

**REAKSI PASAR TERHADAP PEMBENTUKAN DANANTARA
ANALISIS *EVENT-STUDY* DI BURSA EFEK INDONESIA**

(Skripsi)

Oleh

NOVA OKTAFIANI

2216051140



FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK

UNIVERSITAS LAMPUNG

BANDAR LAMPUNG

2026

**REAKSI PASAR TERHADAP PEMBENTUKAN DANANTARA
ANALISIS *EVENT-STUDY* DI BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh

NOVA OKTAFIANI

Skripsi

Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Mencapai Gelar
SARJANA ILMU ADMINISTRASI BISNIS

Pada

**Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis
Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung**



**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2026**

ABSTRAK

REAKSI PASAR TERHADAP PEMBENTUKAN DANANTARA ANALISIS *EVENT-STUDY* DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh

NOVA OKTAFIANI

Ketidakpastian di pasar modal Indonesia muncul setelah dibentuknya Danantara sebagai perusahaan induk (*superholding*) yang menaungi Badan Usaha Milik Negara (BUMN), di mana proses ini turut melibatkan restrukturisasi sejumlah emiten BUMN yang bersifat strategis. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pembentukan Danantara melalui pengukuran *Abnormal Return*, Aktivitas Volume Perdagangan, *Bid-Ask Spread*, dan Volatilitas Harga Saham pada 20 perusahaan BUMN yang tergabung dalam Indeks IDX BUMN 20. Metode yang digunakan adalah *event study* dengan jendela peristiwa jangka pendek (5 hari) dan jangka panjang (65 hari) sebelum dan sesudah pengumuman, diuji menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test* dan *Paired Sample t-Test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pembentukan Danantara tidak menimbulkan *abnormal return* yang signifikan, tetapi berdampak pada likuiditas, biaya transaksi, dan volatilitas harga, khususnya di sekitar tanggal pengumuman, sehingga mengindikasikan bahwa pasar merespons kebijakan terutama melalui penyesuaian risiko dan struktur perdagangan, bukan melalui lonjakan harga yang konsisten.

Kata Kunci : Danantara, *Event Study*, *Abnormal Return*, Aktivitas Volume Perdagangan, *Bid-Ask Spread*, Volatilitas Harga Saham, IDX BUMN 20

ABSTRACT

MARKET REACTION TO THE ESTABLISHMENT OF DANANTARA: AN EVENT STUDY ANALYSIS ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

By

NOVA OKTAFIANI

Uncertainty in the Indonesian capital market emerged following the establishment of Danantara as a state-owned enterprise (SOE) superholding, a process that involved the restructuring of several strategic SOE issuers. This study aims to analyze the market reaction to the formation of Danantara by measuring Abnormal Return, Trading Volume Activity, Bid-Ask Spread, and Stock Price Volatility of the 20 SOE companies listed in the IDX BUMN 20 Index. The method employed is an event study with short-term (5 days) and long-term (65 days) event windows before and after the announcement, tested using the Wilcoxon Signed Rank Test and Paired Sample t-Test. The results indicate that the establishment of Danantara did not generate significant abnormal returns, but did impact liquidity, transaction costs, and price volatility, particularly around the announcement date, suggesting that the market responded to the policy primarily through risk adjustment and trading structure changes rather than through consistent price surges.

Keywords : *Danantara, Event Study, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Bid-Ask Spread, Stock Price Volatility, IDX BUMN 20*

Judul skripsi : **REAKSI PASAR TERHADAP
PEMBENTUKAN DANANTARA
ANALISIS *EVENT-STUDY*
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Nama Mahasiswa : **Nova Oktafiani**

Nomor Pokok Mahasiswa : **2216051140**

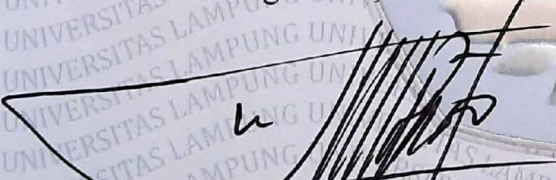
Jurusan : **Ilmu Administrasi Bisnis**

Fakultas : **Ilmu Sosial dan Ilmu Politik**



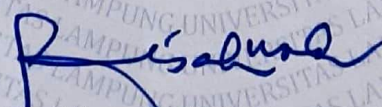
Pembimbing Utama,

Pembimbing Pembantu,


Dr. Surtpto, S.Sos., M.A.B.
NIP. 1969022619900310001


M. Iqbal Harori, S.A.B., M.Si.
NIP. 198803202024211013

2. Ketua Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis


Dr. Ahmad Rifa'i, S.Sos., M.Si.
NIP. 197502042000121001

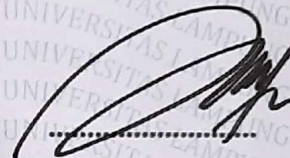
MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

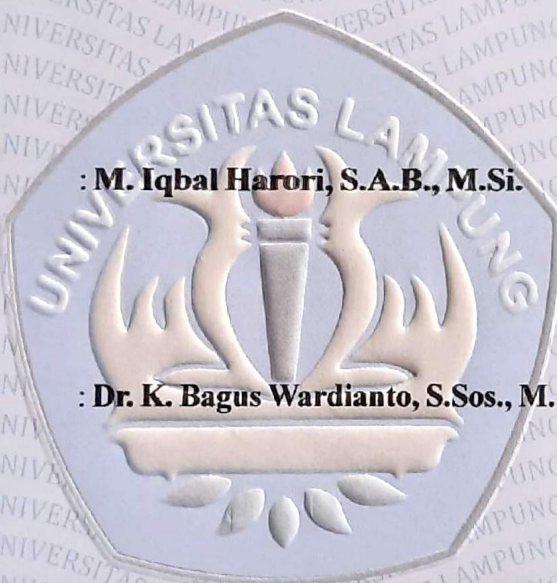
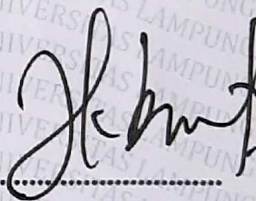
Ketua : Dr. Suripto, S.Sos., M.AB.



Sekretaris : M. Iqbal Harori, S.A.B., M.Si.



Penguji : Dr. K. Bagus Wardianto, S.Sos., M. AB.



2. Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik



Prof. Dr. Anna Custina Zainal, S.Sos., M.Si.

NIP. 197608212000032001

Tanggal Lulus Ujian Skripsi : 22 April 2026

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Karya tulis saya, Skripsi ini, adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (Sarjana), baik di Universitas Lampung maupun perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini murni gagasan, rumusan, dan penelitian saya sendiri tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan dari Komisi Pembimbing.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah di tulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
4. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi.

Bandar Lampung, 4 April 2026

buat pernyataan,



Nova Oktafiani

NPM. 2216051140

RIWAYAT HIDUP



Penulis bernama lengkap Nova Oktafiani, lahir pada tanggal 15 Juli 2003 di Desa Babatan Provinsi Lampung, penulis merupakan Anak ke lima dari pasangan Bapak Hasni dan Ibu Zainatun. Penulis menganut agama Islam. Penulis pertama kali menempuh pendidikan pada usia 4 tahun di Taman Pendidikan Al-Qur'an (TPQ) Al-Muhajirin pada tahun 2007 pada tahun 2010 hingga tahun 2016. Selanjutnya penulis menyelesaikan Sekolah Menengah Pertama di SMPN 1 Katibung pada tahun 2019, kemudian penulis menyelesaikan Sekolah Menengah Atas di SMAN 1 Katibung pada tahun 2022.

Penulis diterima sebagai mahasiswa S1 di Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Lampung pada tahun 2022 melalui jalur Seleksi Bersama Masuk Perguruan Tinggi Negeri (SBMPTN). Sebagai wujud pengabdian kepada masyarakat, penulis telah melaksanakan Kuliah Kerja Nyata (KKN) selama 40 hari di Desa Kuripan, Kecamatan Padang Ratu, Kabupaten Lampung Tengah, Provinsi Lampung. Selama masa studi, penulis mendapatkan pengalaman akademik dan non-akademik yang berharga. Pengalaman tersebut meliputi praktik mata kuliah Pasar Modal secara langsung bersama praktisi, serta terjun langsung ke lapangan untuk mengimplementasikan ilmu yang dipelajari di kelas melalui pendampingan UMKM. Penulis menyadari bahwa keberhasilan ini tidak lepas dari dukungan berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada orang tua, keluarga, dan teman-teman yang telah memberikan dukungan, baik secara moril maupun materiil.

MOTTO

“Ketakutan hanya membuatmu membuang – buang waktu”
(Nishonoya Yuu)

“Hidup adalah pilihan, saat kau tak memilih itu adalah pilihanmu”
(Monkey D. Luffy)

“Selama masih hidup, kesempatan itu tidak terbatas”
(Monkey D. Luffy)

“AKIRAMETTEN JYANEE!!,

Omae no sora wa nigeta!, kangae ini houki shite, zubaya minna ga
tojikomochimatta kata ga raku da monna!, koko made nani ga kimetandarou ga,
OMAE GA!!, Urama rete nakarou ga, nozoma rete nakarou ga, yusurarete
nakarou ga, mitto monaku saigo made zettai ya gare!!”

“JANGAN MENYERAH!!!

Yang kau lakukan itu hanyalah lari!, membuang semua perasaan mu, dan berdiam
diri didalam kegelapan, itu memang mudah ya!, yang kau lakukan adalah hasil
dari keputusan mu, ITU KEPUTUSANMU!!, meskipun kau tidak terpilih, meski
itu tak seperti apa yang kau inginkan, meskipun kau tidak dimaafkan, kau harus
berjuang sampai akhir, meskipun itu menyedihkan!!”

(Asta)

“Itami o kanjiro!, Itami o kangaero!, itami o uketore!, itami o shire!, itami o
shiranu mono ini, haontou no heiwa wakaran!, koko yori sekai ni itami o”

Shinra Tensei !!!

“Rasakanlah kepedihan!, pikirkanlah kepedihan!, terimalah kepedihan!, orang
yang tidak tahu kepedihan tidak akan mengerti kedamaian yang sebenarnya!,
Mulai dari sini, biarkan dunia merasakan penderitaan!.

(Pain Akatsuki)

PERSEMBAHAN

Puji syukur kupanjatkan atas kehadiran Allah SWT, atas segala berkah-Nya, sehingga engkau berikan aku kesempatan untuk bisa sampai di titik ini, Segala puji hanya milikmu Ya Allah.

