



REAKSI PASAR PADA PERISTIWA REBALANCING INDEKS MSCI DI NEGARA ASEAN-5

Arya Sindhung Widyatmoko^{1(*)}, Doddy Setiawan²

^{1,2}Department Accounting, Faculty of Economic and Business, Universitas Sebelas Maret, Kota Surakarta,
Jawa Tengah, Indonesia

Correspondence author^(*): aryosindhung@student.uns.ac.id

Abstract

Rebalancing the MSCI index is essential information in order to make investment recommendations. This event caused a market reaction that affected the stock price. The research aims to analyze the influence of the MSCI index rebalancing on abnormal returns and trading volume activity of shares in ASEAN-5 countries in 2017-2021. From the test conducted, there was an effective in abnormal returns after the announcement of the index rebalancing on stocks that were indexed. Trading volume activity also showed an increasement in volume of trading in stocks which indexed to the rebalancing. Meanwhile, for the shares of companies that experienced write-offs in the rebalancing index, there was a decline. Furthermore, for the trading volume activity of stocks that experienced additions or deletions in the rebalancing index, it was found an increase in the trading volume of their shares. The results of the hypothesis test show that there is a significant positive abnormal return and significant trading volume activity in stocks that have added to the index. Meanwhile, stocks that have been deleted have the results of hypothesis testing which show that there is a significant negative abnormal return and a significant trading volume activity.

Keywords: *Abnormal return, ASEAN-5, MSCI index rebalancing; Trading volume activity.*

Abstrak

Pengumuman *rebalancing* indeks MSCI merupakan informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi. Pengumuman ini menimbulkan reaksi pasar yang berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh pengumuman *rebalancing* indeks MSCI terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* saham di negara ASEAN-5 pada tahun 2017-2021. Pengujian dilakukan dengan metode *event study*. Dari hasil pengujian, terdapat peningkatan *abnormal return* sesudah pengumuman *rebalancing* indeks terhadap saham yang mengalami penambahan pada indeks. Hasil yang sama juga terjadi pada *trading volume activity* dimana terdapat peningkatan volume perdagangan pada saham yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks. Sedangkan untuk saham perusahaan yang mengalami penghapusan pada *rebalancing* indeks terdapat penurunan. Selanjutnya untuk *trading volume activity* saham yang mengalami penambahan maupun penghapusan pada *rebalancing* indeks ditemukan peningkatan volume perdagangan sahamnya. Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan positif dan *trading volume activity* yang signifikan pada saham yang mengalami penambahan pada indeks. Sedangkan untuk saham yang mengalami penghapusan mempunyai hasil uji hipotesis yang menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan negatif dan *trading volume activity* yang signifikan.

Kata Kunci: *Abnormal return; ASEAN-5; Rebalancing indeks MSCI; Trading volume activity.*

Cronicle of Article: Received (8 July 2022); Revised (21 June 2023); and Published (30 June 2023)
©2023 Jurnal Kajian Akuntansi Lembaga Penelitian Universitas Swadaya Gunung Jati.

Profile and corresponding author: *Arya Sindhung Widyatmoko from Department Accounting, Faculty of Economic and Business, Universitas Sebelas Maret.*

PENDAHULUAN

Indeks harga saham dapat digunakan untuk melihat kinerja dari pasar modal. Semua perusahaan harus tercatat dalam komponen perhitungan indeks agar bisa relevan digunakan untuk mengukur kinerja pasar modal yang dilihat melalui indeks harga sahamnya (Giovanni *et al.*, 2022). Indeks global yang paling sering digunakan oleh investor di dunia adalah Indeks yang dicetuskan oleh JP Morgan yaitu *Morgan Stanley Capital International Index* atau disingkat MSCI. Di ASEAN sendiri, negara-negara yang terdaftar menjadi konstituen dari Indeks MSCI terbagi menjadi dua kategori pasar, yang pertama adalah *Global Standard Index* dan *Global Small Cap Index* yang terdiri dari Thailand, Filipina, Singapura, Malaysia, dan Indonesia yang dimana kelima negara tersebut adalah negara ASEAN-5 (Emin *et al.*, 2023). Dalam penelitian ini negara ASEAN-5 dipilih karena memiliki perekonomian yang paling tinggi tingkat pertumbuhannya di ASEAN, sehingga menarik investor asing untuk berinvestasi (Ramadani, 2018).

Dilihat dari pergerakan Indeksnya, kelima negara ASEAN-5 memiliki pergerakan yang hampir serupa, namun Indonesia menjadi negara yang paling tinggi tingkat kenaikannya yaitu mencapai 24,5% dari level 5298 ke level 6596, disusul oleh negara Singapura dan Thailand dengan tingkat kenaikan indeks sebesar 12,3% dan 4,6% namun terdapat dua negara yang mengalami penurunan kinerja indeksnya yaitu Malaysia dan Filipina sebesar -9,5% dan -11%. Penurunan indeks di Malaysia disebabkan oleh adanya kebijakan *lockdown* yang diterapkan pemerintah sebanyak dua kali yang menyebabkan keterlambatan *recovery* ekonomi dinegara Malaysia pasca Covid-19 (Izhar *et al.*, 2021). Hal inilah yang membuat Malaysia tertinggal dalam hal memulihkan ekonomi dibandingkan Indonesia, Singapura, dan Thailand. Sedangkan penurunan indeks di Filipina dipicu oleh hal yang sama, namun kebijakan *lockdown* di Filipina sangat ketat dan panjang dimana merupakan *lockdown* terpanjang dan terketat didunia saat itu (Dewi *et al.*, 2021).

Tahun 2017 sampai tahun 2021 dijadikan periode dalam penelitian ini. Periode ini diambil kerana diantara periode tersebut terdapat Covid-19 yang menyebabkan krisis ekonomi global pada tahun 2019 dan 2020 (Meo *et al.*, 2023). Pandemi Covid-19 ini berdampak global tidak terkecuali dengan negara ASEAN-5. Dampak dari peristiwa ini mencakup seluruh aspek, baik sosial, ekonomi, dan budaya. Perlemahan ekonomi di semua negara dapat dilihat dari penurunan *Gross Domestic Product* (GDP) yang mengakibatkan keluarnya minat investasi di semua negara yang dikenal dengan istilah *Safe Heaven Asset* (Jeribi *et al.*, 2021). Penurunan minat investasi ini mengakibatkan penurunan kinerja indeks Pasar Modal negara ASEAN-5. Seperti di negara Indonesia sendiri, mengalami penurunan sebesar -28% dari level 6288 turun ke level 4529, demikian juga dengan negara-negara ASEAN-5 lainnya yang mengalami penurunan serupa sehingga menarik untuk melihat reaksi pasar dari saham yang mengalami penambahan dan penghapusan di Indeks MSCI pada saat periode disekitar pandemi Covid-19 terjadi. Indeks MSCI yaitu indeks yang mencakup saham-saham dari berbagai negara di seluruh dunia lebih dari 23 negara maju dan 27 negara berkembang di dunia sehingga indeks MSCI ini telah dijadikan representasi global yang luas dalam industri keuangan dan ekonomi (Sina, 2023). MSCI juga menggunakan metode perhitungan yang transparan dan objektif dalam menyusun indeksnya. MSCI menerapkan metodologi yang dapat dijelaskan secara terbuka, termasuk kriteria pemilihan saham, pembobotan, dan penghitungan indeks. Hal ini memberikan kepercayaan kepada investor bahwa indeks MSCI didasarkan pada prinsip yang jelas dan dapat dipertanggungjawabkan (Lestari, 2022). Saham-saham yang termasuk dalam

indeks MSCI umumnya memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Ini berarti bahwa saham-saham tersebut memiliki volume perdagangan yang besar dan sering diperdagangkan di pasar, sehingga memudahkan investor bertransaksi saham melalui harga wajar dan tanpa mengganggu pasar (Darmawan, 2019). Indeks MSCI menyediakan data historis yang luas dan dapat digunakan untuk menganalisis kinerja pasar secara keseluruhan, sektor-sektor industri, atau negara-negara tertentu. Dengan menggunakan indeks MSCI sebagai acuan sebagai *benchmark* untuk mengukur kinerja portofolionya, investor dapat mengevaluasi apakah portofolio mereka mengungguli atau kalah dari kinerja pasar secara umum (Lestari, 2022). Terdapat kandungan informasi dari peristiwa masuk dan keluarnya suatu saham dari Indeks MSCI yang dimana informasi tersebut dihasilkan dari *output rebalancing* indeks MSCI yang berupa *update* daftar saham-saham yang telah masuk, keluar, ataupun bertahan di dalam dua *sub-index* utama indeks MSCI yaitu *Global Standard Index* dan *Global Small Cap Index*. Informasi tersebut nantinya akan diterima dan diolah oleh investor sebagai sinyal untuk melakukan keputusan investasi (Komala *et al.*, 2021). Setelah investor menerima sinyal, maka hal tersebut berdampak pada reaksi pasar dalam harga saham perusahaan yang mengalami penambahan dan penghapusan pada *rebalancing* indeks MSCI (Widyawati & Wibowo, 2021). Menurut Astuti & Nugrahanti (2015). Melihat *abnormal return* dan *trading volume activity* dapat merepresentasikan seberapa besar reaksi yang terjadi di pasar. Variabel yang dipilih dalam penelitian ini salah satunya adalah *abnormal return* karena *abnormal return* merupakan gambaran harga saham yang memproyeksikan seberapa besar pasar dapat memberi respon terhadap informasi akuntansi yang di sebarluaskan ke publik (Pratama & Mutumanikam, 2022).

