

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Peran pasar saham di Indonesia semakin strategis seiring meningkatnya jumlah investor ritel dan kapitalisasi pasar Bursa Efek Indonesia (BEI). Data (Bursa Efek Indonesia, 2024) mencatat bahwa kapitalisasi pasar saham Indonesia mencapai lebih dari Rp12.336 triliun pada akhir tahun 2024. Dari jumlah tersebut, Indeks BUMN20 menyumbang sekitar Rp1.999 triliun, atau sekitar 16 persen dari total kapitalisasi pasar, menunjukkan peran signifikan perusahaan-perusahaan BUMN dalam struktur pasar modal nasional. Sebagai bagian dari pasar modal, pergerakan harga saham di BEI sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik yang bersifat fundamental, teknikal, maupun sentimen terhadap kebijakan pemerintah, sehingga menjadi objek yang penting untuk dikaji secara akademis.

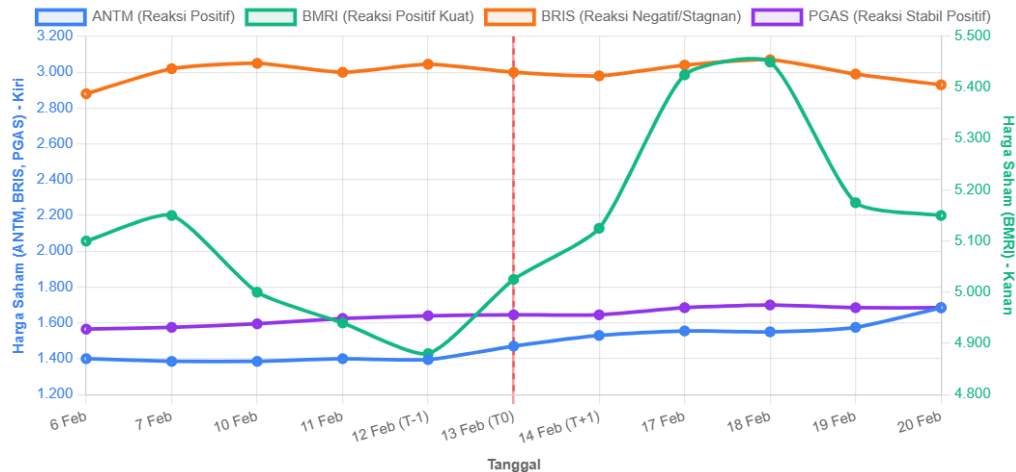
Salah satu peristiwa penting yang menarik perhatian pasar modal di awal tahun 2025 adalah pengumuman Presiden Prabowo tentang rencana pembentukan Daya Anagata Nusantara (Danantara) pada *World Government Summit* di Dubai, Uni Emirat Arab, pada 13 Februari 2025 (Chaterine & Belarminus, 2025). Tanggal ini menjadi momentum penting karena menandai pengumuman resmi pertama kepada pasar tentang pembentukan entitas pengelola investasi negara yang dirancang menyerupai *sovereign wealth fund* seperti *Temasek Holdings* (Singapura) dan *Khazanah Nasional Berhad* (Malaysia). Pengumuman ini kemudian diikuti dengan peresmian oleh pemerintah Indonesia pada 24 Februari 2025 (Sekretariat Kabinet, 2025).

Fase awal pengumuman pembentukan institusi publik ini mengandung tingkat ketidakpastian yang tinggi karena arah kebijakan, mekanisme investasi, dan implikasinya terhadap kinerja perusahaan belum sepenuhnya terdefinisi. Kondisi tersebut diprediksi mendorong reaksi pasar saham secara cepat melalui penyesuaian harga dan volatilitas. Sejalan dengan temuan (Pástor & Veronesi, 2012), ketidakpastian kebijakan pada tahap awal pengumuman cenderung meningkatkan gejolak pasar dan menghasilkan reaksi harga yang lebih besar, yang kemudian melemah seiring semakin jelasnya arah dan implementasi kebijakan

Sebagai lembaga yang didirikan untuk mengonsolidasi dan mengelola aset-aset strategis milik negara dengan nilai minimal Rp1.000 triliun (Binekasri, 2025), Danantara memiliki hubungan yang erat dengan Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Aset yang dikelola, pengoptimalan dividen, dan penguatan tata kelola yang dijanjikan Danantara semuanya berakar pada portofolio BUMN. Dengan demikian, Indeks BUMN20 dipilih sebagai objek penelitian karena memuat 20 BUMN dengan kapitalisasi besar dan peran penting dalam perekonomian nasional.