Kupersembahkan karya tulis sederhana ini kepada:

Kedua orang tuaku tersayang,
Bapak Hasni & Ibu Zainatun

Sudah banyak pengorbanan yang telah dilakukan dari hal kecil sampai hal yang besar, tidak ada yang dapat penulis berikan selain ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya. Terima kasih telah melahirkan, merawat, mendidik dan membesarkan dengan segala doa terbaik yang senantiasa dipanjatkan. Atas segala cinta dan kasih sayang, serta perjuangan yang telah dilakukan. Terima kasih telah mengajarkan arti sebuah kehidupan. Terima kasih telah selalu berusaha menjadi orang tua yang baik, kuat dan hebat bagi anak-anaknya, serta selalu memberikan dukungan untuk menuju kesuksesan.

Keluarga tersayang,
Terima kasih atas segala dukungan, kebersamaan, serta canda dan tawa yang selalu menghibur. Terima kasih telah menemani penulis melewati suka maupun duka.

Diriku sendiri,
Terima kasih kepada diriku sendiri, Nova Oktafiani, yang telah berusaha dengan baik dan mampu bertahan mencapai titik ini dengan melewati berbagai rintangan. Meskipun kadang merasa lelah dan ingin menyerah, terima kasih karena tetap memilih hidup.

Serta

Almamater Tercinta, Universitas Lampung.

SANWACANA

Alhamdulillahirobbil 'alamin, puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang senantiasa melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, serta dorongan seorang Ayah dan Ibu yang mendambakan putrinya menyanggah gelar Sarjana Ilmu Administrasi Bisnis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Reaksi Pasar Terhadap Pembentukan Danantara: Analisis *Event-Study* Di Bursa Efek Indonesia”**. Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih terdapat banyak keterbatasan, baik dari segi kemampuan maupun pengetahuan. Namun, berkat doa yang tiada putus, bimbingan yang menuntun, serta dukungan dari berbagai pihak, skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik. Oleh karena itu, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Ibu Prof. Dr. Anna Gustina Zainal, S.Sos., M.Si selaku Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung;
2. Bapak Prof. Dr. Noverman Duadji, M.Si., selaku Wakil Dekan Bidang Akademik dan Kerjasama Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung;
3. Bapak Dr. Arif Sugiono, S.Sos., M.Si., selaku Wakil Dekan Bidang Umum dan Keuangan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung;
4. Bapak Dr. Robi Cahyadi Kurniawan, S.IP, M.A., selaku Wakil Dekan Bidang Kemahasiswaan dan Alumni Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung;
5. Bapak Dr. Ahmad Rifa'i, S.Sos., M.Si., selaku Ketua Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung;

6. Bapak Prasetya Nugeraha S.A.B., M.Si selaku Sekretaris Jurusan Ilmu Administasi Bisnis Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung;
7. Bapak Dr. Suropto, S.Sos., M.AB., selaku Dosen Pembimbing Skripsi, terimakasih atas segala bentuk dukungan, bimbingan, motivasi, arahan, kritik, saran dan masukan yang positif kepada penulis serta segala bentuk bantuan selama masa studi penyusunan skripsi. Terimakasih telah membantu penulis untuk menyelesaikan skripsi, semoga bapak selalu diberi kesehatan dan Rahmat Allah SWT;
8. Bapak M. Iqbal Harori, S.A.B., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Skripsi, terima kasih yang sebesar-besarnya atas segala bentuk kepedulian luar biasa, dukungan penuh, arahan bijaksana, bimbingan telaten, motivasi yang menginspirasi, kritik membangun, serta saran positif yang sangat berharga kepada penulis selama masa studi penyusunan skripsi ini. Terima kasih telah selalu bersedia meluangkan waktunya dengan penuh kesabaran untuk membimbing penulis hingga selesai. Semoga Bapak senantiasa diberikan kesehatan jasmani dan rohani, berada dalam lindungan-Nya yang Maha Kuasa, serta dimudahkan segala urusan dan karirnya;
9. Bapak Dr. K. Bagus Wardianto, S.Sos., M.AB., selaku Dosen Penguji Utama yang telah bersedia meluangkan waktunya, membimbing penulis dengan sabar, memberikan arahan, dan memberikan masukan yang baik untuk skripsi penulis serta segala bentuk bantuan selama masa studi perkuliahan. Semoga bapak senantiasa diberikan kesehatan, kebahagiaan dan hal baik lainnya;
10. Bapak dan Ibu Dosen Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung, atas bimbingan, nasihat, dan ilmu yang diberikan kepada penulis selama masa studi;
11. Bapak dan Ibu Staf Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung, atau bantuan, bimbingan, dan arahan yang diberikan kepada penulis selama masa studi;
12. Teristimewa untuk kedua orang tua tercinta, terima kasih atas kasih sayang, pengorbanan, serta doa yang terus mengiringi langkah hidup penulis tanpa henti. Kepada ibu tersayang, terima kasih sudah mengandung, membesarkan, mendidik serta mendoakan setiap langkah dalam perjalanan hidup penulis,

terima kasih karena telah menempe penulis dengan didikan yang tegas dan disiplin. Dan untuk ayah tersayang, terima kasih atas setiap doa, aturan, nasehat, dan ketegasan yang Ayah terapkan. Dengan kerendahan hati, penulis memohon doa restu agar menjadi anak yang membanggakan, berbakti, dan mampu membalas walau hanya sedikit dari segala kebaikan yang telah kalian curahkan. Semoga ayah dan ibu selalu diberikan kesehatan, rizki yang berlimpah dan selalu dalam lindungan Allah SWT;

13. Teruntuk saudara-saudari ku tersayang. Kepada adik penulis, agus. Terima kasih sudah menjadi teman berdebat favorit sekaligus teman bercanda yang membuat rumah tidak membosankan. Kepada kakak penulis, Aa Jamal. Terima kasih atas segala bantuan yang tak terhitung jumlahnya yang Kakak berikan. Kepada kakak-kakak perempuan penulis, Teh Lola, Teh yayat, dan Teh mela. Terima kasih atas segala dukungan yang diberikan kepada penulis. Semoga kebersamaan kita semakin erat, selalu diberi kesehatan dan umur panjang. Semoga kita dapat meraih kesuksesan dan bersama mewujudkan harapan kedua orang tua di masa depan;
14. Teruntuk Sahabat-sahabat ku tersayang: Yayang, Tiara, Liza, dan Ilham. Terima kasih karena telah hadir dan menjadi bagian dalam hidup penulis, terima kasih karena sudah menemani penulis dari sekolah menengah pertama hingga saat ini, terima kasih karena selalu ada untuk penulis, terima kasih karena sudah selalu mendengarkan curhatan penulis, terima kasih karena sudah membagi suka dan duka dengan penulis. Kepada Sahabatku, Tiara dan Liza. Mungkin persahabatan kita tidak selalu diwarnai dengan keceriaan, kadang kita bertengkar, kadang kita berselisih pendapat, dan bahkan kadang kita meribukan hal-hal sepele. Tetapi itulah yang membuat persahabatan kita semakin erat. Penulis sangat berterima kasih karena kalian telah hadir dalam hidup penulis, jangan pernah bosan ya, ayuk kita kumpul bareng lagi. Kepada sahabatku, Yayang dan Ilham. Terima kasih karena sudah selalu menjadi tempat bersandar bagi penulis, tempat berbagi cerita, berbagi suka, dan berbagi duka. Lalu terima kasih karena kalian sudah berhasil mengajak anak yang strict parents ini untuk pergi menjelajahi keindahan alam itu, jangan pernah bosan bosan untuk mengajak penulis menjelajahi semua keindahan alam itu, penulis sangat

menunggu trip selanjutnya. Semoga kita selalu bersama, selalu diberi kesehatan, rezeki dan panjang umur;

15. Teruntuk husbu-husbu ku tercinta: oikawa, hinata, nishinoya, sugawara, miya atsumu dan Osamu, kita, suna, bokuto, kuroo, kenma, akashi, naruto, kru mugiwara, tanjiro, asta, itadori, gojo, izuku, bakugo, todoroki, eren, levi, karma, sakura, joo, gintoki, claude, nora, hyundo, llyod, javier, dan masih banyak lagi, yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu nama-namanya. Terima kasih karena telah membuat hidup penulis menjadi lebih berwarna, terima kasih karena telah membuat penulis selalu semangat, terima kasih karena telah menemani penulis. Walaupun kalian tidak nyata, tetapi kehadiran kalian nyata bagi penulis;
16. Teruntuk teman-teman ku dari grup SALON PAS: Devi, Aisha, Uly, dan Ria. Terima kasih telah berbagi suka dan duka selama masa perkuliahan. Terima kasih atas semua keseruan dan kebersamaan kita. Kepada Devi, terima kasih karena kos kosan nya telah menjadi tempat berkumpul bersama sambil menghabiskan waktu di sela-sela jam kuliah. Banyak keseruan yang telah kita lewati sambil menunggu jam kuliah selanjutnya, kadang kita hanya tidur tiduran, kadang kita bergosip bersama, kadang kita terlalu lama duduk sambil mikir "mau makan apa ya?", atau kita bermain uno bersama, yang pada akhirnya aisha kalah dan mendapat tantangan menelfon abangnya. Terima kasih telah menjadi bagian tak terlupakan dalam perjalanan perkuliahan penulis, semoga suatu saat nanti kita dapat berkumpul kembali dengan kondisi penuh sukacita dan kebahagiaan;
17. Kepada pemilik NPM berakhiran 100, yang kehadirannya begitu tiba tiba tetapi membawa keceriaan yang berarti. Terima kasih atas segala dukungan dan bantuannya, terima kasih karena kehadirannya sudah membawa tawa dalam hidup penulis, terima kasih telah menjadi pendengar yang baik, terima kasih telah menjadi sosok yang paling sabar dalam menghadapi segala tingkah laku penulis. Semoga kesabaranmu tidak pernah ada habisnya;
18. Teruntuk temanku, Siti dan Sri. Terima kasih telah menjadi teman baik penulis, memberikan semangat dan dukungan kepada penulis. Penulis berharap semoga kalian selalu diberi kesehatan, kebahagiaan dan dilancarkan segala urusannya;

19. Penulis mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada seluruh pihak yang telah memberikan bantuan, dukungan, serta warna dalam hidup penulis. Terima kasih telah hadir, mendampingi, dan menguatkan langkah penulis hingga ke titik ini. Semoga Allah SWT senantiasa membalas segala kebaikan, doa, dan ketulusan kalian dengan balasan yang terbaik.
20. Terakhir, dan yang paling spesial. Terima kasih kepada sosok gadis kecil itu karena sudah bertahan hingga saat ini. Terima kasih telah melewati begitu banyak permasalahan dan mungkin akan melewati lebih banyak lagi. Namun, tidak apa, karena semua itu menjadi pembelajaran yang berharga untuk terus tumbuh. Pesan penulis adalah, jangan pernah menyerah, masih banyak air terjun yang belum dikunjungi, masih banyak gunung yang ingin didaki, dan masih banyak tempat-tempat indah yang menanti untuk dijelajahi.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Namun, besar harapan penulis agar skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca dan juga peneliti selanjutnya.