Sedangkan *trading volume activity* digunakan sebagai variabel selanjutnya karena *trading volume activity* merupakan indikator atas kekuatan permintaan suatu saham sehingga saham-saham yang aktif diperdagangkan dapat dinilai dengan tingkat *trading volume activity* sahamnya yang tinggi (Wicaksono & Adyaksana, 2020). *Trading volume activity* yang meningkat dapat menjadi proyeksi bahwa investor mendapat suatu sinyal yang mengandung informasi baik untuk keputusan investasi, sebaliknya jika *trading volume activity* menurun dapat menjadi proyeksi bahwa investor mendapat suatu sinyal yang mengandung informasi kurang baik untuk keputusan investasi (Kusumawati & Wahidahwati, 2021).

Pada penelitian kali ini, pengujian efisiensi pasar dilakukan dengan menggunakan metode *event study*. Kegunaan *event study* adalah untuk mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa di mana informasi dipublikasikan sebagai pengumuman (Elga *et al.*, 2022). Jika suatu pengumuman mengandung informasi, maka pasar diprediksi akan bereaksi ketika pasar menerima pengumuman tersebut (Talumewo *et al.*, 2021). Maka dari itu, peristiwa keluar masuknya saham pada indeks saham menjadi hal yang sangat menarik untuk diulas dengan menggunakan *event study*.

Pada periode 2017-2021 ditemukan saham perusahaan Krungthai Card Public Company Limited (KTC) dari Indeks SET Thailand yang masuk pada Indeks MSCI pada *rebalancing* tanggal 12 Mei 2020, saham perusahaan tersebut mengalami kenaikan 9,42% dari level 34,50 ke level 37,75. Hal yang sama terjadi juga pada Saham Perusahaan dari Indeks The Philippine Stock Exchange (PSEI), yaitu AC Energy Corp (ACEN) yang masuk pada Indeks MSCI pada *rebalancing* tanggal 11 November 2021 tetapi bedanya ACEN mengalami penurunan harga sebesar -2,11% dari level 12,29 turun ke level 12,03. Berbeda lagi dengan Saham Perusahaan

Smartfren Telecom Tbk (FREN) dari Indonesia Stock Exchange (IDX), saham ini sama-sama masuk pada Indeks MSCI pada *rebalancing* tanggal 10 November 2020, namun saham FREN tidak mengalami kenaikan maupun penurunan (*stuck*) di level 63 dari hari pengumuman sampai hari kelima setelah pengumuman.

Sedangkan, tidak berbeda dengan peristiwa masuknya saham perusahaan ke dalam Indeks MSCI, peristiwa keluarnya Saham Perusahaan dari Indeks MSCI juga berdampak beragam. Contohnya saham perusahaan Wing Tai (W05) dari Indeks Singapore Exchange (SGX) ketika pada *rebalancing* Indeks MSCI pada tanggal 11 Mei 2021 keluar dari Indeks MSCI, saham perusahaan W05 mengalami penurunan sampai ke angka -5,4% dari level 1,84 ke level 1,74 dan dari Indeks FTSE Bursa Malaysia KLCI (FBMKLCI) saham perusahaan Carlsberg Brewery Malaysia Bhd (CARLSBG) juga keluar dari Indeks MSCI pada *rebalancing* tanggal 12 Februari 2020 yang malah mengakibatkan harga sahamnya naik 11,9% dari level 33,325 ke level 37,290. Dari beberapa peristiwa masuk dan keluarnya saham perusahaan di negara-negara ASEAN-5 pada periode 2017-2021 yang mengakibatkan beberapa efek yang berbeda-beda baik kenaikan, penurunan, bahkan tidak mengakibatkan kenaikan maupun penurunan, sehingga peristiwa ini sangat menarik untuk diteliti.

Sebagian besar studi empiris menunjukkan bahwa saham yang dimasukkan dalam indeks menghasilkan peningkatan yang signifikan dalam harga dan volume perdagangan saham. Sebaliknya, saham yang dikeluarkan dari indeks menyebabkan penurunan harga saham dan volume perdagangan (Kassim & Ramlee, 2017). Widyawati & Wibowo (2021) melakukan penelitian tentang volume dan harga saham Indonesia. Penelitian difokuskan pada penambahan dan penghapusan saham pada indeks MSCI. Fokus penelitian ini adalah mengkaji *event study* guna mengetahui peningkatan *abnormal return* mengapa saham-saham tersebut dimasukkan atau dikeluarkan dari indeks MSCI. Hasil penelitian ini menggambarkan hubungan positif antara return dan saham yang dimasukkan ke dalam indeks MSCI, sedangkan saham yang dikeluarkan dari indeks MSCI terbukti memiliki hubungan negatif dengan *return*.

Selain itu, Hung & Shiu (2016), juga melakukan penelitian tentang perubahan komposisi indeks MSCI di Taiwan. Analisis data menggunakan analisis multivariat untuk menghitung *abnormal return*. Penelitian ini menemukan bahwa ketika saham dimasukkan ke dalam indeks MSCI, maka aktivitas transaksi, kepemilikan asing, dan harga saham semakin meningkat. Sedangkan ketika saham-saham tersebut dikeluarkan dari daftar indeks MSCI, akibatnya harga saham dan kepemilikan asing semakin berkurang. Chakrabarti & Huang (2005) juga meneliti saham-saham yang mengalami penambahan dan penghapusan dalam indeks MSCI, dimana menurut pengamatan melalui saham masuk indeks memberikan *abnormal return* yang positif; namun, saham yang dikeluarkan dari indeks memberikan *abnormal return* negatif.

Lebih lanjut, Chen *et al.*, (2016) meneliti pengaruh rekonstitusi indeks pada tata kelola perusahaan, studi ini membuktikan bahwa hubungan antara *abnormal return* perusahaan dengan saham yang masuk ke dalam Indeks MSCI adalah positif demikian juga sebaliknya, kemudian tiga tahun setelah penelitian tersebut, Chen, *et al.*, (2019) melakukan penelitian lagi untuk mendapatkan bukti apakah pemasukan dan pengeluaran saham pada indeks MSCI berpengaruh secara linier terhadap harga saham dan minat investor. Studi ini memperoleh bukti bahwa hasil *abnormal return* dan volume perdagangan yang berlebihan dikaitkan dengan perubahan komposisi indeks. Selain itu, *abnormal return* berasosiasi positif ketika kompilasi saham dimasukkan ke dalam komposisi indeks, dan berasosiasi negatif ketika dihapus dari

komposisi. Penelitian lain berfokus pada menemukan bukti empiris tentang pengaruh pengumuman dan implementasi perubahan indeks terhadap harga dan volume saham, dan itu adalah penelitian yang dilakukan oleh (Wilkens & Wimschulte 2005). Penelitian mereka menunjukkan *abnormal return* yang positif dan penurunan *trading volume activity* sekitar hari pengumuman. Sedangkan dalam pelaksanaannya perubahan indeks menunjukkan *abnormal return* yang positif namun *trading volume activity* nya relatif bervariasi. Pada penelitian-penelitian yang telah disebutkan sebelumnya, belum ada yang membahas secara komprehensif terkait dengan pengaruh pengumuman *rebalancing* indeks MSCI kepada pasar saham di ASEAN-5 yaitu Filipina, Thailand, Indonesia, Malaysia, dan Singapura di tahun terkini, sehingga peneliti pada penelitian ini bermaksud untuk menciptakan pembaharuan penelitian serupa melalui sampel yang berbeda dan lebih bervariasi dengan berlatar belakang periode terkini.

Penelitian ini adalah untuk menilik bukti adanya pengaruh perubahan harga ketika saham dimasukkan atau dikeluarkan dari indeks MSCI. Pengumuman perubahan komposisi indeks MSCI dilakukan satu tahun 4 kali yaitu pada bulan Februari, Mei, Agustus, dan November. Saham-saham perusahaan yang mengalami penambahan dan penghapusan pada peristiwa *rebalancing* indeks MSCI diduga menimbulkan suatu reaksi pasar yang signifikan terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* pada saham-saham perusahaan tersebut (Suryati, 2022). Hal tersebut menjadi acuan terhadap terbentuknya rumusan-rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah ada hubungan signifikansi antara *abnormal return* dan saham yang mengalami penambahan pada Indeks MSCI?
2. Apakah ada hubungan signifikansi antara *abnormal return* dan saham yang mengalami penghapusan pada Indeks MSCI?
3. Apakah ada hubungan signifikansi antara *trading volume activity* dan saham yang mengalami penambahan pada Indeks MSCI?
4. Apakah ada hubungan signifikansi antara *trading volume activity* dan saham yang mengalami penghapusan pada Indeks MSCI?