BUMN20 mewakili sektor strategis dalam ekonomi nasional seperti perbankan, energi, transportasi, dan infrastruktur. Indeks ini dianggap paling representatif untuk menangkap reaksi pasar terhadap kebijakan baru tersebut. Dengan mengkaji BUMN20, peneliti bertujuan memastikan apakah pengumuman Danantara ditafsirkan sebagai sinyal spesifik yang memengaruhi prospek saham-saham BUMN.

Pengamatan awal terhadap pergerakan harga saham BUMN20 di sekitar pengumuman rencana pembentukan Danantara pada 13 Februari 2025 (T0) menunjukkan adanya reaksi pasar yang tidak seragam, yang menjadi fenomena kunci penelitian ini. Saham seperti ANTM dan BMRI mengalami kenaikan harga signifikan dan berkelanjutan pasca-pengumuman, menunjukkan interpretasi positif investor terhadap sinyal kebijakan tersebut, sejalan dengan Teori Sinyal. Sebaliknya, saham seperti BRIS dan PGAS justru menunjukkan kecenderungan penurunan harga atau stagnasi di hari peristiwa. Kontradiksi antara reaksi yang positif pada satu saham dan reaksi negatif/netral pada saham lain mengindikasikan bahwa informasi tidak tercermin secara efisien dan homogen di seluruh perusahaan.



Gambar 1. 1 Pergerakan harga saham representatif sekitar pengumuman Danantara

Catatan: Garis vertikal merah menandai tanggal pengumuman rencana pembentukan Danantara (13 Februari 2025). Data historis harga penutupan saham BUMN diambil dari Yahoo Finance (2025).

Fenomena ini memunculkan pertanyaan penelitian penting mengenai bagaimana pasar merespons pengumuman rencana pembentukan Danantara. Dari perspektif Teori Sinyal, kebijakan pemerintah yang berkaitan langsung dengan pengelolaan aset perusahaan milik negara dapat dipersepsikan oleh investor sebagai sinyal yang memengaruhi ekspektasi tentang kinerja perusahaan dan prospek pasar. Namun, sejauh mana sinyal-sinyal ini benar-benar tercermin dalam harga saham bergantung pada tingkat efisiensi pasar, sebagaimana dijelaskan dalam Hipotesis Pasar Efisien (EMH).

Temuan empiris, seperti studi Novak (2019), menunjukkan bahwa efisiensi pasar bersifat variatif dan sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar nasional di tiap negara. Hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang saling bertentangan mengenai reaksi pasar modal terhadap peristiwa ekonomi dan politik. Aryonindito et al. (2025) serta Rochimah & Yuliana (2024) menemukan adanya perubahan signifikan pada harga saham, volatilitas pasar, dan *Abnormal return* akibat kebijakan ekonomi maupun pengumuman politik, menandakan reaksi pasar yang sensitif terhadap isu makro. Sebaliknya, Abadi & Fahrie (2022) serta Danang et al. (2025) tidak menemukan *Abnormal return* yang signifikan, meskipun keduanya mencatat adanya perubahan pada volume perdagangan dan perbedaan rerata *return*.

Perbedaan temuan penelitian ini menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap kebijakan pemerintah belum menunjukkan pola yang konsisten. Kondisi ini membuka ruang bagi penelitian lebih lanjut untuk mengkaji bagaimana pasar menginterpretasikan kebijakan strategis pemerintah, sebagai sinyal yang dapat memengaruhi fluktuasi harga saham.

