

**PENGUJIAN EFISIENSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN
JAJARAN PENGURUS BADAN PENGELOLA INVESTASI DAYA
ANAGATA NUSANTARA**

(Skripsi)

Oleh:

RISNAWATI

NPM. 2111011067



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
TAHUN 2025**

ABSTRAK

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN JAJARAN PENGURUS BADAN PENGELOLA INVESTASI DAYA ANAGATA NUSANTARA

Oleh

RISNAWATI

Penelitian ini bertujuan menguji efisiensi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman jajaran pengurus Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara) pada 24 Maret 2025. Menggunakan metode studi peristiwa dengan integrasi *market model* dan *Markov Switching Regression* (MSR) untuk mengatasi bias estimasi akibat peristiwa pengganggu, penelitian menganalisis 15 perusahaan BUMN dalam indeks IDXBUMN20 selama periode 6 hari (2 hari sebelum hingga 3 hari sesudah pengumuman). Variabel yang diukur adalah *abnormal return* dan *trading volume activity*. Hasil penelitian menemukan bahwa pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara memiliki kandungan informasi yang bernilai dengan adanya *abnormal return* signifikan pada hari pengumuman (t_0), hari pertama ($t+1$) dan kedua ($t+2$) setelah pengumuman, serta hasil pengujian *cumulative average abnormal return* yang positif signifikan. mendukung efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman, dan pasar mempersepsikan pengumuman sebagai *good news* yang dilihat melalui perubahan dari nilai rata-rata *abnormal return* negatif (-0.021174) sebelum pengumuman menjadi positif (0.063311) setelah pengumuman. Pengumuman pengurus BPI Danantara secara statistik tidak mampu mempengaruhi aktivitas volume perdagangan saham dari sebelum ke sesudah pengumuman.

Kata Kunci: Pengujian efisiensi pasar modal, studi peristiwa, *abnormal return*, *trading volume activity*.

ABSTRACT

TESTING MARKET EFFICIENCY IN RESPONSE TO MANAGEMENT STRUCTURE ANNOUNCEMENTS BY DAYA ANAGATA NUSANTARA

By

RISNAWATI

This study aims to examine the efficiency of the Indonesian capital market regarding the management structure announcement of Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara) on March 24, 2025. Using an event study method with the integration of market model and Markov Switching Regression (MSR) to overcome estimation bias due to confounding events, the research analyzes 15 state-owned enterprises (SOEs) in the IDXBUMN20 index during a 6-day period (2 days before to 3 days after the announcement). The variables measured are abnormal return and trading volume activity. The research findings reveal that the BPI Danantara management structure announcement contains valuable information, as evidenced by significant abnormal returns on the announcement day (t_0), the first ($t+1$) and second ($t+2$) days after the announcement, and positive significant cumulative average abnormal return supporting semi-strong form market efficiency. There is a significant difference in abnormal returns before and after the announcement, and the market perceives the announcement as good news, as evidenced by a change from negative value of average abnormal return (-0.021174) before the announcement to positive (0.063311) after the announcement. The BPI Danantara management structure announcement statistically does not affect stock trading volume activity from before to after the announcement.

Keywords: *Capital market efficiency testing, event study, abnormal return, trading volume activity*

**PENGUJIAN EFISIENSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN
JAJARAN PENGURUS BADAN PENGELOLA INVESTASI DAYA
ANAGATA NUSANTARA**

Oleh

**RISNAWATI
NPM. 2111011067**

Skripsi

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
SARJANA MANAJEMEN**

pada

**Jurusan Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
TAHUN 2025**

Judul Skripsi

**: Pengujian Efisiensi Pasar terhadap
Pengumuman Jajaran Pengurus Badan
Pengelola Investasi Daya Anagata
Nusantara**

Nama

: Rjsnawati

Nomor Pokok Mahasiswa

: 2111011067

Jurusan

: Manajemen

Fakultas

: Ekonomi dan Bisnis

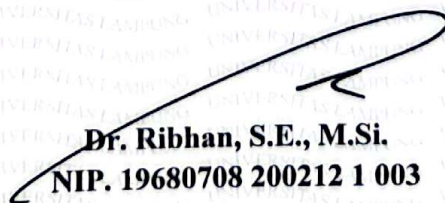
MENYETUJUI

1. Komisi Pembimbing



**Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.
NIP. 19600426 198703 1 001**

2. Ketua Jurusan Manajemen

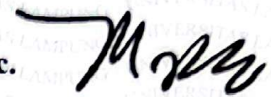


**Dr. Ribhan, S.E., M.Si.
NIP. 19680708 200212 1 003**

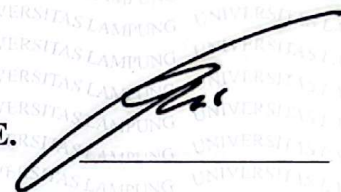
MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

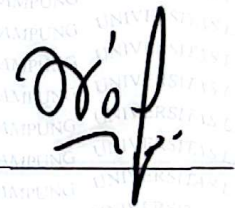
Ketua : **Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.**



Sekretaris : **Dr. Prakarsa Panjinegara, S.E., M.E.**



Penguji Utama : **Dr. Igo Febrianto, S.E., M.Sc.**



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.

NIP.19660621 199003 1 003

Tanggal Lulus Ujian Skripsi: 30 September 2025

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Nama : Risnawati
Nomor Pokok Mahasiswa : 2111011067
Jurusan : Manajemen
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Judul Skripsi : Pengujian Efisiensi Pasar terhadap Pengumuman
Jajaran Pengurus Badan Pengelola Investasi Daya
Anagata Nusantara

Dengan ini menyatakan bahwa penelitian ini merupakan hasil karya saya sendiri, serta dalam skripsi ini tidak terdapat bagian dari orang lain baik secara sebagian maupun keseluruhan yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat pemikiran dari peneliti lain tanpa pengakuan atau menyertakan peneliti aslinya. Apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka dengan ini saya sanggup menerima hukuman atau sanksi sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Bandar Lampung, 6 September 2025

Yang membuat pernyataan,



20A64ANX04423658
Risnawati

RIWAYAT HIDUP

Penulis dilahirkan di Kota Metro pada 17 Januari 2003 dari pasangan Bapak Mugi Darusman dan Ibu Siti Halimah sebagai putri sulung dari tiga bersaudara. Penulis mulai menempuh pendidikan dari TK Handayani, kemudian melanjutkan ke SD Negeri 9 Metro Barat dan menyelesaikannya pada tahun 2015. Penulis melanjutkan pendidikan di SMP Negeri 1 Metro hingga lulus tahun 2018, kemudian menyelesaikan pendidikan di SMK Negeri 1 Metro pada tahun 2021. Pada tahun 2021, penulis mendapat kesempatan untuk melanjutkan pendidikan sebagai mahasiswa S1 Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung melalui jalur SBMPTN. Selama perkuliahan, penulis berkesempatan terlibat dalam beberapa kegiatan organisasi kemahasiswaan. Penulis pernah menjadi bagian dari UKM Penelitian sebagai staf divisi informasi dan komunikasi, serta berkontribusi di organisasi ROIS FEB sebagai staf media dan sekretaris divisi biro usaha mandiri. Selain itu, penulis pernah aktif dalam kegiatan sosial sebagai relawan pada program Local Project AIESEC pada tahun 2023 dan relawan dalam naungan organisasi Sentra Kaula Muda (SKALA) Lampung pada tahun 2024. Penulis juga menyelesaikan program Kuliah Kerja Nyata (KKN) periode II selama 40 hari di Desa Jabung, Lampung Timur pada tahun 2024. Dalam rangka mengembangkan kemampuan dan pengalaman tentang dunia kerja, penulis berkesempatan mengikuti program Magang dan Studi Independen Bersertifikat (MSIB) Data Analis di Metrodata Academy. Penulis juga mendapat kesempatan untuk melaksanakan magang di beberapa tempat, yaitu sebagai admin asrama dan tim *content creator* di Badan Pengelola Usaha UNILA (BPU UNILA), serta program magang di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Lampung dan Bank Indonesia (BI) Lampung.

MOTTO

“Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Maka apabila kamu telah selesai (dari sesuatu urusan), kerjakanlah dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain, dan hanya kepada Tuhanmulah hendaknya kamu berharap.”

(Qur'an Surat Al Insyirah ayat 6-8)

“Unexpected things can happen at any time. So don't get too confident even arrogant when you're on a high. Equally, when you fall, don't lose hope and keep going to get better.”

PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmanirrahim. Alhamdulillah rabbi 'alamin. Puji syukur kehadiran Allah SWT dan sholawat beserta salam kepada Nabi Muhammad SAW atas rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik.

Skripsi ini kupersembahkan sebagai rasa syukur dan ungkapan terima kasih untuk:

Orang Tuaku Tercinta, Bapak Mugi Darusman dan Ibu Siti Halimah

Terima kasih atas cinta kasih yang tak terbatas, doa yang selalu menyertai, dan dukungan luar biasa yang kalian berikan.

Dosen Pembimbing Skripsi dan Para dosen FEB Unila

Terima kasihku untuk Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc. atas segala ilmu, nasihat, dan keikhlasan bimbingan yang diberikan sehingga skripsi ini dapat diselesaikan dengan baik. Juga kepada seluruh dosen FEB Unila atas keikhlasannya dalam memberikan ilmu selama di bangku perkuliahan.

SANWACANA

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas limpahan berkah, rahmat, dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **"PENGUJIAN EFISIENSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN JAJARAN PENGURUS BADAN PENGELOLA INVESTASI DAYA ANAGATA NUSANTARA"** untuk memenuhi salah satu syarat menyelesaikan Program Sarjana (S-1) Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Penyelesaian skripsi ini tidak lepas dari dukungan dan bantuan berbagai pihak. Penulis ingin menyampaikan terima kasih kepada:

1. Kedua orang tua penulis, Bapak Mugi Darusman dan Ibu Siti Halimah, yang telah memberikan cinta kasih, doa, dan dukungan tak terbatas. Terima kasih atas segala pengorbanan dan kesempatan yang telah kalian berikan. Semoga penulis dapat memberikan kebanggaan dan kebahagiaan kepada kalian.
2. Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc., selaku dosen pembimbing. Terima kasih atas bimbingan dan nasihat yang berharga selama proses penulisan skripsi ini. Setiap arahan, saran dan koreksi yang diberikan telah membantu penulis untuk menghasilkan karya yang lebih baik.
3. Dr. Igo Febrianto, S.E., M.Sc. dan Prakarsa Panjinegara, S.E., M.E., Ph.D., selaku dosen penguji skripsi atas masukan dan saran yang diberikan untuk penyempurnaan skripsi ini.
4. Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
5. Dr. Ribhan, S.E., M.Si., selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Lampung.

6. Dr. Zainnur M. Rusdi, S.E., M.Sc., selaku Sekretaris Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
7. Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Akademik yang telah memberikan pengarahan dan dukungan kepada penulis selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
8. Seluruh dosen dan staff Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan ilmu dan pelayanan yang bermanfaat.
9. Adik-adik tersayang, Feri dan Rosyita yang selalu memberikan semangat dan keceriaan dalam setiap langkah perjalanan ini.
10. Sahabat penulis, Alayda, Putri, dan Tata. Terima kasih telah menjadi teman yang selalu memberikan dukungan, semangat, dan kebersamaan selama masa perkuliahan.
11. Teman-teman Manajemen konsentrasi keuangan angkatan 2021 yang telah memberikan dukungan, berbagi ilmu, dan semangat selama menjalani perkuliahan.
12. Teman-teman organisasi UKM Penelitian dan ROIS FEB yang telah memberikan pengalaman berharga dan dukungan selama masa perkuliahan.
13. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih atas kebersamaan dan dukungan yang diberikan selama masa perkuliahan.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih terdapat banyak kekurangan dan jauh dari kata sempurna karena keterbatasan pengetahuan serta pengalaman penulis. Oleh karena itu, kritik dan saran sangat diharapkan sebagai bahan evaluasi dan pembelajaran ke depan. Penulis berharap skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

DAFTAR ISI

Halaman

DAFTAR ISI.....	i
DAFTAR TABEL	iv
DAFTAR GAMBAR	v
DAFTAR LAMPIRAN.....	vi
I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	9
1.3. Tujuan Penelitian	9
1.4. Manfaat Penelitian	10
II. TINJAUAN PUSTAKA.....	11
2.1. Teori Pasar Efisien (<i>Efficient Market Hypothesis</i>).....	11
2.2. Kandungan Informasi.....	14
2.3. Studi Peristiwa (<i>Event Study</i>).....	15
2.4. Penelitian Terdahulu	19
2.5. Pengembangan Hipotesis	21
2.5.1. Hipotesis Pertama: <i>Abnormal Return</i> pada Hari-hari di Sekitar Pengumuman.....	21
2.5.2. Hipotesis Kedua: <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman.....	23
2.5.3. Hipotesis Ketiga: <i>Trading Volume Activity</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman.....	24
2.6. Kerangka Pemikiran.....	25
III. METODOLOGI PENELITIAN.....	26
3.1. Jenis dan Sumber Data	26
3.2. Populasi dan Sampel	27

3.3. Identifikasi Peristiwa.....	29
3.4. Periode Pengamatan	29
3.5. Variabel.....	30
3.5.1. <i>Abnormal Return</i>	30
3.5.1.1. <i>Realized Return</i>	31
3.5.1.2. <i>Expected Return</i>	31
3.5.1.2.1. <i>Markov Switching Regression</i>	34
3.5.1.3. <i>Standarized Abnormal Return</i>	36
3.5.1.4. <i>Average Standarized Abnormal Return</i>	37
3.5.1.5. <i>Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)</i>	37
3.5.2. <i>Trading Volume Activity</i>	38
3.5.2.1. <i>Average Trading Volume Activity</i>	38
3.6. Metode Analisis Data.....	39
3.6.1. Statistik Deskriptif	40
3.6.2. Uji Normalitas Data	40
3.6.3. Pengujian Hipotesis.....	40
3.6.3.1. <i>One Sample T-Test</i>	40
3.6.3.2. <i>Paired Sample T-Test</i>	41
3.6.3.3. <i>Wilcoxon Signed-Rank Test</i>	41
3.6.3.4. <i>Wilcoxon Rank-Sum Test (Mann-Whitney U Test)</i>	41
3.6.4. Pemilihan Metode Uji Hipotesis	42
3.6.5. Kriteria Pengujian Hipotesis	42
IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	43
4.1. Hasil Penelitian	43
4.1.1. Analisis Statistik Deskriptif	43
4.1.1.1. <i>Abnormal Return</i>	43
4.1.1.2. <i>Trading Volume Activity</i>	44
4.1.2. Uji Normalitas Data	45
4.1.2.1. <i>Abnormal Return</i>	45
4.1.2.2. <i>Trading Volume Activity</i>	46
4.1.3. Pengujian Hipotesis.....	46
4.1.3.1. Hasil Pengujian Hipotesis 1	47
4.1.3.2. Hasil Pengujian Hipotesis 2	48
4.1.3.3. Hasil Pengujian Hipotesis 3	49

4.2. Pembahasan Hasil Penelitian	49
4.2.1. Pengamatan <i>Abnormal Return</i> pada Hari-hari di Sekitar Pengumuman Jajaran Pengurus BPI Danantara.....	49
4.2.2. Pengamatan Perbedaan <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman Jajaran Pengurus BPI Danantara	50
4.2.3. Pengamatan Perbedaan <i>Trading Volume Activity</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman Jajaran Pengurus BPI Danantara	52
V. KESIMPULAN DAN SARAN	54
5.1. Kesimpulan	54
5.2. Saran.....	55
DAFTAR PUSTAKA	54