Bandar Lampung, 20 April 2026

Nova Oktafiani
NPM. 2216051140

DAFTAR ISI

	Halaman
DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	iv
DAFTAR GAMBAR	vi
DAFTAR RUMUS	vii
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	13
1.3 Tujuan Penelitian.....	14
1.4 Manfaat Penelitian.....	15
II. TINJAUAN PUSTAKA	16
2.1 Landasan Teori.....	16
2.1.1 <i>Efficient Market Hypothesis</i> (EMH)	16
2.1.2 <i>Event-Study</i> (Studi Peristiwa)	19
2.1.3 <i>Abnormal Return</i>	20
2.1.4 Aktivitas Volume Perdagangan atau <i>Trading Volume Activity</i>	25
2.1.5 <i>Bid-ask spread</i>	28
2.1.6 Volatilitas Harga Saham	31
2.2 Penelitian Terdahulu	37
2.3 Kerangka Pemikiran.....	44
2.3.1 Pembentukan Danantara dan <i>Abnormal Return</i>	44
2.3.2 Pembentukan Danantara dan Aktivitas Volume Perdagangan	44
2.3.3 Pembentukan Danantara dan <i>Bid-ask spread</i>	45
2.3.4 Pembentukan Danantara dan Volatilitas Harga Saham	47
2.4 Hipotesis.....	50

III. METODE PENELITIAN	52
3.1 Jenis Penelitian dan Sumber Data Penelitian	52
3.1.1 Jenis Penelitian.....	52
3.1.2 Sumber Data.....	52
3.3 Populasi dan Sampel	53
3.3.1 Populasi.....	53
3.3.2 Sampel.....	53
3.4 Teknik Pengumpulan Data.....	55
3.5 Definisi Variabel Penelitian	56
3.5.1 Definisi Konseptual.....	56
3.5.2 Definisi Operasional	57
3.6 Metode Analisis Data	58
3.7 Teknik Analisis Data.....	65
3.7.1 Statistik Deskriptif	65
3.7.2 Uji Normalitas	66
3.7.3 Pengujian Hipotesis.....	66
IV. HASIL DAN PEMBAHASAN.....	68
4.1 Gambaran Umum Danantara.....	68
4.1.1 Profil Danantara	68
4.1.2 Struktur Organisasi & Pengurusan Danantara	70
4.1.3 Ekosistem Bisnis : <i> Holding </i> Operasional dan <i> Holding </i> Investasi	74
4.1.4 Skala & Nilai Aset	75
4.1.5 Sektor Prioritas dan Target Strategis 2026	76
4.2 Hasil Analisis Data.....	78
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif Jangka Pendek	78
4.2.2 Analisis Statistik Deskriptif Jangka Panjang	84
4.2.3 Uji Normalitas Data Jangka Pendek	90
4.2.4 Uji Normalitas Data Jangka Panjang	92
4.2.5 Uji Hipotesis Jangka Pendek.....	94
4.2.6 Uji Hipotesis Jangka Panjang	98
4.3 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis	102
4.3.1 Reaksi Pasar Jangka Pendek	102
4.3.2 Reaksi Pasar Jangka Panjang	111
4.3.3 Analisis Reaksi Pasar Jangka Pendek dan Jangka Panjang	121
4.4 Keterbatasan Penelitian.....	126

V. KESIMPULAN DAN SARAN	129
5.1 Kesimpulan	129
5.2 Saran.....	131
5.2.1 Saran Teoritis	131
5.2.1 Saran Praktis.....	132
DAFTAR PUSTAKA.....	135
LAMPIRAN.....	142

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
Tabel 1 Penelitian Terdahulu	37
Tabel 2 Pemilihan Sampel Penelitian	54
Tabel 3 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian	54
Tabel 4 Definisi Operasional Variabel.....	57
Tabel 5 Profil Danantara.....	68
Tabel 6 Struktur Organisasi & Pengurusan Danantara	71
Tabel 7 Ringkasan Keuangan Konsolidasi	76
Tabel 8 Analisis Statistik Deskriptif Abnormal Return Jangka Pendek	78
Tabel 9 Analisis Statistik Deskriptif Aktivitas Volume Perdagangan Atau Trading Volume Activity Jangka Pendek.....	79
Tabel 10 Analisis Statistik Deskriptif Bid-ask spread Jangka Pendek	81
Tabel 11 Analisis Statistik Deskriptif Volatilitas Harga Saham Jangka Pendek	82
Tabel 12 Analisis Statistik Deskriptif Abnormal Return Jangka Panjang	84
Tabel 13 Analisis Statistik Deskriptif Aktivitas Volume Perdagangan atau Trading Volume Activity Jangka Panjang.....	85
Tabel 14 Analisis Statistik Deskriptif <i>Bid-ask spread</i> Jangka Panjang	87
Tabel 15 Analisis Statistik Deskriptif Volatilitas Harga Saham Jangka Panjang	88
Tabel 16 Hasil Uji Normalitas Data Abnormal <i>Return</i> Jangka Pendek.....	90
Tabel 17 Hasil Uji Normalitas Data Aktivitas Volume Perdagangan atau Trading Volume Activity Jangka Pendek.....	91
Tabel 18 Hasil Uji Normalitas Data Bid-ask spread Jangka Pendek	91
Tabel 19 Hasil Uji Normalitas Data Volatilitas Harga Saham Jangka Pendek.....	92
Tabel 20 Hasil Uji Normalitas Data <i>Abnormal Return</i> Jangka Panjang	92
Tabel 21 Hasil Uji Normalitas Data Aktivitas Volume Perdagangan atau Trading Volume Activity Jangka Panjang	93
Tabel 22 Hasil Uji Normalitas Data <i>Bid-ask spread</i> Jangka Panjang.....	93
Tabel 23 Hasil Uji Normalitas Data Volatilitas Harga Saham Jangka Panjang.....	94
Tabel 24 Hasil Uji Beda Wilcoxon Signed Rank Test Pada Abnormal Return Jangka Pendek.....	95
Tabel 25 Hasil Uji Paired Sample Test Pada Aktivitas Volume Perdagangan Atau Trading Volume Activity Jangka Pendek.....	96

Tabel 26 Hasil Uji Paired Sample Test Pada Bid-ask spread Jangka Pendek.....	97
Tabel 27 Hasil Uji Paired Sample Test Pada Volatilitas Harga Saham Jangka Pendek ...	98
Tabel 28 Hasil Uji Beda Wilcoxon Signed Rank Test Pada Abnormal Return Jangka Panjang.....	99
Tabel 29 Hasil Uji Beda Wilcoxon Signed Rank Test Pada Aktivitas Volume Perdagangan Atau Trading Volume Activity Jangka Panjang.....	99
Tabel 30 Hasil Uji Beda Wilcoxon Signed Rank Test Pada Bid-ask spread Jangka Panjang.....	100
Tabel 31 Hasil Uji Paired Sample Test Pada Volatilitas Harga Saham Jangka Panjang..	101
Tabel 32 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	121

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
Gambar 1 Grafik Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).....	2
Gambar 2 Grafik IHSG Pada Hari Pembentukan Danantara	3
Gambar 3 Grafik IHSG Seminggu Setelah Pembentukan Danantara	3
Gambar 4 Grafik BBRI Seminggu Setelah Pembentukan Danantara	4
Gambar 5 Grafik BMRI Seminggu Setelah Pembentukan Danantara	5
Gambar 6 Grafik BBNI Seminggu Setelah Pembentukan Danantara.....	5
Gambar 7 Grafik TLKM Seminggu Setelah Pembentukan Danantara	6
Gambar 8 Grafik IDX BUMN 20 Seminggu Setelah Pembentukan Danantara	7
Gambar 9 Grafik IHSG Pada Awal Maret	7
Gambar 10 Kerangka Berfikir.....	49
Gambar 11 Jendela Peristiwa (<i>Event Window</i>) Jangka Pendek	59
Gambar 12 Jendela Peristiwa (<i>Event Window</i>) Jangka Panjang	60
Gambar 13 Struktur Organisasi & Pengurusan Danatara	70

DAFTAR RUMUS

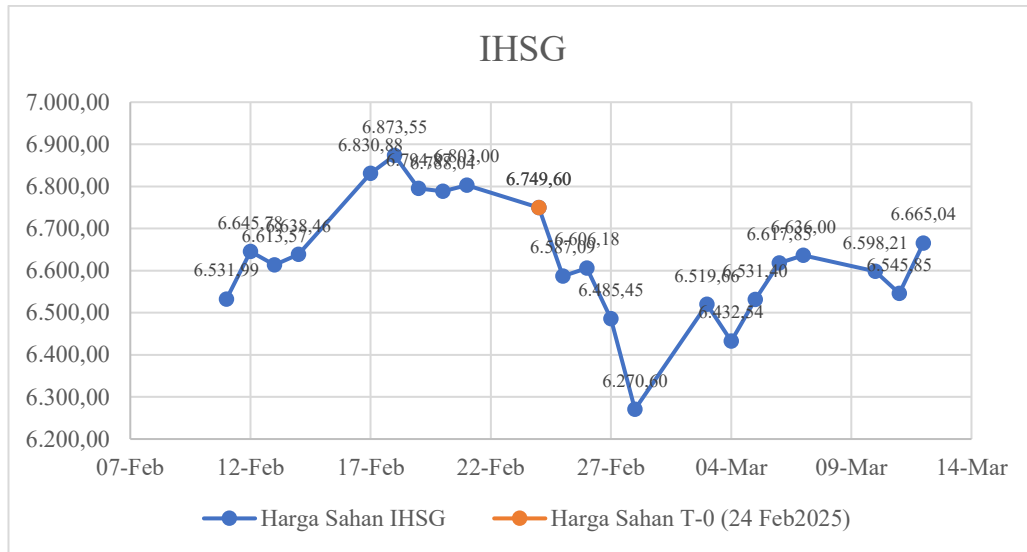
Rumus	Halaman
Rumus 1 <i>Abnormal Return</i>	21
Rumus 2 <i>Actual Return</i>	22
Rumus 3 <i>Mean-Adjusted Model</i>	22
Rumus 4 <i>Market Model</i>	23
Rumus 5 <i>Market Adjusted Model</i>	23
Rumus 6 Aktivitas Volume Perdagangan atau <i>Trading Volume Activity</i>	26
Rumus 7 Average Trading Volume Activity (ATVA)	26
Rumus 8 <i>Bid-ask spread</i> (Su & Tokmakcioglu, 2021):.....	29
Rumus 9 Average Bid-ask spread.....	29
Rumus 10 <i>Return</i> Harian	36
Rumus 11 Volatilitas Harga <i>Saham</i>	36
Rumus 12 Return Saham Individual	62
Rumus 13 Return Saham Harian.....	62
Rumus 14 <i>Average Abnormal Return</i>	63