Berbeda dengan penelitian terdahulu yang menelaah reaksi pasar terhadap kebijakan pemerintah seperti restrukturisasi BUMN, pelantikan kabinet, maupun peluncuran resmi Danantara pada 24 Februari 2025, penelitian ini berfokus pada pengumuman awal rencana pembentukan Danantara pada 13 Februari 2025. Pemilihan tanggal tersebut didasarkan pada prinsip *first information release*, yaitu saat pertama kali informasi strategis diumumkan dan mulai membentuk ekspektasi investor. Dengan menggunakan *event window* lima hari sebelum dan lima hari sesudah tanggal peristiwa, penelitian ini mengikuti prinsip dasar *event study* untuk menangkap reaksi jangka pendek sekaligus meminimalkan *confounding effect* dari peristiwa lain di sekitar tanggal pengumuman. Kebaruan penelitian ini juga terletak pada pendekatan analitis yang membandingkan reaksi lintas sektor pada saham-saham dalam Indeks BUMN20, guna mengidentifikasi perbedaan sensitivitas pasar terhadap kebijakan pemerintah yang bersifat strategis.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji tingkat efisiensi pasar modal Indonesia melalui pengujian empiris terhadap reaksi pasar atas pengumuman rencana pembentukan Danantara. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan dua indikator utama, yaitu *Abnormal return* sebagai representasi respon harga terhadap informasi baru, serta perubahan volatilitas harga saham sebagai cerminan dinamika ketidakpastian pasar. Melalui pendekatan tersebut, penelitian ini berupaya menilai sejauh mana pasar mampu bereaksi secara cepat dan rasional terhadap informasi publik sesuai dengan teori efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis*).

Secara teoretis, penelitian ini berkontribusi dalam memperkaya kajian *event study* di pasar modal Indonesia, khususnya terkait efektivitas informasi

kebijakan publik terhadap reaksi pasar. Sementara secara praktis, hasil penelitian diharapkan dapat memberikan masukan bagi investor dan pembuat kebijakan dalam memahami dinamika respons pasar terhadap inisiatif pemerintah yang memiliki dampak ekonomi strategis.

1.2 Rumusan Masalah

Meskipun pengumuman rencana pembentukan Danantara diproyeksikan menjadi langkah strategis dalam pengelolaan aset negara, respons pasar terhadap informasi ini masih belum pasti. Variasi harga saham BUMN20 di sekitar tanggal pengumuman mengindikasikan potensi respon yang berbeda-beda dari investor. Hal ini menimbulkan pertanyaan empiris tentang keberadaan *Abnormal return* dan perubahan volatilitas harga saham, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat *Abnormal return* yang signifikan pada saham Indeks BUMN20 di sekitar periode pengumuman rencana pembentukan Danantara?
2. Apakah terdapat perubahan volatilitas harga saham pada perusahaan-perusahaan dalam Indeks BUMN20 sebelum dan sesudah pengumuman rencana pembentukan Danantara?
3. Apakah reaksi pasar terhadap pengumuman Danantara berbeda antar sektor pada perusahaan-perusahaan Indeks BUMN20?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Menganalisis keberadaan *Abnormal return* pada saham Indeks BUMN20 sebagai respon terhadap pengumuman rencana pembentukan Danantara.
2. Menganalisis perubahan tingkat volatilitas harga saham pada perusahaan-perusahaan Indeks BUMN20 sebelum dan sesudah pengumuman rencana pembentukan Danantara.
3. Menganalisis perbedaan reaksi pasar antar sektor dalam indeks BUMN20 terhadap pengumuman rencana pembentukan Danantara.

1.4 Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis sebagai berikut:

1.4.1 Kegunaan Teoritis

1. Bagi Akademis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur dalam bidang keuangan dan pasar modal, khususnya terkait kajian *event study* mengenai pengaruh pengumuman kebijakan pemerintah terhadap reaksi pasar, serta memberikan kontribusi tambahan dalam memahami heterogenitas reaksi pasar antar sektor industri.
2. Bagi Peneliti Selanjutnya, hasil penelitian dapat menjadi referensi akademis untuk memperkuat atau menguji kembali relevansi teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) dan teori sinyal (*Signaling Theory*) dalam konteks pasar saham Indonesia.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Secara praktis, penelitian ini dapat memberikan informasi bagi investor, analis, dan pelaku pasar modal mengenai dinamika *Abnormal return* dan volatilitas harga saham pada perusahaan-perusahaan BUMN20. Dengan demikian, penelitian ini dapat menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang.