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	19
 Tabel 3. 1 Jenis dan Sumber Data	 27
Tabel 3. 2 Kriteria Sampel Penelitian	28
Tabel 3. 3 Daftar Sampel Penelitian	28
 Tabel 4. 1. Statistik Deskriptif <i>Standarized Abnormal Return</i>	 43
Tabel 4. 2. Statistik Deskriptif <i>Trading Volume Activity</i>	44
Tabel 4. 3. Hasil Uji Normalitas Data <i>Average Standarized Abnormal Return</i> ...	45
Tabel 4. 4. Hasil Uji Normalitas Data <i>Average Trading Volume Activity</i>	46
Tabel 4. 5. Hasil Uji Beda ASAR pada Hari-hari di Sekitar Pengumuman.....	47
Tabel 4. 6. Hasil Uji Beda ASAR Sebelum dan Sesudah Pengumuman	48
Tabel 4. 7. Hasil Uji Beda ATVA Sebelum dan Sesudah Pengumuman.....	49

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1. 1. Grafik fluktuasi IHSG selama periode Maret 2022–Maret 2025.....	3
Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran.....	25
Gambar 3. 1 Periode Pengamatan	30
Gambar 4. 1. Grafik Nilai <i>Average Standarized Abnormal Return</i> (ASAR).....	48

DAFTAR LAMPIRAN

Halaman

Lampiran A. Dokumentasi <i>Corporate Action</i>	63
Lampiran B. Data <i>Abnormal Return</i> Masing-masing Perusahaan	65
B.1. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI)	65
B.1.1. Data Periode Estimasi	65
B.1.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	69
B.1.3. Data Periode Peristiwa	70
B.2. PT Aneka Tambang Tbk. (ANTM)	71
B.2.1. Data Periode Estimasi	71
B.2.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	75
B.2.3. Data Periode Peristiwa	76
B.3. Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten (BJBR)	77
B.3.1. Data Periode Estimasi	77
B.3.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	81
B.3.3. Data Periode Peristiwa	82
B.4. Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur (BJTM)	83
B.4.1. Data Periode Estimasi	83
B.4.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	87
B.4.3. Data Periode Peristiwa	88
B.5. Bank Syariah Indonesia Tbk. (BRIS)	89
B.5.1. Data Periode Estimasi	89
B.5.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	93
B.5.3. Data Periode Peristiwa	94
B.6. Elnusa Tbk (ELSA)	95
B.6.1. Data Periode Estimasi	95
B.6.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	99
B.6.3. Data Periode Peristiwa	100
B.7. Jasa Marga (Persero) Tbk (JSMR)	101
B.7.1. Data Periode Estimasi	101

B.7.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	105
B.7.3. Data Periode Peristiwa	106
B.8. PT Daya Mitra Telekomunikasi Tbk (MTEL)	107
B.8.1. Data Periode Estimasi	107
B.8.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	111
B.8.3. Data Periode Peristiwa	112
B.9. Perusahaan Gas Negara (PGAS)	113
B.9.1. Data Periode Estimasi	113
B.9.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	117
B.9.3. Data Periode Peristiwa	118
B.10. Pertamina Geothermal Energy Tbk (PGEO)	119
B.10.1. Data Periode Estimasi	119
B.10.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	123
B.10.3. Data Periode Peristiwa	124
B.11. Bukit Asam Tbk (PTBA)	125
B.11.1. Data Periode Estimasi	125
B.11.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	129
B.11.3. Data Periode Peristiwa	130
B.12. PP (Persero) Tbk (PTPP)	131
B.12.1. Data Periode Estimasi	131
B.12.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	135
B.12.3. Data Periode Peristiwa	136
B.13. Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR)	137
B.13.1. Data Periode Estimasi	137
B.13.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	141
B.13.3. Data Periode Peristiwa	142
B.14. PT Timah Tbk (TINS)	143
B.14.1. Data Periode Estimasi	143
B.14.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	147
B.14.3. Data Periode Peristiwa	148
B.15. Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM)	149
B.15.1. Data Periode Estimasi	149
B.15.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	153
B.15.3. Data Periode Peristiwa	154
Lampiran C. Data <i>Abnorml Return</i> Agregat	155
C.1. <i>Average Standarized Abnormal Return</i>	155
C.2. <i>Ouput SPSS Pengujian Hipotesis 1 dan 2</i>	156

Lampiran D. Data <i>Trading Volume Activity</i> Setiap Perusahaan	157
D.1. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI).....	157
D.2. Aneka Tambang Tbk. (ANTM)	157
D.3. Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten (BJBR)	157
D.4. Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur (BJTM)	158
D.5. Bank Syariah Indonesia Tbk. (BRIS).....	158
D.6. Elnusa Tbk. (ELSA).....	158
D.7. Jasa Marga (Persero) Tbk (JSMR).....	159
D.8. PT Daya Mitra Telekomunikasi Tbk (MTEL)	159
D.9. Perusahaan Gas Negara (PGAS).....	159
D.10. Pertamina Geothermal Energy Tbk (PGEO).....	160
D.11. Bukit Asam Tbk (PTBA)	160
D.12. PP (Persero) Tbk (PTPP)	160
D.13. Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR)	161
D.14. PT Timah Tbk (TINS).....	161
D.15. Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM).....	161
Lampiran E. Data <i>Trading Volume Activity</i> Agregat.....	162
E.1. <i>Average Trading Volume Activity</i>	162
E.2. <i>Ouput SPSS Pengujian Hipotesis 3</i>	163

DAFTAR LAMPIRAN

Halaman

Lampiran A. Dokumentasi <i>Corporate Action</i>	63
Lampiran B. Data <i>Abnormal Return</i> Masing-masing Perusahaan	65
B.1. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI)	65
B.1.1. Data Periode Estimasi	65
B.1.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	69
B.1.3. Data Periode Peristiwa	70
B.2. PT Aneka Tambang Tbk. (ANTM)	71
B.2.1. Data Periode Estimasi	71
B.2.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	75
B.2.3. Data Periode Peristiwa	76
B.3. Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten (BJBR)	77
B.3.1. Data Periode Estimasi	77
B.3.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	81
B.3.3. Data Periode Peristiwa	82
B.4. Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur (BJTM)	83
B.4.1. Data Periode Estimasi	83
B.4.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	87
B.4.3. Data Periode Peristiwa	88
B.5. Bank Syariah Indonesia Tbk. (BRIS)	89
B.5.1. Data Periode Estimasi	89
B.5.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	93
B.5.3. Data Periode Peristiwa	94
B.6. Elnusa Tbk (ELSA)	95
B.6.1. Data Periode Estimasi	95
B.6.2. <i>Output Markov Switching Regression</i> (MSR)	99
B.6.3. Data Periode Peristiwa	100
B.7. Jasa Marga (Persero) Tbk (JSMR)	101
B.7.1. Data Periode Estimasi	101

B.7.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	105
B.7.3. Data Periode Peristiwa	106
B.8. PT Daya Mitra Telekomunikasi Tbk (MTEL)	107
B.8.1. Data Periode Estimasi	107
B.8.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	111
B.8.3. Data Periode Peristiwa	112
B.9. Perusahaan Gas Negara (PGAS)	113
B.9.1. Data Periode Estimasi	113
B.9.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	117
B.9.3. Data Periode Peristiwa	118
B.10. Pertamina Geothermal Energy Tbk (PGEO)	119
B.10.1. Data Periode Estimasi	119
B.10.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	123
B.10.3. Data Periode Peristiwa	124
B.11. Bukit Asam Tbk (PTBA)	125
B.11.1. Data Periode Estimasi	125
B.11.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	129
B.11.3. Data Periode Peristiwa	130
B.12. PP (Persero) Tbk (PTPP)	131
B.12.1. Data Periode Estimasi	131
B.12.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	135
B.12.3. Data Periode Peristiwa	136
B.13. Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR)	137
B.13.1. Data Periode Estimasi	137
B.13.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	141
B.13.3. Data Periode Peristiwa	142
B.14. PT Timah Tbk (TINS)	143
B.14.1. Data Periode Estimasi	143
B.14.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	147
B.14.3. Data Periode Peristiwa	148
B.15. Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM)	149
B.15.1. Data Periode Estimasi	149
B.15.2. Output Markov Switching Regression (MSR)	153
B.15.3. Data Periode Peristiwa	154
Lampiran C. Data <i>Abnormal Return</i> Agregat	155
C.1. <i>Average Standarized Abnormal Return</i>	155
C.2. <i>Ouput SPSS Pengujian Hipotesis 1 dan 2</i>	156

Lampiran D. Data <i>Trading Volume Activity</i> Setiap Perusahaan	157
D.1. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI).....	157
D.2. Aneka Tambang Tbk. (ANTM)	157
D.3. Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten (BJBR)	157
D.4. Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur (BJTM)	158
D.5. Bank Syariah Indonesia Tbk. (BRIS).....	158
D.6. Elnusa Tbk. (ELSA).....	158
D.7. Jasa Marga (Persero) Tbk (JSMR).....	159
D.8. PT Daya Mitra Telekomunikasi Tbk (MTEL)	159
D.9. Perusahaan Gas Negara (PGAS).....	159
D.10. Pertamina Geothermal Energy Tbk (PGEO).....	160
D.11. Bukit Asam Tbk (PTBA)	160
D.12. PP (Persero) Tbk (PTPP)	160
D.13. Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR)	161
D.14. PT Timah Tbk (TINS).....	161
D.15. Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM).....	161
Lampiran E. Data <i>Trading Volume Activity</i> Agregat.....	162
E.1. <i>Average Trading Volume Activity</i>	162
E.2. <i>Ouput SPSS Pengujian Hipotesis 3</i>	163

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

"Great vision without great people is irrelevant" — pernyataan Collins (2001) ini menggambarkan mengapa banyak organisasi dengan visi brilian justru gagal. Dalam bukunya *"Good to Great"*, Collins mengembangkan konsep *"First Who, Then What"* yang menekankan bahwa organisasi unggul memprioritaskan penempatan orang yang tepat pada posisi yang tepat bahkan sebelum merumuskan strategi organisasi. Dalam konteks pasar modal, kapabilitas manajemen terkait transparansi dan integritas menjadi faktor penting dalam membangun kepercayaan dan memengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan (Ismail dkk., 2023).

Pasar modal adalah sarana yang mempertemukan pihak surplus dana dengan pihak yang defisit dana untuk investasi jangka panjang, sekaligus memberikan kesempatan bagi pemilik dana untuk memperoleh tingkat pengembalian (Awaluddin dkk., 2023). Pihak surplus dana dapat berupa individu maupun institusi yang bertindak sebagai investor (Gou, 2023). Sementara itu, pihak defisit dana dapat meliputi perusahaan publik dan pemerintah (Lubis dkk., 2024). Dengan memperoleh pembiayaan jangka panjang melalui pasar modal, pihak-pihak tersebut dapat melakukan pengembangan usaha, investasi, atau pembiayaan proyek (Hasan dkk., 2024).

Sebagai komponen penting sistem keuangan, pasar modal menyediakan berbagai pilihan instrumen. Instrumen yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia terdiri dari saham, obligasi, reksa dana, instrumen derivatif, serta produk keuangan lainnya

(Bintari & Kusnandar, 2020). Masing-masing instrumen memiliki karakteristik risiko dan *return* yang berbeda sehingga memberikan fleksibilitas bagi investor untuk menyesuaikan portofolio dengan profil risiko dan tujuan investasinya (Sholikhah dkk., 2022).

Pasar modal memfasilitasi perdagangan berbagai instrumen investasi melalui dua segmen pasar yang saling melengkapi, yaitu pasar primer dan pasar sekunder (Maninder dkk., 2020). Pasar primer merupakan pasar tempat efek ditawarkan pertama kali kepada publik melalui *Initial Public Offering* (IPO) untuk saham atau penerbitan perdana untuk obligasi, yang memungkinkan emiten memperoleh dana langsung dari investor sebelum diperdagangkan antar investor di pasar sekunder (Fabiola dkk., 2020). Sementara itu, sistem perdagangan di pasar sekunder memfasilitasi aktivitas jual beli efek secara berkelanjutan antar investor. Sistem ini juga mendukung pembentukan harga yang wajar melalui interaksi penawaran dan permintaan (Anwar, 2024).

Proses pembentukan harga terjadi karena setiap investor menggunakan informasi dalam mengambil keputusan. Menurut Rido (2021), investor menggunakan informasi publik sebagai dasar analisis dalam pengambilan keputusan investasi. Informasi publik yang transparan dan mudah diakses memungkinkan investor untuk mengevaluasi risiko, proyeksi *return*, serta prospek jangka panjang suatu instrumen investasi secara rasional (Yoro, 2024).

Efficient Market Hypothesis (EMH) menjadi teori fundamental yang menjelaskan bagaimana pasar modal memproses informasi. Teori ini menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar, sehingga tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* secara konsisten (Fama, 1970). Meskipun demikian, Sukamulja (2017) mengungkapkan bahwa berdasarkan penelitian di berbagai negara, belum ada pasar modal yang benar-benar efisien karena adanya perbedaan persepsi individu dalam merespons informasi yang ada. Selain *abnormal return*, indikator lain yang sering digunakan untuk menganalisis reaksi pasar adalah *trading volume activity* (TVA). TVA mencerminkan intensitas

transaksi yang terjadi akibat pertemuan antara permintaan dan penawaran saham, sehingga dapat menjadi ukuran tingkat likuiditas pasar (Tanheitafino dkk., 2023). Indikator ini penting karena suatu peristiwa tidak hanya memengaruhi harga saham, tetapi juga perilaku investor dalam bertransaksi (Indrayuda & Sukartha, 2019).

Responsivitas pasar modal terhadap berbagai informasi menjadi indikator penting dalam menilai tingkat efisiensi pasar (Woo dkk., 2020). Pasar yang efisien akan merespons informasi baru dengan cepat dan akurat, yang tercermin dalam perubahan harga saham yang segera menyesuaikan pada keseimbangan baru berdasarkan informasi tersebut (Bintari & Kusnandar, 2020).

Cerminan responsivitas pasar modal Indonesia dapat diamati melalui pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG merepresentasikan pergerakan harga seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Fitroh & Mulyaningtyas, 2024). Fluktuasi IHSG dapat mencerminkan respons pelaku pasar terhadap informasi dan peristiwa domestik maupun global yang kemudian terefleksikan dalam harga saham (Sianipar dkk., 2024). Selain melalui pergerakan harga yang tercermin pada IHSG, respons pasar juga tampak pada *trading volume activity* (TVA). Volume perdagangan sering kali meningkat ketika terjadi peristiwa penting, menunjukkan adanya pergeseran perilaku investor dalam menanggapi informasi baru (Indrayuda & Sukartha, 2019).



Gambar 1. 1. Grafik fluktuasi IHSG selama periode Maret 2022–Maret 2025.
 Sumber: www.indopremier.com, 2025.

Gambar 1.1. memvisualisasikan pergerakan IHSG dalam periode tiga tahun terakhir (31 Maret 2022-31 Maret 2025). Selama periode yang ditampilkan, indeks mencapai titik tertinggi 7911 (ditandai sebagai "High" pada grafik) sekitar pertengahan tahun 2024, kemudian mengalami koreksi yang tajam hingga awal

2025. Tren penurunan tersebut cukup signifikan, IHSG turun dari level sekitar 7600 menjadi 6421, menggambarkan sentimen pasar yang cenderung negatif dalam beberapa bulan terakhir. Koreksi tajam IHSG juga dapat mengindikasikan adanya tekanan terhadap kondisi ekonomi nasional (Sasongko, 2025).

Pasar modal Indonesia tengah menghadapi berbagai tantangan ekonomi berkaitan dengan masa transisi kepemimpinan nasional seiring dengan dinamika global (Hidayat, 2025). Kondisi ini dijelaskan oleh Thawley dkk. (2024) dengan menunjukkan bahwa meskipun Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mencapai rekor tertinggi pada September 2024, kapitalisasi pasar Indonesia (48% dari Produk Domestik Bruto/ PDB) masih jauh di bawah rekan regional seperti Filipina, Malaysia, dan Thailand yang mencapai sekitar 100%. Hal ini menunjukkan kesenjangan antara posisi Indonesia sebagai negara dengan PDB terbesar di Asia Tenggara (Solihin dkk., 2025) dengan likuiditas pasar modalnya yang masih relatif rendah (Lubis dkk., 2024).

