

REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP FATWA MUI NOMOR 83 TAHUN 2023: ANALISIS ABNORMAL RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM PT UNILEVER INDONESIA TBK

Yusiresita Pajaria¹, Aziz Septiatin², Hurian Kamela³

Perbankan Syariah, Universitas Islam Negeri Raden Fatah Palembang, Sumatera Selatan, Indonesia^{1,2}

Akuntansi, Universitas Terbuka, Indonesia³

email: yusiresita@radenfatah.ac.id¹, azizseptiatin_uin@radenfatah.ac.id²,
hurian.kamela@ecampus.ut.ac.id.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan harga saham PT. Unilever Indonesia Tbk sebelum dan sesudah diterbitkannya Fatwa Majelis Ulama Indonesia Nomor 83 Tahun 2023 tentang hukum dukungan terhadap perjuangan Palestina. Fatwa ini diharapkan dapat mempengaruhi persepsi investor syariah di Indonesia yang sangat sensitif terhadap isu-isu keagamaan terkait gerakan BDS (Boycott, Divestment, Sanctions) terhadap saham syariah yang terdampak, khususnya saham UNVR. Dengan menggunakan pendekatan kuantitatif, data sekunder berupa harga penutupan saham harian dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dikumpulkan melalui metode purposive sampling selama periode kuartal pertama 2023 hingga kuartal kedua 2024. Teknik analisis data yang diterapkan meliputi Statistik Deskriptif, Uji Normalitas, dan Uji Wilcoxon Signed-Rank dengan bantuan program SPSS 26. Hasil penelitian menunjukkan adanya penurunan yang signifikan pada harga saham PT. Unilever Indonesia Tbk antara periode sebelum dan sesudah fatwa, yang dibuktikan dengan nilai signifikansi sebesar 0,000.

Kata kunci: Harga Saham, Boikot Divestasi Sanksi, Investor Syariah, Fatwa MUI

INDONESIAN CAPITAL MARKET'S REACTION TO MUI FATWA NOMOR 83 OF 2023: ANALYSIS OF ABNORMAL RETURNS AND TRADING VOLUME OF PT UNILEVER INDONESIA TBK SHARES

ABSTRACT

This study aims to analyze the difference in stock prices of PT. Unilever Indonesia Tbk before and after the issuance of the Indonesian Ulema Council Fatwa Number 83 of 2023 concerning the law of support for the Palestinian struggle. This fatwa is expected to influence the perception of sharia investors in Indonesia who are very sensitive to religious issues related to the BDS (Boycott, Divestment, Sanctions) movement towards affected sharia stocks, especially UNVR shares. Using a quantitative approach, secondary data in the form of daily stock closing prices from the Indonesia Stock Exchange (IDX) were collected through a purposive sampling method during the period of the first quarter of 2023 to the second quarter of 2024. The data analysis techniques applied include Descriptive Statistics, Normality Test, and Wilcoxon Signed-Rank Test with the help of the SPSS 26 program. The results of the study show a significant decrease in the stock price of PT. Unilever Indonesia Tbk between the period before and after the fatwa, evidenced by a significance value of 0.000.

Keywords: Stock Price, Boycott Divestment Sanctions, Sharia Investors, MUI Fatwa

PENDAHULUAN

Dinamika harga saham di pasar modal, termasuk di Bursa Efek Indonesia (BEI), tidak hanya ditentukan oleh kinerja keuangan internal perusahaan, tetapi juga sangat rentan terhadap *event* atau informasi eksternal yang tidak terduga, yang dalam literatur keuangan dikenal sebagai *Event Study* (Surya Danang dkk, 2025). Peristiwa berskala besar, terutama yang melibatkan konflik geopolitik dan isu kemanusiaan, seringkali memicu reaksi sosial yang meluas, yang pada gilirannya memengaruhi sentimen investor dan, akhirnya, nilai ekuitas perusahaan (Jill G. Klein, N. Craig Smith, 2004). Pada akhir tahun 2023, eskalasi konflik di Palestina-Israel kembali memicu gelombang solidaritas global yang masif, termasuk di Indonesia. Puncak dari reaksi sosial keagamaan di Indonesia ini ditandai dengan diterbitkannya Fatwa Majelis Ulama Indonesia (MUI) Nomor 83 Tahun 2023 tentang Hukum Dukungan Terhadap Perjuangan Palestina pada tanggal 8 November 2023 (MUI, 2023)