Selanjutnya penelitian ini akan diteliti dengan metode *event study*.

KAJIAN PUSTAKA

Signalling Theory

Teori Sinyal merupakan teori yang erat kaitannya dengan mitigasi resiko dan pengambilan keputusan di pasar modal (Chang, 2015). Hal tersebut masuk akal sebab menurut Vismara (2018), Teori Sinyal dapat mengurangi ketidakpastian dengan meningkatkan dan menciptakan nilai perusahaan berdasarkan sinyal yang di proyeksikan. Spence (1978) memaparkan bahwa pihak investor atau pihak penerima informasi menuai manfaat berupa informasi dan isyarat atau sinyal yang diberikan oleh pihak pemberi informasi atau pemilik informasi. Sinyal dalam pasar modal berupa informasi baik berita, laporan keuangan, maupun indeks saham yang banyak digunakan oleh investor saham untuk mengambil keputusan membeli, menjual, atau mempertahankan saham. Perusahaan yang terdaftar di bursa menggunakan berbagai isyarat dan sinyal untuk menarik investor sebagai sumber modal perusahaan. Oleh karena itu, untuk menarik calon investor, perusahaan membangun reputasi perusahaan yang baik melalui informasi pengungkapan perusahaan (Naveed, 2019).

Dalam penelitian ini, informasi yang berupa *rebalancing* indeks MSCI dapat mengakibatkan suatu sinyal bagi investor dalam melakukan keputusan investasi yang dimana sinyal disini adalah informasi yang termuat didalam pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Hal tersebut dipengaruhi oleh adanya penambahan dan penghapusan saham dari indeks MSCI pada saat pengumuman *rebalancing* indeks sehingga saham-saham yang ditambahkan atau dihapuskan pada indeks MSCI akan memberi informasi yang akan menjadi sinyal bagi investor bahwa saham tersebut mengalami peningkatan nilai saham ketika mengalami penambahan pada indeks dan saham akan mengalami penurunan nilai nya ketika mengalami penghapusan pada indeks. Sinyal yang berisi informasi terkait masuk dan keluarnya saham pada indeks itulah yang pada akhirnya mendorong investor untuk *take action* dengan portofolio sahamnya, entah itu membeli, menjual, atau menahan sahamnya sehingga mengakibatkan fluktuasi volume jual-beli saham yang tidak wajar di pasar modal.

Menurut Sari (2017), *abnormal return* dapat menjadi salah satu variabel untuk memperhitungkan seberapa besar efek yang dihasilkan oleh peristiwa yang mengandung suatu informasi. Hal itu disebabkan karena *rebalancing* indeks MSCI adalah suatu peristiwa yang mengandung informasi perubahan komposisi indeks dimana ada saham yang bertahan, masuk, dan juga keluar dari indeks yang menimbulkan efek kejutan (*surprise*) atau sesuatu yang tidak diharapkan (*unexpected*), sehingga peristiwa *rebalancing* Indeks MSCI ini mengakibatkan suatu reaksi pasar (Komala *et al.*, 2021). Sampai disini dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* merupakan cerminan dari seberapa besar reaksi pasar yang diciptakan oleh peristiwa *rebalancing* Indeks MSCI tersebut. Sehingga, *abnormal return* disini sifatnya akan berbanding lurus dengan reaksi pasar yang diciptakan, jika reaksi pasar bersifat positif maka akan berpengaruh positif terhadap *abnormal return* saham terkait, begitu juga sebaliknya, jika reaksi pasar bersifat negatif maka akan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham terkait.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Emin *et al.*, 2023; Widyawati, K. A., & Wibowo, B. (2021); Widyarti *et al.*, 2021; Chen *et al.*, 2019; Hung, C. W., & Shiu, C. Y. (2016) yang dalam penelitiannya menuai hasil bahwa pada setelah hari pengumuman *rebalancing* indeks MSCI, terdapat *abnormal return* yang berpengaruh signifikan positif pada saham yang mengalami penambahan ke dalam indeks MSCI dan berpengaruh signifikan negatif pada saham yang mengalami penghapusan dari indeks MSCI. Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya tersebut, maka terbentuklah hipotesis penelitian ini adalah:

H₁: Penambahan Saham pada Indeks MSCI berpengaruh signifikan positif terhadap *Abnormal Return*.

H₂: Penghapusan Saham pada Indeks MSCI berpengaruh signifikan positif terhadap *Abnormal Return*.

Menurut Alexander & Kadafi (2018), *trading volume activity* (TVA) adalah suatu indikator yang dapat mengukur suatu reaksi pasar pada suatu peristiwa yang mengandung informasi dengan parameter banyak sedikitnya volume perdagangan di pasar modal. Dalam hal ini, Peristiwa *rebalancing* indeks MSCI merupakan peristiwa pengumuman komposisi baru dari indeks MSCI yang berarti peristiwa *rebalancing* indeks MSCI ini merupakan peristiwa yang mengandung informasi bagi investor yang berkaitan dengan informasi performa saham sehingga membantu investor untuk menentukan keputusannya baik membeli, menjual, bahkan menahan sahamnya. Itu artinya, ketika ada saham yang mengalami penambahan ke dalam indeks MSCI pada pengumuman *rebalancing* indeks, para investor saham tersebut akan cenderung untuk membeli saham yang mengalami penambahan ke dalam

indeks MSCI tersebut karena melihat prospek yang baik dari saham tersebut, sehingga volume perdagangan saham tersebut di pasar modal akan mengalami kenaikan.

Demikian sebaliknya, ketika ada saham yang mengalami penghapusan dari indeks MSCI pada *rebalancing* indeks, para investor saham tersebut akan cenderung untuk menjual saham yang mengalami penghapusan dari indeks MSCI tersebut karena melihat prospek yang kurang baik dari saham tersebut, sehingga volume perdagangan saham tersebut di pasar modal akan mengalami penurunan. *Trading volume activity* (TVA) menjadi tolak ukur reaksi investor kepada pasar akibat dari menyebarnya informasi yang berasal dari pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Karena investor cenderung akan merespon membeli atau menahan (positif) saat menerima informasi masuknya saham dalam indeks MSCI (positif), dan investor akan cenderung merespon menjual (negatif) ketika menerima informasi terhapusnya saham dari indeks MSCI (negatif), maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa *rebalancing* indeks MSCI baik penambahan atau penghapusan saham berbanding lurus dengan *trading volume activity* (TVA) saham terkait.

Pada tahun 2021, Widyawati, K. A., & Wibowo, B. (2021) juga melakukan penelitian terkait efek dari saham yang mengalami penambahan dan penghapusan karena peristiwa *rebalancing* indeks MSCI, dan dalam penelitiannya tersebut Widyawati, K. A., & Wibowo, B. (2021) mendapatkan hasil penelitian bahwa *trading volume activity* (TVA) mempengaruhi secara signifikan positif terhadap saham yang masuk ke dalam indeks MSCI dan TVA mempengaruhi secara signifikan negatif terhadap saham yang keluar dari indeks MSCI. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Widyarti et al., 2021; Bimantara et al., 2019; Purnomo et al., 2022 tetapi menuai hasil yang bervariasi pada reaksi *trading volume activity* (TVA) nya.

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya tersebut, maka terbentuklah hipotesis penelitian ini adalah:

H₃: Penambahan Saham pada Indeks MSCI berpengaruh signifikan positif terhadap *Trading Volume Activity*.

H₄: Penghapusan Saham pada Indeks MSCI berpengaruh signifikan positif terhadap *Trading Volume Activity*.

METODE PENELITIAN

Data sekunder pada penelitian ini adalah harga saham yang mengalami penambahan dan penghapusan dalam peristiwa *rebalancing* indeks MSCI pada Indeks SET Thailand, Indeks The Philippine Stock Exchange (PSEI), Indonesian Stock Exchange (IDX), Indeks Singapore Exchange (SGX), dan Indeks FTSE Bursa Malaysia KLCI (FBMVKLCI). Indonesia Stock Exchange (IDX) (www.idx.co.id), website SET Thailand (www.set.or.th), website Bursa Malaysia (www.bursamalaysia.com), website Philippine Stock Exchange (www.pse.com.ph), website Singapore Exchange (www.sgx.com), dan website Yahoo Finance (www.yahoo.finance.com) merupakan sumber dari laporan keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Sedangkan data saham perusahaan yang mengalami penambahan dan penghapusan pada pengumuman *rebalancing* indeks MSCI bersumber dari *website* resmi www.msci.com.