Di tengah kondisi ekonomi nasional yang menantang, peran Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menjadi semakin strategis. BUMN berkontribusi sekitar 60% terhadap PDB Indonesia, menjadikannya tulang punggung ekonomi nasional (Ayu dkk., 2025). Besarnya kontribusi ini mencerminkan posisi dominan BUMN yang menguasai sektor-sektor strategis seperti energi, infrastruktur, telekomunikasi, dan sumber daya alam (Firmansyah dkk., 2024). Posisi dominan ini menjadikan BUMN sebagai emiten dengan kapitalisasi besar yang sering kali menjadi penentu arah pasar. Oleh karena itu, pengumuman penting terkait BUMN berpotensi tidak hanya menimbulkan *abnormal return*, tetapi juga memicu lonjakan *trading volume activity* (TVA) karena saham-saham BUMN relatif likuid dan menjadi target transaksi investor.

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan badan usaha yang kepemilikan sahamnya sebagian besar dimiliki oleh negara dan juga menjadi salah satu badan usaha yang mendukung perekonomian negara (Permadi & Ariawan, 2023). BUMN

merupakan entitas bisnis yang dikendalikan oleh pemerintah untuk menjalankan aktivitas komersial di berbagai sektor ekonomi (Ferdiana & Sugiyarto, 2022).

BUMN Indonesia menghadapi tantangan yang menuntut adanya transformasi. Sebagaimana diidentifikasi oleh Ayu dkk. (2025), tantangan utama yang dihadapi BUMN mencakup masalah efisiensi operasional. Astuti (2025) dalam laporan Institute for Development of Economics and Finance (INDEF) menyampaikan bahwa masih terdapat kendala dalam pengelolaan BUMN yang meliputi perbedaan karakteristik dan performa antar BUMN, serta kompleksitas aspek hukum dan sumber daya manusia. Selain itu, fragmentasi pengelolaan aset BUMN yang tersebar di berbagai kementerian dan lembaga juga menciptakan inefisiensi struktural (Mainake, 2024).

Merespons tantangan ekonomi, struktural, dan operasional, Pemerintah Indonesia di bawah kepemimpinan Presiden Prabowo Subianto meluncurkan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara) pada 24 Februari 2025. Sebagai *'super-holding'* yang mengendalikan berbagai BUMN, BPI Danantara bertugas mengelola aset negara secara profesional. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025, BPI Danantara berfungsi sebagai badan yang melaksanakan tugas pemerintah dalam pengelolaan BUMN. Tujuan utamanya adalah memaksimalkan investasi pemerintah dan mendorong pertumbuhan ekonomi nasional (Maula dkk., 2025).

Pembentukan BPI Danantara adalah upaya menuju Indonesia Emas 2045 dengan menekankan pentingnya pengelolaan kekayaan negara untuk sebesar-besarnya kemakmuran rakyat sebagaimana Pasal 33 Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia 1945 (Maula dkk., 2025). Visi strategis tersebut tercermin dalam nama "Danantara" itu sendiri, "Daya" berarti energi atau kekuatan, "Anagata" berarti masa depan, dan "Nusantara" berarti tanah air Indonesia (Ayu dkk., 2025). Nama tersebut menggambarkan semangat perubahan ekonomi Indonesia yang menggunakan kekuatan dan energi bangsa untuk membangun masa depan yang lebih baik bagi Indonesia.

BPI Danantara berpotensi besar dalam memperkuat perekonomian Indonesia (Maula dkk., 2025). Pengelolaan aset BUMN senilai sekitar US\$900 miliar (setara Rp14 kuadriliun) diproyeksikan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi hingga 5,1-5,4% pada tahun 2025 (Ayu dkk., 2025). Konsolidasi ini berpotensi meningkatkan penerimaan negara, menarik investasi, dan mengoptimalkan alokasi dividen BUMN. Selain itu, BPI Danantara dapat melakukan restrukturisasi dan sinergi antar BUMN dengan menerapkan tata kelola yang baik, inovasi, dan kolaborasi aktif dengan sektor swasta (Astuti, 2025). BPI Danantara juga dapat meningkatkan daya saing global dengan fokus pada sektor prioritas seperti hilirisasi, infrastruktur, ketahanan pangan dan energi, industri substitusi impor dan digital melalui investasi mandiri berbasis non-APBN (Mainake, 2024).

Meskipun memiliki potensi besar, pembentukan BPI Danantara justru menimbulkan kontroversi dan sentimen negatif di kalangan publik. Penelitian Mutia dan Utama (2025) menunjukkan bahwa 56% sentimen publik bersifat negatif, terutama di platform TikTok. Isu utama yang dibahas mencakup transparansi, dampak ekonomi, dan dinamika politik, tercermin dari *hashtag* populer seperti #Danantara, #Prabowo, dan #BUMN. Sentimen negatif ini mencerminkan ketidakpercayaan terhadap efektivitas dan transparansi pengelolaan BPI Danantara, diperparah oleh berkurangnya peran pengawasan dari Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) dan Komisi Pemberantasan Korupsi (KPK) dibandingkan lembaga keuangan lainnya, yang menimbulkan kekhawatiran akan lemahnya kontrol eksternal. Selain itu, potensi konflik kepentingan dalam Dewan Pengawas, terutama jika anggotanya berasal dari pemerintah atau terlibat dalam pengambilan kebijakan investasi, dapat mengganggu independensi pengawasan dan menyebabkan bias dalam pengambilan keputusan.

Kekhawatiran semakin meningkat dengan keterlibatan elite politik dalam struktur BPI Danantara, termasuk Presiden Prabowo, mantan Presiden Jokowi, Menteri BUMN Erick Thohir, dan Luhut Binsar Pandjaitan. Komposisi ini menimbulkan pertanyaan tentang independensi lembaga dan potensi konflik kepentingan. Publik khawatir bahwa dominasi tokoh-tokoh politik dapat mengakibatkan keputusan

investasi lebih dipengaruhi oleh kepentingan politik jangka pendek dibandingkan pertimbangan ekonomi jangka panjang (Djumena, 2025).

Isu lain yang mencuat adalah kurangnya transparansi dalam proses penunjukan pengelola dan mekanisme investasi. Hal ini tercermin dari viralnya kampanye penarikan dana dari BUMN di media sosial TikTok, yang dipicu oleh kekhawatiran publik terhadap transparansi dan potensi dampak kebijakan BPI Danantara (Moerti, 2025). Fenomena ini menunjukkan rendahnya kepercayaan publik terhadap tata kelola BPI Danantara, yang dapat berdampak pada stabilitas sistem keuangan nasional jika tidak segera diatasi dengan komunikasi yang efektif dan transparansi yang lebih baik. Dampak sentimen publik tersebut tidak hanya tercermin dalam fluktuasi harga, tetapi juga dapat memicu peningkatan atau penurunan *trading volume activity* (TVA) sebagai refleksi tingginya respons investor dalam bertransaksi (Gao & Xie, 2020).

Mengacu pada penelitian Fekrazad dkk. (2022), sentimen di media sosial dapat memberikan sinyal yang signifikan terhadap pergerakan pasar saham. Oleh karena itu, sentimen media sosial terkait pembentukan BPI Danantara berpotensi mempengaruhi dinamika pasar modal Indonesia, terutama mengingat kontribusi besar BUMN yang mencapai sekitar 27% dari total nilai transaksi di BEI per Desember 2024 (Puspadini, 2025). Sentimen media sosial pada dasarnya merupakan salah satu bentuk informasi publik yang kecepatannya dalam mempengaruhi harga saham tergantung pada tingkat efisiensi pasar.

Fama (1970) membagi efisiensi pasar ke dalam tiga bentuk yaitu bentuk lemah (*weak form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dan bentuk kuat (*strong form*). Dalam bentuk lemah, harga saham hanya mencerminkan informasi harga dan volume perdagangan masa lalu. Dalam bentuk setengah kuat, harga saham tidak hanya mencerminkan informasi historis, tetapi juga semua informasi publik yang tersedia. Sedangkan dalam bentuk kuat, harga saham mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik maupun informasi privat (*insider information*).

Pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara merupakan informasi publik yang dapat mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan BUMN. Untuk menguji secara empiris bagaimana pasar memproses kandungan informasi dalam pengumuman tersebut dan seberapa efisien mekanisme penyesuaian harga saham dalam meresponsnya, diperlukan pendekatan metodologi yang tepat.

Studi peristiwa merupakan metodologi empiris untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu pengumuman atau peristiwa tertentu (Ullah dkk., 2021). Metode ini secara luas digunakan untuk mengevaluasi dampak peristiwa spesifik dalam bisnis dan manajemen, seperti pengumuman laba, merger, dan perubahan regulasi, terhadap harga saham, yang memberikan ukuran kuantitatif atas reaksi pasar (Khalid, 2024).

Penelitian terdahulu bahwa mayoritas studi membuktikan pasar modal Indonesia telah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Riyosef dan Agustin (2022), Pathonah, Purwanto, dan Ermawati (2020), Nelmidia (2020), dan Suroto (2019) membuktikan bahwa pasar modal Indonesia mampu menyerap informasi publik yang ditunjukkan oleh *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman. pemberlakuan PSAK 72 (Riyosef & Agustin, 2022) dan *rights issue* (Pathonah dkk., 2020) dipersepsikan sebagai *bad news* dengan *abnormal return* yang bernilai negatif, sedangkan *warrant listing* (Nelmidia, 2020) dan pengumuman kabinet Indonesia (Suroto, 2019) dianggap *good news* dengan *abnormal return* yang bernilai positif. Meskipun demikian, Christhoper dan Layyinaturrobaniyah (2019) menemukan pasar modal Indonesia tidak efisien pada pemilihan Donald Trump dengan kebocoran informasi serta reaksi berkepanjangan hingga $t+7$ setelah pengumuman, mereka juga menemukan perbedaan *trading volume activity* pada periode sebelum dan sesudah pengumuman.

Penelitian ini memberikan kontribusi metodologis terhadap studi peristiwa di Indonesia dalam mengatasi bias estimasi akibat volatilitas pasar dan *confounding events* pada periode estimasi. Berbeda dengan penelitian terdahulu yang umumnya menggunakan *market model* standar, penelitian ini mengadopsi integrasi *Markov*

switching regression dengan *market model* yang diperkenalkan Aktas dkk. (2003) dan dikembangkan Papakyriakou dkk. (2019). Pendekatan ini memungkinkan pemisahan periode volatil dari periode normal secara statistik, sehingga menghasilkan estimasi parameter yang lebih akurat tanpa harus melakukan penyaringan manual pada periode estimasi.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, penelitian ini bertujuan menguji efisiensi pasar modal Indonesia dengan menganalisis reaksi pasar melalui *abnormal return* dan *trading volume activity*. Peneliti tertarik melakukan penelitian dengan judul **"PENGUJIAN EFISIENSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN JAJARAN PENGURUS BADAN PENGELOLA INVESTASI DAYA ANAGATA NUSANTARA"**.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah yang dapat dirancang adalah:

1. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar peristiwa pengumuman susunan pengurus BPI Danantara?
2. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman susunan pengurus BPI Danantara?
3. Apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman susunan pengurus BPI Danantara?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah ditetapkan, tujuan penelitian ini adalah:

1. Menguji perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman susunan pengurus BPI Danantara untuk mengevaluasi reaksi pasar modal terhadap pengumuman tersebut.
2. Menguji perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman susunan pengurus BPI Danantara untuk mengetahui dampak jangka pendek pengumuman terhadap *return* saham BUMN.

3. Menguji perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman susunan pengurus BPI Danantara untuk mengetahui dampak pengumuman terhadap aktivitas perdagangan saham BUMN.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak, antara lain:

1. Bagi penulis, penelitian ini memberikan kesempatan untuk mengaplikasikan teori manajemen keuangan melalui analisis studi peristiwa pengumuman susunan pengurus BPI Danantara. Dengan mengukur perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman, penulis dapat memahami kandungan informasi dan dampak struktur kepengurusan lembaga terhadap pasar modal.
2. Bagi investor, hasil analisis perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada hari di sekitar pengumuman dapat membantu investor memahami pola reaksi pasar terhadap pengumuman susunan pengurus lembaga. Informasi tersebut juga dapat menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi, terutama dalam mengantisipasi dampak pengumuman serupa di masa mendatang.
3. Bagi akademisi dan peneliti selanjutnya, penelitian ini memperkaya literatur tentang studi peristiwa (*event study*) yang spesifik pada pengumuman susunan pengurus lembaga investasi strategis di Indonesia. Temuan penelitian ini juga dapat menjadi dasar untuk pengembangan penelitian lanjutan yang mengkaji dampak struktur kepengurusan lembaga strategis lainnya terhadap reaksi pasar modal Indonesia.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Xu (2023) menyatakan bahwa teori pasar efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menjadi salah satu landasan fundamental dalam teori keuangan modern yang menjelaskan bagaimana pasar keuangan memproses informasi dan merefleksikannya ke dalam harga sekuritas. Teori ini dicetuskan oleh Fama (1970) yang mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar di mana harga selalu sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Definisi ini mengandung makna bahwa seluruh informasi yang relevan telah terintegrasi dalam harga pasar saat ini, sehingga tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* secara konsisten dengan memanfaatkan informasi tersebut.

Fama (1970) menguraikan kondisi ideal yang diperlukan untuk tercapainya pasar yang efisien sempurna. Menurutnya, pasar yang efisien sempurna memerlukan tiga kondisi, di antaranya:

1. Tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas.
2. Semua informasi yang tersedia dapat diakses tanpa biaya oleh semua pelaku pasar.
3. Semua pelaku pasar sepakat tentang implikasi informasi saat ini terhadap harga saat ini dan distribusi harga masa depan dari setiap sekuritas.

Sukamulja (2017) mengungkapkan bahwa berdasarkan penelitian di berbagai negara, belum ada pasar modal yang benar-benar efisien. Temuan ini mengindikasikan adanya kesenjangan antara teori pasar efisien dengan kondisi riil di lapangan. Sejalan dengan pernyataan tersebut, Mustafa dan Ahmed (2020)

menyebutkan bahwa teori pasar efisien masih menjadi perdebatan berkelanjutan di kalangan ekonom terkait tingkat efisiensinya (lemah, semi-kuat, atau kuat) karena hasil-hasil penelitian menunjukkan temuan yang beragam.

Fama (1970) mengakui bahwa kondisi ideal pasar efisien jarang terpenuhi dalam praktiknya. Ia berargumen bahwa pasar masih dapat bersifat efisien dalam kondisi yang lebih realistis. Fama berpendapat bahwa pasar dapat dianggap tetap efisien meski ada biaya transaksi jika pelaku pasar mempertimbangkan semua informasi. Pasar juga bisa efisien walaupun akses informasi tidak merata, asalkan "cukup banyak" investor yang memiliki akses. Perbedaan interpretasi antar investor tidak secara otomatis membuat pasar tidak efisien, kecuali ada investor yang konsisten mengevaluasi informasi lebih baik dari yang tercermin dalam harga pasar.

Fama (1970) mengelompokkan tingkat efisiensi pasar menjadi tiga bentuk, yaitu:

1. Efisiensi Bentuk Lemah (*Weak Form Efficiency*)

Efisiensi bentuk lemah merupakan kondisi yang menunjukkan bahwa harga saham saat ini telah mencerminkan semua informasi historis harga saham di masa lalu sehingga investor tidak dapat memanfaatkan informasi masa lalu untuk memperoleh *abnormal return*.

2. Efisiensi Bentuk Semi-Kuat (*Semi-Strong Form Efficiency*)

Efisiensi pasar bentuk semi-kuat merupakan kondisi yang menunjukkan bahwa harga saham menyesuaikan diri secara cepat dan akurat terhadap semua informasi publik yang tersedia sehingga tak ada investor yang dapat memanfaatkan informasi yang dipublikasikan untuk memperoleh *abnormal return*. Informasi ini tidak hanya berupa data harga historis, tetapi juga mencakup semua informasi yang tersedia untuk publik, seperti laporan keuangan, pengumuman dividen, pemecahan saham, dan sebagainya.