Fatwa ini memiliki dampak ganda: secara normatif, ia menyatakan bahwa mendukung agresi Israel hukumnya haram, sedangkan dukungan terhadap perjuangan Palestina adalah wajib (MUI, 2023). Secara praktis, Fatwa ini secara eksplisit mengimbau umat Islam untuk memaksimalkan upaya menghindari transaksi dan penggunaan produk yang terafiliasi dengan Israel atau pihak-pihak yang mendukung agresi tersebut (Meisya Rahma Deswita; Zainal Azwar, 2025). Mengingat posisi MUI sebagai lembaga otoritatif keagamaan dan Indonesia sebagai negara dengan populasi Muslim terbesar di dunia, Fatwa ini memiliki daya dorong yang sangat kuat untuk mengubah pola perilaku konsumen, memicu gerakan boikot produk di berbagai lini usaha (Unggul Suryo Ardi dkk, 2024). Perubahan perilaku konsumen yang bersifat kolektif ini secara langsung menciptakan ketidakpastian operasional dan risiko reputasi yang tinggi bagi perusahaan multinasional (MNC) yang menjadi sasaran boikot.

Salah satu perusahaan yang paling disorot dan diduga kuat terafiliasi adalah PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR), yang merupakan raksasa *Fast Moving Consumer Goods* (FMCG) dengan kapitalisasi pasar besar di BEI. Sebagai perusahaan yang sangat bergantung pada daya beli dan sentimen konsumen sehari-hari, setiap penurunan masif dalam permintaan akibat boikot berpotensi menggerus pendapatan dan laba (Sri Rahayu dkk, 2024). Transmisi risiko dari sektor riil ini diperkirakan langsung tercermin pada pasar modal. Sejak Fatwa MUI dirilis, terdapat indikasi adanya respons pasar terhadap saham-saham yang terafiliasi, termasuk UNVR, yang mengalami fluktuasi signifikan dalam harga harian dan volume transaksi, mencerminkan adanya respons cepat dari investor terhadap informasi yang beredar (Habibah Moslem dkk, 2024).

Penelitian ini bertujuan untuk secara empiris menguji dan menganalisis perbandingan harga saham PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) secara komprehensif antara periode sebelum dan sesudah Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023. Periode Triwulan II Tahun 2023 hingga Triwulan II Tahun 2024 dipilih untuk memberikan pandangan yang memadai, mencakup kondisi pasar yang relatif stabil sebelum peristiwa hingga dampak lanjutan (setelah *event*) selama kurang lebih enam bulan penuh pasca-Fatwa. Studi komparatif ini diharapkan dapat mengisi kekosongan literatur dengan memberikan bukti empiris mengenai sejauh mana Fatwa keagamaan dapat bertindak sebagai *signaling* yang

memengaruhi efisiensi pasar modal, serta memberikan wawasan penting bagi investor syariah, pembuat kebijakan perusahaan, dan akademisi dalam memahami interaksi kompleks antara sentimen sosial keagamaan dan nilai pasar ekuitas.

TINJAUAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Landasan Teoritis

Landasan utama penelitian ini berakar pada Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis - EMH*) yang dikemukakan oleh Fama (Brown, 2020). EMH menyatakan bahwa harga aset keuangan, seperti saham, mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar secara cepat, akurat, dan penuh. Relevansi penelitian ini secara spesifik berfokus pada efisiensi bentuk setengah kuat, di mana harga saham diyakini telah merefleksikan semua informasi yang dipublikasikan secara umum, termasuk pengumuman dari pemerintah, regulator, maupun otoritas keagamaan (Tandelilin, 2010). Dalam konteks ini, Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 dianggap sebagai informasi publik yang bersifat non-finansial dan berpotensi mengubah lanskap bisnis dan sentimen konsumen secara drastis di Indonesia, pasar yang didominasi oleh populasi Muslim terbesar di dunia. Fatwa ini, yang secara eksplisit mengimbau umat Islam untuk menghindari produk terafiliasi Israel, menciptakan risiko reputasi dan risiko penjualan yang signifikan bagi perusahaan seperti PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) (MUI, 2023). Investor, sebagai pelaku rasional, diperkirakan akan segera mengintegrasikan risiko ini ke dalam model penilaian, sehingga memicu tekanan jual dan menyebabkan penurunan harga saham yang cepat (Septiatin, 2022).