Pada tabel 1 menunjukkan hasil seleksi populasi dan pengelompokan sampel berdasarkan alasan perusahaan terkait *rebalancing* indeks MSCI yang merupakan informasi dalam melakukan pemilihan sampel saham dalam penelitian. Sedangkan pada tabel 2 merupakan informasi pengelompokan sampel perusahaan terkait *rebalancing* indeks MSCI berdasarkan penambahan atau penghapusan yang dialami saham tersebut pada saat peristiwa *rebalancing* indeks MSCI. Pemilihan sampel akhir didalam penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* memiliki 3 syarat, saham yang mengalami penambahan atau penghapusan pada *rebalancing* indeks MSCI selama periode 2017-2021, saham yang terus dan tetap tercatat selama periode penelitian atau tidak *delisting* maupun belum *listing* pada jendela peristiwa maupun periode penelitian, dan saham perusahaan yang masih aktif diperdagangkan atau tidak sedang mengalami *suspend* oleh bursa saham masing-masing negara ASEAN-5 selama periode penelitian. Tabel 1 menunjukkan bahwa sampel yang diperoleh sebanyak 551 perusahaan yang terdiri dari 275 sampel saham perusahaan yang mengalami penambahan pada indeks dan 276 sampel saham perusahaan yang mengalami penghapusan pada indeks dimana bisa dilihat informasinya pada tabel 2.

Tabel 1. Seleksi Sampel

Keterangan	Keterangan
Total populasi saham yang ditambahkan atau dihapuskan pada indeks MSCI	567
Dikurangi:	
Saham <i>suspend</i>	(6)
Saham <i>delisting</i>	(7)
Saham belum <i>listing</i> pada jendela peristiwa atau periode penelitian	(3)
Total Sampel	551

Sumber: Diolah oleh penulis.

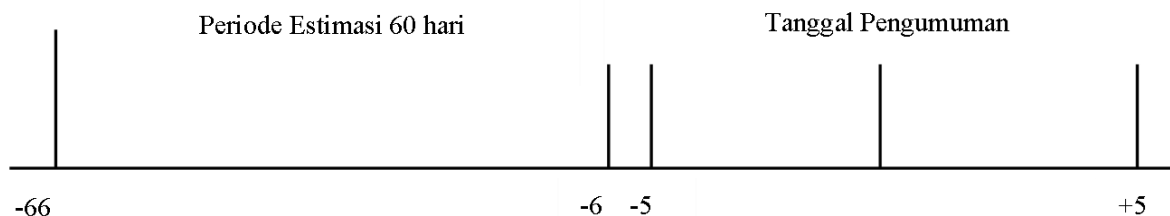
Tabel 2. Klasifikasi Sampel

Saham yang Mengalami Penambahan pada Indeks MSCI						
Tahun	IDX	FBMKLCI	SGX	PSEI	SET	Jumlah
2017	18	12	4	4	9	47
2018	12	14	9	4	12	51
2019	14	8	5	2	19	48
2020	17	24	12	7	14	74
2021	15	13	7	8	12	55
Total	76	71	37	25	66	275
Saham yang Mengalami Penghapusan pada Indeks MSCI						
Tahun	IDX	FBMKLCI	SGX	PSEI	SET	Jumlah
2017	15	13	5	4	7	44
2018	15	25	8	5	17	70
2019	8	12	4	3	9	36
2020	25	21	12	6	21	85
2021	9	16	6	6	4	41
Total	72	87	35	24	58	276

Sumber: Diolah oleh penulis.

Untuk mengukur reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *rebalancing* indeks MSCI, digunakanlah analisis event study sebagai metode untuk melihat dampak peristiwa tersebut terhadap tingkat volume perdagangan dan *return* saham. Metode ini bertujuan menilik seberapa besar reaksi pasar disekitar tanggal peristiwa *rebalancing* indeks MSCI. *abnormal return* digunakan sebagai alat untuk melihat return saham sedangkan, tingkat volume perdagangan dari suatu saham akan dihitung dengan menggunakan metode *trading volume activity*. Dalam penelitian ini peristiwa yang akan diteliti adalah pengumuman *rebalancing* indeks MSCI dan

untuk *event windows* yang akan digunakan adalah selama 11 hari, dimana 11 hari tersebut sudah termasuk hari pengumuman *rebalancing* indeks (hari ke nol), 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman *rebalancing* indeks [-5, +5]. Selanjutnya, 60 hari sebelum *event windows* [-66, 6] adalah estimasi periode penelitian ini. Ilustrasi berikut adalah penggambaran secara keseluruhan jangka waktu dalam penelitian ini.



Gambar 1. Metode Analisis Data

Sumber: Diolah oleh penulis.

Pengukuran *Abnormal Return*

Pengukuran reaksi pasar suatu peristiwa seperti pengumuman *rebalancing* indeks MSCI dapat menggunakan indikator *abnormal return*. Menurut Pratama & Mutumanikam (2022), *abnormal return* digunakan sebagai indikator pengukuran reaksi pasar dikarenakan variabel tersebut dapat memproyeksikan ekspektasi pasar terhadap suatu peristiwa ekonomi, dalam hal ini pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. *abnormal return* yang positif menandakan adanya sinyal atau informasi positif yang berasal dari suatu peristiwa (Handayani *et al.*, 2020). Sebaliknya jika *abnormal return* saham negatif, maka dalam suatu peristiwa yang terjadi mengandung informasi negatif bagi pihak terkait (Basri *et al.*, 2019). Menurut Jogiyanto (2017) dalam penelitiannya, *abnormal return* adalah kelebihan dari *actual return* terhadap *return* yang normal yang dimana *return* yang normal adalah *return* hasil ekspektasi dari investor (*expected return*). Sehingga *abnormal return* dapat dihitung dengan rumus:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Dimana $AR_{i,t}$ merupakan *abnormal return* untuk saham i pada tanggal t ; $R_{i,t}$ merupakan *return* saham i pada tanggal t ; $E[R_{i,t}]$ merupakan *expected return* atau *return* teoritis saham i pada tanggal t .

Menurut Jogiyanto (2009), *actual return* merupakan *return* yang sudah terjadi, sehingga *actual return* dapat dihitung dengan selisih harga sekuritas sekarang dengan harga sekuritas di periode sebelumnya. Dengan rumus sebagai berikut:

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

Dimana $R_{i,t}$ merupakan *return* realisasian atau *return* individual saham i pada tanggal t ; $P_{i,t}$ merupakan harga penutupan saham i pada tanggal t ; $P_{i,t-1}$ merupakan harga penutupan saham i pada tanggal $t-1$.

Expected return adalah *return* yang di targetkan secara rasional dari sebuah pergerakan harga saham dalam periode tertentu, sehingga *expected return* ini sifatnya fleksibel dan dapat di estimasi (Wardhani, 2014). Oleh karena itu, Brown & Warner (1985) dalam Hartono (2016) menyajikan dua model untuk mengestimasi *expected return*, yaitu

$$R_{Mt} = \frac{I_{mt} - I_{m,t-1}}{I_{m,t-1}}$$

$$ER_{it} = \alpha_i - \beta_i R_{Mt}$$

Dimana ER_{it} merupakan *expected return* (*return* yang diharapkan) untuk saham i pada tanggal t ; R_{Mt} merupakan *market return* atau *return* pasar dimana I_{mt} merupakan Indeks Harga Saham Gabungan pada tanggal t ; untuk menentukan α dan β dari masing masing saham i digunakan model pasar (*market model*) sebagai parameter dengan metode regresi.

Kemudian, untuk menghitung rata rata *abnormal return* atau *average abnormal return* (AAR) pada setiap hari sekitar tanggal peristiwa digunakan perhitungan sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Dimana AAR_t merupakan rata rata *abnormal return* pada tanggal t ; AR_{it} merupakan *abnormal return* untuk saham i pada tanggal t ; N merupakan jumlah perusahaan di sampel.

Pengukuran *Trading Volume Activity*

Trading volume activity (TVA) merupakan indikator untuk menganalisis pergerakan saham dengan melihat dari tingkat *supply* dan *demand* pada saham perusahaan. *Trading volume activity* (TVA) menjadi variabel yang digunakan peneliti untuk mengetahui apakah suatu tren akan berlanjut atau tidak. Maka dari itu, jika suatu saham mengalami peningkatan volume perdagangan menandakan adanya reaksi pasar dalam bentuk permintaan yang tinggi dari investor yang menyebabkan harga saham mengalami peningkatan (Azis, 2015). Perubahan aktivitas volume perdagangan dapat mencerminkan reaksi pasar dari suatu peristiwa yang menandakan bahwa jika ada perubahan signifikan dalam aktivitas volume perdagangan antara *pre-event* dan *post-event* suatu peristiwa, maka akan menunjukkan pasar mempunyai hubungan reaksi pada *event* tersebut menyebabkan *trading volume activity* (TVA) dapat dihitung dengan:

$$TVA_{i,t} = \frac{SPDG_{i,t}}{SBDRI_{i,t}}$$

Dimana $TVA_{i,t}$ merupakan *trading volume activity* dari perusahaan i di periode t ; $SPDG_{i,t}$ merupakan jumlah saham diperdagangkan sekuritas i di periode t ; $SBDRI_{i,t}$ merupakan jumlah saham beredar sekuritas i dalam periode t .