3. Efisiensi Bentuk Kuat (*Strong Form Efficiency*)

Efisiensi bentuk kuat merupakan efisiensi pasar yang paling ketat, yang menyatakan bahwa bahkan informasi privat atau orang dalam (*insider information*) sudah tercermin dalam harga saham sehingga tak ada investor yang memperoleh *abnormal return* karena informasi privat.

Pasar efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia (Thomas dkk., 2024). Pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga ekuilibrium terhadap informasi baru terjadi dengan cepat (Fama dkk., 1969). Waktu yang cepat ini tidak harus seketika, tapi harus dalam waktu yang cepat (Mustafa & Ahmed, 2020). Investor bereaksi dengan menggunakan informasi dengan penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru (Eden dkk., 2022).

Vidal-García dan Vidal (2024) menyatakan bahwa teori pasar efisien memiliki penyimpangan-penyimpangan yang dikenal sebagai anomali pasar. Anomali pasar merupakan kondisi ketika suatu sekuritas atau kelompok sekuritas menunjukkan kinerja yang bertentangan dengan konsep pasar efisien (Woo dkk., 2020).

Anomali pasar memberikan peluang bagi investor untuk meraih keuntungan tidak normal (*abnormal return*), namun fenomena ini tidak serta-merta menunjukkan bahwa pasar benar-benar tidak efisien (Bartram & Grinblatt, 2021). Elotmani dkk. (2024) mengonfirmasi adanya peluang keuntungan dari anomali pasar, sementara Jacobs dan Müller (2020) menemukan bahwa anomali tersebut cenderung melemah atau bahkan menghilang setelah ditemukan dan dipublikasikan secara luas. Hal ini menunjukkan bahwa pasar secara cepat beradaptasi terhadap informasi baru, termasuk informasi tentang anomali itu sendiri.

Woo dkk. (2020) mengidentifikasi beberapa jenis anomali pasar yang sering ditemukan, di antaranya adalah tersebut sebagai berikut:

a) Volume dan Volatilitas

Anomali ini menunjukkan hubungan erat antara jumlah perdagangan (volume) dan naik-turunnya harga (volatilitas). Volume tinggi biasanya terjadi saat ada informasi baru atau perbedaan pendapat harga di antara investor, yang memicu fluktuasi harga lebih ekstrem. Pola ini mengisyaratkan bahwa volatilitas bukan fenomena acak, melainkan hasil interaksi dinamika psikologis investor dan proses penyerapan informasi pasar.

b) Aturan Perdagangan dan Analisis Teknis

Anomali aturan perdagangan dan analisis teknis adalah fenomena ketika strategi atau indikator teknikal, seperti *moving average* (rata-rata pergerakan harga dalam periode tertentu) dan *Relative Strength Index*/RSI (indikator yang menunjukkan apakah harga sudah terlalu tinggi atau rendah), dapat menghasilkan keuntungan di luar kebiasaan pasar. Jika semakin banyak orang menggunakan strategi yang sama, efektivitas anomali ini biasanya menurun karena pasar menjadi lebih efisien dan peluang keuntungan ekstra pun menghilang.

Teori pasar efisien menjadi kerangka teoretis untuk memahami bagaimana pasar modal Indonesia memproses informasi pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara. Pengumuman tersebut merupakan informasi publik yang tersedia untuk seluruh pelaku pasar. Penelitian ini akan mengamati kecepatan dan pola reaksi pasar dalam merespons informasi tentang kredibilitas dan kompetensi pengurus BPI Danantara. Fokus analisis adalah pada pergerakan harga saham perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks IDXBUMN20.

2.2. Kandungan Informasi

Pasar modal akan bereaksi terhadap suatu pengungkapan jika pengungkapan tersebut dianggap mengandung informasi (Chandra & Wirama, 2024). Kandungan informasi dalam pasar modal merupakan komponen informasi yang tercermin dalam harga saham (Morck dkk., 2000). Kandungan informasi merujuk pada sejauh mana suatu pengungkapan memberikan sinyal yang bermakna dan dapat digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi (Jiang dkk., 2024). Kandungan informasi mengacu pada kemampuan suatu pengumuman (seperti laporan keuangan) untuk mengubah keyakinan dan ekspektasi para investor tentang nilai masa depan perusahaan, yang kemudian tercermin dalam perubahan harga saham atau volume perdagangan (Beaver, 1968).

Peristiwa yang mengandung informasi dapat dikategorikan sebagai kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*) bagi investor (Coutts, 2018). *Good news* adalah informasi yang diperkirakan akan meningkatkan nilai perusahaan, seperti pengumuman laba yang melampaui ekspektasi, perolehan kontrak besar, atau penunjukan manajemen yang kredibel. Sebaliknya, *bad news* adalah informasi yang diperkirakan akan menurunkan nilai perusahaan, seperti penurunan laba, kehilangan kontrak penting, atau skandal korporasi (Hartono, 2010).

Baik *good news* maupun *bad news* tentang perusahaan sama-sama berpotensi menciptakan perbedaan dalam *return* saham (Naumer & Yurtoglu, 2020). *Bad news* biasanya memiliki dampak lebih besar pada volatilitas pasar dibandingkan *good news* (Ding dkk., 2025). Almaskati dkk. (2022) menjelaskan bahwa ketidakpastian pasar mendorong investor mengambil sikap pesimistis ketika mengevaluasi informasi, sehingga mereka cenderung meremehkan *good news* tetapi meningkatkan respons terhadap *bad news*.

Teori kandungan informasi relevan dalam penelitian ini karena pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara dapat mempengaruhi keputusan investasi dan pergerakan harga saham BUMN. Pengumuman pengurus lembaga investasi strategis yang akan mengelola dan merestrukturisasi BUMN mengandung sinyal tentang arah kebijakan dan prospek masa depan perusahaan negara. BPI Danantara menghadapi pro-kontra terkait potensi keberhasilannya, dengan tantangan utama meliputi kredibilitas dan *track record* pengurus yang ditunjuk serta risiko intervensi politik, yang dapat menimbulkan sentimen beragam di kalangan pelaku pasar dalam mengklasifikasikan pengumuman tersebut sebagai *good news* atau *bad news*.

2.3. Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa adalah metode penelitian berbasis data yang bertujuan untuk menilai pengaruh kejadian dan pengumuman penting (Ullah dkk., 2021). Secara lebih spesifik, metode studi peristiwa berfungsi sebagai teknik untuk menangkap reaksi investor terhadap suatu peristiwa yang mempengaruhi perusahaan yang

diperdagangkan secara publik (Eden dkk., 2022). Bowman (1983) mendefinisikan studi peristiwa sebagai analisis perilaku harga sekuritas di sekitar waktu terjadinya suatu kejadian atau pengumuman informasi.

Studi peristiwa pertama kali dikenal di penelitian Dolley (1933), yang menganalisis peristiwa pemecahan saham (*stock split*) 5 perusahaan dari tahun 1921-1931 dan menemukan hasil bahwa sebagian harga saham bereaksi positif karena peristiwa pemecahan saham tersebut. Setelah penelitian Dolley (1933), Ball dan Brown (1968) dan Fama dkk. (1969) melakukan penelitian dengan metode studi peristiwa ini. Dua penelitian ini merupakan studi peristiwa yang seminal dan banyak diacu (Hartono, 2010).

Secara umum, studi peristiwa digunakan untuk dua tujuan utama yaitu menilai efisiensi pasar modal dan menganalisis dampak peristiwa spesifik terhadap nilai perusahaan (Martins & Cró, 2022). Adapun alasan melakukan studi peristiwa adalah untuk menganalisis pengaruh dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan, mengukur langsung pengaruh peristiwa terhadap harga saham perusahaan pada saat terjadinya peristiwa karena harga saham tersedia pada saat peristiwanya terjadi, dan kemudahan mendapatkan datanya (Hartono, 2010).

Metode studi peristiwa telah menjadi standar dalam analisis respons harga saham terhadap berbagai peristiwa, terutama karena kemampuannya memberikan ukuran kuantitatif yang objektif tentang reaksi pasar terhadap informasi baru (Khalid, 2024). Keunggulan utama metodologi ini terletak pada identifikasi respons investor melalui analisis perubahan abnormal harga saham dalam jendela peristiwa yang ditentukan, sehingga meminimalkan pengaruh faktor eksternal yang tidak relevan (Kurek, 2020). Pendekatan ini memungkinkan peneliti untuk mengisolasi dan mengukur dampak spesifik dari suatu pengumuman atau peristiwa terhadap nilai perusahaan secara akurat.

Menurut McWilliams dan Siegel (1997), metode studi peristiwa didasarkan pada tiga asumsi dasar, yaitu:

1. Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)
Mengasumsikan bahwa pasar modal mampu menyerap dan bereaksi terhadap informasi baru dengan cepat dan akurat, sehingga harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia di pasar.
2. Peristiwa-peristiwa Tidak Diantisipasi (*Unanticipated Events*)
Peristiwa yang diteliti bersifat tidak terduga atau belum diketahui sebelumnya oleh pelaku pasar, sehingga reaksi yang terjadi benar-benar merupakan respons terhadap informasi baru tersebut.
3. Tidak Ada Efek-efek Pengganggu (*No Confounding Effects*)
Selama jendela peristiwa tidak terdapat peristiwa lain yang dapat mempengaruhi harga saham, sehingga perubahan yang terjadi dapat secara murni dikaitkan kepada peristiwa yang sedang diteliti.

Studi peristiwa dapat dikategorikan dalam beberapa tipe. Menurut Hartono (2010), studi peristiwa dapat dikategorikan menjadi empat tipe, yaitu kandungan informasi (*information content*), efisiensi pasar (*market efficiency*), evaluasi model (*model evaluation*), dan penjelasan metrik (*metric explanation*). Penjelasan untuk keempat tipe tersebut adalah sebagai berikut:

1. Kandungan Informasi (*Information Content*)
Pasar bereaksi karena peristiwa mengandung informasi atau mengandung nilai ekonomis yang dapat mengubah nilai perusahaan. Jika suatu peristiwa mengandung informasi, maka pasar merespons dengan adanya *abnormal return*. *Abnormal return* bernilai nol menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap peristiwanya. Jika pasar bereaksi maka akan didapatkan *abnormal return* signifikan berbeda dengan nol.
2. Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)
Tipe ini menguji kecepatan reaksi pasar. Pasar disebut efisien secara informasi jika suatu peristiwa atau informasi direaksi dengan penuh dan cepat oleh pasar.

3. Evaluasi Model (*Model Evaluation*)

Tipe ini mengevaluasi model-model yang digunakan di studi peristiwa untuk menentukan model mana yang paling sesuai untuk kondisi tertentu.

4. Penjelasan Metrik (*Metric Explanation*)

Tipe ini mencoba menjelaskan penyebab reaksi pasar lebih lanjut. Misalnya, *Earning Response Coefficient* (ERC) menggunakan *abnormal return* sebagai dependen dan *unexpected earnings* sebagai independen.

Studi peristiwa efektif dalam menguji kandungan informasi suatu pengumuman serta mengevaluasi signifikansinya terhadap pergerakan harga saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang (Kolari & Pynnönen, 2023). Dengan fokus pada periode peristiwa, metode ini mengisolasi dampak suatu peristiwa dari gangguan informasi lain, sehingga menghasilkan bukti empiris yang kuat tentang pengaruh peristiwa terhadap nilai pasar dan keputusan investasi (Khalid, 2024).

Penentuan periode waktu yang tepat untuk mengamati peristiwa menjadi faktor penting dalam metodologi studi peristiwa, karena hal ini diperlukan untuk menangkap respons pasar dengan akurat (Ullah dkk., 2021). Pengukuran *abnormal return* dalam periode pendek dan panjang tidak hanya menunjukkan seberapa cepat pasar bereaksi terhadap informasi baru, tetapi juga memberikan gambaran mengenai seberapa efisien pasar tersebut bekerja (Kolari & Pynnönen, 2023).

Peristiwa dalam studi peristiwa dapat berupa pengumuman yang disampaikan oleh pihak perusahaan atau pihak lain di luar perusahaan misalnya pemerintah, regulator, dan pihak lainnya. Peristiwa dalam studi peristiwa meliputi pengumuman yang berkaitan dengan laba, pengumuman peramalan (*forecast*) oleh pejabat perusahaan, pengumuman dividen, pengumuman investasi, pengumuman ketenagakerjaan, pengumuman pemasaran-produksi-penjualan, pengumuman manajemen-direksi, dan pengumuman *merger-takeover-divestiture* (Hartono, 2010).

Hal ini menjadikan studi peristiwa alat yang penting untuk memahami dinamika pasar modal dan respons investor terhadap perubahan informasi, sekaligus memvalidasi teori efisiensi pasar dalam konteks praktis (Kurek, 2020). Metodologi ini telah memberikan kontribusi signifikan dalam penelitian keuangan dengan menyediakan kerangka kerja empiris untuk mengukur dampak informasi baru terhadap nilai perusahaan secara objektif dan terukur (Hartono, 2010).

Pendekatan studi peristiwa menjadi landasan metodologis yang sesuai untuk menguji dampak pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara karena kemampuannya mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa spesifik. Studi peristiwa memungkinkan pengujian empiris terhadap asumsi-asumsi dalam teori pasar efisien, khususnya tentang kecepatan penyerapan informasi oleh pasar.

2.4. Penelitian Terdahulu

Berbagai studi peristiwa telah dilakukan terhadap peristiwa politik, perubahan regulasi, sampai keputusan tingkat korporat. Ringkasan penelitian-penelitian terdahulu yang relevan disajikan pada tabel berikut.

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti (Tahun)	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Riyosef dan Agustin (2022)	<i>Event Study</i> Peristiwa Pemberlakuan Efektif Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 72 di Sektor Telekomunikasi dan Farmasi	<i>Abnormal return</i> dan <i>trading volume activity</i>	Pasar modal Indonesia berkarakteristik efisien bentuk setengah kuat karena mampu merespons informasi publik yang relevan. Penelitian membuktikan bahwa pemberlakuan PSAK 72 mendapat respons negatif dari investor, tercermin dari <i>abnormal return</i> negatif signifikan pada periode t-3 yang mengindikasikan bahwa pasar mempersepsikannya sebagai <i>bad news</i> . Tidak terdapat perbedaan signifikan <i>trading volume activity</i> sebelum-setelah peristiwa.

Tabel 2. 1 (Lanjutan)

2.	Pathonah, Purwanto, dan Ermawati (2021)	<i>Analysis Semi- Strong Efficiency Market Testing Through of Right Issue Influence on Abnormal Return in Emitens Indonesia Stock Exchange Period 2017-2019</i>	<i>Abnormal return..</i>	Pasar modal Indonesia terkonfirmasi memiliki efisiensi pasar bentuk setengah kuat, ditunjukkan dari penyerapan informasi <i>rights issue</i> ke dalam harga saham. <i>Abnormal return</i> negatif pada t-3, t-1, t0, t+1, dan t+4 menunjukkan investor mempersepsikan <i>right issue</i> sebagai <i>bad news</i> .
3.	Nelmida (2020)	<i>Is Indonesia Stock Exchange Semi- Strong Form Efficiency? (Event study pada pengumuman warrant listing di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2018)</i>	<i>Abnormal return.</i>	Pasar modal Indonesia termasuk kategori efisiensi setengah kuat karena mampu menyerap dan bereaksi terhadap informasi publik. Penelitian menemukan bahwa pengumuman <i>warrant listing</i> memiliki kandungan informasi positif, tercermin dari <i>abnormal return</i> dan <i>cumulative abnormal return</i> yang bernilai positif.
4.	Suroto (2019)	<i>The Comparative Analysis of the Stocks Price before and After the Announcement of Inauguration Indonesian Cabinet Onward (Event study on Index Stocks on Kompas 100 August 2019 until January 2020)</i>	<i>Abnormal return.</i>	Penelitian ini menemukan bahwa Bursa Efek Indonesia efisien dalam bentuk pasar semi-kuat. Investor merespons pengumuman pelantikan kabinet sebagai <i>good news</i> yang tercermin dari <i>abnormal return</i> positif dan signifikan pada tanggal pengumuman dan berlanjut hingga hari ketiga setelah pengumuman.