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pemerintah Indonesia meresmikan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara) pada 24 Februari 2025 sebagai *sovereign wealth fund* dengan total aset lebih dari US\$ 900 miliar atau sekitar Rp 14.678 triliun, berdasarkan Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025 tentang perubahan ketiga UU BUMN, dengan tujuan mengoptimalkan pengelolaan aset BUMN dan mempercepat investasi infrastruktur nasional jangka panjang (Firm, 2025; Indonesia, 2025; Wahyuni, 2025).

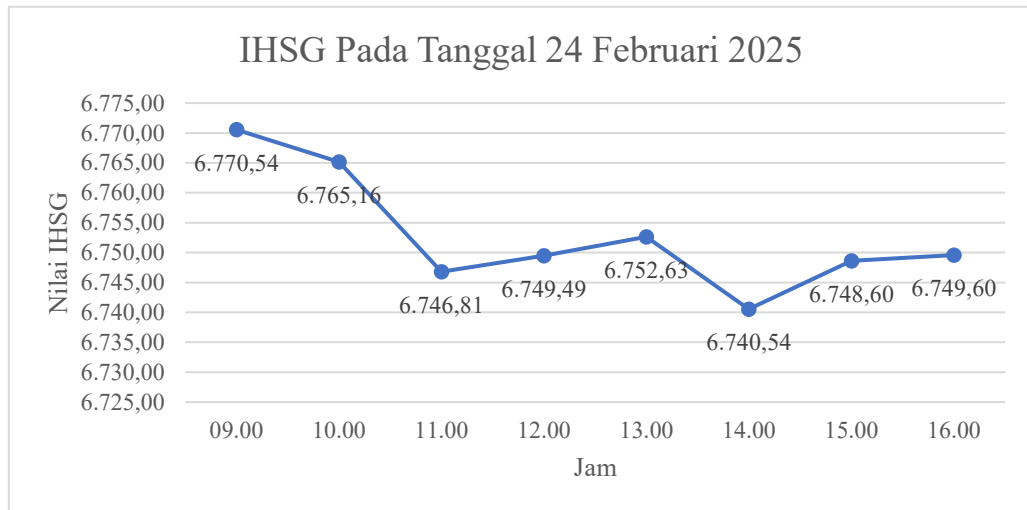
Pembentukan Danantara mencakup penghimpunan saham perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, di mana per 26 Februari 2025 total nilai pasar BUMN yang tercatat di BEI mencapai Rp1.700 triliun atau sekitar 15 persen dari keseluruhan nilai pasar BEI sebesar Rp11.400 triliun, melibatkan perusahaan-perusahaan utama seperti BMRI, BBNI, ANTM, TLKM, dan PGEO yang menjadi komponen penting indeks IDX BUMN 20 (Alin, 2025; Kahfi, 2025; Redaksi, 2025; Saputra, 2025). Pembentukan Danantara sebagai kebijakan lembaga pengelola investasi berskala besar memiliki potensi dampak signifikan pada pergerakan harga saham, pola transaksi, dan perilaku investor di pasar modal Indonesia, mengingat keterlibatan aset besar, Penataan ulang struktur kepemilikan saham negara, dan ekspektasi tinggi pasar terhadap keberhasilan pengelolaan dana tersebut (Simorangkir, 2025).



Gambar 1 Grafik Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Sumber: Data Diolah Peneliti

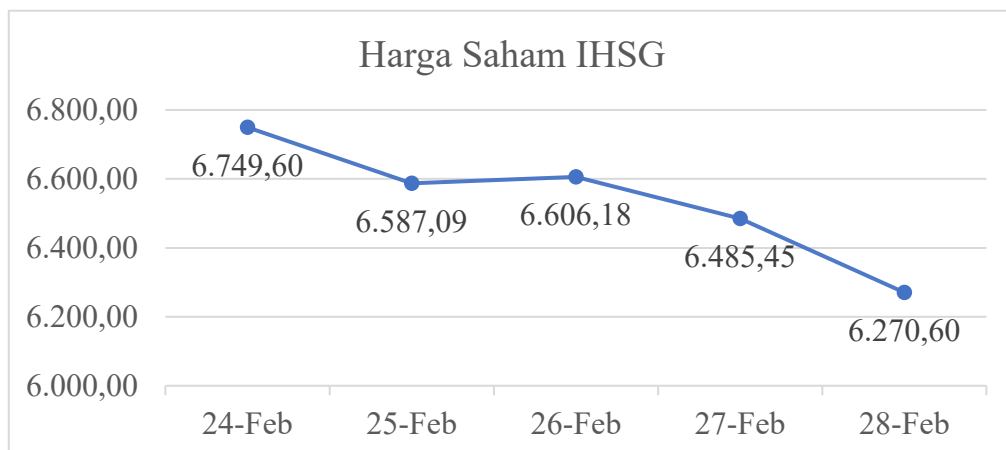
Menjelang pembentukan Danantara, pasar modal Indonesia berada dalam kondisi relatif stabil dan cenderung menguat. Berdasarkan gambar 1, pada minggu terakhir sebelum pembentukan (17 - 21 Februari 2025), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bergerak dalam kisaran 6.788 - 6.873 dan ditutup di level 6.803,00 pada 21 Februari (naik 4,58% dari minggu sebelumnya), dengan nilai pasar di Bursa Efek Indonesia mencapai sekitar Rp11.786 triliun dan rata-rata volume transaksi harian meningkat menjadi 18,38 miliar saham (Lestarini, 2025). Sentimen positif ini didukung oleh keputusan Bank Indonesia mempertahankan *BI-Rate* di 5,75% serta ekspektasi bahwa pembentukan Danantara sebagai *sovereign wealth fund* baru akan memberikan keuntungan bagi pasar modal (Prakoso, 2025).



Gambar 2 Grafik IHSX Pada Hari Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

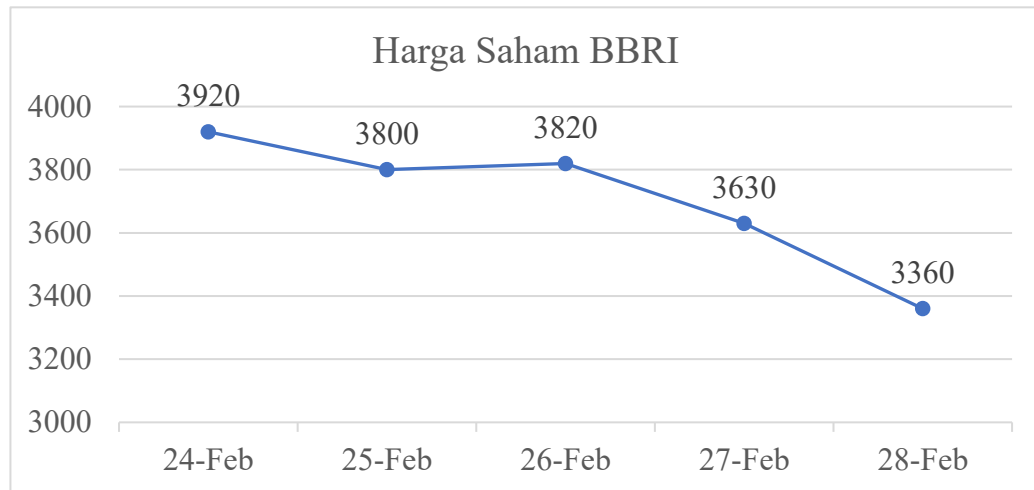
Berlawanan dengan ekspektasi tersebut, berdasarkan gambar 2 dapat dilihat bahwa pada hari pembentukan Danantara 24 Februari 2025 IHSX langsung melemah dan ditutup turun 0,78% di level 6.749,60 (Shabrina, 2025). Pelemahan ini juga diikuti oleh penarikan modal asing (*outflow*) sebesar Rp 683 miliar (Ramadhani, 2025). Aksi jual pada hari pertama ini membuktikan bahwa pelaku pasar masih ragu dan menunggu bukti nyata dari arah kebijakan lembaga baru tersebut.



Gambar 3 Grafik IHSX Seminggu Setelah Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

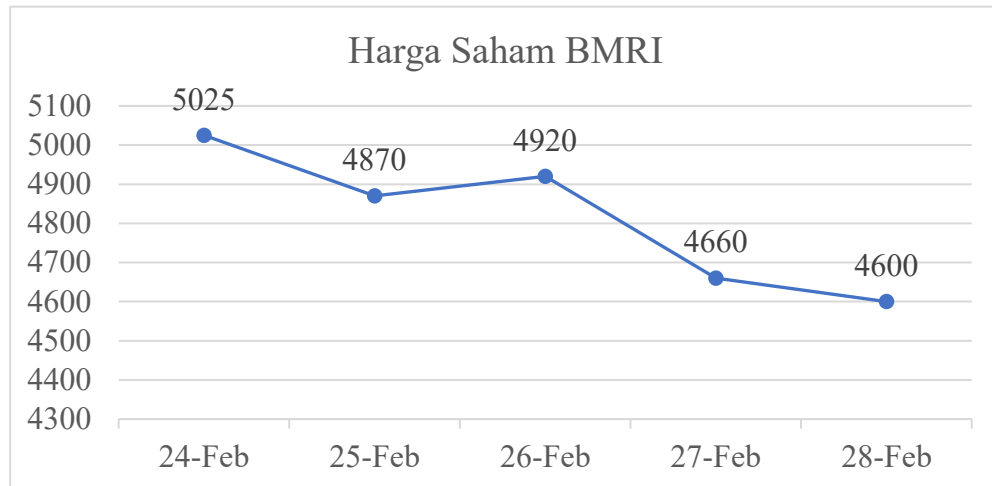
Berdasarkan gambar 3, sepanjang 24 hingga 28 Februari 2025, IHSG anjlok cukup dalam sebesar 7,09% dari 6.803,00 menjadi 6.270,60 hanya dalam lima hari perdagangan (Setiawati, 2025). Penurunan tajam ini mencerminkan *shock* reaksi pasar terhadap kekhawatiran investor terkait pengalihan dividen BUMN dari APBN ke Danantara.