Uji Hipotesis

Metode uji *One Sample T-Test* dan *Wilcoxon Signed Rank Test* berfungsi sebagai metode untuk menguji hipotesis yang bertujuan untuk melihat reaksi pasar pada saham perusahaan yang mengalami penambahan dan penghapusan pada *rebalancing* indeks MSCI.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Saham yang Mengalami Penambahan pada Indeks MSCI (Panel A)					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR BF	275	-0.23488	0.21895	-0.00074	0.03353
AAR 0	275	-0.34140	0.27890	-0.00484	0.53695
AAR AF	275	-0.11634	0.24944	0.00329	0.03625
ATVA BF	275	0.00026	0.71174	0.12318	0.12466
ATVA 0	275	0.00200	0.65090	0.13519	0.12731
ATVA AF	275	0.00170	0.73194	0.17076	0.14034
Valid N (listwise)	275				
Saham yang Mengalami Penghapusan pada Indeks MSCI (Panel B)					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR BF	276	-0.15134	0.10724	0.00030	0.02767
AAR 0	276	-0.15510	0.2573	0.00148	0.03903
AAR AF	276	-0.11200	0.21390	-0.00317	0.03353
ATVA BF	276	0.00000	0.59590	0.09306	0.09928
ATVA 0	276	0.00000	0.72550	0.10872	0.11530
ATVA AF	276	0.00000	0.73884	0.13780	0.13817
Valid N (listwise)	276				

Sumber: Diolah oleh penulis.

Dari tabel 3 menunjukkan data informasi pasar dari saham yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI. Terlihat adanya rata-rata *abnormal return* (AAR) pada saat perusahaan mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI dari seluruh saham yang dijadikan sampel, dimana *mean* AAR menunjukkan nilai kurang dari 0 (-0.00484), nilai AAR terbesar menunjukkan nilai lebih dari 0 (0.27890). Hal ini menunjukkan bahwa *return* yang diterima oleh investor ketika memegang saham perusahaan tersebut lebih tinggi dari pengembalian yang diharapkan (*expected return*) yaitu sebesar 2,7%. Lebih detail lagi dari data tersebut terlihat adanya perbedaan AAR sebelum peristiwa yang menunjukkan pengembalian yang negatif dengan nilai *mean* sebesar -0.00074. Hal ini berbeda dengan AAR sesudah peristiwa yang menunjukkan pengembalian yang positif dengan nilai *mean* sebesar 0.00329. Hal tersebut berarti *return* saham perusahaan yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI mengalami kenaikan.

Data *average trading volume activity* (ATVA) pada tanggal pengumuman *rebalancing* indeks terdapat nilai *mean* sebesar 0.13519, nilai ini lebih tinggi dibandingkan *mean* ATVA sebelum peristiwa yang menunjukkan nilai sebesar 0.12318. Dan nilai *mean* ATVA sesudah peristiwa menunjukkan nilai sebesar 0.17076. Dengan adanya kenaikan nilai ATVA dari sebelum peristiwa ke nilai ATVA sesudah peristiwa, menunjukkan bahwa terjadi peningkatan volume dan frekuensi perdagangan pada saham perusahaan yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI. Hal tersebut menunjukkan bahwa informasi *rebalancing* indeks MSCI memberikan sinyal positif sehingga mengundang minat investor untuk melakukan transaksi pada saham perusahaan yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI.

Dari tabel 3 juga menunjukkan data informasi pasar dari saham yang mengalami penghapusan pada *rebalancing* indeks MSCI. Terlihat adanya rata-rata *abnormal return* (AAR) baik pada saat sebelum, saat, dan setelah terjadinya peristiwa dimana *mean* dari *average abnormal return* (AAR) menunjukkan *trend* turun dan pada *abnormal return* (AAR) setelah *event* terjadi menunjukkan nilai kurang dari 0 yaitu 0.00030, 0.00148, dan -0.00317 dari seluruh saham yang dijadikan sampel. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata AAR dari semua sampel saham yang mengalami penghapusan pada indeks MSCI mengalami penurunan. Ditambah pada AAR setelah peristiwa terjadi mempunyai pengembalian yang negatif yang artinya pengembalian yang didapatkan masih jauh di bawah ekspektasi dari investor.

Data *average trading volume activity* (ATVA) di hari pengumuman *rebalancing* indeks terdapat nilai *mean* sebesar 0.10872, nilai ini lebih tinggi dibandingkan *mean* ATVA sebelum peristiwa yang menunjukkan nilai 0.09306. Dan nilai *mean* ATVA sesudah menunjukkan nilai sebesar 0.13780 dimana nilainya lebih *event* tinggi daripada nilai ATVA sebelum dan ketika peristiwa. Dengan adanya kenaikan nilai ATVA dari sebelum peristiwa menuju sesudah peristiwa menunjukkan bahwa terjadi peningkatan volume dan frekuensi perdagangan pada saham perusahaan yang mengalami pengurangan pada *rebalancing* indeks MSCI. Dengan peningkatan ATVA dan dibarengi oleh AAR di sekitar *event* menunjukan penurunan, maka terjadi sinyal negatif yang memicu investor untuk melakukan transaksi jual pada saham yang mengalami penghapusan pada indeks MSCI.

Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis diuji menggunakan nilai rata-rata reaksi pasar dari *abnormal return* dan *trading volume activity* saham perusahaan di sekitar tanggal peristiwa pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Selain itu pengujian sampel juga akan dikelompokkan berdasarkan saham mengalami penambahan atau penghapusan pada indeks. Sampel dibagi menjadi dua kelompok yaitu *additions*/penambahan (ADD) dan *deletions*/penghapusan (DEL).

Tabel 4. Uji *One Sample T-test & Wilcoxon Signed Rank Test*

Data	<i>Abnormal Return</i>					
	ADD (Additions)			DEL (Deletions)		
	AAR	t	z	AAR	t	z
T-5	0.09%	0.576	0.915	-0.06%	0.701	0.193
T-4	0.10%	0.642	0.268	0.05%	0.806	0.451
T-3	-0.19%	0.448	0.110	0.02%	0.882	0.939
T-2	-0.19%	0.341	0.142	0.27%	*0.060	0.286
T-1	-0.19%	0.330	0.265	-0.14%	0.399	*0.082
T 0	-0.48%	0.136	**0.022	0.15%	0.530	0.145
T+1	0.95%	***0.001	***0.001	-1.32%	***0.000	***0.000
T+2	0.14%	0.497	0.741	-0.38%	**0.022	***0.001
T+3	0.24%	0.195	0.362	-0.04%	0.856	***0.006
T+4	0.11%	0.599	0.532	0.32%	0.164	0.973
T+5	0.21%	0.337	0.912	-0.17%	0.381	**0.014
Total	0.79%	4.102	4.270	-1.29%	4.801	3.09

Level Signifikansi (two-tail test): *** 1%, ** 5%, * 10%

Sumber: Diolah oleh penulis.

Uji *one sample t-test* pada sampel ADD memperoleh hasil bahwa *average abnormal return* menunjukan peristiwa *rebalancing* indeks MSCI memiliki pengaruh signifikan pada *return* saham perusahaan yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI tepatnya pada hari kesatu setelah peristiwa terjadi [T+1] yang mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0.1% dengan *average abnormal return* positif yaitu 0.95%. Demikian juga dengan sampel DEL dimana terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari kedua sebelum peristiwa terjadi [T-2] dengan rata-rata *abnormal return* positif yaitu 0.27% dan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 6%. Hal yang sama terjadi juga terjadi pada hari kesatu dan hari kedua setelah peristiwa terjadi [T+1, T+2] yang mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0% dan 2% dengan rata-rata *abnormal return* negatif yaitu -1.32% dan -0.38%.

Berdasarkan uji *one sample wilcoxon signed rank test*, pada sampel ADD ditemukan *abnormal return* yang signifikan pada hari terjadinya peristiwa dan hari ke satu setelah peristiwa [T0 & T+1] dimana pada hari terjadinya peristiwa [T0] mempunyai tingkat signifikansi sebesar 2.2% dengan *average abnormal return* yang negatif yaitu -0,48%, sedangkan pada hari ke satu setelah peristiwa [T+1] menunjukan tingkat signifikansi sebesar 0.1% dengan *average abnormal return* yang positif yaitu 0.85%. *Abnormal return* yang signifikan juga ditemukan pada sampel DEL yang terdapat pada hari kesatu sebelum peristiwa, hari kesatu setelah peristiwa, hari kedua setelah peristiwa, hari ketiga setelah peristiwa, dan hari kelima setelah peristiwa [T-1, T+1, T+2, T+3, dan T+5] dengan *average abnormal return* yang negatif (-0.14%, -1.32%, -0.38%, -0.04%, dan 0.17%) dengan level signifikansi sebesar 8.2%, 0%, 0.1%, 0.6%, dan 1.4%.