1.4.3 Kegunaan Kebijakan

Bagi pembuat kebijakan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan empiris mengenai bagaimana pasar merespons pengumuman pembentukan Danantara. Temuan ini dapat menjadi dasar evaluasi dalam merancang strategi komunikasi kebijakan, khususnya agar kebijakan pengelolaan aset negara dan pembentukan lembaga investasi dapat diterima pasar secara lebih positif dan konsisten.

1.4.4 Sistematika Penulisan

- a) **BAB I Pendahuluan:** Berisi latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.
- b) **BAB II Tinjauan Pustaka:** Memuat teori-teori yang relevan dan hasil penelitian terdahulu yang mendukung landasan konseptual penelitian.
- c) **BAB III Kerangka Konseptual & Pengembangan Hipotesis:** Menyajikan kerangka berpikir penelitian serta rumusan hipotesis yang akan diuji secara empiris.

- d) **BAB IV Metode Penelitian:** Menjelaskan jenis dan rancangan penelitian, tempat dan waktu, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, teknik sampling, teknik pengumpulan data, variabel penelitian dan definisi operasional, serta teknik analisis data.
- e) **BAB V Hasil Penelitian dan Pembahasan:** Menjelaskan hasil penelitian yang diperoleh melalui pengolahan data, kemudian dianalisis dan dibahas berdasarkan teori yang ditetapkan.
- f) **BAB VI Penutup:** Menjelaskan kesimpulan yang diperoleh dari penelitian, serta saran-saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya maupun bagi pihak terkait.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Pustaka dan Konsep

2.1.1 Pasar Saham

2.1.1.1 Pengertian Saham

Saham merupakan salah satu instrumen utama dalam pasar modal yang menunjukkan kepemilikan seseorang atau entitas terhadap suatu perusahaan. Saham didefinisikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau badan usaha dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Investor yang menyetor modal ini berhak atas bagian dari aset dan pendapatan perusahaan, di samping hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), yang menjadi forum pengambilan keputusan tertinggi dalam perusahaan.

2.1.1.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Menurut Bodie et al. (2021), fluktuasi harga saham dipengaruhi oleh tiga kelompok faktor utama yang saling berkaitan dalam membentuk ekspektasi investor terhadap risiko dan *return*. Faktor internal mencakup kondisi keuangan dan kinerja operasional perusahaan yang diukur melalui profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas. Faktor eksternal meliputi variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, pertumbuhan ekonomi, dan stabilitas fiskal yang memengaruhi kepercayaan investor terhadap pasar. Sementara itu, faktor pasar mencakup aspek teknis, likuiditas, dan sentimen investor, di mana perilaku psikologis seperti *overconfidence* dan *disposition effect* dapat menyebabkan penyimpangan

harga dari nilai intrinsik. Ketiga faktor tersebut secara bersama menentukan dinamika harga saham di pasar modal.

2.1.2 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal (*Signaling Theory*) pertama kali diperkenalkan oleh Spence (1973) dalam konteks pasar tenaga kerja, dan dikembangkan lebih lanjut oleh Ross (1977) serta Stiglitz (2002) untuk menjelaskan kondisi asimetri informasi antara dua pihak, yaitu pihak yang memiliki informasi (*signal sender*) dan pihak yang tidak memiliki informasi (*signal receiver*). Menurut Connelly et al. (2011: 40-43), teori ini menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi pribadi berusaha mengirimkan sinyal kepada pihak luar agar dapat mengurangi ketidakpastian dan meningkatkan kepercayaan.

