. 754-769.
- Fama, Eugene F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y.* December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417
- Frugier, Alain. 2016. Returns, Volatility and Investor Sentiment: Evidence from European Stock Markets. *Research in International Business and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.007>
- Gerger, Gunes Cetin. 2012. "Tax Amnesties and 2010 *Tax amnesty* Evaluation in Turkey". <https://www.researchgate.net/publication/294893019>.
- Harijanto, Christian A. dan Kurniawati, Sri L. 2013. Pengujian Market Efficiency: Pembuktian Fenomena Anomali Pasar pada Strait Times Index di Bursa Efek Singapura. *Journal of Business and Banking*, Vol. 3, No. 2, pp. 223-232.
- Hartono, Jogiyanto. 2014. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesembilan. Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Hastiadi, Fthra F. dan Irfani Fithria. 2014. Dampak Pemilu Presiden pada Pertumbuhan Ekonomi, Inflasi, Nilai Tukar dan IHSGRPM FEUI *Quarterly Report (2014)*, Vol.1.
- Hayashida, Minoru dan Hiroyuki Ono. 2010. Tax Reforms and Stock Return Volatility: The Case of Japan. *International Conference on Applied Economics-ICOAE 2010*, pp. 273-280.
- Johannesen, N., Larsen, D.T. 2016. The Power of Financial Transparency: An *Event study* of Country-by-Country Reporting Standards. *Economic Letters* (2016). (<http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2016.05.029>)
- Konchitchki, Yaniv dan O'Leary, Daniel. 2011. *Event study* Methodologies in Information System Research. *International Journal of Accounting Information System* 12.

- Lean, Hool H and Smyth, R. 2014. Stock Market Co-movement in ASEAN and China. *Emerging Markets and the Global Economy*. Elsevier Inc. (online), (<http://dx.doi.org/10.1016/B978-0-12-411549-1.00025-9>)
- Levine, Ross. 1991. Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *Journal of Finance*. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04625.x.
- Machmud, TM Arief., Syachman Perdymer dan Muslimin Anwar. 2016. Quarterly Outlook On Monetary, Banking and Payment System in Indonesia: Quarter III, 2016. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Volume 19, Nomor 1, Juli 2016)
- Mahaputra, I Made Dwi dan IB. Anom Purbawangsa. 2015. Pengaruh Peristiwa Pemilu Legislatif 2014 terhadap Perolehan *Abnormal return* Saham LQ 45 di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4, No. 5.
- Mattiello, G. 2005. Multiple Tax Amnesties and Tax Compliance (Forgiving Seventy Times Seven). *Venezia Working Paper*.
- McMilan, Michael G., Jerald E. Pinto, dan Wendy L. Pirie. 2011. *Investment: Principles of Portofolio and Equity Analysis*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Mikesell, John L. 2012. Fast Money? The Contribution of State Tax Amnesties to Public Revenue Systems. *National Tax Journal*, Vol. 65, No. 3, pp. 529-562.
- Nar, Mehmet. 2015. The Effects of Behavioral Economics on *Tax amnesty*. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 5, No. 2, pp. 580-589.
- Nurhaeni, Nunung. 2009. Dampak Pemilihan Umum Legislatif Indonesia Tahun 2009 terhadap *Abnormal return* dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham di BEI (Uji Kasus pada Saham yang Terdaftar dalam Kelompok Perusahaan LQ 45), *Tesis*, Program Studi Magister Manajemen, Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro, Semarang.

OJK Press release. Employing Optimism on *Tax amnesty* to Support Economic Growth, OJK Press Release, No. SP. 65/DKNS/OJK/7/2016.

Penjelasan atas Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 11 Tahun 2016 tentang Pengampunan Pajak.

Pratomo, Agus W. 2007. *Tesis. January Effect dan Size Effect pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) Periode 1998-2005*. Semarang: Universitas Diponegoro.

Ragimun.2014. Analisis Implementasi Pengampunan Pajak (*Tax amnesty*) di Indonesia.Kemenkeu. (online), (www.kemenkeu.go.id/.../Analisis%20Implementasi%20Tax%20Amnesty)

Sailendra dan Suratno. 2014. Faktor-faktor Fundamental, Kondisi Makro Ekonomi dan Return Saham Perusahaan Pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Perpajakan JRAP*, Vol. 1, No. 1. Hal 1-14.

Savita, A. Ramesh. 2015. Return Volatility Around National Elections: Evidence from India. *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 189, pp.163-168.

Schwert, G. William. 1989. Why Does Stock Market Volatility Change Over Time?.*The Journal of Finance*, Vol. 5, December 1989.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 11 Tahun 2016 tentang Pengampunan Pajak.

Wang, Liya. 2010. The Effect of Government Policy on China's Stock Market. *Dissertation*.School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences, University of St. Gallen, Gutenberg AG.

----- . www.idx.co.id

<http://presidenri.go.id/ulasan/perekonomian/reaksi-positif-pasar-usai-pengesahkan-uu-tax-amnesty.html>

<http://www.metrotvnews.com/amp/yNLEla9b-tax-amnesty-stimulus-positif-bagi-kinerja-ihsg>

<http://www.lembagapajak.com/2016/10/hasil-amnesti-pajak-periode-pertama.html>

<http://www.lembagapajak.com/2017/01/statistik-amnesti-pajak-periode-kedua.html>