Tabel 5. Uji One Sample T-test & Wilcoxon Signed Rank Test

Data	Trading Volume Activity					
	ADD (Additions)			DEL (Deletions)		
	ATVA	t	z	ATVA	t	z
T-5	11.89%	***0.000	***0.000	9.21%	***0.000	***0.000
T-4	12.83%	***0.000	***0.000	9.63%	***0.000	***0.000
T-3	12.46%	***0.000	***0.000	9.61%	***0.000	***0.000
T-2	12.52%	***0.000	***0.000	9.17%	***0.000	***0.000
T-1	11.89%	***0.000	***0.000	8.92%	***0.000	***0.000
T 0	13.52%	***0.000	***0.000	10.87%	***0.000	***0.000
T+1	22.96%	***0.000	***0.000	16.46%	***0.000	***0.000
T+2	16.35%	***0.000	***0.000	12.44%	***0.000	***0.000
T+3	16.32%	***0.000	***0.000	13.29%	***0.000	***0.000
T+4	14.67%	***0.000	***0.000	12.74%	***0.000	***0.000
T+5	15.09%	***0.000	***0.000	13.97%	***0.000	***0.000
Total	160.49%	***0.000	***0.000	126.30%	***0.000	***0.000

Level Signifikansi (two-tail test): *** 1%, ** 5%, * 10%

Sumber: Diolah oleh penulis.

Hasil uji terhadap *average trading volume activity* menunjukan bahwa peristiwa *rebalancing* indeks MSCI mempunyai pengaruh yang signifikan kepada harga saham di bursa saham di negara ASEAN-5. Pada sampel saham perusahaan yang mengalami penambahan pada indeks MSCI (ADD) level signifikansi 1% terdapat pada semua hari di sekitar tanggal peristiwa pengumuman *rebalancing* indeks MSCI dengan nilai 0.00%. Hal serupa juga terjadi pada kelompok sampel saham perusahaan yang mengalami penghapusan pada indeks MSCI (DEL).

Pembahasan

Uji hipotesis dengan menggunakan *one sample t-test* dan *one sampel wilcoxon signed rank test* digunakan untuk menguji tingkat signifikansi *abnormal return* perusahaan disekitar tanggal pengumuman. Hasil uji hipotesis membuktikan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif dan signifikan dalam hari kesatu setelah peristiwa [T+1] terhadap *abnormal return* saham perusahaan yang mengalami penambahan (ADD) pada *rebalancing* indeks MSCI. Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian (Widyawati & Wibowo, 2021; Chen *et al.*, 2016; Shu *et al.*, 2004; Hung & Shiu, 2009; Wilkens & Wimschulte, 2005; Chen *et al.*, 2019; Chen *et al.*, 2013; Kassim *et al.*, 2017) yang ditemukan *abnormal return* saham yang positif signifikan. Hasil temuan tersebut membuktikan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar (investor) berasumsi bahwa saham perusahaan yang mengalami penambahan pada indeks MSCI akan mempunyai tingkat pengembalian lebih tinggi untuk investor daripada biaya yang akan dikeluarkan investor untuk memperoleh sahamnya. Sehingga informasi pengumuman *rebalancing* indeks MSCI didapatkan informasi yang menyakinkan investor terhadap peramalan saham pada tahun-tahun mendatang. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis (H₁) dalam penelitian ini diterima. Sedangkan, untuk saham perusahaan yang mengalami penghapusan pada saat peristiwa *rebalancing* indeks MSCI uji hipotesis membuktikan bahwa terdapat reaksi pasar yang negatif dan signifikan pada *abnormal return* dalam hari kesatu sebelum peristiwa dan hari kelima setelah peristiwa [T-1, T+5] dan hari kesatu setelah peristiwa sampai hari ketiga setelah peristiwa [T+1, T+2, T+3]. Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian (Widyawati & Wibowo, 2021; Chen *et al.*, 2016; Shu *et al.*, 2004; Hung & Shiu, 2009; Wilkens & Wimschulte, 2005; Chen *et al.*, 2019; Chen *et al.*, 2013; Kassim *et al.*, 2017). Hasil temuan tersebut membuktikan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar (investor) berasumsi bahwa saham perusahaan yang mengalami penghapusan pada indeks MSCI akan mempunyai tingkat pengembalian lebih rendah untuk investor. Sehingga informasi pengumuman *rebalancing* indeks MSCI memberikan sinyal negatif oleh investor terhadap prospek saham perusahaan di masa depan. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis (H₂) dalam penelitian ini diterima. Hasil uji hipotesis terhadap *trading volume activity* saham perusahaan menunjukkan tingkat signifikansi yang positif pada seluruh sampel dalam penelitian. Hal ini membuktikan bahwa pasar memberikan reaksi yang positif terhadap 60 pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Chakrabarti, 2022; Harijono, 2003; Chen *et al.*, 2013; Widyawati & Wibowo, 2021) yang menunjukkan adanya *trading volume activity* positif dan signifikan di sekitar tanggal peristiwa pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi pengumuman *rebalancing* indeks MSCI memberikan sinyal positif bagi investor, sehingga terjadi peningkatan volume dan frekuensi perdagangan saham yang dilakukan oleh investor. Peningkatan volume saham perusahaan menunjukkan minat beli yang tinggi dari investor untuk memperdagangkan saham perusahaan yang mengalami penambahan dan penghapusan pada indeks MSCI di sekitar tanggal pengumuman *rebalancing*. Ini membuktikan bahwa hipotesis (H₃) dalam penelitian ini dapat diterima, sedangkan hipotesis (H₄) dalam penelitian ini di tolak. Hasil penelitian ini menjadi penguat argumen bahwa investor saham di negara ASEAN-5 menjadikan indeks MSCI sebagai salah satu acuan utama bagi keputusan investasinya yang dibuktikan dengan signifikansi reaksi pasar yang bisa dilihat dari indikator *abnormal return* dan *trading volume activity* pada sekitaran tanggal pengumuman *rebalancing* indeks MSCI. Dilandasi oleh hal tersebut, indeks MSCI menjadi semakin direkomendasikan untuk dijadikan acuan oleh investor dalam mengambil keputusan

investasinya. Sedangkan dari latar belakang variasi fenomena yang diangkat di ke lima negara ASEAN-5. Berdasarkan hasil dari penelitian ini, saham yang mengalami penambahan pada indeks MSCI idealnya terjadi kenaikan harga dan hal sebaliknya akan terjadi pada saham yang mengalami penghapusan pada indeks MSCI. Namun, dalam praktiknya, ada banyak faktor lain yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham, seperti berita ekonomi, kebijakan pemerintah, dan kondisi pasar secara umum sehingga variasi fenomena seperti itu tetap bisa terjadi.

SIMPULAN

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji pengaruh pengumuman *rebalancing* indeks MSCI terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* saham perusahaan di di bursa saham negara ASEAN-5 pada tahun 2017-2021. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode *event study* dengan aplikasi SPSS 28. Dari hasil pengujian menggunakan *event study*, pengamatan lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman, terdapat peningkatan *abnormal return* sesudah pengumuman *rebalancing* indeks MSCI terhadap saham perusahaan yang mengalami penambahan pada indeks MSCI. Hasil yang sama juga terjadi pada *trading volume activity* dimana terdapat peningkatan volume perdagangan pada saham perusahaan yang mengalami penambahan pada *rebalancing* indeks MSCI. Sedangkan untuk saham perusahaan yang mengalami penghapusan pada *rebalancing* indeks MSCI terdapat penurunan pada *abnormal return*. Selanjutnya untuk *trading volume activity* saham yang mengalami penghapusan pada *rebalancing* indeks MSCI ditemukan peningkatan volume perdagangan pada saham.

Uji dilakukan dengan metode *one sample t-test* dan *one sample wilcoxon signed rank test*. Hasil uji menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif dan signifikan di hari kesatu setelah pengumuman pada saham yang mengalami penambahan pada indeks MSCI. Sedangkan untuk saham yang mengalami penghapusan pada indeks MSCI mempunyai hasil uji yang menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang negatif dan signifikan di sekitar hari pengumuman yaitu hari kesatu sebelum pengumuman, hari kelima setelah pengumuman, dan hari kesatu setelah pengumuman sampai hari ketiga setelah pengumuman.

Diharapkan dari penelitian ini dapat memberikan informasi, pengetahuan, dan wawasan terkait pengaruh *abnormal return* dan *trading volume activity* terhadap saham yang masuk dan keluar pada Indeks MSCI di periode 5 tahun terakhir ini kepada civitas akademisi Fakultas Ekonomi dan Bisnis terkhusus kepada Program Studi Akuntansi di ranah pasar modal. Selain itu, hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan perbandingan dan sumber acuan penelitian dalam bidang kajian yang sama. Dengan penelitian ini, investor akan dapat mengetahui pengaruh perubahan komposisi indeks MSCI terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* saham, sehingga penelitian ini dapat mendukung keberlangsungan investasi investor di pasar modal karena memberikan indikator yang dapat digunakan sebagai rekomendasi bagi investor mengenai keputusan membeli, menahan atau bahkan menjual saham ketika indeks MSCI mengalami perubahan komposisi. Para calon investor dapat menggunakan hasil penelitian ini untuk melihat peluang dan kesempatan berinvestasi di pasar modal khususnya saham pada saham saham yang masuk dan keluar pada indeks acuan MSCI dalam indeks SET Thailand, indeks The Philippine Stock Exchange (PSEI), Indonesian Stock Exchange (IDX), indeks Singapore Exchange (SGX), dan indeks FTSE Bursa Malaysia KLCI (FBMKLCI).