Konsep utama dari teori ini adalah bahwa sinyal yang mahal (*costly*) dan dapat diamati (*observable*) menjadi indikator kredibilitas. Sinyal yang memiliki biaya tinggi akan sulit ditiru oleh pihak dengan kualitas rendah, sehingga hanya pihak berkualitas baik yang mampu mengirimkan sinyal tersebut secara konsisten. Dengan demikian, teori ini menjadi dasar penting dalam memahami perilaku ekonomi dan keputusan strategis di bawah ketidakseimbangan informasi.

Menurut Connelly et al. (2011:44-46), teori signaling terdiri atas tiga elemen utama, yaitu pengirim sinyal (*signaler*) yang memiliki informasi privat seperti manajemen perusahaan, sinyal (*signal*) berupa tindakan atau informasi yang disampaikan untuk memengaruhi persepsi pihak luar, dan penerima sinyal (*receiver*) yaitu investor yang menafsirkan sinyal tersebut. Efektivitas sinyal bergantung pada keteramataan, biaya, serta kemampuan penerima dalam menafsirkannya. Selain itu, adanya umpan balik (*feedback*) dari penerima ke

pengirim membantu memastikan interpretasi yang tepat dan mengurangi asimetri informasi di pasar (Taj, 2016:2-4).

2.1.3 Teori Efisiensi Pasar (*Efficient Market Hypothesis*)

2.1.3.1 Pengertian dan Asumsi Dasar EMH

Hipotesis Pasar Efisien atau Efficient Market Hypothesis (EMH) pertama kali diperkenalkan oleh Paul Samuelson pada 1965 dan dikembangkan secara formal oleh Eugene Fama pada 1970. Fama (1970) mendefinisikan pasar modal yang efisien sebagai pasar di mana harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan seluruh informasi yang tersedia pada waktu tertentu. Dengan demikian, tidak ada investor yang dapat secara konsisten memperoleh keuntungan di atas rata-rata (*Abnormal return*) karena semua informasi relevan telah tercermin dalam harga saham.

Adapun asumsi-asumsi dasar EMH meliputi:

- 1) Terdapat banyak investor yang rasional dan berusaha memaksimalkan keuntungan.
- 2) Investor bersifat *price taker*, artinya keputusan individu tidak memengaruhi harga sekuritas.
- 3) Informasi tersedia secara merata dan tanpa biaya bagi semua pelaku pasar.
- 4) Perubahan informasi bersifat acak dan tidak dapat diprediksi.
- 5) Investor bereaksi cepat terhadap informasi baru, sehingga harga segera menyesuaikan ke nilai keseimbangan yang baru

Dengan kata lain, dalam pasar efisien harga sekuritas bertindak seolah-olah setiap orang mengamati informasi yang sama pada waktu yang sama (Beaver, 1989 dalam Octavianus, 2021).

2.1.3.2 Tiga Bentuk Efisiensi Pasar: Lemah, Setengah Kuat, dan Kuat

Berdasarkan tingkat ketersediaan dan penyebaran informasi, Fama (1970:387–388) membedakan pasar efisien menjadi tiga bentuk utama:

1) Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Harga saham mencerminkan semua data historis, termasuk volume perdagangan dan data harga sebelumnya. Analisis teknikal tidak dapat menghasilkan imbal hasil *abnormal* karena harga saat ini telah menginternalisasi semua pola sebelumnya.

2) Bentuk Setengah Kuat (*Semi-Strong Form*)

Harga saham memperhitungkan semua informasi publik yang relevan, seperti laporan keuangan, kebijakan pemerintah, dan pengumuman dividen, tidak hanya data historis. Karena reaksi pasar terhadap informasi yang tersedia untuk umum terjadi begitu cepat, investor tidak dapat memperoleh keuntungan hanya dengan melihat informasi yang tersedia secara langsung.

3) Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Harga saham mencerminkan seluruh informasi baik publik maupun privat (rahasia). Dengan demikian, bahkan pihak internal seperti manajemen perusahaan tidak memiliki keunggulan informasi untuk meraih *Abnormal return* untuk umum.