Tabel 2. 1 (Lanjutan)

5.	Christhoper dan Layyinaturr obaniyah (2019)	<i>Indonesian Capital Market Reactions for the Election of Donald Trump as United States President (Empirical Study on Multinational Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange)</i>	<i>Abnormal return</i> dan <i>trading volume activity</i> .	Pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk setengah kuat karena adanya kebocoran informasi dan reaksi yang lambat terhadap pengumuman terpilihnya Donald Trump sebagai Presiden AS. Terdapat <i>abnormal return</i> rata-rata yang signifikan pada periode t-6, t-4, t-3, t-2 (sebelum pengumuman) dan t+1 hingga t+7 (setelah pengumuman), dengan <i>cumulative abnormal return</i> yang bernilai negatif. Disamping itu, terdapat perbedaan <i>trading volume activity</i> pada periode sebelum dan sesudah pengumuman.
----	---	--	---	---

2.5. Pengembangan Hipotesis

2.5.1. Hipotesis Pertama: *Abnormal Return* pada Hari-hari di Sekitar Pengumuman

Teori pasar efisien menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang tersedia (Fama, 1970), sehingga pasar akan bereaksi cepat terhadap informasi baru yang bernilai. Pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga ekuilibrium dilakukan dengan cepat (Mustafa & Ahmed, 2020). Investor bereaksi menggunakan informasi dengan penuh dan cepat sehingga harga sekuritas berubah mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan baru (Eden dkk., 2022).

Hartono (2010) menyatakan bahwa jika suatu peristiwa mengandung informasi, maka pasar merespons dengan adanya *abnormal return*. Pasar modal akan bereaksi terhadap suatu pengungkapan jika pengungkapan tersebut dianggap mengandung informasi (Chandra & Wirama, 2024). Kandungan informasi mengacu pada kemampuan suatu pengumuman untuk mengubah keyakinan dan ekspektasi investor tentang nilai masa depan perusahaan, yang kemudian tercermin dalam perubahan harga saham (Beaver, 1968).

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* signifikan pada berbagai pengumuman, namun arahnya bervariasi. Riyosef dan Agustin (2022) dan Pathonah, Purwanto, dan Ermawati (2020) menemukan reaksi negatif terhadap pemberlakuan PSAK 72 dan *rights issue*. Sebaliknya, Suroto (2019) dan Nelmidia (2020) menemukan reaksi positif terhadap pengumuman kabinet Indonesia dan *warrant listing*. Variasi arah reaksi ini menunjukkan bahwa respons pasar tergantung pada interpretasi investor terhadap dampak informasi tersebut.

BPI Danantara menghadapi pro dan kontra sejak awal pembentukannya. Di sisi positif, lembaga ini berpotensi meningkatkan efisiensi BUMN, mendorong pertumbuhan ekonomi hingga 5,1-5,4%, dan mengoptimalkan pengelolaan aset negara (Ayu dkk., 2025). Namun di sisi lain, terdapat kekhawatiran terkait transparansi, independensi, dan potensi konflik kepentingan dengan keterlibatan elite politik (Djumena, 2025).

Penelitian Mutia dan Utama (2025) menunjukkan sentimen publik terhadap pembentukan lembaga ini terbagi dengan 56% negatif dan 44% positif/netral. Meskipun demikian, pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara merupakan informasi yang relevan bagi investor tentang "siapa" yang akan mengelola aset BUMN senilai US\$900 miliar. Pengumuman tersebut dapat menjadi momen kritis yang berpotensi memperkuat kepercayaan investor terhadap reformasi BUMN atau justru memperburuk kekhawatiran akan politisasi dan tata kelola yang lemah. Adanya pro-kontra ini membuat arah reaksi pasar sulit diprediksi secara pasti, sehingga hipotesis dirumuskan secara dua arah tanpa menentukan apakah reaksi akan positif atau negatif.

Dengan demikian, hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut.

H1: Terdapat *abnormal return* signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara.

2.5.2. Hipotesis Kedua: *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman

Kandungan informasi merujuk pada kemampuan suatu pengungkapan memberikan sinyal bermakna untuk pengambilan keputusan investasi (Jiang dkk., 2024). Suatu pengumuman dianggap memiliki kandungan informasi jika mampu mengubah ekspektasi dan keyakinan investor, yang tercermin dalam perbedaan reaksi pasar antara periode sebelum dan sesudah pengumuman (Beaver, 1968). Pasar modal bereaksi ketika pengungkapan dianggap mengandung informasi yang relevan (Chandra & Wirama, 2024). Hartono (2010) menjelaskan bahwa pengumuman yang bernilai ekonomis akan menghasilkan perbedaan signifikan antara *abnormal return* periode sebelum dengan periode sesudah, karena investor menyesuaikan valuasi mereka berdasarkan informasi baru tersebut.

Suroto (2019) menemukan perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara periode sebelum dengan periode sesudah pengumuman Kabinet Indonesia Maju. Nelmidia (2020) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman *warrant listing*. Pathonah dkk. (2021) juga menemukan perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Disamping itu, Christhoper & Layyinaturrobanayah (2019) tidak menemukan perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman.

Hipotesis ini menguji perbedaan kumulatif *abnormal return* antara periode sebelum dengan periode sesudah pengumuman. Perbedaan ini mencerminkan perubahan dalam ekspektasi investor setelah memperoleh kepastian tentang siapa yang akan mengelola aset negara tersebut.

Dengan demikian, hipotesis kedua dapat dirumuskan sebagai berikut.

H2: Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara.

2.5.3. Hipotesis Ketiga: *Trading Volume Activity* Sebelum dan Sesudah Pengumuman

Volume perdagangan mencerminkan aktivitas investor dalam merespons informasi (Susilowati & Sinaga, 2019). Kandungan informasi tidak hanya tercermin dalam perubahan harga saham tetapi juga volume perdagangan (Beaver, 1968). Setelah pengumuman resmi suatu peristiwa, volume perdagangan dapat berubah karena informasi telah menjadi publik dan investor menyesuaikan portofolio berdasarkan informasi tersebut (Bintari & Kusnandar, 2020).

Peristiwa yang mengandung informasi dapat dikategorikan sebagai kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*) bagi investor (Coutts, 2018). *Bad news* biasanya memiliki dampak lebih besar pada volatilitas pasar dibandingkan *good news* (Ding dkk., 2025). Almaskati dkk. (2022) menjelaskan bahwa ketidakpastian pasar mendorong investor mengambil sikap pesimistis ketika mengevaluasi informasi, sehingga mereka cenderung meremehkan *good news* tetapi meningkatkan respons terhadap *bad news*.

Christhoper dan Layyinaturobaniyah (2019) menemukan perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pemilihan Donald Trump, tanpa menentukan periode mana yang lebih tinggi. Riyosef dan Agustin (2022) juga menganalisis *trading volume activity* sebagai indikator respons pasar terhadap pemberlakuan PSAK 72.

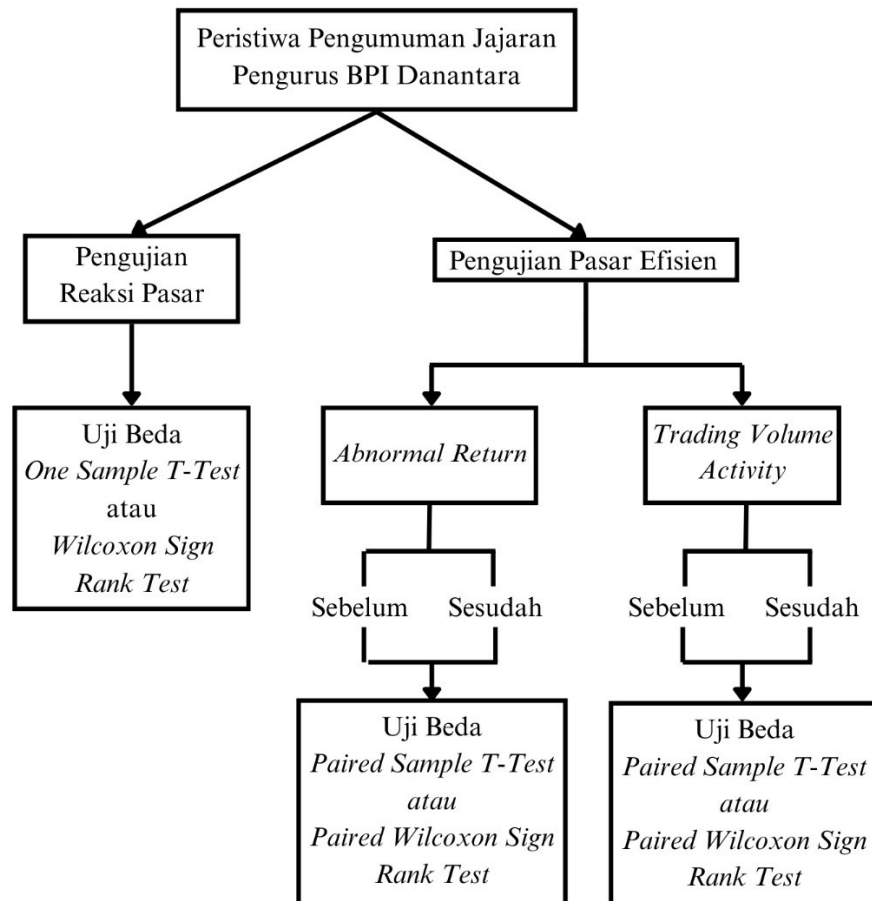
Adanya pro-kontra terkait BPI Danantara dapat mempengaruhi aktivitas perdagangan. Volume dapat meningkat karena perbedaan pendapat yang tajam antar investor, atau justru menurun karena sikap *wait-and-see* dalam menghadapi ketidakpastian pasar.

Dengan demikian, hipotesis ketiga dapat dirumuskan sebagai berikut.

H3: Terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara.

2.6. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan tinjauan teori dan penelitian-penelitian terdahulu yang telah diuraikan sebelumnya, maka kerangka penelitian ini dapat disusun sebagai berikut:



Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran

III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan studi peristiwa. Menurut Barella dkk. (2024), penelitian kuantitatif adalah bagian penting dalam suatu studi yang menerapkan metode berbasis angka dan statistik untuk mengumpulkan, menganalisis, dan menginterpretasi data. Bowman (1983) mendefinisikan suatu studi peristiwa sebagai studi yang melibatkan analisis perilaku harga sekuritas sekitar waktu suatu kejadian atau pengumuman informasi. Berdasarkan Fama dkk. (1969), studi peristiwa merupakan metodologi yang digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Dalam konteks penelitian ini, pendekatan studi peristiwa digunakan untuk menguji efisiensi pasar melalui pengamatan pergerakan *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman susunan pengurus BPI Danantara.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa data sekunder yang bersifat historis. Menurut Lim (2024), data kuantitatif adalah data berbentuk angka yang dapat diukur dan dianalisis secara statistik, sehingga sangat penting untuk penelitian yang membutuhkan hasil objektif dan terukur. Situmorang dan Januardin (2021) menyatakan bahwa data sekunder dalam penelitian ekonomi dan keuangan mengacu pada data yang diperoleh dari pihak atau sumber lain yang sudah ada. Sementara itu, data historis adalah data yang dapat berupa catatan analog (fisik) maupun digital, dan sering kali berasal dari arsip, dokumen, laporan, catatan administratif, atau sumber lain yang merekam kejadian masa lalu (Giuliano & Matranga, 2020).

Jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 3. 1 Jenis dan Sumber Data

No.	Jenis Data	Sumber Data
1.	Data harga saham harian untuk setiap perusahaan dalam sampel penelitian selama periode pengamatan.	Yahoo Finance (https://finance.yahoo.com)
2.	Data Indeks IHSG harian sebagai proksi pasar untuk perhitungan <i>expected return</i> metode <i>market model</i> .	Yahoo Finance (https://finance.yahoo.com)
3.	Data volume perdagangan saham harian untuk setiap perusahaan dalam sampel penelitian selama periode pengamatan.	Bursa Efek Indonesia (https://www.idx.co.id)
4.	Data jumlah saham yang beredar untuk setiap perusahaan dalam sampel penelitian selama periode pengamatan.	Bursa Efek Indonesia (https://www.idx.co.id)

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*. Menurut Campbell dkk. (2020), *purposive sampling* adalah metode yang mencocokkan sampel dengan tujuan dan sasaran penelitian sehingga hasil studi lebih akurat dan dapat dipercaya.

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar dalam indeks IDXBUMN20 dengan pertimbangan bahwa BPI Danantara memiliki dampak langsung terhadap perusahaan BUMN. Saham-saham dalam IDXBUMN20 merupakan saham perusahaan BUMN dengan kapitalisasi pasar terbesar dan tingkat likuiditas tinggi sehingga dianggap representatif terhadap BUMN secara keseluruhan.

Kriteria pemilihan sampel disajikan pada tabel berikut:

Tabel 3. 2 Kriteria Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar dalam Indeks IDXBUMN20	20
2	Perusahaan yang mengalami mengalami efek pengganggu berupa <i>corporate action</i> seperti <i>stock split</i> , <i>dividend</i> , <i>buyback</i> , <i>merger</i> dan akuisisi, divestasi, serta <i>right issue</i> selama periode peristiwa (20-27 Maret 2025)	(5)
Total		15

Sumber: www.idx.com (Data Diolah, 2025).

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel pada Tabel 3.2, sampel akhir yang memenuhi kriteria seleksi berjumlah 15 perusahaan. Daftar lengkap sampel penelitian terpilih disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 3. 3 Daftar Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan
1	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
2	ANTM	Aneka Tambang Tbk
3	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk
4	BJTM	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk
5	BRIS	PT Bank Syariah Indonesia Tbk
6	ELSA	Elnusa Tbk
7	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk
8	MTEL	PT Dayamitra Telekomunikasi Tbk
9	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk
10	PGEO	Pertamina Geothermal Energy Tbk
11	PTBA	Bukit Asam Tbk
12	PTPP	PP (Persero) Tbk
13	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
14	TINS	PT Timah Tbk
15	TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk

Sumber: www.idx.com (Data Diolah, 2025).

3.3. Identifikasi Peristiwa

Penelitian ini menggunakan pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara yang dilaksanakan pada tanggal 24 Maret 2025 sebagai peristiwa yang diamati. Berdasarkan klasifikasi oleh Hartono (2010), dapat diidentifikasi bahwa peristiwa ini termasuk peristiwa pengumuman dari luar perusahaan yang bersifat sporadik (bukan peristiwa rutin/periodik) dengan dampak industri spesifik pada sektor BUMN. Keputusan dan pengumuman ini merupakan kebijakan pemerintah yang mempengaruhi perusahaan-perusahaan BUMN dari luar struktur internal mereka.

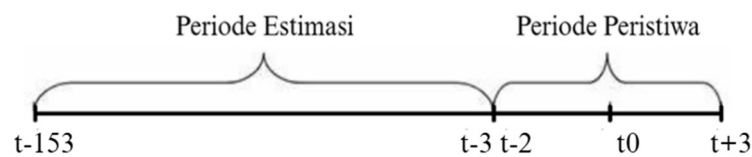
3.4. Periode Pengamatan

Secara struktural, periode dalam studi peristiwa terbagi menjadi periode peristiwa dan periode estimasi. Periode peristiwa merupakan periode terjadinya peristiwa dan pengamatan, sementara periode estimasi merupakan periode sebelum periode peristiwa yang digunakan untuk menghitung *expected return* sebagai acuan perbandingan (Hartono, 2010).

Penelitian ini menetapkan periode estimasi selama 150 hari bursa sebelum periode peristiwa dimulai. Hal ini sejalan rekomendasi Mackinlay (1997) yang menyatakan bahwa periode estimasi untuk mendapatkan parameter *market model* pada umumnya berjumlah 120 hari atau lebih. Penetapan 150 hari bursa juga didasarkan pada pertimbangan metodologis supaya mendapatkan jumlah observasi yang memadai untuk menghasilkan parameter estimasi yang baik.