Terdapat keterbatasan penelitian yang dialami ketika melakukan penelitian, yaitu terdapat saham yang memiliki *return* nol yang menunjukkan terdapat beberapa sampel saham perusahaan yang kurang aktif diperdagangkan sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian mempunyai volatilitas relatif rendah dan kurang stabil. Selain itu, terdapat juga saham perusahaan yang sedang mengalami *suspend* oleh bursa saham negara ASEAN-5 sehingga informasi data saham perusahaan tidak tersedia. Terdapat saham perusahaan yang *delisting* atau belum *listing* pada periode pengambilan data sehingga dapat menyebabkan proses pengambilan data kurang lengkap yang mengakibatkan data yang diperoleh bias.

Keterbatasan dalam metode *event study* ini adalah Metode penelitian *event study* didasarkan pada asumsi bahwa pasar keuangan efisien, yaitu bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia secara seketika. Namun, dalam kenyataannya, pasar seringkali tidak efisien, sehingga asumsi ini dapat menjadi terlalu idealis. Penentuan periode waktu yang tepat sebagai *event window* (periode sebelum dan setelah *event*) dapat sulit. Pemilihan *event window* yang tidak tepat dapat menghasilkan hasil yang bias atau tidak akurat. *Event study* mengasumsikan bahwa *event* yang diteliti adalah satu-satunya faktor yang mempengaruhi perubahan harga saham. Namun, dalam praktiknya, ada banyak faktor lain yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham, seperti berita ekonomi, kebijakan pemerintah, dan kondisi pasar secara umum. Mengabaikan faktor-faktor ini dapat menyebabkan hasil yang tidak akurat.

Berdasarkan atas keterbatasan penelitian yang telah dijelaskan, maka beberapa saran yang dapat diberikan diantaranya di penelitian berikutnya disarankan untuk mengeluarkan saham perusahaan yang kurang aktif di perdagangkan dari sampel agar tidak menghasilkan *return* nol. Saran yang kedua yaitu peneliti selanjutnya bisa mengurangi periode estimasi jika banyak saham perusahaan yang mengalami *suspend* pada periode penelitian agar memperoleh data yang dapat memproyeksikan reaksi pasar yang lebih aktual dan lengkap sehingga data yang diperoleh tidak bias. Peneliti berharap untuk penelitian serupa agar lebih mengoptimalkan atau mencari alternatif metode penelitian yang lain di masa depan dimana hal tersebut diharapkan bisa memberikan pembaharuan dalam penelitian serupa.

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, A. R., Hidayat, R. R., & Sulasmiyati, S. (2017). Analisis Kinerja Investasi Saham Dengan Metode Sharpe Model Di Beberapa Bursa Efek Asean (Studi Pasar Modal Pada Filipina, Indonesia, Malaysia, Singapura, Dan Thailand Tahun 2012–2015) (*Doctoral Dissertation, Brawijaya University*).
- Alexander, A., & Kadafi, M. A. (2018). Analisis *Abnormal Return* Dan *Trading Volume Activity* Sebelum Dan Sesudah *Stock Split* Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 10(1), 1-6.
- Amin, M. A. N., & Irawan, B. P. (2021). Apakah *Buyback Stock* Dapat Memberikan Keuntungan Tidak Normal Saat Pandemi?. *Permana: Jurnal Perpajakan, Manajemen, Dan Akuntansi*, 13(1), 46-59.
- Astuti, C. W., & Nugrahanti, Y. W. (2015). Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Reaksi Pasar. *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 4(2).

- Azis, I. J. (2015). *Integration, Contagion, And Income Distribution. In Regional Science Matters* (Pp. 131-161). Springer, Cham.
- Basri, H., Februari, C. P., & Majid, M. S. A. (2019). *Does Indonesia Sustainability Reporting Award (ISRA) Cause Abnormal Return And Stock Trading Volume: A Comparative Analysis. Academic Journal Of Economic Studies*, 5(1), 74-79.
- Bimantara, R. A., Siswanto, E., & Soesetio, Y. (2019). Pengumuman Perhitungan Baru Indeks LQ45 Dan IDX30: Apakah Ada Reaksi Pada Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 9(1), 27-40.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). *Using Daily Stock Returns: The Case Of Event Studies. Journal Of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Chakrabarti, R. (2002). *Market Reaction To Addition Of Indian Stocks To The MSCI Index. Money And Finance*, 2(11).
- Chakrabarti, R., Huang, W., Jayaraman, N., & Lee, J. (2005). *Price And Volume Effects Of Changes In MSCI Indices–Nature And Causes. Journal Of Banking & Finance*, 29(5), 1237-1264.
- Chan, K., Kot, H. W., & Tang, G. Y. (2013). *A Comprehensive Long-Term Analysis Of S&P 500 Index Additions And Deletions. Journal Of Banking & Finance*, 37(12), 4920-4930.
- Chen, H. L., Shiu, C. Y., & Wei, H. S. (2016). *Index Reconstitutions And The Role Of Foreign Institutional Investors On Local Corporate Governance: Evidence From MSCI Standard Index. Unpublished Working Paper*.
- Chen, H. L., Shiu, C. Y., & Wei, H. S. (2019). *Price Effect And Investor Awareness: Evidence From MSCI Standard Index Reconstitutions. Journal Of Empirical Finance*, 50(C), 93-112.
- Chen, Y., Koutsantony, C., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2013). *Stock Price Response To S&P 500 Index Inclusions: Do Options Listings And Options Trading Volume Matter?. Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money*, 23, 379-401.
- Darmawan, W. (2019). Pengaruh Dewan Komisaris, Dewan Direksi, Komite Audit, *Return On Asset, Return On Equity, Dan Net Profit Margin Terhadap Harga Saham Perusahaan Yang Tergabung Dalam Indeks IDX80 Di Bursa Efek Indonesia (Doctoral Dissertation, Fakultas Ekonomi & Bisnis)*.
- Dewi, A. A., Aulia, D., Sumunar, K. I., & Hernawati, E. (2021). Pengaruh Covid-19 Terhadap Perekonomian Di Negara Asean. *JISIP (Jurnal Ilmu Sosial Dan Pendidikan)*, 5(3).
- Eduardus Tandelilin, S., Hartono, J., & Hanafi, M. M. (2013). *Detecting The Existence Of Herding Behavior In Intraday Data: Evidence From The Indonesia Stock Exchange. Gadjah Mada International Journal Of Business*, 15(1), 27-44.
- Elga, R., Murni, S., & Tulung, J. E. (2022). Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Covid-19 Di Indonesia (*Event Study Pada Indeks LQ45*). *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 10(1), 1052-1060.
-
-

- Emin, A. V. C. I., Çinko, M., Mehtap, Ö. N. E. R., & Aybars, A. (2023). *Stock Return Response To Changes In MSCI Standard And Small Cap Index Composition For Turkey*. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 18(69), 41-59.
- Febriyanto, F. (2019). Korelasi Pasar Modal Negara ASEAN-5 Diera Masyarakat Ekonomi Asean Terhadap Peluang Diversifikasi Investasi Internasional. *Fidusia: Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 2(1).
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*, Edisi 5. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Giovanni, F. T., Robiyanto, R., & Harijono, H. (2022). Efisiensi Pasar Modal Bentuk Kuat Di Indonesia Selama Pandemi Covid-19. *Management And Accounting Expose*, 5(2).
- Gowri Shankar, S., & Miller, J. M. (2006). *Market Reaction To Changes In The S&P Smallcap 600 Index*. *Financial Review*, 41(3), 339-360.
- Handayani, E., Rahmawati, A., Haryanto, E., & Wahyuni, S. (2020). *Abnormal Return Of Indonesian Banking Shares In The Time Of COVID 19: An Event Study On The Announcement Of Government Regulation, POJK 11 Of 2020*. *International Journal Of Research In Business And Social Science* (2147-4478), 9(7), 108-114.
- Harijono, A. (2003). *Price And volume Effects Associated With Changes In The LQ 45 Index And The MSCI Equity Index Lists*. *Gadjah Mada International Journal Of Business*, 5(3), 401-420.
- Hartono, Jogiyanto. (2017). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi* (Edisi Kesebelas). Yogyakarta: BPF.
- Hau, H., Massa, M., & Peress, J. (2010). *Do Demand Curves For Currencies Slope Down? Evidence From The MSCI Global Index Change*. *The Review Of Financial Studies*, 23(4), 1681-1717.
- HM Jorgiyanto (2009). *Analisis Investasi Dan Portofolio*. BPF. Yogyakarta
- Huang, W., Chakrabarti, R., Jayaraman, N., & Lee, J. (2015). *Price And Volume Effects Of Changes In MSCI Indices-Nature And Causes*. Available At SSRN 664185.
- Hung, C. W., & Shiu, C. Y. (2016). *Trader Activities, Ownership, And Stock Price Reactions To MSCI Standard Index Changes: Evidence From Taiwan*. *Journal Of Multinational Financial Management*, 36, 49-63.
- Indariyah, P. (2016). *Analisis Perbedaan Abnormal Return Dan Likuiditas Perdagangan Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Stock Split Dan Reverse Stock Split Di BEI Tahun 2010-2014*.
- Izhar, M. F., Abd Rahman, I. H., & Aziz, A. (2021). *Pandemik Covid-19: Pendekatan Kerajaan Malaysia Dalam Mengurus Keselamatan Negara*. *International Journal Of Law, Government And Communication*, 6(26), 23-38.
- Jain, M., Sharma, G. D., & Srivastava, M. (2019). *Can Sustainable Investment Yield Better Financial Returns: A Comparative Study Of ESG Indices And MSCI Indices*. *Risks*, 7(1), 15.
- Jain, P. C. (1987). *The Effect On Stock Price Of Inclusion In Or Exclusion From The S&P 500*. *Financial Analysts Journal*, 43(1), 58-65.