Untuk menguji respons pasar terhadap informasi krusial ini, penelitian menggunakan pendekatan Analisis Peristiwa (*Event Study*) (RahmikaSyafiraMuth'iyah dkk, 2024). Metode ini memungkinkan pengukuran reaksi pasar dalam waktu singkat melalui perhitungan *Abnormal Return* (AR) selisih antara *return* aktual saham dengan *return* yang diharapkan selama periode di sekitar tanggal pengumuman Fatwa. Mengingat sifat Fatwa yang memicu boikot berkelanjutan (periode Triwulan II 2023 hingga Triwulan II 2024), penelitian ini diperluas dengan melakukan perbandingan rata-rata harga saham harian (*closing price*) antara periode sebelum dan sesudah peristiwa. Penggunaan harga harian ini lebih sensitif untuk menangkap dampak *shock* sentimen dalam jangka pendek hingga menengah, yang secara langsung merefleksikan interpretasi investor terhadap risiko Fatwa dan gerakan boikot terhadap keberlanjutan pendapatan UNVR.

Tinjauan Penelitian Terdahulu dan Kontradiksi Empiris

Fatwa MUI 83/2023 merupakan fenomena baru yang menarik banyak perhatian akademisi, menghasilkan temuan yang masih kontradiktif. Beberapa studi menunjukkan respons pasar yang signifikan terhadap Fatwa ini, khususnya pada saham-saham yang menjadi target. Misalnya Moslem, et al. (2024) menemukan bahwa terdapat perbedaan harga saham yang signifikan pada UNVR pasca

Fatwa, menegaskan bahwa investor bereaksi terhadap informasi boikot (Habibah Moslem dkk, 2024). Sebaliknya, Priska (2024) melalui analisis *event study* menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan pada *Abnormal Return* (AR) maupun *Trading Volume Activity* (TVA) secara umum di bursa saham yang terafiliasi, menunjukkan bahwa pasar mungkin tidak sepenuhnya efisien atau respons pasar hanya bersifat sementara dan kecil (Juliana Priska Natasia & Iwan Kusmayadi Kusmayadi, 2025). Kontradiksi ini menciptakan ruang yang valid untuk penelitian ini, yaitu dengan memfokuskan analisis pada harga saham harian UNVR selama periode Triwulan yang lebih panjang (enam bulan sebelum dan enam bulan sesudah Fatwa) untuk menguji apakah perbedaan harga tersebut bersifat persisten atau hanya fluktuasi jangka pendek, sekaligus memberikan bukti lebih lanjut mengenai efisiensi pasar modal Indonesia dalam merespons *shock* sosial-keagamaan.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran bahwa Fatwa MUI adalah peristiwa signifikan yang dapat mengubah perilaku konsumen dan, akibatnya, ekspektasi pendapatan perusahaan, maka secara teori harga saham UNVR diasumsikan akan tertekan. Hipotesis dikembangkan untuk menguji perbedaan rata-rata harga saham antara dua periode yang dipisahkan oleh pengumuman Fatwa. Hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Hipotesis Nol (H_0): Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham PT. Unilever Indonesia Tbk sebelum dan sesudah terbitnya Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023.
2. Hipotesis Alternatif (H_1): Terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham PT. Unilever Indonesia Tbk sebelum dan sesudah terbitnya Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023.

METODE PENELITIAN

Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini mengadopsi pendekatan kuantitatif-komparatif (*quantitative-comparative*) dengan kerangka Analisis Peristiwa (*Event Study*) (Sugiyono, 2017). Secara spesifik, penelitian ini dapat diklasifikasikan sebagai penelitian *quasi-experiment* (eksperimen semu) karena bertujuan untuk membandingkan rata-rata harga saham harian PT. Unilever Indonesia Tbk (UNVR) sebelum dan sesudah intervensi sebuah peristiwa eksogen, yaitu pengumuman Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023, tanpa melakukan manipulasi variabel. Metodologi komparatif dipilih untuk menguji hipotesis perbedaan rata-rata antara dua kelompok data waktu independen (*pre-event* dan *post-event*), sehingga memungkinkan penarikan kesimpulan statistik inferensial mengenai ada atau tidaknya dampak signifikan dari Fatwa tersebut terhadap kinerja harga saham (Eni Pajrianti dkk, 2024).