Gambar 4 Grafik BBRI Seminggu Setelah Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

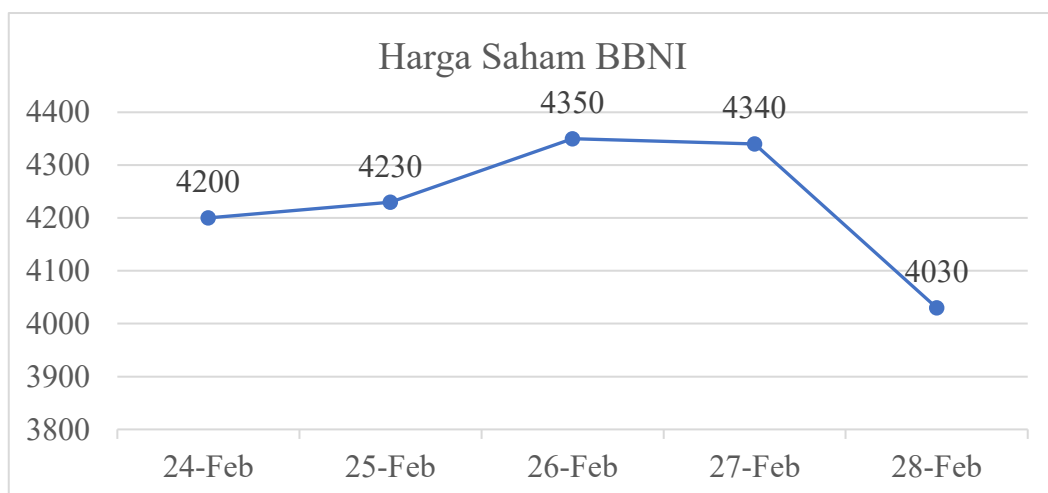
Saham-saham BUMN besar yang masuk dalam portofolio Danantara turut mempengaruhi penurunan IHSG. Berdasarkan gambar 4, harga saham PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI) turun drastis sebesar 13,62%, yang secara perhitungan menyumbang penurunan IHSG sebesar 81,44 poin (Burhan, 2025). Aksi jual saham BBRI didorong oleh kekhawatiran investor bahwa BUMN akan dipaksa membagi dividen lebih besar ke Danantara, sehingga dana untuk mengembangkan bisnis menjadi berkurang.



Gambar 5 Grafik BMRI Seminggu Setelah Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

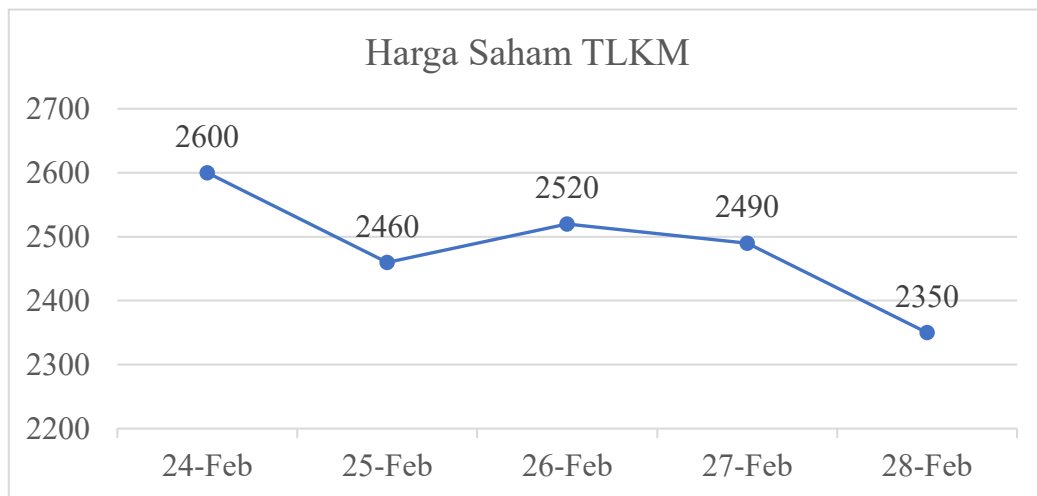
Berdasarkan gambar 5, kejatuhan saham bank milik negara juga dialami oleh PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) yang nilainya ditutup turun 9,36% (Burhan, 2025). Penurunan harga saham bank dengan total aset terbesar di Indonesia ini menambah beban penurunan IHSG sebesar 42,44 poin. Keputusan pemodal untuk menjual saham BMRI menunjukkan keraguan mereka apakah penggabungan aset negara ini bisa dilakukan tanpa mengorbankan performa bisnis bank.



Gambar 6 Grafik BBNI Seminggu Setelah Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

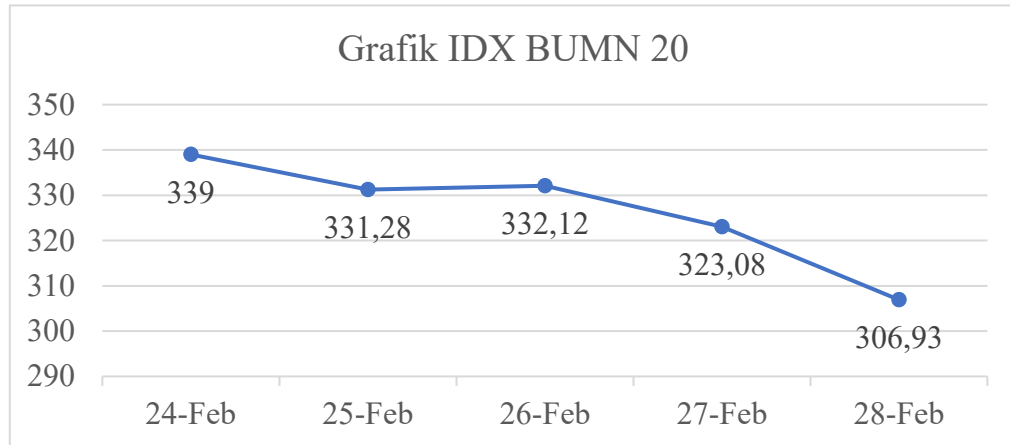
Mengikuti jejak BBRI dan BMRI, berdasarkan gambar 6, saham PT Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI) juga mengalami penurunan nilai sebesar 6,28% dalam satu minggu perdagangan (Burhan, 2025). Terus berlanjutnya aksi jual saham BBNI ini membuktikan bahwa sentimen negatif dari pasar menyebar ke hampir seluruh bank pelat merah (Himbara). Saat ini, para pemodal lebih memilih untuk berhati-hati dan menahan diri (*wait and see*) hingga ada aturan yang lebih jelas.



Gambar 7 Grafik TLKM Seminggu Setelah Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

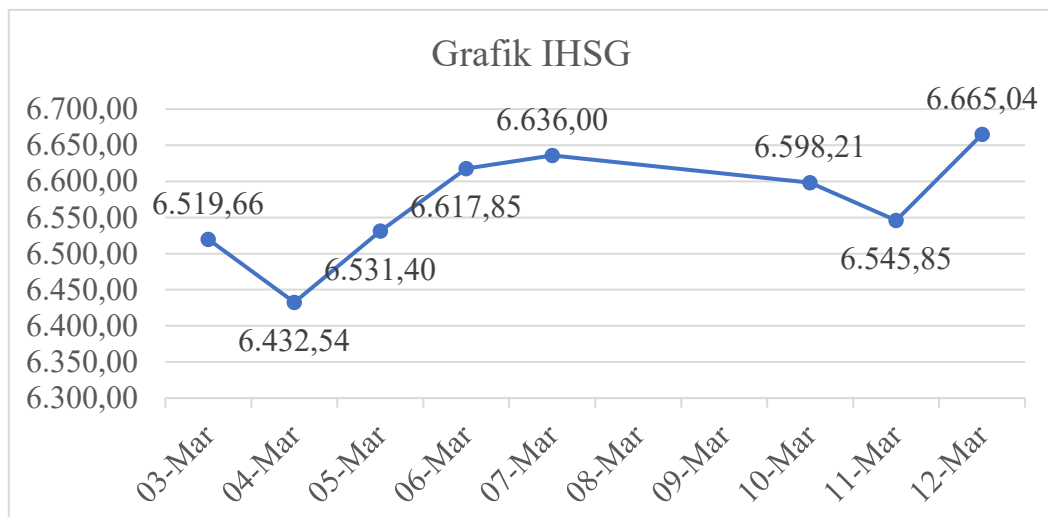
Berdasarkan gambar 7, di sektor telekomunikasi, saham PT Telkom Indonesia Tbk (TLKM) juga ikut anjlok cukup parah hingga mencapai 11,32% (Burhan, 2025). Penurunan harga saham TLKM yang merupakan salah satu perusahaan terbesar di bursa secara langsung menarik turun IHSG sebesar 34,71 poin. Penurunan saham TLKM mencerminkan sikap hati-hati investor yang masih menunggu bukti keberhasilan pengelolaan BUMN di bawah Danantara.



Gambar 8 Grafik IDX BUMN 20 Seminggu Setelah Pembentukan Danantara

Sumber: Data Diolah Peneliti

Akibat merosotnya harga saham-saham tersebut, IDX BUMN 20 secara keseluruhan terpantau anjlok hingga 5% dalam minggu pertama pembentukan Danantara (Burhan, 2025). Penurunan IDX BUMN 20 yang mengukur kinerja dua puluh perusahaan negara paling aktif diperdagangkan ini menunjukkan bahwa banyak investor menjual saham BUMN secara bersamaan. Kondisi ini menuntut pemerintah dan manajemen Danantara untuk segera mengambil tindakan nyata agar investor kembali percaya pada saham BUMN.