Periode peristiwa dalam penelitian ini ditetapkan selama 6 hari, yaitu 2 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman dengan t_0 dalam penelitian ini adalah tanggal 24 Maret 2025 yang merupakan hari pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara. Penetapan rentang 2 hari sebelum peristiwa dipertimbangkan untuk menghindari *confounding event* berupa pengumuman The Fed yang mempertahankan suku bunga 4,25-4,50% dan Bank Indonesia yang mempertahankan BI Rate di 5,75% pada tanggal 19 Maret 2025 ($t-3$). Selain itu, penetapan 3 hari setelah peristiwa

merupakan upaya yang optimal dalam menangkap reaksi dan penyesuaian pasar mengingat kondisi operasional Bursa Efek Indonesia yang tidak beroperasi mulai $t+4$ (28 Maret hingga 7 April 2025) karena cuti bersama Hari Suci Nyepi Tahun Baru Saka 1947 dan cuti bersama Idul Fitri 1446 Hijriah. Periode peristiwa yang terlalu panjang juga berisiko terkontaminasi oleh peristiwa eksternal yang dapat mengaburkan dampak sesungguhnya dari peristiwa yang diteliti. Oleh karena itu, periode pengamatan dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 3. 1 Periode Pengamatan

3.5. Variabel

3.5.1. *Abnormal Return*

Konsep *return* menjadi landasan yang harus dipahami sebelum membahas *abnormal return*. Sunarwijaya dkk. (2024) mendefinisikan *return* sebagai imbal hasil atau tingkat keuntungan yang diperoleh investor dari kepemilikan saham atau aktivitas investasi. Definisi ini sejalan dengan pandangan Zarkasyi dkk. (2023) yang mendefinisikan *return* sebagai keuntungan yang diraih pemegang saham dari investasi di pasar modal.

Return mencakup istilah *realized return* dan *expected return* (Hartono, 2010). Menurut Rajan dan Granapu (2021) *realized return* adalah hasil aktual yang diperoleh dari investasi, sedangkan *expected return* adalah estimasi atau harapan hasil yang akan didapat di masa mendatang. Kedua konsep ini menjadi dasar penting dalam analisis kinerja investasi karena memungkinkan investor membandingkan hasil nyata dengan proyeksi awal mereka.

Perbedaan antara *realized return* dengan *expected return* memunculkan konsep *abnormal return*. Menurut Bintari dan Kusnandar (2020) *abnormal return* merupakan selisih antara *return* aktual yang diperoleh dengan *return* yang

diharapkan. Selaras dengan pernyataan tersebut, Hartono (2010) menyatakan *abnormal return* dalam rumus sebagai berikut:

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

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* saham i pada periode peristiwa ke-t.

R_{it} = *Return* saham i pada periode peristiwa ke-t.

$E [R_{i,t}]$ = *Expected return* pada periode ke-t.

3.5.1.1. *Realized Return*

Realized return mencerminkan performa investasi yang sesungguhnya, bukan hanya estimasi atau proyeksi (Manurung dkk., 2024). Rajan dan Granapu (2021) mendefinisikan *realized return* sebagai hasil nyata atau keuntungan yang benar-benar diperoleh dari suatu investasi dalam periode tertentu, setelah memperhitungkan semua pendapatan, biaya, dan perubahan nilai investasi.

Realized return dapat diukur dengan menghitung dari selisih harga saham periode ini dengan periode harga saham sebelumnya dibagi dengan periode harga saham sebelumnya (Rini dkk., 2020). Perhitungannya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada periode peristiwa ke-t.

P_{it} = Harga saham i pada periode peristiwa ke-t.

P_{it-1} = Harga saham i pada periode peristiwa ke-t-1.

3.5.1.2. *Expected Return*

Expected return merupakan prediksi tingkat keuntungan yang diharapkan investor dari suatu investasi selama periode tertentu di masa depan (Chacko & Padmakumari, 2023). Rizova dan Saito (2020) menambahkan bahwa *expected*

return dalam investasi mengacu pada imbal hasil yang diharapkan investor berdasarkan laporan keuangan perusahaan. Dengan demikian, *expected return* berfungsi sebagai titik acuan untuk mengukur apakah *realized return* yang diperoleh berada di atas atau di bawah ekspektasi normal.

Perhitungan *expected return* dapat dilakukan dengan beberapa model. Hartono (2010) mengategorikan model-model tersebut menjadi tiga, yaitu model tanpa sesuaian risiko, model sesuaian risiko, dan model portofolio kontrol. Model yang termasuk dalam kategori model tanpa sesuaian risiko yaitu *mean-adjusted model*, *market-adjusted model*, dan *random-walk model*. Sementara itu, *market model*, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *zero beta model*, *variance model*, dan *multi-indeks model* termasuk dalam kategori model dengan sesuaian risiko.

Market model telah menjadi pendekatan standar yang banyak digunakan dalam studi peristiwa. Berdasarkan Hartono (2010), *Market model* mengasumsikan bahwa *return* sekuritas dipengaruhi oleh pergerakan *return* pasar. Model ini menggunakan hubungan linear antara *return* sekuritas individual dengan *return* pasar untuk memprediksi *expected return*. Model ini dibentuk dengan teknik regresi *Ordinary Least Squares* (OLS) yang bentuk dasarnya dapat dinyatakan dalam persamaan berikut (Hartono, 2010):

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected return* sekuritas ke-i pada periode ke-t.

α_i = Intersep untuk sekuritas ke-i.

β_i = Koefisien slop yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i.

$R_{M,t}$ = *Return* indeks pasar pada periode ke-t.

$\varepsilon_{i,t}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

Return indeks pasar pada periode ke-t dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{M,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{M,t}$ = *Return* indeks pasar pada periode ke-t.

$IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan pada periode ke-t.

$IHSG_{t-1}$ = Indeks harga saham gabungan pada periode ke-t-1.

Penelitian ini menghadapi tantangan berupa potensi bias estimasi karena tanggal peristiwa terjadi di sekitar kondisi pasar modal yang bergejolak akibat banyaknya peristiwa politik maupun ekonomi yang dapat menjadi efek pengganggu. Kontaminasi akibat peristiwa pengganggu dapat mempengaruhi validitas hasil penelitian sehingga harus dibersihkan (Hartono, 2010). Keberadaan peristiwa pengganggu dalam periode estimasi akan mempengaruhi nilai estimasi dari proses pembentukan *return* yang nantinya digunakan untuk menguji signifikansi statistik *abnormal return* (Aktas dkk., 2003).

Penyaringan manual merupakan metode konvensional untuk mengatasi kontaminasi periode estimasi, di mana peneliti mengidentifikasi dan mengeluarkan observasi yang terkontaminasi peristiwa pengganggu sebelum estimasi parameter (Aktas dkk., 2007). Namun, pendekatan ini memiliki beberapa keterbatasan penting. Pertama, penentuan observasi yang terkontaminasi cenderung subjektif dan bergantung pada penilaian peneliti. Kedua, metode ini memerlukan identifikasi lengkap seluruh peristiwa pengganggu, yang sulit dilakukan untuk sampel besar atau periode panjang. Ketiga, terdapat risiko kehilangan informasi penting yang sebenarnya mencerminkan dinamika pasar apabila tidak terobservasi oleh peneliti.

Aktas dkk. (2003) memperkenalkan integrasi *market model* yang sering kali digunakan dalam studi peristiwa dengan *Markov Switching Regression* (MSR) yang dikembangkan oleh Hamilton (1989) untuk mengatasi masalah *overestimate standard deviation abnormal return* ketika periode estimasi terkontaminasi peristiwa pengganggu.

3.5.1.2.1. *Markov Switching Regression*

Hamilton (1989) memperkenalkan *Markov Switching Regression* (MSR) sebagai metode praktis untuk memodelkan perubahan kondisi ekonomi. Parameter model berubah mengikuti proses Markov. Hamilton (1989) menjelaskan bahwa dalam konteks ini peneliti tidak dapat melihat langsung kapan perubahan terjadi, sehingga mereka harus membuat kesimpulan probabilistik berdasarkan data yang teramati. Konsep ini relevan ketika digunakan untuk studi peristiwa karena periode estimasi yang terkontaminasi pada dasarnya merupakan "*regime shifts*" atau perpindahan dari kondisi pasar normal ke kondisi volatil akibat peristiwa pengganggu.

Pendekatan *Markov switching* menggunakan dua komponen utama untuk mengidentifikasi *regime*. Pertama, *nonlinear filter* menghitung probabilitas suatu periode berada dalam *regime* tertentu (Hamilton, 1989). Kedua, *E-M algorithm* (*Expectation-Maximization*) mengestimasi parameter model secara iteratif (berulang-ulang sampai hasil stabil) dengan tahap E menghitung *smoothed probabilities* menggunakan seluruh data sampel, kemudian tahap M memperbarui estimasi parameter (Hamilton, 1990). Dalam konteks studi peristiwa ini, estimasi parameter *regime* dilakukan menggunakan otomatisasi *software* EViews 12 dengan menu "switchreg".

Pendekatan yang mengintegrasikan *market model* dengan MSR disempurnakan dan dipublikasikan oleh Aktas dkk. (2007) dengan nama *Two-State Market Model* (TSMM) yang mampu memisahkan periode volatil (*high variance regime*) dari periode tenang (*low variance regime*).

Pengintegrasian *market model* dengan MSR hanya menggantikan tahap penentuan nilai parameter *market model* (α_i dan β_i) yang pada umumnya diperoleh melalui proses regresi *Ordinary Least Squares* (OLS) menjadi *Markov Switching Regression* (MSR). Dengan demikian, parameter *market model* yang digunakan untuk mengestimasi nilai *return* adalah nilai parameter dari *normal regime* yang ditandai dengan nilai *variance* yang lebih kecil. Nilai *variance* dari *normal regime*

$(\sigma_{i,1})$ nantinya akan digunakan untuk menghitung *strandarized abnormal return*.
Two-State Market Model (Aktas dkk., 2003) dibentuk dalam persamaan berikut:

$$\begin{aligned} E[R_{i,t}] &= \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,1,t} \text{ if } S_t = 1 \text{ with } \varepsilon_{i,1,t} \text{ following } N(0, \sigma_{i,1}) \\ E[R_{i,t}] &= \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,2,t} \text{ if } S_t = 2 \text{ with } \varepsilon_{i,2,t} \text{ following } N(0, \sigma_{i,2}) \\ &\text{and } \sigma_{i,2} > \sigma_{i,1} \end{aligned}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected return* sekuritas ke-i pada periode ke-t.

α_i = Intersep untuk sekuritas ke-i.

β_i = Koefisien slop yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i.

$R_{M,t}$ = *Return* indeks pasar pada periode ke-t.

$\varepsilon_{i,1,t}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t dalam *low variance regime*.

$\varepsilon_{i,2,t}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t dalam *high variance regime*.

S_t = Variabel indikator *regime* yang bernilai 1 jika berada dalam *low variance regime* dan bernilai 2 jika berada dalam *high variance regime*.

$N(0, \sigma_{i,1})$ = Distribusi normal dengan rata-rata 0 dan varians $\sigma_{i,1}$.

$N(0, \sigma_{i,2})$ = Distribusi normal dengan rata-rata 0 dan varians $\sigma_{i,2}$.

$\sigma_{i,1}$ = *Variance* dari *error term* untuk sekuritas ke-i dalam *normal variance regime*.

$\sigma_{i,2}$ = *Variance* dari *error term* untuk sekuritas ke-i dalam *event contaminated regime*.

Model ini mengasumsikan bahwa $\sigma_{i,2} > \sigma_{i,1}$, artinya nilai *variance* dalam *event contaminated regime* lebih besar daripada nilai *variance* dalam *normal regime*.

Model dasar TSMM (Aktas dkk., 2003; 2007) mengasumsikan parameter α dan β konstan di kedua *regime*, dengan *switching* hanya pada *variance* untuk menangkap gangguan spesifik perusahaan. Asumsi ini kurang memadai saat menghadapi gangguan makroekonomi dan politik yang berdampak sistemik. Penelitian ini mengadopsi modifikasi TSMM oleh Papakyriakou dkk. (2019) yang memungkinkan *switching* parameter α dan β antar *regime*, sehingga dapat menangkap *confounding events* spesifik perusahaan serta makroekonomi dan politik melalui mekanisme statistik yang lebih komprehensif. Dengan demikian,

expected return pada *regime* normal dengan metode tersebut dapat digambarkan dalam persamaan berikut:

$$E[R_{i,t}] = \alpha_{i,1} + \beta_{i,1} \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,1,t} \text{ with } \varepsilon_{i,1,t} \text{ following } N(0, \sigma_{i,1})$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected return* sekuritas ke-i pada periode ke-t.

$\alpha_{i,1}$ = Intersep untuk sekuritas ke-i pada *low variance regime*.

$\beta_{i,1}$ = Koefisien slop yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i pada *low variance regime*.

$R_{M,t}$ = *Return* indeks pasar pada periode ke-t.

$\varepsilon_{i,1,t}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t dalam *low variance regime*.

$\sigma_{i,1}$ = *Variance* dari *error term* untuk sekuritas ke-i dalam *normal variance regime*.

3.5.1.3. Standardized Abnormal Return

Aktas dkk. (2003, 2007) menggunakan *Standardized Abnormal Return* (SAR) untuk meningkatkan reliabilitas dan akurasi pengujian statistik. Proses standardisasi akan menghasilkan ukuran sesuaian risiko yang lebih akurat (Hartono, 2010). Perhitungan *standardized abnormal return* dapat diterapkan sebagai berikut.

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\sigma_{i,1} \sqrt{1 + \frac{1}{T_1} + \frac{(R_{M,t} - \overline{R_M})^2}{\sum_{j=t3}^{t4} (R_{M,j} - \overline{R_M})^2}}}$$

Keterangan:

$SAR_{i,t}$ = *Standardized abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t.

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t.

$\sigma_{i,1}$ = Standar deviasi dari *low variance regime* untuk sekuritas ke-i.

T_1 = Jumlah hari di periode estimasi.

$R_{M,t}$ = *Return market* pada hari ke-t.

$R_{M,j}$ = *Return market* pada tanggal ke-j di periode estimasi.

$\overline{R_M}$ = Rerata return indeks pasar selama periode estimasi.

3.5.1.4. *Average Standarized Abnormal Return*

Average Standarized Abnormal Return (ASAR) merupakan rata-rata dari seluruh *standarized abnormal return* yang dihasilkan oleh sejumlah sekuritas selama periode waktu tertentu. Berdasarkan Hartono (2010), perhitungan *average standarized abnormal return* sebagai berikut :

$$ASAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{i,t}}{N}$$

Keterangan:

$ASAR_t$ = *Average standardized abnormal return* pada hari ke-t.

$SAR_{i,t}$ = *Standarized abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t.

N = Jumlah sekuritas.

3.5.1.5. *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)*

Average standardized abnormal return kemudian dapat dikumulasikan selama T waktu di periode peristiwa dari tanggal ke- t_1 sampai dengan tanggal ke- t_p . Pengujian efisiensi pasar dapat dilihat melalui *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) pada hari-hari di sekitar tanggal peristiwa. Penelitian ini mengakumulasikan rata-rata *abnormal return* dari 15 perusahaan sampel selama periode jendela peristiwa ($t-2$ sampai $t+3$). Berdasarkan Hartono (2010) CAAR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CAAR(t_1, t_p) = \frac{\sum_{i=1}^N ASAR(t_1, t_p)_i}{N}$$

Keterangan:

$CAAR(t_1, t_p)$ = *Cumulative average abnormal return* dari hari ke- t_1 sampai ke- t_p .

$ASAR(t_1, t_p)$ = *Average standardized abnormal return* pada t_1 sampai t_p .

N = Jumlah sekuritas.