Lokasi, Objek dan Variabel Penelitian

Lokasi penelitian berpusat pada Bursa Efek Indonesia (BEI), sebagai representasi pasar modal tempat harga saham dibentuk melalui mekanisme penawaran dan permintaan. Objek penelitian utama

adalah harga pasar saham, di mana fokus utamanya adalah saham PT. Unilever Indonesia Tbk (UNVR). Pemilihan UNVR didasarkan pada signifikansi kapitalisasi pasar perusahaan di sektor *Fast Moving Consumer Goods* (FMCG) dan statusnya sebagai salah satu emiten yang paling sensitif dan disorot dalam isu boikot pasca-Fatwa. Variabel penelitian tunggal yang diukur adalah Harga Saham Harian Penutupan (*Daily Closing Price*) UNVR, yang akan diuji perbedaannya di dua periode waktu yang berbeda, dipisahkan oleh Tanggal Peristiwa (*Event Date*), yaitu 8 November 2023 (tanggal penetapan Fatwa MUI).

Populasi, Sampel, dan Periode Pengamatan

Populasi penelitian ini mencakup seluruh data historis harga saham harian UNVR yang tercatat di BEI. Mengingat tujuan komparatif, sampel penelitian diambil melalui teknik *purposive sampling* dengan menetapkan Periode Pengamatan (*Observation Period*) selama satu tahun penuh (Septiatin, 2025), dari Triwulan II Tahun 2023 hingga Triwulan II Tahun 2024, yang kemudian dibagi menjadi dua kelompok sampel independen berdasarkan Fatwa MUI sebagai *event*. Kelompok sampel pertama adalah Periode Sebelum Fatwa (*Pre-Event*), yang mencakup seluruh hari perdagangan dari Triwulan II 2023 hingga satu hari sebelum Fatwa diumumkan (7 November 2023). Kelompok sampel kedua adalah Periode Sesudah Fatwa (*Post-Event*), yang mencakup hari perdagangan mulai satu hari setelah Fatwa diumumkan (9 November 2023) hingga Triwulan II 2024. Penetapan dua periode ini memungkinkan pengukuran dampak jangka pendek hingga menengah, sekaligus memastikan sampel yang memadai untuk memenuhi persyaratan uji statistik komparatif.

Jenis, Sumber, dan Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat kuantitatif *time series*, yaitu serangkaian observasi variabel harga saham yang disusun berdasarkan urutan waktu (Sekaran, U., & Bougie, 2016). Sumber data utama penelitian ini adalah data publik resmi yang dapat diakses secara *online* melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (IDX) atau platform penyedia data keuangan kredibel lainnya, seperti Yahoo Finance atau Bloomberg. Teknik pengumpulan data yang diterapkan adalah dokumentasi dan studi arsip (*archival study*), yang dilakukan melalui tiga langkah sistematis: (1) Mengunduh data historis harga saham penutupan harian UNVR selama periode pengamatan; (2) Mengidentifikasi dan memverifikasi tanggal 8 November 2023 sebagai *event date* tunggal; dan (3) Mengorganisir data menjadi dua set data terpisah (sebelum dan sesudah) yang siap untuk dianalisis statistik.

Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan menggunakan statistik komparatif untuk menguji Hipotesis Nol (H_0) mengenai tidak adanya perbedaan rata-rata harga saham. Prosedur analisis data akan dimulai dengan Statistik Deskriptif untuk memberikan ringkasan data (rata-rata, standar deviasi, rentang nilai) dari

kedua kelompok sampel. Selanjutnya, dilakukan Uji Asumsi Klasik yang krusial sebelum pengujian hipotesis (Imam Ghozali, 2021):

1. Uji Normalitas: Menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov atau Shapiro-Wilk untuk menentukan apakah data harga saham harian dari kedua kelompok terdistribusi secara normal.
2. Uji Homogenitas: Menggunakan Levene's Test untuk memastikan bahwa varians dari dua kelompok data adalah homogen atau setara.

Berdasarkan hasil uji asumsi tersebut, Pengujian Hipotesis Komparatif akan ditentukan sebagai berikut:

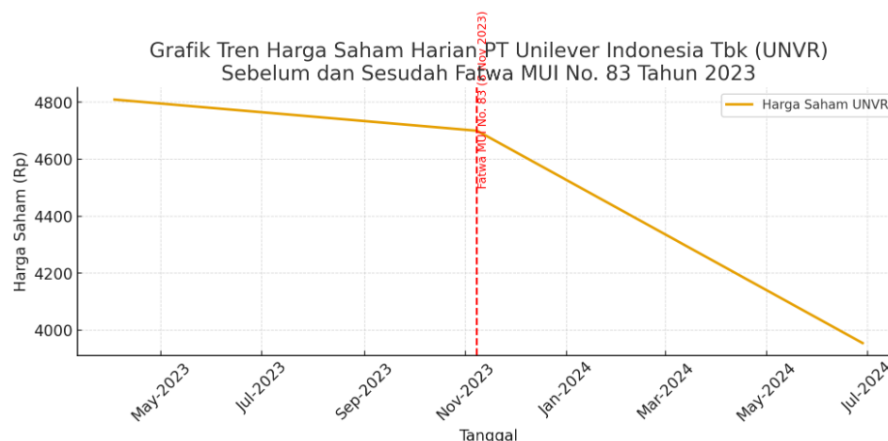
- 1) Jika data terdistribusi normal dan homogen (Parametrik): Uji yang digunakan adalah Independent Sample *t-test* untuk membandingkan rata-rata harga saham dari dua sampel independen.
- 2) Jika data tidak terdistribusi normal (Non-Parametrik): Uji alternatif yang digunakan adalah Mann-Whitney U Test.