Ketiga bentuk ini menggambarkan derajat efisiensi yang berbeda. Dalam kenyataan, tidak ada pasar yang sepenuhnya efisien secara kuat; sebagian besar pasar cenderung berada di antara bentuk lemah dan setengah kuat (Novak, 2019: 4–5).

2.1.4 *Abnormal return* dan Volatilitas Harga Saham

2.1.4.1 Konsep *Expected Return* dan *Abnormal return*

Dalam analisis pasar modal, *return* saham adalah keuntungan yang diperoleh investor atas investasinya selama periode waktu tertentu. Investor biasanya menghitung imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) menggunakan data historis atau model pasar yang relevan (Hartono, 2017: 647). Nilai ini merepresentasikan *return* yang “seharusnya” diperoleh apabila pasar berada dalam kondisi efisien tanpa adanya kejadian khusus.

Dalam *event study*, *Abnormal return* (AR) merupakan selisih antara *return* aktual dan *expected return* yang mencerminkan reaksi pasar terhadap informasi baru, dengan rumus berikut.

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

Keterangan:

$RTN_{i,t}$ = imbal hasil taknormal (*Abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = realisasi imbal hasil yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t

$E[R_{i,t}]$ = imbal hasil ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Return yang melebihi ekspektasi menunjukkan reaksi positif, sedangkan yang lebih rendah menunjukkan reaksi negatif (MacKinlay, 1997). Perhitungan AR dilakukan secara harian selama event window untuk mengidentifikasi waktu terjadinya respons pasar yang signifikan.

Konsep *Abnormal return* kemudian dikembangkan menjadi ukuran agregat yang lebih representatif dalam menganalisis dampak peristiwa terhadap sekelompok saham. *Average Abnormal return* (AAR), yang merupakan rata-rata dari semua AR harian yang teramati, memberikan ringkasan reaksi pasar secara keseluruhan terhadap suatu peristiwa (EventStudyTools, 2021). Akumulasi dari nilai tersebut selama periode pengamatan disebut *Cumulative Abnormal return* (CAR), yang menunjukkan besarnya pengaruh total suatu peristiwa terhadap harga saham. Apabila analisis dilakukan pada tingkat agregat lintas emiten, hasilnya disebut *Cumulative Average Abnormal return* (CAAR), yaitu akumulasi AAR yang mencerminkan arah umum pergerakan pasar terhadap suatu peristiwa (Princeton University, 2003).

Keempat ukuran tersebut—AR, AAR, CAR, dan CAAR—merupakan elemen utama dalam metodologi event study yang berfungsi untuk menilai sejauh mana suatu peristiwa memengaruhi harga saham baik secara individu maupun secara agregat.

2.1.4.2 Metode Perhitungan *Expected Return*

Berdasarkan Hartono (2017: 648-660), perhitungan *expected return* umumnya dilakukan melalui tiga pendekatan utama, yaitu:

1. *Mean Adjusted Model*

Dalam metode ini, *expected return* dihitung menggunakan rata-rata (konstan) *return* saham selama periode estimasi sebelum terjadinya peristiwa. Rumusnya:

$$E[R_{i,t}] = \frac{1}{T} \sum_{j=1}^T R_{i,j}$$

Dimana:

$E[R_{i,t}]$ = imbal hasil ekspektasian (*expected return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = realisasi imbal hasil sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = lamanya periode estimasi (dari t_1 sampai t_2)

2. *Market Adjusted Model*

Dalam model *Market-Adjusted*, diasumsikan bahwa pergerakan harga saham mengikuti pergerakan indeks pasar secara langsung. Jadi, untuk memperkirakan berapa *return normal* suatu saham pada saat peristiwa, kita cukup menggunakan *return* indeks pasar (misalnya IHSG) pada hari tersebut.

Rumus sederhananya adalah:

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Sehingga untuk menghitung *Abnormal return* (AR) digunakan:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

3. Market Model

Dalam *market model*, *return* ekspektasian suatu saham (atau sekuritas) diasumsikan memiliki hubungan linier dengan *return* pasar secara keseluruhan. Artinya, pergerakan harga saham tertentu sebagian besar dipengaruhi oleh pergerakan indeks pasar (misalnya IHSG).