3.5.2. *Trading Volume Activity*

Trading Volume Activity (TVA) merupakan jumlah nilai saham yang diperdagangkan dalam periode tertentu, biasanya harian, dibagi dengan nilai saham yang beredar. TVA digunakan sebagai alat ukur untuk menilai seberapa aktif suatu saham diperdagangkan di pasar modal (Susilowati & Sinaga, 2019). Berdasarkan Suganda (2018), perhitungan TVA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\sum \text{Nilai saham perusahaan } i \text{ yang ditransaksikan pada hari ke } - t}{\sum \text{Nilai saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada hari ke } - t}$$

TVA sering digunakan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa, seperti pengumuman dividen, perubahan suku bunga, atau berita penting lainnya (Indrayuda & Sukartha, 2019). TVA mencerminkan seberapa aktif transaksi terjadi akibat pertemuan antara permintaan dan penawaran saham (Tanheitafino dkk., 2023). TVA sering kali meningkat ketika sentimen investor sedang tinggi, baik karena optimisme (berita baik) maupun pesimisme (berita buruk) (Gao & Xie, 2020).

3.5.2.1. *Average Trading Volume Activity*

Average trading volume activity (ATVA) merupakan rata-rata dari seluruh nilai *trading volume activity* yang dihasilkan oleh sejumlah sekuritas selama periode waktu tertentu. Berdasarkan Suganda (2018), rumus perhitungan ATVA adalah sebagai berikut:

$$ATVA_t = \frac{\sum_{i=1}^N TVA_{i,t}}{N}$$

Keterangan:

$ATVA_t$ = Nilai *Average trading volume activity* pada hari ke-t.

$TVA_{i,t}$ = Nilai *Trading volume activity* sekuritas ke-i pada hari ke-t.

N = Jumlah sekuritas.

3.6. Metode Analisis Data

Metode studi peristiwa digunakan untuk menguji efisiensi pasar dan kandungan informasi dari pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara. Analisis dilakukan pada *abnormal return* yang mencerminkan reaksi harga saham dan *trading volume activity* yang menggambarkan intensitas perdagangan saham di sekitar periode pengumuman. Estimasi *expected return* mengintegrasikan *market model* dengan pendekatan *Markov Switching Regression* (MSR) mengikuti Aktas et al. (2003, 2007). *Abnormal return* kemudian distandardisasi menggunakan *standardized abnormal return* untuk meningkatkan reliabilitas dan akurasi pengujian statistik. Berdasarkan Aktas dkk. (2003, 2007), standardisasi menggunakan parameter dari *low variance regime* ($\sigma_i, 1$) yang dihasilkan MSR memberikan ukuran risiko yang lebih akurat dibandingkan menggunakan *standard deviation* dari keseluruhan periode estimasi yang mungkin terkontaminasi.

Pengujian normalitas data menggunakan uji Shapiro-Wilk yang lebih sesuai untuk sampel berukuran kecil ($n < 50$) (Lasmana dkk., 2022). Pemilihan uji statistik disesuaikan dengan distribusi data, di mana hipotesis 1 yang menguji signifikansi ASAR harian menggunakan *one sample t-test* untuk data normal atau *Wilcoxon signed-rank test* untuk data tidak normal. Sementara hipotesis 2 dan 3 yang membandingkan periode sebelum dan sesudah pengumuman menggunakan *paired sample t-test* untuk data normal atau *paired Wilcoxon test* untuk data tidak normal. Analisis statistik dilakukan menggunakan kombinasi *software* EViews versi 12 untuk estimasi MSR dan SPSS versi 26 untuk pengujian hipotesis.

Penelitian ini dilaksanakan melalui tahapan-tahapan sistematis, yaitu: 1) pengumpulan data harga saham harian dan volume perdagangan dari Yahoo Finance dan BEI; 2) perhitungan *return* saham individual dan *return* pasar (IHSG) sebagai dasar analisis; 3) penentuan nilai parameter (α, β, σ) melalui MSR dari data selama 150 hari periode estimasi untuk setiap perusahaan menggunakan otomatisasi *software* EViews 12; 4) perhitungan *expected return* menggunakan parameter *market model* dari *regime* normal; 5) perhitungan *abnormal return*; 6) standardisasi

abnormal return menggunakan *standard deviation regime* normal; 7) perhitungan *Average Standardized Abnormal Return* (ASAR); 8) perhitungan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) dengan mengakumulasi ASAR dari awal event window; 9) perhitungan *Trading Volume Activity* (TVA) dan *Average Trading Volume Activity* (ATVA); 10) uji normalitas data ASAR, CAAR, dan ATVA; 11) pengujian hipotesis menggunakan uji statistik yang sesuai berdasarkan hasil uji normalitas untuk ASAR, CAAR, dan ATVA; dan 12) analisis dan interpretasi hasil.

3.6.1. Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data dalam sebuah penelitian yang dapat meliputi nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, minimum, dan maksimum (Ghozali, 2021). Statistik deskriptif dapat menjadi dasar memahami karakteristik data sebelum pengujian lebih lanjut.

3.6.2. Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2021). Sebelum melakukan pengujian hipotesis, diperlukan uji normalitas untuk menentukan jenis uji statistik yang tepat. Uji normalitas dilakukan terhadap data *abnormal return* dan *trading volume activity* menggunakan uji Shapiro-Wilk yang lebih sesuai untuk sampel berukuran kecil ($n < 50$) (Lasmana dkk., 2022). Pengujian normalitas menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ dengan kriteria:

- Jika $p\text{-value} > 0,05$ maka data berdistribusi normal.
- Jika $p\text{-value} < 0,05$ maka data tidak berdistribusi normal.

3.6.3. Pengujian Hipotesis

3.6.3.1. One Sample T-Test

One sample t-test merupakan uji statistik parametrik yang digunakan untuk menguji apakah rata-rata suatu sampel berbeda secara signifikan dari nol (Ghozali, 2021).

Uji ini digunakan untuk menguji hipotesis 1, yaitu untuk menentukan apakah *abnormal return* pada masing-masing hari di sekitar pengumuman berbeda signifikan dari nol.

3.6.3.2. Paired Sample T-Test

Paired sample t-test adalah uji statistik parametrik yang digunakan untuk membandingkan rata-rata dua kelompok data yang berpasangan (Ghozali, 2021). Dalam penelitian ini, *paired sample t-test* digunakan untuk menguji hipotesis 2 dan 3, yaitu membandingkan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* antara periode sebelum ($t-2$ hingga $t-1$) dengan periode sesudah ($t+1$ hingga $t+3$) pengumuman.

3.6.3.3. Wilcoxon Signed-Rank Test

Wilcoxon signed-rank test merupakan uji non-parametrik yang menjadi alternatif dari *one sample t-test* ketika asumsi normalitas tidak terpenuhi (Suganda, 2018). Dalam penelitian ini, *Wilcoxon signed-rank test* digunakan untuk menguji apakah median suatu sampel berbeda signifikan dari nol, dan akan diterapkan pada hipotesis 1 jika data tidak terdistribusi normal.

3.6.3.4. Wilcoxon Rank-Sum Test (Mann-Whitney U Test)

Wilcoxon rank-sum test (juga dikenal sebagai *Mann-Whitney U test*) adalah uji non-parametrik untuk membandingkan dua kelompok independen (Suganda, 2018). Data berpasangan seperti dalam hipotesis 2 dan 3 lebih tepat dianalisis menggunakan *Wilcoxon signed-rank test*. Uji ini akan digunakan sebagai alternatif dari *paired sample t-test* jika asumsi normalitas pada perbedaan pasangan data tidak terpenuhi.

3.6.4. Pemilihan Metode Uji Hipotesis

Pemilihan antara uji parametrik (*t-test*) dan non-parametrik akan ditentukan berdasarkan hasil uji normalitas data menggunakan uji Shapiro-Wilk (Riyosef & Agustin, 2022). Jika data berdistribusi normal ($p\text{-value} > 0,05$), maka akan digunakan uji parametrik untuk menguji signifikansi *abnormal return* dan membandingkan perbedaan rata-rata antar kelompok. Sebaliknya, jika data tidak berdistribusi normal ($p\text{-value} \leq 0,05$), akan digunakan uji non-parametrik yang sesuai dengan karakteristik data dan tujuan pengujian hipotesis penelitian.

3.6.5. Kriteria Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% atau 0,05. Kriteria pengambilan keputusan untuk seluruh pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Jika nilai $p\text{-value} < 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, yang berarti terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik.
- Jika nilai $p\text{-value} > 0,05$, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan pembahasan yang telah dilakukan mengenai reaksi pasar modal terhadap pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Hipotesis pertama yang menyatakan “terdapat *abnormal return* signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara” **diterima**. Pengujian *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) secara agregat dari t-2 sampai t+3 menunjukkan hasil signifikan dan CAAR bernilai positif. Pengujian harian menunjukkan terdapat *abnormal return* signifikan pada hari pengumuman (t0) dengan *p-value* 0.012, serta pada t+1 ($p=0.023$) dan t+2 ($p=0.003$), namun tidak signifikan pada t-2, t-1, dan t+3. Temuan ini mengindikasikan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi sebelum pengumuman karena *abnormal return* sebelum *event* tidak signifikan, dan pasar bereaksi secara bertahap dari t0 hingga t+2. CAAR yang bernilai positif menandakan bahwa pengumuman tersebut merupakan *good news* bagi investor dan memiliki kandungan informasi yang relevan. Pola *abnormal return* signifikan pada t0 hingga t+2 dan CAAR yang signifikan menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia cenderung mengarah pada efisiensi pasar bentuk setengah kuat, di mana harga saham menyerap informasi publik dengan cepat saat terjadi suatu pengumuman.
2. Hipotesis kedua yang menyatakan "terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara” **diterima**. Adanya perbedaan yang sangat signifikan ($p=0.008$) dengan perubahan dari rata-rata negatif (-0.021174) sebelum pengumuman

menjadi positif (0.063311) setelah pengumuman memperkuat bahwa pengumuman dipersepsikan sebagai *good news* oleh pasar.

3. Hipotesis ketiga yang menyatakan “terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara” **ditolak**. Hasil pengujian menunjukkan tidak ada perbedaan TVA yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman ($p=0.820$). Artinya, pengumuman pengurus BPI Danantara secara statistik tidak mampu mempengaruhi nilai aktivitas volume perdagangan saham dari sebelum ke sesudah pengumuman.

5.2. Saran

1. Bagi Investor

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia cenderung efisien dalam bentuk setengah kuat. Artinya, *abnormal return* dapat muncul segera setelah adanya pengumuman informasi publik, baik berupa *abnormal return* positif jika informasi dianggap *good news* maupun negatif jika informasi dianggap *bad news*. Namun, peluang ini hanya berlangsung sementara karena harga saham cepat menyesuaikan diri. Oleh karena itu, investor disarankan untuk merespons informasi dengan cepat, baik untuk memanfaatkan potensi keuntungan jangka pendek maupun untuk menghindari potensi kerugian dari reaksi pasar yang negatif.

2. Bagi Akademisi

Temuan mengenai efisiensi pasar bentuk setengah kuat membuka ruang penelitian lebih lanjut pada berbagai peristiwa publik lainnya. Penelitian ke depan juga dapat menambahkan variabel yang belum diamati dalam studi ini untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif tentang reaksi pasar terhadap informasi.

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR PUSTAKA

- Aktas, N., Cousin, J.-G., & De Bodt, E. (2003). *Event Study under Disturbed Estimation Period*. <https://www.researchgate.net/publication/228779744>
- Aktas, N., de Bodt, E., & Cousin, J. G. (2007). Event studies with a contaminated estimation period. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 129–145. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.09.001>
- Almaskati, N., Bird, R., Yeung, D., & Lu, Y. (2022). Corporate governance, market conditions and investors' reaction to information signals. *Australian Journal of Management*. <https://doi.org/10.1177/03128962221096492>
- Anwar. (2024). Mekanisme Pasar Sekunder dan Produk Investasi Pasar Sekunder. *Inisiatif: Jurnal Ekonomi, Akuntansi dan Manajemen*, 4(1), 241–249. <https://doi.org/10.30640/inisiatif.v4i1.3522>
- Astuti, E. S. (2025). *Danantara Bagaimana Dan Untuk Siapa?* <https://indef.or.id/wp-content/uploads/2025/02/Esther-Sri-Astuti-danantara.pdf>
- Awaluddin, M., Molina, Nurlia, & Wahyuni. (2023). Determining Factors for Young Investors to Invest in the Capital Market. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), e01964. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i5.1964>
- Ayu, C. D., Febiani, F., Ardhani, F., Leonardo, M., Syahwa, N., & Nuraya, A. S. (2025). Keterkaitan Danantara dengan Stabilitas Keuangan Makro di Indonesia: Sebuah Pendekatan Teori Ekonomi Makro. *Indonesian Research Journal on Education*, 5, 1026–1031.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6. <http://www.jstor.org/stable/2490232>
- Barella, Y., Fergina, A., Mustami, M. K., Rahman, U., & Alajaili, H. M. A. (2024). Quantitative Methods in Scientific Research. *Jurnal Pendidikan Sosiologi dan Humaniora*, 15(1), 281. <https://doi.org/10.26418/j-psh.v15i1.71528>

- Bartram, S. M., & Grinblatt, M. (2021). Global market inefficiencies. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 234–259. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.011>
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. <http://www.jstor.org/stable/2490070> .
- Bintari, V. I., & Kusnandar, D. L. (2020). Perbandingan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Perubahan Waktu Perdagangan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Pasar Modal dan Bisnis*, 2(2). <https://doi.org/10.37194/jpmb.v2i2.49>
- Bowman, R. G. (1983). Understanding And Conducting Event Studies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 10.
- Campbell, S., Greenwood, M., Prior, S., Shearer, T., Walkem, K., Young, S., Bywaters, D., & Walker, K. (2020). Purposive sampling: complex or simple? Research case examples. *Journal of Research in Nursing*, 25(8), 652–661. <https://doi.org/10.1177/1744987120927206>
- Chacko, J. P., & Padmakumari, L. (2023). The Effect of Investment Inefficiency on Expected Returns. *Journal of Emerging Market Finance*, 22(3), 272–296. <https://doi.org/10.1177/09726527231165365>
- Chandra, N. P. Y., & Wirama, D. G. (2024). Perbandingan Reaksi Pasar Antara Perusahaan Klien Big Four dan Non-Big Four atas Pengumuman Stock Split. *E-Jurnal Akuntansi*, 34(4), 903. <https://doi.org/10.24843/eja.2024.v34.i04.p05>
- Christhoper, D., & Layyinaturobbaniyah. (2019). Indonesian Capital Market Reactions For The Election Of Donald Trump As United States President (Empirical Study On Multinational Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange). *Journal of Management and Business*, 18(1), 1412. www.journalmabis.org
- Collins, J. (2001). *Good to Great - (Why Some Companies Make the Leap and others Don't)*. Fast Company. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/0974173920090719>
- Coutts, A. (2018). Good news and bad news are still news: experimental evidence on belief updating. *Experimental Economics*. <https://doi.org/10.1007/s10683>
- Ding, S., Wang, H., & Sun, Q. (2025). Does continuous good news still mean good news for market volatility? *Finance Research Letters*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106640>
- Djumena, E. (2025, Februari 23). Berharap Danantara Bebas Intervensi Politik, Hipmi_ Kita Tidak Ingin Kasus Jiwasraya Terjadi Kembali.

KOMPAS.com.

<https://money.kompas.com/read/2025/02/23/071100126/berharap-danantara-bebas-intervensi-politik-hipmi--kita-tidak-ingin-kasus>

Dolley, J. C. (1933). Open Market Buying as a Stimulant for the. Dalam *Source: Journal of Political Economy* (Vol. 41, Nomor 4). <http://www.jstor.orgURL:http://www.jstor.org/stable/1823047>

Eden, L., Miller, S. R., Khan, S., Weiner, R. J., & Li, D. (2022). The event study in international business research: Opportunities, challenges, and practical solutions. Dalam *Journal of International Business Studies* (Vol. 53, Nomor 5, hlm. 803–817). Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00509-7>

Elotmani, Y., Hniche, O., Sifouh, N., Oubal, K., Benslimane, I., & Sanae, B. (2024). Financial markets anomalies: a research review from the perspective of rational and irrational arguments. *International Journal of Strategic Management and Economic Studies (IJSMES)*. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10625677>

Fabiola, C., EwaldoArie, P., & Nusantara, D. P. (2020). Primary Market vs. Secondary Market. *Developing Economies eJournal*. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3523441>

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. Dalam *Source: The Journal of Finance* (Vol. 25, Nomor 2).