Gambar 9 Grafik IHSG Pada Awal Maret

Sumber: Data Diolah Peneliti

Berdasarkan gambar 9, pemulihan mulai terlihat pada minggu pertama Maret (03–07 Maret), ketika IHSG *rebound* 5,83% dari titik terendah 6.270,60 ke level 6.636,00 (Tarigan & Nityakanti, 2025). Pada minggu kedua Maret (10–12 Maret), IHSG melanjutkan tren penguatannya dengan bergerak dalam kisaran 6.545–6.665 dan ditutup di level 6.665,04 pada 12 Maret 2025 (Muhamad, 2025). Pola gejolak pasar dalam kurun waktu tiga minggu pasca pembentukan Danantara ini mengindikasikan bahwa setelah reaksi awal yang negatif, pasar mulai melakukan penyesuaian ulang dan menunjukkan tanda-tanda pemulihan terhadap kebijakan tersebut (Puspadini, 2025).

Reaksi pasar modal terhadap pembentukan Danantara perlu dipahami menggunakan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat oleh Fama (1970). Teori ini menyatakan bahwa harga saham seharusnya langsung menyesuaikan dengan cepat ketika ada pengumuman penting, karena pasar yang efisien akan mencerminkan semua informasi publik yang tersedia. Namun, jika pasar Indonesia menunjukkan pola penurunan tajam yang diikuti pemulihan bertahap, hal ini menandakan bahwa pasar membutuhkan waktu untuk menyerap informasi, sehingga Indonesia belum sepenuhnya efisien dalam bentuk semi-kuat. Oleh karena itu, pengujian empiris sangat penting untuk membuktikan bagaimana pasar modal Indonesia sebenarnya bereaksi terhadap pengumuman besar seperti pembentukan Danantara.

Untuk menguji efisiensi pasar ini secara empiris, diperlukan pengukuran sistematis terhadap reaksi harga. *Abnormal Return* menjadi indikator pertama yang digunakan untuk mengukur selisih antara perubahan harga saham dengan perubahan harga berdasarkan rata-rata pasar (Brown & Warner, 1985). Perhitungan ini menggunakan *market model* yang memprediksi seberapa besar saham seharusnya bergerak berdasarkan pola pergerakan saham di masa lalu ketika dibandingkan dengan pergerakan IHSG (MacKinlay, 1997). Melalui *Abnormal Return*, peneliti dapat menilai apakah penurunan dan pemulihan harga saham BUMN di sekitar pengumuman Danantara terjadi secara wajar sesuai kondisi pasar atau justru harga turun terlalu dalam lalu naik kembali karena investor awalnya panik kemudian menyadari bahwa penurunan tersebut berlebihan.

Penelitian Habermann & Steindl (2025) tentang pengumuman divestasi oleh *sovereign wealth fund* menemukan bahwa *cumulative Abnormal Return* bersifat negatif signifikan pada saham perusahaan target divestasi, menunjukkan pasar bereaksi negatif terhadap keputusan SWF mengurangi investasi. Penelitian Nguyen *et al.* (2024) tentang *ethical exclusion* oleh *sovereign wealth fund* juga menemukan *Abnormal Return* negatif pada pengumuman eksklusif, terutama pada saham dengan volume perdagangan tinggi, mengindikasikan reaksi pasar sangat tergantung pada konteks. Sementara itu, penelitian Megginson *et al.* (2023) menunjukkan bahwa investasi SWF menghasilkan *Abnormal Return* positif jangka pendek, namun kinerja jangka panjang perusahaan target *underperformance*, sehingga bukti empiris masih inkonsisten.

Perbedaan hasil antara Habermann & Steindl (2025), Nguyen *et al.* (2024), dan Megginson *et al.* (2023) menunjukkan bahwa *Abnormal Return* pada aksi SWF dapat bersifat positif jangka pendek namun negatif jangka panjang, atau negatif langsung pada kasus divestasi, tergantung pada jenis aksi. Penelitian ini memposisikan pembentukan Danantara sebagai peristiwa kebijakan institusional berskala besar yang melibatkan restrukturisasi aset BUMN senilai ratusan triliun rupiah, berbeda dari studi sebelumnya yang fokus pada *investment* individual. Dengan menghitung *Abnormal Return* di sekitar tanggal pengumuman dan beberapa minggu setelahnya, penelitian ini berupaya membedakan apakah pola reaksi mencerminkan temuan Habermann, Nguyen, Megginson, atau pola unik karena konteks SWF nasional.

Namun, pergerakan harga saja tidak cukup menangkap respons investor secara keseluruhan, volume perdagangan memberikan aspek tambahan tentang intensitas reaksi pasar, Aktivitas volume perdagangan atau *Trading Volume Activity* (TVA) menggambarkan perubahan jumlah saham yang diperdagangkan dibandingkan kondisi normal, sehingga dapat dipakai sebagai indikator intensitas respon investor terhadap suatu peristiwa yang signifikan (Beaver, 1968). Volume perdagangan yang meningkat tajam dapat berarti banyak investor menata ulang portofolio secara sadar berdasarkan informasi baru, tetapi juga bisa menandakan perilaku spekulatif ketika ketidakpastian meningkat. Oleh karena itu, analisis TVA pada peristiwa Danantara penting untuk melihat apakah lonjakan volume perdagangan terjadi

karena investor menyerap informasi baru dan menyesuaikan portofolio mereka, atau justru karena investor ramai membeli dan menjual saham hanya untuk mencari keuntungan cepat tanpa mempertimbangkan nilai fundamental perusahaan.

Penelitian Anata & Darmayanti (2025) mengenai Pemilihan Presiden 2024 menemukan perbedaan signifikan pada TVA dengan $Z = -4,013$ dan $p = 0,000$, menunjukkan investor merespons peristiwa besar dengan meningkatkan transaksi berdasarkan ekspektasi maupun strategi portofolio. Penelitian Putri & Mariana (2025) tentang pelantikan presiden juga menemukan perbedaan signifikan TVA dengan $Z = -2,134$ dan $p = 0,033$, menunjukkan aktivitas volume meningkat sesudah peristiwa penting. Namun penelitian Munawarah *et al.* (2025) tentang *Boycott, Divestment and Sanction (BDS) Movement* menemukan TVA justru menurun dari 83% menjadi 71%, menunjukkan beberapa peristiwa menyebabkan penurunan aktivitas perdagangan, bukan peningkatan.

Perbedaan hasil antara Anata & Darmayanti (2025), Penelitian Putri & Mariana (2025), dan Munawarah *et al.* (2025) menunjukkan bahwa peristiwa besar dapat menghasilkan TVA signifikan baik meningkat maupun menurun tergantung jenis peristiwa dan sentimen pasar yang terbentuk. Penelitian ini memanfaatkan pembentukan Danantara sebagai peristiwa kebijakan institusional berskala besar yang berbeda dari peristiwa politik atau gerakan boikot, sehingga perlu diuji apakah TVA merespons dengan pola peningkatan atau penurunan. Dengan menganalisis TVA sebelum dan sesudah pengumuman Danantara serta mengaitkannya dengan *Abnormal Return*, penelitian ini berupaya menjawab apakah lonjakan volume konsisten dengan pola positif, negatif, atau tidak signifikan.

Selain volume, struktur pasar juga mempengaruhi proses penyesuaian harga, *Bid-Ask Spread* mencerminkan kondisi likuiditas dan asimetri informasi yang melingkupi transaksi. *Bid-Ask Spread* adalah selisih antara harga beli tertinggi (*bid*) yang ditawarkan oleh pembeli dan harga jual terendah (*ask*) yang ditawarkan oleh penjual (Ganti, 2025). *Spread* sempit seperti ini menunjukkan pasar yang likuid karena banyak investor aktif berdagang sehingga pembeli dan penjual saling bersaing untuk mendapatkan transaksi, yang membuat perbedaan harga penawaran mereka menjadi kecil. Sebaliknya, *spread* melebar ketika saham jarang

diperdagangkan karena hanya sedikit pembeli dan penjual yang aktif, sehingga penjual bebas meminta harga tinggi sementara pembeli menawar harga rendah (Stoll, 1989). Dalam konteks pembentukan Danantara, pemantauan perubahan *Bid-Ask Spread* pada saham-saham BUMN penting untuk melihat apakah kebijakan memicu peningkatan biaya transaksi.

Penelitian Nainggolan *et al.* (2025) tentang informasi asimetri di sekitar pengumuman *earnings* menemukan bahwa *Bid-Ask Spread* meningkat signifikan sebelum pengumuman karena investor belum tahu informasi baru, namun menurun signifikan setelah pengumuman ketika informasi terserap pasar. Penelitian Tampubolon *et al.* (2023) tentang dampak *Bid-Ask Spread* di pasar modal Indonesia menemukan bahwa *spread* memiliki pengaruh signifikan terhadap *Abnormal Return*, di mana *spread* sempit mengindikasikan pasar lebih *likuid* dengan biaya transaksi rendah, sedangkan *spread* lebar mencerminkan *information asymmetry* tinggi. Penelitian Yahaya (2025) tentang dampak pengungkapan lingkungan menemukan hubungan negatif signifikan antara *disclosure* dan *information asymmetry*, dengan perusahaan yang memiliki *disclosure* lebih baik mengalami penurunan *spread*.

Perbedaan hasil antara Nainggolan *et al.* (2025), Tampubolon *et al.* (2023), dan Yahaya (2025) menunjukkan bahwa *Bid-Ask Spread* dapat melebar atau menyempit tergantung pada timing pengumuman dan kualitas *disclosure*, dengan pola konsisten tentang hubungan antara ketidakpastian dan *spread*. Penelitian ini memanfaatkan pembentukan Danantara sebagai peristiwa kebijakan institusional yang menghadirkan informasi kompleks tentang restrukturisasi BUMN, sehingga dapat diuji apakah *Bid-Ask Spread* akan melebar atau menyempit. Dengan membandingkan *Bid-Ask Spread* sebelum dan sesudah pengumuman Danantara serta mengaitkannya dengan volatilitas, penelitian ini berupaya menjelaskan apakah pelebaran *spread* bersifat sementara atau persisten.