- Jang, W. E., Ko, Y. J., Morris, J. D., & Chang, Y. (2015). *Scarcity Message Effects On Consumption Behavior: Limited Edition Product Considerations. Psychology & Marketing*, 32(10), 989-1001.
- Jeribi, A., Jena, S. K., & Lahiani, A. (2021). *Are Cryptocurrencies A Backstop For The Stock Market In A COVID-19-Led Financial Crisis? Evidence From The NARDL Approach. International Journal Of Financial Studies*, 9(3), 33.
- Jogiyanto, H. (2013). *Teori Dan Analisis Investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta : BPFE.
- Jogiyanto, H. (2017). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi (11th Ed.)*. BPFE.
- Kassim, N. S., Ramlee, R., & Kassim, S. (2017). *Impact Of Inclusion Into And Exclusion From The Shariah Index On A Stock Price And Trading Volume: An Event Study Approach. International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(2), 40-51.
- Komala, P. S., Endiana, I. D. M., Kumalasari, P. D., & Rahindayati, N. M. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Solvabilitas, Likuiditas, Keputusan Investasi Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan. *KARMA (Karya Riset Mahasiswa Akuntansi)*, 1(1).
- Kusumawati, S., & Wahidahwati, W. (2021). Dampak Diumumkannya Kasus Covid-19 Serta Kebijakan *New Normal* Terhadap Perubahan Harga Dan Volume Perdagangan Saham. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 10(2).
- Lestari, W. W. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan *Earning Per Share* Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Indeks MSCI Indonesia Tahun 2018-2020) (*Doctoral Dissertation*, Universitas Pendidikan Ganesha).
- Majid, M. S. A., Meera, A. K. M., Omar, M. A., & Aziz, H. A. (2009). *Dynamic Linkages Among ASEAN-5 Emerging Stock Markets. International Journal Of Emerging Markets*.
- Meilani, S. E., & Wiyadi, W. (2017). Determinan *Financial Risk Disclosure*: Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam *Morgan Stanley Capital International (MSCI) Indonesia Index* Periode 2014-2016. *Jurnal Manajemen Daya Saing*, 19(2), 119-134.
- Meo, M. S., Ali, S., Islam, M. S. U., Qammar, R., Cheema, S. M., & Karim, M. Z. A. (2023). *Impact Of COVID-19 Pandemic On The Tourism And Hospitality Industry Of Pakistan: An Insight From Techno And Social-Economics Crisis Perspective. In Tourism And Hospitality In Asia: Crisis, Resilience And Recovery (Pp. 75-95). Singapore: Springer Nature Singapore*.
- Nasser, F. A. M., Rosid, C. M. A. C., & Baharuddin, N. S. (2018). *Relation Between Macroeconomic Variables And ASEAN Stock Index. Terengganu International Finance And Economics Journal (TIFEJ)*, 5(1).
- Nasution, L. M. (2021). Analisis Strategi Pemasaran Dalam Meningkatkan Jumlah Nasabah Pada Produk Deposito *Ib Ibadah* Di PT. Bank Sumut Kantor Cabang Syariah Medan (*Doctoral Dissertation*).
- Naveed, M., & Bashir, T. (2019). *How Corporate Environmental Ethics (Non-Financial Information) Influence Individual Investor's Trading Behavior? Mediating Role Of Corporate Reputation And Corporate Social Responsibility Belief. Journal Of Managerial Sciences*, 13(2).
-
-

- Nurfaiz, R., & Chalid, D. A. (2022). *Financial Volatility Spillover In COVID-19 Pandemic Period: Evidence From The US And ASEAN Stock Market*. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(1), 26-43.
- Pratama, M. R., & Mutumanikam, P. R. (2022, April). Pengaruh Pengumuman Pembelian Kembali Saham (*Buyback*) Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2021. In *Prosiding Seminar Nasional* (Vol. 2, No. 1, Pp. 41-47).
- Pratama, R. R., & Aminda, R. S. (2021, December). Analisis *Foreign Direct Investment* Di ASEAN-5. In *Prosiding Seminar Nasional & Call For Paper STIE AAS* (Pp. 653-663).
- Purnomo, L. B., Manurung, A. H., & Usman, B. (2022). *Price Discovery In Indonesia Banking Stocks*.
- Putra, D., Swissia, P., Taufik, T., & Panjaitan, A. (2020, December). *Analysis Of Trading Volume Activity (Tva) On Before And After The Presidential Election Of The Republic Of Indonesia (Case Study Of Listed Financial Institution Companies On Indonesia Stock Exchange)*. In *Proceeding International Conference On Information Technology And Business* (Pp. 26-37).
- Ramadani, L. A. (2018). Telaah Perbandingan Model *Business Screening* Dan *Financial Screening* Indeks Saham Syariah Global. *Iqtishaduna*, 9(1), 21-35.
- Sahirin, D. N. (2015). Analisis Interaksi Antara *Return* Indeks Saham, Volume Perdagangan Indeks Saham, Dan Volatilitas Indeks Saham (*Doctoral Dissertation*, UAJY).
- Samsul, M. (2015). *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio Edisi 2*. Erlangga. Jakarta.
- Sari, N. P. (2017). Pengaruh Jumlah Opsi Saham Pada Pengumuman *Employee Stock Option Plan* Terhadap *Abnormal Return* (*Doctoral Dissertation*, Universitas Katolik Musi Charitas).
- Shiu, C. Y., & Wu, J. Y. (2009, August). *Foreign Ownership And Local Market Reaction To Changes Of The Constituents In The International Stock Index: Evidence From Additions To And Deletions From MSCI Taiwan Index*. In *22nd Australasian Finance And Banking Conference*.
- Shu, P. G., Yeh, Y. H., & Huang, Y. C. (2004). *Stock Price And Trading Volume Effects Associated With Changes In The MSCI Free Indices: Evidence From Taiwanese Firms Added To And Deleted From The Indices*. *Review Of Pacific Basin Financial Markets And Policies*, 7(04), 471-491.
- Sina, N. (2023). Estimasi *Value At Risk* Indeks Saham Global MSCI 5 Negara ASEAN Dengan Arma-Garch Berbasis C-Vine Copula (*Bachelor's Thesis*, Fakultas Sains Dan Teknologi UIN Syarif Hidayatullah Jakarta).
- Spence, M. (1978). *Job Market Signaling*. In *Uncertainty In Economics* (Pp. 281-306). *Academic Press*.
- Suryati, S. (2022). Pengaruh COVID-19 Terhadap Pengembalian Saham LQ45 Di Indonesia. *Eqien-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(1), 95-103.

- Talumewo, C. Y., Van Rate, P., & Untu, V. N. (2021). Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Pemberlakuan *New Normal (Event Study)* Pada Perusahaan BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 9(4), 166-175.
- Tandelilin, Erduardus. 2010. *Portofolio Dan Investasi*. Edisi Pertama. Cetakan Pertama. Yogyakarta : KANISIUS.
- Vismara, S. (2018). *Signaling To Overcome Inefficiencies In Crowdfunding Markets. In The Economics Of Crowdfunding* (Pp. 29-56). Palgrave Macmillan, Cham.
- Wardhani, B. A. (2014). Pengaruh EVA (*Economic Value Added*), EPS (*Earning Per Share*) Dan PER (*Price Earning Ratio*) Terhadap *Return Saham* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Lsiting Di Bursa Efek Indonesia 2010 (*Doctoral Dissertation*, Universitas Negeri Malang).
- Wermers, R. (2001). *The Potential Effects Of More Frequent Portfolio Disclosure On Mutual Fund Performance. Perspective*, 7(3), 1-11.
- Wicaksono, C. A., & Adyaksana, R. I. (2020). Analisis Reaksi Investor Sebagai Dampak Covid-19 Pada Sektor Perbankan Di Indonesia. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 6(2), 129-138.
- Widyarti, E. T., Wahyudi, S., & Hersugondo, H. (2021). *Map Of Changes In Abnormal Return And Trading Volume Activity: Reviewing The Effect Of Ramadhan In Indonesia. Universal Journal Of Accounting And Finance*, 9(5), 1093-1102.
- Widyawati, K. A., & Wibowo, B. (2021). *The Effect Of Inclusion And Exclusion Indexes Towards LQ45 And MSCI Index On The Pattern Of Stock Return And Stock Trading Volume*.
- Wilkins, S., & Wimschulte, J. (2005). *Price And Volume Effects Associated With 2003's Major Reorganization Of German Stock Indices. Financial Markets And Portfolio Management*, 19(1), 61-98.