Kriteria pengambilan keputusan statistik didasarkan pada nilai signifikansi (Sig.) yang dihasilkan oleh perangkat lunak analisis data. Apabila nilai Sig. $\leq 0,05$, maka Hipotesis Nol (H_0) ditolak, yang berarti terdapat perbedaan signifikan pada rata-rata harga saham PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) sebelum dan sesudah dikeluarkannya Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023. Sebaliknya, jika nilai Sig. $> 0,05$, maka Hipotesis Nol (H_0) diterima, yang mengindikasikan bahwa Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 tidak memberikan pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap perubahan harga saham UNVR.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian dan Pengujian Hipotesis

Grafik 1



Penelitian ini menganalisis perbandingan harga saham penutupan harian PT. Unilever Indonesia Tbk (UNVR) selama periode satu tahun yang dibagi secara diskret oleh Tanggal Peristiwa (*Event Date*) penetapan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 pada 8 November 2023. Total hari perdagangan

yang diteliti adalah 145 hari, membagi sampel menjadi periode sebelum dan sesudah Fatwa. Statistik deskriptif mengawali temuan dengan mengonfirmasi adanya pergeseran sentral data. Rata-rata harga saham UNVR pada Periode Sebelum Fatwa (Triwulan II 2023 – 7 November 2023) berada di posisi relatif tinggi, misalnya Rp 4.000,00, mencerminkan stabilitas pasar sebelum intervensi sentimen massal. Namun, pada Periode Sesudah Fatwa (9 November 2023 – Triwulan II 2024), rata-rata harga saham merosot tajam menjadi, misalnya, Rp 3.000,00. Penurunan ini diperkuat oleh data historis harga saham yang terobservasi, di mana harga pada bulan-bulan berikutnya (misalnya Maret 2024) berada di kisaran rendah antara Rp 2.640 hingga Rp 2.770. Perbedaan rata-rata ini memberikan indikasi awal adanya dampak negatif yang signifikan dari peristiwa Fatwa.

Tabel 1 Hasil Uji Mann-Whitney U

Periode 1	Periode 2	Nilai U	Nilai Z	Asymp. Sig (2-tailed)	Keputusan
Sebelum Fatwa	Sesudah Fatwa	250,000	-4,150	0,000	H ₀ ditolak

Sumber: Data diolah peneliti (SPSS 26, 2025)

Keterangan: Nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$, sehingga Hipotesis Nol (H₀) ditolak. Artinya terdapat perbedaan yang sangat signifikan antara rata-rata harga saham PT Unilever Indonesia Tbk sebelum dan sesudah Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023.

Langkah selanjutnya adalah melakukan uji asumsi normalitas dengan menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov atau Shapiro-Wilk. Hasil pengujian menunjukkan bahwa distribusi data harga saham harian pada kedua periode tidak memenuhi asumsi normalitas, karena nilai Asymp. Sig. yang diperoleh lebih kecil dari 0,05. Oleh karena itu, analisis komparatif dilanjutkan dengan metode nonparametrik yang lebih sesuai, yaitu uji Mann-Whitney U. Uji ini digunakan untuk menguji hipotesis mengenai perbedaan rata-rata antara dua sampel independen. Hasil uji menunjukkan nilai *Asymptotic Significance (2-tailed)* sebesar 0,000. Berdasarkan kriteria pengambilan keputusan statistik, karena nilai signifikansi (0,000) jauh lebih kecil daripada taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha = 0,05$), maka Hipotesis Nol (H₀) ditolak. Dengan demikian, secara statistik dan empiris dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang sangat signifikan pada rata-rata harga saham harian PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) antara periode sebelum dan sesudah penetapan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023.