Terakhir, ketidakpastian yang dirasakan investor terlihat dari naik-turunnya harga saham itu sendiri, Volatilitas harga saham mengukur seberapa besar harga saham berubah dalam periode tertentu (Hayes, 2025). Volatilitas tinggi menunjukkan investor sedang bingung dan tidak yakin dengan nilai wajar saham tersebut,

sehingga mereka terus mengubah keputusan jual-beli yang membuat harga berfluktuasi. Pengumuman kebijakan besar seperti Danantara yang mengubah pengelolaan BUMN dapat membuat volatilitas meningkat karena investor membutuhkan waktu untuk memahami dampaknya terhadap keuntungan perusahaan BUMN di masa depan. (Schwert, 1989). Analisis volatilitas sebelum dan sesudah pengumuman Danantara membantu menjelaskan apakah harga saham hanya bergejolak sesaat lalu kembali stabil, atau justru tetap tidak menentu dalam waktu lama karena investor masih belum memahami dampak kebijakan tersebut.

Penelitian Yang *et al.* (2024) menemukan *spillover* dua arah antara sentimen investor dan volatilitas, di mana perubahan sentimen mendorong volatilitas naik, sementara lonjakan volatilitas juga mengubah sentimen dalam proses yang dinamis. Penelitian Gao *et al.* (2022) menunjukkan investor *sentiment* meningkatkan volatilitas tidak langsung, melainkan melalui *information asymmetry*, sentimen tinggi meningkatkan ketidakseimbangan informasi sehingga memicu fluktuasi harga lebih besar, dan efek ini lebih kuat pada periode ketidakpastian seperti COVID-19. Penelitian Tran & Vo (2023) menemukan pasar Asia-Pasifik *overreact* terhadap *uncertainty shocks*, di mana *bad news* berdampak lebih kuat daripada *good news* sehingga volatilitas melonjak, namun lonjakan ini bersifat sementara karena pasar kemudian beradaptasi secara bertahap.

Perbedaan hasil antara Yang *et al.* (Yang *et al.*, 2024), Gao *et al.* (Gao *et al.*, 2022), dan Tran & Vo (Tran & Vo, 2023) menunjukkan hubungan antara ketidakpastian, sentimen, dan volatilitas bersifat dinamis dan kompleks dengan mekanisme *spillover* dua arah yang penting. Penelitian ini memanfaatkan pembentukan Danantara sebagai peristiwa kebijakan institusional berskala besar yang berpotensi meningkatkan ketidakpastian dan memicu perubahan sentimen terhadap prospek BUMN, sehingga relevan menguji apakah volatilitas konsisten dengan mekanisme *spillover* yang ditemukan. Dengan menganalisis volatilitas sebelum dan sesudah pengumuman Danantara dalam jangka beberapa minggu, penelitian ini berupaya menjelaskan apakah volatilitas hanya lonjakan sementara atau *persistence* berkelanjutan yang mengindikasikan ketidakpastian belum terserap pasar.

Penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda-beda tentang bagaimana

pasar bereaksi terhadap kebijakan pemerintah, sehingga diperlukan bukti baru khusus untuk kasus Danantara yang melibatkan banyak BUMN. Penelitian ini menggabungkan analisis *Abnormal Return*, TVA, Volatilitas, dan *Bid-Ask Spread* dalam satu kerangka *event study*, penelitian dapat menjelaskan secara lengkap bagaimana investor Indonesia merespons pengumuman Danantara dan apakah reaksi mereka sesuai dengan prinsip pasar efisien. Hasil penelitian ini dapat membantu Kementerian BUMN dan pemerintah menyusun strategi penyampaian informasi yang lebih jelas sehingga harga saham tidak turun atau naik terlalu tajam saat ada kebijakan baru, serta membantu investor memahami kapan waktu yang tepat untuk membeli atau menjual saham BUMN ketika ada pengumuman serupa di masa depan.

Penelitian ini bertujuan menganalisis reaksi pasar modal Indonesia terhadap pembentukan Danantara dengan empat fokus utama: menguji apakah harga saham BUMN naik atau turun tidak wajar dibanding IHSG (*Abnormal Return*), menilai apakah volume perdagangan meningkat atau menurun (*Trading Volume Activity*), menganalisis apakah naik-turunnya harga terjadi karena investor bingung atau hanya panik sesaat (volatilitas), dan menganalisis apakah selisih harga penawaran jual-beli melebar yang menunjukkan investor kesulitan sepakat tentang harga (*Bid-Ask Spread*). Oleh karena itu, judul yang diangkat dalam penelitian ini adalah: **“Reaksi Pasar terhadap Pembentukan Danantara: Analisis Event-Study di Bursa Efek Indonesia”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, penelitian ini merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Abnormal Return* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara?
2. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara?
3. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara?
4. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Volatilitas Harga saham 5 hari

sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara?

5. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Abnormal Return* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara?
6. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara?
7. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara?
8. Apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Volatilitas Harga saham 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Abnormal Return* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara.
4. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Volatilitas Harga Saham 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan Danantara.
5. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Abnormal Return* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara.
6. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara.
7. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara.
8. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan terhadap Volatilitas Harga Saham 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan Danantara.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dalam melakukan penelitian ini adalah:

1.4.1 Manfaat teoritis

Penelitian ini memberikan kontribusi pada pengujian Teori Efisiensi Pasar (*Efficient Market Hypothesis*) bentuk setengah kuat dengan menyediakan bukti empiris bagaimana pasar modal Indonesia menyerap informasi kebijakan institusional berskala besar seperti Danantara, sehingga memperkaya pemahaman mengenai mekanisme harga dan kecepatan penyesuaian informasi di pasar *emerging*. Hasil penelitian dapat mengidentifikasi anomali pasar berupa *overreaction* atau keterlambatan penyesuaian harga, sehingga menjelaskan apakah pasar Indonesia benar-benar efisien dalam bentuk semi-kuat atau masih mengalami ketidakefisienan dalam merespons informasi kebijakan publik yang kompleks.

1.4.2 Manfaat Praktis

1. Bagi Investor dan Pelaku Pasar

Penelitian ini dapat menjadi referensi bagi investor dalam memahami pola pergerakan harga, volume, dan risiko saham BUMN saat terjadi peristiwa kebijakan besar, sehingga membantu mereka dalam mengambil keputusan investasi yang lebih tepat (*informed decision*) dan merumuskan strategi manajemen risiko portofolio yang efektif.

2. Bagi Regulator dan Pemerintah

Temuan mengenai reaksi pasar (baik dari sisi volatilitas maupun likuiditas) dapat menjadi masukan bagi regulator dalam mengevaluasi efektivitas komunikasi kebijakan publik. Hal ini berguna untuk merancang strategi sosialisasi yang lebih baik di masa depan guna meminimalkan gejolak pasar (*market noise*) dan *asymmetric information*.

3. Bagi Manajemen Perusahaan BUMN

Hasil penelitian ini memberikan wawasan bagi manajemen emiten BUMN mengenai bagaimana pasar merespons perubahan struktur kepemilikan dan tata kelola, sehingga manajemen dapat mengantisipasi dampak fluktuasi harga saham dan menjaga likuiditas saham melalui kebijakan transparansi informasi (*corporate disclosure*) yang lebih baik.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Efficient Market Hypothesis* (EMH)

Efficient Market Hypothesis adalah teori yang menjelaskan bagaimana pasar modal berfungsi. Teori ini dikembangkan oleh Eugene Fama pada tahun (1970) dan menjadi fondasi penting dalam ilmu keuangan modern. Ide pokok dari *Efficient Market Hypothesis* (EMH) sangat sederhana, yaitu : harga saham di pasar modal mencerminkan semua informasi yang tersedia. Artinya, ketika ada berita atau informasi baru mengenai suatu perusahaan, pasar akan dengan cepat menyesuaikan harga saham untuk mencerminkan informasi tersebut. Karena harga sudah mencerminkan semua informasi publik, tidak ada investor yang bisa secara konsisten mendapatkan keuntungan lebih besar (*Abnormal Return*) dari pasar hanya dengan menganalisis informasi yang sudah diketahui semua orang.

Menurut teori, efisiensi informasional dalam pasar modal berasal dari tiga faktor kunci:

1. **Persaingan Antar Investor**

Ketika ada peluang keuntungan, banyak investor segera berlomba untuk memanfaatkannya. Persaingan ini mendorong harga untuk dengan cepat menyesuaikan diri dengan informasi baru.

2. **Biaya Transaksi Yang Rendah**

Semakin mudah dan murah investor melakukan transaksi, semakin cepat pasar bereaksi terhadap informasi baru. Teknologi digital telah membuat biaya transaksi jauh lebih rendah dibandingkan masa lalu.

3. Informasi Yang Mudah Diakses

Ketika semua investor bisa mendapatkan informasi yang sama dengan biaya yang terjangkau, tidak ada kelompok investor yang memiliki keuntungan informasi dibanding yang lain.

Dalam pasar yang efisien, perubahan harga saham hanya terjadi ketika ada informasi baru yang tidak terduga sebelumnya. Karena informasi baru bersifat acak dan tidak bisa diprediksi, perubahan harga juga akan bersifat acak. Inilah mengapa ada istilah *Random Walk Hypothesis* yaitu pergerakan harga tidak mengikuti pola yang bisa diprediksi dari pergerakan masa lalu (Fama, 1970).

Fama (1970) membagi efisiensi pasar menjadi tiga tingkat berbeda, berdasarkan jenis informasi apa yang tercermin dalam harga saham, yaitu :

1. ***Weak Form Efficiency*** menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi historis tentang harga, volume, dan *return* masa lalu, namun tidak termasuk informasi fundamental perusahaan yang belum publik. Ini berarti analisis teknikal (melihat pola grafik historis) tidak bisa memberikan keuntungan konsisten karena pola masa lalu tidak memiliki daya prediksi untuk harga masa depan yang akan ditentukan oleh informasi baru.
2. ***Semi-Strong Form Efficiency*** menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan informasi historis tetapi juga semua informasi publik yang tersedia seperti laporan keuangan, pengumuman dividen, atau berita penting lainnya. Dalam bentuk ini, analisis fundamental (menghitung nilai perusahaan berdasarkan laporan keuangan) juga tidak bisa memberikan keuntungan konsisten karena informasi sudah diantisipasi dan harganya sudah tercermin dalam harga saham.
3. ***Strong Form Efficiency*** menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi termasuk informasi privat atau *insider information* yang belum diumumkan kepada publik. Dalam bentuk ini, bahkan orang-orang dalam perusahaan yang memiliki akses informasi rahasia tidak bisa secara konsisten mendapatkan keuntungan melalui *trading* karena informasi mereka sudah tercermin dalam harga.