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

1. Tahap pertama, peneliti menghitung *return* aktual (realisasi) saham dan *return* indeks pasar selama periode estimasi.
2. Tahap kedua, dilakukan analisis regresi linier sederhana dengan metode OLS (Ordinary Least Squares) untuk mendapatkan nilai α_i dan β_i , atau disebut dengan model ekspektasian.

α_i menunjukkan *return* rata-rata saham yang tidak tergantung pada pasar.

β_i menggambarkan sensitivitas atau reaksi saham terhadap pergerakan pasar (resiko sistematis)

3. Setelah α_i dan β_i diperoleh, keduanya digunakan untuk mengestimasi *return* ekspektasian saham pada periode peristiwa menggunakan rumus:

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i R_{Mt}$$

Di mana R_{Mt} adalah *return* pasar pada saat peristiwa yang dapat

dihitung dengan rumus $R_{Mt} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$

2.1.4.3 Pengertian dan Pengukuran Volatilitas Harga Saham

Volatilitas merupakan salah satu karakteristik paling penting dalam pasar keuangan yang menunjukkan tingkat ketidakpastian dan risiko terhadap perubahan harga aset. Menurut (Bhowmik & Wang, 2020), volatilitas menggambarkan derajat penyebaran variabel acak dan menunjukkan ketidakpastian harga aset di masa depan. Secara sederhana, volatilitas dapat dipahami sebagai kecenderungan harga untuk berubah secara tidak terduga.

Perubahan harga yang tinggi dalam waktu singkat menunjukkan volatilitas tinggi, sedangkan perubahan yang stabil menandakan volatilitas rendah. Volatilitas juga berkaitan erat dengan perilaku investor, karena semakin tinggi volatilitas, semakin besar risiko yang harus ditanggung (Bhowmik & Wang, 2020).

Volatilitas umumnya diukur melalui varians atau standar deviasi dari tingkat pengembalian (*rate of return*) suatu aset selama periode tertentu. Bhowmik dan Wang (2020) menjelaskan bahwa pengukuran volatilitas awalnya menggunakan pendekatan statistik dasar, di mana:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (R_t - \underline{R})^2}$$

dengan:

σ = standar deviasi (ukuran volatilitas)

R_t = *return* saham pada periode ke-t

$\underline{R}$ = rata-rata *return*

N = jumlah observasi

Volatilitas juga menjadi indikator penting dalam menilai stabilitas pasar. Dalam konteks penelitian *event study*, peningkatan volatilitas setelah pengumuman tertentu menunjukkan adanya ketidakpastian informasi dan reaksi emosional investor terhadap pasar.

2.1.5 Event Study dalam Pasar Modal

2.1.5.1 Pengertian dan Tujuan Event Study

Event study merupakan metode analisis yang digunakan untuk menilai sejauh mana suatu peristiwa (*event*), baik yang bersifat ekonomi maupun non-ekonomi, mempengaruhi nilai perusahaan melalui perubahan harga saham. Menurut MacKinlay (1997:13), *event study* memungkinkan peneliti untuk menguji apakah suatu informasi tertentu memiliki kandungan ekonomi yang signifikan dengan mengamati reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman peristiwa tersebut. Tujuan utama metode ini adalah untuk menilai efisiensi pasar dalam merespons informasi baru, sekaligus mengukur dampak peristiwa terhadap *Abnormal return* dan variabel pasar lainnya seperti volume perdagangan dan volatilitas harga.

2.1.5.2 Tahapan Analisis Event Study

Menurut MacKinlay (1997:15), analisis *event study* dilakukan melalui beberapa tahapan utama, yaitu:

- 1) Identifikasi peristiwa (*event identification*), yaitu menentukan jenis dan waktu terjadinya peristiwa yang relevan bagi pasar.