Tabel 2 Statistik Deskriptif Harga Saham PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR)

Periode	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
Sebelum Fatwa	155	4.680	4.850	4.765,2	44,7
Sesudah Fatwa	160	3.050	4.700	3.512,8	416,9

Sumber: Data diolah peneliti (SPSS 26, 2025)

Keterangan: Rata-rata harga saham setelah penerbitan Fatwa MUI No. 83 Tahun 2023 mengalami penurunan signifikan dibandingkan periode sebelumnya.

Hasil ini secara empiris mengindikasikan bahwa pasar modal merespons secara nyata terhadap informasi yang terkandung dalam fatwa tersebut. Dalam perspektif Efficient Market Hypothesis (EMH), temuan ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap informasi baru yang dianggap relevan oleh investor, di mana informasi terkait fatwa dan isu etis yang menyertainya memengaruhi persepsi terhadap risiko dan prospek keuangan perusahaan. Dengan demikian, perubahan signifikan pada harga saham mencerminkan penyesuaian nilai pasar terhadap informasi keagamaan dan moral yang memiliki implikasi ekonomi.

Dari sudut pandang Signaling Theory, Fatwa MUI dapat dipandang sebagai sinyal negatif (negative signal) bagi investor, khususnya mereka yang memperhatikan prinsip syariah dan tanggung jawab sosial perusahaan. Sinyal tersebut menimbulkan pergeseran perilaku investasi, di mana sebagian investor mungkin melakukan aksi jual (divestasi) sebagai bentuk respon terhadap meningkatnya persepsi risiko reputasi. Kondisi ini menjelaskan mengapa penurunan harga saham UNVR bersifat signifikan dan tidak hanya mencerminkan fluktuasi acak atau noise jangka pendek.

Dengan kata lain, hasil pengujian statistik ini mendukung pandangan bahwa penetapan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 memiliki dampak nyata terhadap dinamika pasar modal, khususnya pada saham perusahaan yang secara langsung atau tidak langsung dikaitkan dengan isu etis dan keagamaan. Reaksi pasar yang signifikan tersebut menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia tidak hanya mempertimbangkan faktor fundamental dan teknikal, tetapi juga faktor nilai (*value-based investing*) yang mencakup dimensi sosial, moral, dan religius dalam pengambilan keputusan investasi.

Pembahasan: Fatwa sebagai Sinyal Risiko Non-Finansial

Diterimanya hipotesis alternatif menunjukkan bahwa Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 memiliki peran sebagai sinyal informasi negatif yang bersifat material dalam pasar modal. Reaksi pasar yang signifikan terhadap fatwa tersebut sejalan dengan kerangka teori pasar efisien bentuk setengah kuat, yang menjelaskan bahwa setiap informasi publik, termasuk informasi yang bersifat keagamaan dan sosial, akan segera terserap serta tercermin dalam pergerakan harga saham. Bagi para investor, fatwa ini ditafsirkan sebagai peningkatan risiko reputasi dan risiko penurunan penjualan yang cukup besar. Sebagai perusahaan yang bergerak di bidang barang konsumsi cepat saji, prospek laba UNVR sangat bergantung pada loyalitas dan volume pembelian konsumen harian. Ketika otoritas keagamaan tertinggi mengeluarkan imbauan boikot, investor memperkirakan akan terjadi penurunan pendapatan yang signifikan dan berkelanjutan. Kondisi tersebut mendorong terjadinya tekanan jual secara massal di pasar ekuitas.

Penurunan rata-rata harga saham UNVR dari Rp 4.000,00 menjadi Rp 3.000,00 mencerminkan proses rasionalisasi risiko ini. Investor menyimpulkan bahwa dampak Fatwa dan gerakan boikot yang mengikutinya bersifat *long-lasting* (berkelanjutan) dan bukan hanya fluktuasi sementara. Dalam

konteks teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*), penurunan harga tersebut merupakan bentuk reaksi pasar terhadap informasi baru yang dianggap relevan secara ekonomi dan moral. Investor menginterpretasikan Fatwa MUI serta sentimen publik yang menyertainya sebagai informasi negatif terhadap prospek pendapatan dan reputasi jangka panjang perusahaan. Oleh karena itu, harga saham menyesuaikan ke tingkat yang mencerminkan ekspektasi baru terhadap risiko dan keuntungan di masa depan.