Fama, E. F., Fisher, L., & Jensen, M. C. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. Dalam *Roll Source: International Economic Review* (Vol. 10, Nomor 1).

Febriani, L., & Sanusi. (2025, Maret 24). *Ekonom: Figur Profesional di Danantara Bisa Membuat Pasar Saham Rebound*. <https://www.tribunnews.com/bisnis/2025/03/24/ekonom-figur-profesional-di-danantara-bisa-membuat-pasar-saham-rebound>.

Fekrazad, A., Harun, S. M., & Sardar, N. (2022). Social media sentiment and the stock market. *Journal of Economics and Finance*, 46(2), 397–419. <https://doi.org/10.1007/s12197-022-09575-x>

Ferdiana, N., & Sugiyarto, T. (2022). State-Owned Enterprises (SOEs): The Role in Economic Development and The Determinant of Its Performance. *Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Pembangunan*, 11(2), 91–107. <https://doi.org/10.29244/jekp.11.2.2022.91-107>

Firmansyah, A., Machmud, A., & Suparji, S. (2024). Peran BUMN sebagai Pilar Utama Ekonomi Nasional yang Mandiri: Sebuah Kajian Hukum Korporasi. *Binamulia Hukum*, 13(2), 517–528. <https://doi.org/10.37893/jbh.v13i2.952>

- Fitroh, L., & Mulyaningtyas. (2024). Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Pembatalan Indonesia Sebagai Tuan Rumah Piala Dunia. *Jurnal PETA*, 9.
- Gao, B., & Xie, J. (2020). Forecasting Excess Returns and Abnormal Trading Volume using Investor Sentiment: Evidence from Chinese Stock Index Futures Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(3), 593–612. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1564655>
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 26* (10 ed.). Badan Penerbit UNDIP.
- Giuliano, P., & Matranga, A. (2020). *Historical Data: Where to Find Them, How to Use Them*.
- Gou, X. (2023). *Research on the relationship between capital markets and the global economic recovery* (hlm. 211–217). https://doi.org/10.2991/978-94-6463-344-3_26
- Hamilton, J. D. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica*, 57(2), 357–384.
- Hamilton, J. D. (1990). Analysis of Time Series Subject to Changes in Regime. *Journal of Econometrics*, 45, 39–70.
- Hartono, J. (2010). *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa* (1 ed.). BPFE-YOGYAKARTA.
- Hasan, M. F., Neama, N. H., & Hadi, M. R. (2024). Optimising Stock Market Indices for Emerging Economies: An Empirical Study of the Iraqi Stock Exchange. *Futurity Economics&Law*, 4(4), 154–170. <https://doi.org/10.57125/FEL.2024.12.25.09>
- Hidayat, A. (2025, April 21). Pasar Modal RI Lagi Banyak Tantangan, Bagaimana Tren ke Depan? *detikFinance*. <https://finance.detik.com/bursa-dan-valas/d-7878755/pasar-modal-ri-lagi-banyak-tantangan-bagaimana-tren-ke-depan#:~:text=PT%20Sucorinvest%20Asset%20Management%20menyebut%2C%20pasar%20modal%20Indonesia,geopolitik%2C%20perang%20tarif%2C%20dan%20pergeseran%20tren%20investasi%20global>
- Indrayuda, A. A. G. A., & Sukartha, I. M. (2019). Reaksi Pasar Modal Atas Kenaikan The Federal Funds Rate Pada Tanggal 26 September 2018. *E-Jurnal Akuntansi*, 29(2), 854. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v29.i02.p27>
- Ismail, E., Halim, Y. T., & EL-Deeb, M. S. (2023). Corporate reputation and shareholder investment: a study of Egypt's tourism listed companies.

- Future Business Journal*, 9(1). <https://doi.org/10.1186/s43093-023-00230-3>
- Jacobs, H., & Müller, S. (2020). Anomalies across the globe: Once public, no longer existent? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 213–230. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.004>
- Jiang, J. (Xuefeng), Kong, J., & Shen, M. (2024). The information content of rating action reports: A topic modeling approach. *British Accounting Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101435>
- Khalid, B. (2024). A Guide to Event Study Methodology: Perspectives and Applications in Business Market Research. *Journal of Bussines Administration and Accountancy*.
- Kolari, J. W., & Pynnönen, S. (2023). Event Studies. Dalam *Investment Valuation and Asset Pricing* (hlm. 201–225). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-031-16784-3_11
- Kurek, B. (2020). Event study methodology-what for, how and for whom? *Nr*, 108(164). <http://www.ztr.skwp.pl>
- Lasmana, A., Susandra, F., Arrahman, A., & Pasar, R. (2022). Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Pertama Kasus Positif Covid-19 Di Indonesia (Studi Kasus Perusahaan Sektor Aneka Industri). *JURNAL AKUNIDA*, 8. www.cnbcindonesia.com
- Lim, W. M. (2024). What Is Quantitative Research? An Overview and Guidelines. *Australasian Marketing Journal*. <https://doi.org/10.1177/14413582241264622>
- Lubis, P. K. D., Manalu, C. L. N., Lubis, A. A., Tambunan, L. M., & Saputra, F. (2024). The Role of the Capital Market in Increasing Economic Growth in Indonesia. *Indonesian Journal of Interdisciplinary Research in Science and Technology*, 2(5), 557–568. <https://doi.org/10.55927/marcopolo.v2i5.9322>
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Mainake, Y. (2024). Manfaat Pembentukan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. *Isu Sepekan: Bidang Ekkuinbang, Komisi VI*. https://berkas.dpr.go.id/pusaka/files/isu_sepekan/Isu%20Sepekan---I-PUSLIT-November-2024-2047.pdf
- Maninder, M., Pavani, M., & Reddy, M. (2020). A Study Of Capital Market. *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research (JETIR)*, 7, 327. www.jetir.org
- Manurung, B., Machdar, N. M., & Marunda, A. (2024). Dampak Valuasi Saham Berdasarkan Model Pendapatan Residual dan Model Arus Kas

- Bebas Terhadap Reaksi Pasar yang Dimediasi oleh Variabel Asimetri Informasi (Studi Empiris terhadap Perusahaan Infrastruktur di Indonesia). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 2(3), 494–519. <https://doi.org/10.61597/jbe-ogzrp.v2i3.48>
- Martins, A. M., & Cró, S. (2022). Airline stock markets reaction to the COVID-19 outbreak and vaccines: An event study. *Journal of Air Transport Management*, 105. <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2022.102281>
- Maula, P. N., Daniel, E. V., Irawan, M. H. A., & Gaol, S. R. L. (2025). *Pengawasan dan Pertanggungjawaban Badan Pengelola Investasi Danantara dalam Pengelolaan Risiko Kerugian Investasi Keuangan Negara*. 4, 129–143. <https://www.kompas.id/artikel/prabowo-janjikan-bpi-danantara-dikelola-transparan>.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. Dalam *Source: The Academy of Management Journal* (Vol. 40, Nomor 3).
- Moerti, W. (2025, Februari 25). *Risiko Besar di Balik Pembentukan Danantara: Ancaman Korupsi hingga Kehilangan Kepercayaan Publik*. <https://www.merdeka.com/uang/risiko-besar-di-balik-pembentukan-danantara-ancaman-korupsi-hingga-kehilangan-kepercayaan-publik-323851-mvk.html?page=4>
- Morek, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58, 215–260.
- Mustafa, K. H., & Ahmed, A. M. (2020). *A Critical Review of the Market Efficiency Concept*. <https://www.researchgate.net/publication/345733874>
- Mutia, K. D. L., & Utama, A. A. G. S. (2025). Organizing the Future: How Netizens View the Government's Investment Strategy. *Social Sciences & Humanities Open*. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5210112>
- Naurer, H.-J., & Yurtoglu, B. B. (2020). Good News, Bad News, No News: The Media and the Cross Section of Stock Returns. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3541037>
- Nelmida. (2020). Is Indonesia Stock Exchange Semi-Strong Form Efficiency? *Jurnal Manajemen*, 24(2), 313. <https://doi.org/10.24912/jm.v24i2.653>
- Papakyriakou, P., Sakkas, A., & Taoushianis, Z. (2019). The impact of terrorist attacks in G7 countries on international stock markets and the role of investor sentiment. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 61, 143–160. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.03.001>

- Pathonah, N., Purwanto, B., & Ermawati, W. (2021). *Analysis Semi-Strong Efficiency Market Testing Through of Right Issue Influence on Abnormal Return in Emitens Indonesia Stock Exchange Period 2017-2019*. <https://doi.org/10.4108/eai.14-9-2020.2304436>
- Permadi, S. A. Q., & Ariawan. (2023). Tanggung Jawab Komisaris Perusahaan Perseroan Bumn Ditinjau Dari Uu No 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas. *CAKRAWALA*.
- Puspadini, M. (2025, Februari 28). *CNBC Indonesia Market Berita Market Danantara Kuasai 15% Market Cap IHSG, Bos Bursa Bilang Ini Dampaknya*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20250228163651-17-614545/danantara-kuasai-15-market-cap-ihsg-bos-bursa-bilang-ini-dampaknya>
- Rahayu, I. R. S., & Arief, T. M. V. (2025, Maret 25). *Ragam Respons Pengumuman Pengurus Danantara, IHSG Sempat Anjlok hingga Risiko Konflik*. Kepentingan. Kompas.com. <https://money.kompas.com/read/2025/03/25/134405726/ragam-respons-pengumuman-pengurus-danantara-ihsg-sempat-anjlok-hingga-risiko?page=all>
- Rajan, A. A., & Granapu, G. M. (2021). Investors Preferences On Investment In Returns Basis. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(3), 3099–3103.
- Ramadhani, P. I., & Melani, A. (2025, Maret 26). *Pengurus Danantara Diumumkan, Bagaimana Sikap Investor?* <https://www.liputan6.com/bisnis/read/5976431/pengurus-danantara-diumumkan-bagaimana-sikap-investor?page=3>.
- Rido, M. (2021). Investor Rationality in Capital Market. Dalam *Jurnal of Applied Business and Banking (JABB)* (Vol. 3, Nomor 2).
- Rini, S., Farrukhy, A. F., & Hana, K. F. (2020). Komparasi Risk Dan Return Saham Dan Saham Syariah. *MABSYA: Jurnal Manajemen Bisnis Syariah*, 2.
- Riyosef, M. C., & Agustin, H. (2022). Event Study Peristiwa Pemberlakuan Efektif Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 72 Di Sektor Telekomunikasi Dan Farmasi. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 8(1), 121–132. <https://doi.org/10.34204/jiafe.v>
- Rizova, S., & Saito, N. (2020). *Investment and Expected Stock Return*. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3646575>
- Sasongko, A. (2025, Maret 24). *IHSG Anjlok, Apa saja Kemungkinan Dampaknya terhadap Pendapatan dan Belanja Pemerintah*. Kantor Pelayanan Perbendaharaan Negara (KPPN) Jakarta VI.

<https://djpb.kemenkeu.go.id/kppn/jakarta6/id/data-publikasi/berita-terbaru/2912-dampak-penurunan-ihs-g-terhadap-pendapatan-dan-pengeluaran-pemerintah.html>

- Sholikah, F. P., Putri, W., & Rosalinda Maria Djangi. (2022). Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara Indonesia. *ARBITRASE: Journal of Economics and Accounting*, 3(2), 341–345. <https://doi.org/10.47065/arbitrase.v3i2.496>
- Sianipar, M. R., Bonita Sari Tumangger, A., Natalia Silaban, J., & Hou, A. (2024). Do Macroeconomic Factors Affect The Combined Stock Price Index. *SULTANIST: Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 12. www.idx.co.id,
- Situmorang, Y., & Januardin. (2021). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi ketepatan waktu pelaporan keuangan perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019. Dalam *Jurnal Paradigma Ekonomika* (Vol. 16, Nomor 4). www.idx.co.id.
- Solihin, D., Arifin, A. L., Danantara, J. N., Solihin, D., Arifin, A. L., & Nugroho, J. (2025). Danantara: Pilar Ekonomi Atau Beban Negara? *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi (JMBI UNSRAT)*, 12, 225–235.
- Suganda, R. (2018). *Event Study Teori dan Pembahasan Reaksi Pasar Modal Indonesia*. CV. Seribu Bintang. <https://www.researchgate.net/publication/341915291>
- Sukamulja, S. (2017). *Pengantar Pemodelan Keuangan Dan Analisis Pasar Modal* (1 ed.). Penerbit ANDI Yogyakarta.
- Sunarwijaya, I. K., Ernawatiningsih, N. P. L., & Dwiastari, G. A. S. (2024). Return Saham Pada Perusahaan Perbankan Di Indonesia. *Perspektif Akuntansi*, 7(2), 210–230. <https://doi.org/10.24246/persi.v7i2.p210-230>
- Susilowati, E., & Sinaga, H. (2019). Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas Dan Dividen Tunai Terhadap Volume Perdagangan Saham Pada Perusahaan Publik Sektor Barang Dan Konsumsi Di BEI. *JMK (Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan)*, 4(1), 32. <https://doi.org/10.32503/jmk.v4i1.356>
- Tanheitafino, C., Helma Malini, Wendy, Giriati, & Ramadania. (2023). The Effect of Market Capitalization, Trading Volume, Book Value, and Capital Structure on Share Prices. *International Journal of Scientific Research and Management*, 11(01), 4418–4428. <https://doi.org/10.18535/ijssrm/v11i01.em02>
- Thawley, C., Crystallin, M., & Verico, K. (2024). Towards a Higher Growth Path for Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 60(3), 247–282. <https://doi.org/10.1080/00074918.2024.2432035>

- Thomas, J., Akabar, M., Bachtiar, Y., Nastiti, R., & Syahdan, S. A. (2024). Overreaction Anomaly on Indonesia Stock Exchange in The Jii70 Index for 2020-2022. *International Journal of Trends in Accounting Research*, 5(1). <https://economy.okezone.com>
- Ullah, S., Zaefarian, G., Ahmed, R., & Kimani, D. (2021). How to apply the event study methodology in STATA: An overview and a step-by-step guide for authors. Dalam *Industrial Marketing Management* (Vol. 99, hlm. A1–A12). Elsevier Inc. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2021.02.004>
- Vidal-García, J., & Vidal, M. (2024). *Financial Market Anomalies*.
- Wisnubroto, K., & Sutomo, U. S. (2025, Maret 30). *Mengenal Profil Jajaran “The Dream Team” Danantara*. Indonesia.go.id. <https://indonesia.go.id/kategori/editorial/9128/mengenal-profil-jajaran-the-dream-team-danantara?lang=1>
- Woo, K. Y., Mai, C., McAleer, M., & Wong, W. K. (2020). Review on efficiency and anomalies in stock markets. Dalam *Economies* (Vol. 8, Nomor 1). MDPI Multidisciplinary Digital Publishing Institute. <https://doi.org/10.3390/economies8010020>
- Xu, C. (2023). Efficient Market Hypothesis in Contemporary Applications: A Systematic Review on Theoretical Models, Experimental Validation, And Practical Application. Dalam *Business, Economics and Management GEFHR* (Vol. 2023).
- Yoro, M. (2024). Impact of Financial Reporting Transparency on Investor Decision-Making. *American Journal of Accounting*, 6(1), 25–36. <https://doi.org/10.47672/ajacc.1785>
- Zarkasyi, I., Pohan, F. S., Manajemen, P., Ekonomi, F., Bisnis, D., & Trilogi, U. (2023). Determinan Return Saham Pada Perusahaan Ritel. *REMITTANCE - Jurnal Akuntansi Keuangan dan Perbankan*, 4.