- 2) Penentuan jendela peristiwa (*event window*), yakni rentang waktu sebelum dan sesudah peristiwa untuk mengamati perubahan harga saham.
- 3) Penentuan jendela estimasi (*estimation window*) untuk mengestimasi *expected return* menggunakan model tertentu.
- 4) Perhitungan *Abnormal return*, yaitu selisih antara *actual return* dan *expected return*.
- 5) Uji signifikansi statistik, guna mengetahui apakah peristiwa tersebut menimbulkan reaksi pasar yang signifikan.

Melalui tahapan ini, peneliti dapat mengevaluasi apakah pasar bereaksi secara cepat dan akurat terhadap informasi baru, sebagaimana dijelaskan dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH).

2.2 Tinjauan Empirik

Berbagai penelitian terdahulu menunjukkan bahwa pasar modal bereaksi terhadap informasi publik, baik yang berasal dari kebijakan perusahaan, peristiwa politik, maupun kebijakan ekonomi. Reaksi ini umumnya mencerminkan efisiensi pasar semi-kuat, ketika harga saham dengan cepat mencerminkan informasi yang dipublikasikan.

Penelitian Sutrisno (2021) menemukan adanya *Abnormal return* signifikan di sekitar pemilihan presiden 2019, terutama pada perusahaan milik pemerintah, menandakan bahwa stabilitas politik berdampak pada kepercayaan investor. Penemuan tersebut diperkuat oleh Rochimah & Yuliana (2024), yang menemukan bahwa reaksi pasar yang berbeda terjadi di berbagai sektor dalam menanggapi pengumuman calon presiden 2023. Sektor-sektor yang terkait langsung dengan kebijakan ekonomi menunjukkan reaksi paling kuat,

mengindikasikan bahwa pasar bereaksi secara selektif berdasarkan relevansi informasi terhadap prospek bisnis.

Dari sisi kebijakan pasar, Prameswari et al. (2025) meneliti dampak trading halt di BEI dan menemukan bahwa meskipun tidak ada perubahan signifikan pada *Abnormal return*, volume perdagangan meningkat signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan tersebut memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap perilaku investor daripada nilai intrinsik saham. Temuan berbeda diungkap oleh Surya Danang et al. (2025) terkait peluncuran resmi Danantara (*superholding* BUMN) yang memicu reaksi negatif dan penurunan *return*, menggambarkan skeptisisme pasar terhadap kebijakan pemerintah yang dianggap belum kredibel.

Penelitian Aryonindito et al. (2025) menunjukkan bahwa peristiwa ekonomi dan kebijakan di awal 2025 (seperti Biodiesel B40, retensi devisa, pengumuman inflasi, dan keputusan FOMC) menimbulkan reaksi bervariasi di pasar. Kebijakan dengan arah positif terhadap ekonomi (Biodiesel B40, inflasi rendah) memicu sentimen positif, sedangkan kebijakan retensi devisa menimbulkan tekanan jual. Hal ini menegaskan bahwa pasar modal Indonesia peka terhadap baik kebijakan domestik maupun global.

Selanjutnya, Talumewo et al. (2021) menemukan bahwa pengumuman *New Normal* selama pandemi COVID-19 menimbulkan perubahan signifikan pada *Abnormal return* dan *trading volume activity*, mencerminkan optimisme investor terhadap pemulihan ekonomi. Dalam konteks global, Habermann & Steindl (2025) menemukan reaksi negatif pasar Eropa terhadap kebijakan keberlanjutan *Norwegian Sovereign Wealth Fund*, terutama pada perusahaan dengan skor ESG

rendah, yang menandakan pentingnya isu keberlanjutan dalam persepsi investor modern.

Secara keseluruhan, hasil-hasil empiris tersebut menunjukkan bahwa pasar modal, baik di Indonesia maupun global, merespons secara nyata terhadap informasi publik yang relevan. Reaksi positif atau negatif bergantung pada persepsi investor terhadap arah kebijakan dan dampaknya terhadap kinerja ekonomi. Pola ini memperkuat dasar teoritis bahwa pasar Indonesia telah mendekati efisiensi bentuk semi-kuat, di mana informasi baru segera tercermin dalam harga saham meskipun tidak selalu secara sempurna.