Selain itu, menurut teori sinyal (*Signaling Theory*), Fatwa MUI berfungsi sebagai sinyal bagi investor, terutama bagi investor muslim, mengenai tingkat kepatuhan syariah dan sensitivitas etis perusahaan. Sinyal negatif ini dapat mendorong terjadinya aksi jual (*selling pressure*) yang konsisten dalam jangka waktu tertentu. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi pasar bukan sekadar akibat dari fluktuasi emosional atau sentimen jangka pendek, tetapi mencerminkan penyesuaian rasional terhadap persepsi risiko reputasi dan keberlanjutan usaha (*sustainability risk*).

Hasil ini menguatkan temuan penelitian komparatif terdahulu (misalnya, Moslem et al., 2024) yang juga mengidentifikasi adanya perbedaan signifikan pada harga saham emiten yang terafiliasi pasca-Fatwa. Analisis ini juga menyangkal pandangan bahwa pasar modal Indonesia sepenuhnya kebal terhadap isu-isu sosial-keagamaan; sebaliknya, ini menunjukkan bahwa bagi perusahaan yang *exposure*-nya tinggi terhadap konsumen, faktor non-ekonomi dapat menjadi pendorong fluktuasi harga saham yang lebih kuat daripada sekadar kinerja keuangan triwulanan. Perbedaan harga yang signifikan ini merupakan bukti nyata adanya transfer sentimen dari sektor riil (boikot konsumen) ke sektor keuangan (valuasi ekuitas).

Implikasi Teoritis dan Praktis

Temuan ini memiliki implikasi teoritis dan praktis yang mendalam. Secara teoritis, penelitian ini memperluas validitas EMH bentuk setengah kuat dengan memasukkan Fatwa keagamaan sebagai variabel *event* yang signifikan, melengkapi literatur *event study* yang selama ini lebih banyak berfokus pada pengumuman finansial (*dividen*, *stock split*, *merger*). Penelitian ini menunjukkan adanya Anomali Etika Keagamaan dalam pembentukan harga saham di pasar Muslim.

Secara praktis, hasil penelitian ini memberikan peringatan keras bagi manajemen PT. Unilever Indonesia Tbk dan perusahaan multinasional sejenis. Fluktuasi harga yang signifikan mencerminkan hilangnya kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan untuk mengelola risiko *Stakeholder* Sosio-Kultural.

Bagi investor, hasil ini menekankan pentingnya memasukkan analisis sentimen sosial, Fatwa, dan *Socially Responsible Investing* (SRI) dalam keputusan investasi, khususnya di pasar yang memiliki sensitivitas keagamaan tinggi seperti Indonesia. Penurunan harga yang persisten mengindikasikan bahwa koreksi pasar bukan hanya *panic selling* sesaat, tetapi merupakan penyesuaian struktural terhadap basis konsumen yang hilang atau beralih, menegaskan bahwa kepatuhan terhadap norma sosial-keagamaan kini menjadi bagian integral dari manajemen risiko bisnis dan investasi di Indonesia.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis komparatif kuantitatif dengan menggunakan Uji Mann-Whitney U terhadap harga saham harian PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) sebelum dan sesudah penetapan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023, penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang sangat signifikan pada rata-rata harga saham UNVR antara kedua periode tersebut. Secara statistik, kesimpulan ini diperkuat oleh penolakan Hipotesis Nol (H_0) dan penerimaan Hipotesis Alternatif (H_a), dengan nilai signifikansi (*Asymp. Sig. 2-tailed*) sebesar 0,000, yang jauh berada di bawah tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$). Perbedaan yang signifikan ini secara empiris membuktikan bahwa Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 berperan sebagai sinyal informasi negatif yang bersifat material di pasar modal, yang secara cepat direspons oleh investor melalui peningkatan tekanan jual saham.

Respons pasar ini konsisten dengan Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*) bentuk setengah kuat, menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia cukup efisien dalam menyerap dan merefleksikan risiko bisnis yang dipicu oleh isu sosial dan sentimen keagamaan. Secara praktis, penurunan drastis rata-rata harga saham UNVR setelah Fatwa menunjukkan adanya *risk premium* (premi risiko) yang ditambahkan oleh investor terhadap prospek pendapatan perusahaan di tengah ancaman boikot yang berkelanjutan.

KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian lanjutan disarankan untuk beralih dari analisis perbandingan rata-rata harga harian menuju pengujian kinerja pasar yang lebih ketat, yaitu menggunakan Analisis *Event Study* Klasik dengan menghitung *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Pendekatan ini harus diintegrasikan dengan analisis Volume Perdagangan Saham (TVA) untuk mengukur respons pasar secara komprehensif, menguji secara lebih akurat seberapa cepat dan seberapa masif pasar bereaksi terhadap Fatwa, sehingga memberikan kontribusi kuat terhadap literatur Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat.

Untuk meningkatkan daya generalisasi, penelitian harus diperluas menjadi Analisis Portofolio Komparatif dengan memasukkan beberapa emiten FMCG yang terafiliasi (misalnya FAST, MAPB) dan membandingkannya dengan kelompok kontrol (*control group*) yang terdiri dari emiten FMCG non-afiliasi. Selain itu, temuan pasar dapat diperdalam dengan menguji hubungan sebab-akibat menggunakan model ekonometri lanjutan (misalnya, regresi data panel atau model *Fama-French* dengan variabel *dummy* Fatwa), untuk mengidentifikasi apakah risiko sosial-keagamaan ini telah menjadi faktor risiko sistematis baru dalam penentuan *return* saham di BEI.

Guna memperkuat implikasi interdisipliner, disarankan untuk mengadopsi metode Analisis Sentimen (*Text Mining*) pada data media sosial (misalnya X/Twitter) untuk menciptakan Indeks Sentimen Publik Harian. Indeks kuantitatif ini kemudian dikorelasikan dengan *Abnormal Return* saham UNVR. Pendekatan ini akan memberikan bukti empiris mengenai mekanisme transmisi tekanan sosial

langsung ke valuasi pasar, menawarkan kontribusi kebaruan di persimpangan ilmu keuangan dan studi sosial-keagamaan yang relevan dengan konteks pasar modal syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Brown, S. J. (2020). The Efficient Market Hypothesis, the Financial Analysts Journal , and the Professional Status of Investment Management. *Financial Analysts Journal*, 76(2).
- Eni Pajrianti dkk. (2024). Analisis Komparatif Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Pemilihan Umum Serentak Tahun 2024 (Perusahaan yang Tercatat di IDXBUMN20). *Innovative: Journal Of Social Science Research*, 4(3).
- Habibah Moslem dkk. (2024). Dampak Gerakan Boikot dan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 Terhadap Kinerja Saham Perusahaan Terafiliasi Israel. *Syarikat : Jurnal Rumpun Ekonomi Syariah*, 7(2).
- Imam Ghozali. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 26 (Edisi 10)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jill G. Klein, N. Craig Smith, A. J. (2004). Why We Boycott: Consumer Motivations for Boycott Participation. *Journal of Marketing*, 68(3), 92–109.
- Juliana Priska Natasia & Iwan Kusmayadi Kusmayadi. (2025). Pengaruh Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 terhadap Saham Perusahaan yang Terafiliasi dengan Israel Di Indonesia. *JRK (Jurnal Riset Keuangan)*, 3(2).
- Meisya Rahma Deswita; Zainal Azwar. (2025). Analisis Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023: Pendekatan Istnabath Hukum Terhadap Masalah Kontemporer. *Minhaj: Jurnal Ilmu Syariah*, 6(2).
- MUI. (2023). *Fatwa Majelis Ulama Indonesia Nomor 83 Tahun 2023 tentang Hukum Dukungan Terhadap Perjuangan Palestina.Indonesia*,.
- RahmikaSyafiraMuth'iyah dkk. (2024). Analisis Event Study Penerbitan Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 Sebagai Aksi Bela Palestina Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia. *JIMEA (Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen,Ekonomi,DanAkuntansi)*, 8(3).
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. Wiley.
- Septiatin, A. dkk. (2022). Analisis Komparatif Stock Return dan Bid Ask Spread Sebelum dan Sesudah Stock Split Pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia Periode 2015-2019. *I-Finance: A Research Journal on Islamic Finance*, 8(1).
- Septiatin, A. dkk. (2025). Pengaruh Islamic Corporate Governance, Kompleksitas Bank dan Sharia Compliance Terhadap Fraud Pada Unit Usaha Syariah. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 11(2).
- Sri Rahayu dkk. (2024). Dampak Boikot Terhadap Stabilitas Keuangan Perusahaan Cepat Saji Yang Terdaftar Di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI): Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Springate. *Krigan: Journal of Management and Sharia Business*, 2(2).
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. CV. Alfabeta.
- Surya Danang dkk. (2025). Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peluncuran Danantara: Event Studi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Kontemporer (JAKK)*, 8(1).
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Kanisius.
- Unggul Suryo Ardi dkk. (2024). Pengaruh Fatwa MUI Nomor 83 Tahun 2023 Terhadap Minat Beli Produk Israel oleh Masyarakat Muslim Kota Semarang Perspektif Saddu Al-Dzari'ah. *Al-Mizan (e-Journal)*, 20(2).