Perkembangan Agar suatu pasar modal bisa berfungsi dengan efisien, ada lima syarat fundamental yang harus terpenuhi (Gocejna & Urbaś, 2023) :

1. Investor Bertindak Rasional

Investor harus membuat keputusan investasi berdasarkan analisis yang masuk akal, bukan berdasarkan emosi atau spekulasi. Investor yang rasional akan menggunakan semua informasi yang tersedia untuk membuat keputusan terbaik sesuai dengan profil risiko dan tujuan investasi mereka.

2. Informasi mudah diakses oleh semua investor

Semua investor harus bisa mendapatkan informasi yang sama dengan biaya yang terjangkau. Tidak ada investor yang mendapat akses informasi eksklusif atau lebih awal dibanding yang lain. Jika ada *asymmetric information* (informasi tidak merata), pasar akan menjadi tidak efisien.

3. Biaya Transaksi Rendah atau Tidak Ada

Biaya transaksi yang tinggi (seperti *spread* yang lebar, komisi yang besar, atau biaya-biaya tersembunyi) akan menghambat investor untuk melakukan transaksi yang seharusnya dilakukan. Hal ini akan memperlambat *price discovery* dan membuat pasar kurang efisien. Teknologi digital telah sangat membantu dalam menurunkan biaya transaksi.

4. Semua Peserta Pasar Sepakat Tentang Dampak Informasi

Ketika ada berita, semua investor seharusnya memiliki interpretasi yang sama tentang dampaknya terhadap nilai perusahaan. Jika ada perbedaan interpretasi yang besar, akan ada jeda waktu untuk pasar mencapai konsensus, dan selama jeda ini pasar tidak akan efisien.

5. Ada Persaingan yang Efektif Antar Trader dan Investor

Harus ada banyak pembeli dan penjual yang aktif di pasar, yang terus-menerus mencari peluang untuk mendapatkan keuntungan dari *mispricing* (harga yang salah). Persaingan ini mendorong *market participants* untuk terus menganalisis informasi dan melakukan transaksi yang mengarahkan harga menuju tingkat keseimbangan yang benar.

2.1.2 *Event-Study* (Studi Peristiwa)

Event study atau studi peristiwa merupakan metodologi penelitian empiris yang digunakan untuk mempelajari reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan, dengan tujuan mengukur dampak ekonomis peristiwa tersebut pada harga sekuritas melalui perubahan *return* atau *Abnormal Return* (MacKinlay, 1997; Sasikumar & Sundaram, 2024). *Event Study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat, di mana pasar seharusnya merespons dengan cepat dan akurat terhadap informasi publik yang baru (Brown & Warner, 1985). Dengan menggunakan pendekatan ini, peneliti dapat mengidentifikasi apakah suatu peristiwa benar-benar memiliki dampak ekonomis yang terukur pada nilai sekuritas atau justru dampaknya tidak signifikan secara statistik (MacKinlay, 1997).

Sasikumar dan Sundaram (2024) dalam tinjauan *bibliometrik* komprehensif terhadap 2.325 artikel *event study* dalam periode 1984–2024 menunjukkan bahwa *event study* telah menjadi metode utama dalam riset pasar modal untuk menganalisis respon pasar terhadap berbagai jenis peristiwa, baik pada tingkat perusahaan (*firm-specific*) maupun tingkat pasar keseluruhan (*market-wide*). Kajian mereka mengkonfirmasi bahwa metodologi *event study* memiliki dua tujuan utama, yaitu:

1. Menguji efisiensi pasar dengan mengukur kecepatan penyesuaian harga terhadap informasi baru.
2. Mengevaluasi dampak ekonomis suatu peristiwa tertentu terhadap nilai saham, sektor, atau pasar secara agregat.

Hasil tinjauan ini juga menegaskan bahwa *event study* relevan untuk mengkaji berbagai konteks empiris, termasuk peristiwa kebijakan institusional, guncangan ekonomi, dan krisis finansial, karena mampu mengisolasi pengaruh suatu *event* tunggal dari faktor lain selama periode pengamatan (Sasikumar & Sundaram, 2024).

Pengujian kandungan informasi dalam *event study* bertujuan untuk mengamati reaksi pasar terhadap suatu pengumuman dan menentukan apakah pengumuman

tersebut mengandung informasi yang relevan bagi keputusan investasi (Beaver, 1968; Brown & Warner, 1985). Jika pengumuman mengandung informasi yang relevan, maka pasar akan memberikan reaksi pada saat pengumuman tersebut diterima, yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas yang dapat diukur menggunakan *return* atau *Abnormal Return* sebagai nilai perubahan harga (MacKinlay, 1997). Pengumuman yang mengandung informasi baru dan relevan bagi investor akan menimbulkan *Abnormal Return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, sedangkan pengumuman yang tidak mengandung informasi baru atau sudah sepenuhnya diantisipasi pasar tidak akan menimbulkan *Abnormal Return* yang signifikan secara statistik pada saham yang bersangkutan. (Fama, 1991).

Dalam penelitian ini, pembentukan Danantara dapat dikategorikan sebagai peristiwa kebijakan institusional pada tingkat makroekonomi nasional yang berpotensi mempengaruhi harga efek seluruh perusahaan BUMN yang tercatat di pasar modal Indonesia (Sasikumar & Sundaram, 2024). Sebagai *sovereign wealth fund* baru dengan mandat mengelola aset-aset BUMN strategis senilai ratusan triliun rupiah, pengumuman Danantara diharapkan mengandung kandungan informasi yang kuat dan akan memicu reaksi pasar yang terukur pada keempat variabel penelitian: *Abnormal Return*, Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity*, Volatilitas Harga Saham, dan *Bid-Ask Spread* (Sasikumar & Sundaram, 2024). Oleh karena itu, *event study* merupakan metodologi yang paling tepat untuk menganalisis dampak kebijakan Danantara terhadap dinamika pasar modal Indonesia dalam periode jangka pendek dan panjang, dengan memisahkan pengaruh peristiwa tersebut dari faktor pasar lainnya (Sasikumar & Sundaram, 2024).

2.1.3 *Abnormal Return*

Abnormal Return merupakan indikator utama untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa atau pengumuman tertentu, didefinisikan sebagai selisih antara *return* aktual (tingkat keuntungan sebenarnya) dengan *return* ekspektasi (tingkat keuntungan yang diharapkan) yang dihitung berdasarkan *normal performance model* (MacKinlay, 1997). Konsep ini didasarkan pada pemahaman

bahwa *Abnormal Return* merepresentasikan komponen *return* saham yang tidak dapat dijelaskan oleh pergerakan pasar secara umum, sehingga mencerminkan nilai ekonomis dari informasi baru yang belum tercermin dalam harga saham sebelumnya (MacKinlay, 1997). Ketika terjadi peristiwa yang memberikan informasi baru kepada pasar, *return* aktual akan menyimpang dari *return* ekspektasi, dan penyimpangan inilah yang disebut *Abnormal Return* (MacKinlay, 1997).

Suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *Abnormal Return* yang signifikan kepada pasar, sementara pengumuman yang tidak mengandung informasi baru atau sudah diantisipasi sebelumnya tidak akan menghasilkan *Abnormal Return* yang terukur (MacKinlay, 1997). Dalam penelitian ini, *Abnormal Return* digunakan untuk mengukur dampak valuasi kebijakan pembentukan Danantara terhadap emiten BUMN yang terlibat dalam restrukturisasi aset, sehingga dapat diidentifikasi apakah pasar menilai kebijakan ini sebagai berita positif atau negatif terhadap prospek perusahaan.

Dengan demikian *Abnormal Return* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Rumus 1 *Abnormal Return*

Keterangan :

$AR_{i,t}$: *Abnormal Return* saham i pada hari ke t

$R_{i,t}$: *Actual return* saham i pada hari ke t

$E(R_{i,t})$: *Expected return* saham i pada hari ke t

Actual return (*return* sesungguhnya) merupakan keuntungan yang dapat diterima atas investasi saham pada suatu periode tertentu, secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Rumus 2 Actual Return

Keterangan :

$R_{i,t}$: *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t}$: Harga saham i pada hari ke-t

$P_{i,t-1}$: Harga saham i pada hari ke (t-1)

Sedangkan *expected return* yang harus diestimasi dengan menggunakan beberapa model estimasi Mackinlay (1997) antara lain :

1. **Mean-Adjusted Model**

Model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*) ini menganggap bahwa *expected return* bernilai konstan yaitu sebesar nilai rata – rata *actual return* sebelumnya selama periode estimasi, sebagai berikut :

$$E (R_{i,t}) = \frac{\sum R_{i,t}}{T}$$

Rumus 3 Mean-Adjusted Model

Keterangan :

$E (R_{i,t})$: *Expected return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$: *Actual return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

T : Lamanya periode estimasi.

Periode estimasi (*estimation periode*) umumnya merupakan periode sebelum peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

2. *Market Model*

Perhitungan *expected return* dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu :

- 1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- 2) Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Rumus 4 *Market Model*

Keterangan :

$E(R_{it})$: *Return* ekspektasi sekuritas ke-i pada waktu t

α_i : *Intercept*, independen terhadap R_{mt}

β_i : *Slope*, resiko sistematis, *dependen* terhadap R_{mt}

ϵ_{it} : Kesalahan *residu* sekuritas i pada periode estimasi ke t

3. *Market Adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* pasar.

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t}$$

Rumus 5 *Market Adjusted Model*

Keterangan :

$E(R_{i,t})$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{m,t}$ = *Return* sekuritas pada waktu ke -t.

Dalam praktik analisis *event study*, pengujian *Abnormal Return* dilakukan melalui beberapa tahap agregasi data yang progresif untuk mengukur dampak peristiwa pada berbagai level agregasi (MacKinlay, 1997; Sasikumar & Sundaram, 2024)

1) *Abnormal Return (AR)*

Abnormal Return terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *actual return* dan *expected return* yang dihitung secara harian. Karena dihitung secara harian, maka dalam suatu *window period* dapat diketahui *Abnormal Return* tertinggi atau terendah, dan dapat juga diketahui pada hari keberapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham.

2) *Average Abnormal Return (AAR)*

Average Abnormal Return merupakan rata-rata *Abnormal Return (AR)* dari semua jenis saham yang sedang dianalisis secara harian. AAR dapat menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif, dari keseluruhan jenis saham pada hari – hari tertentu selama *window period*.

3) *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

Cummulative Abnormal Return merupakan kumulatif harian AR dari hari pertama sampai dengan hari – hari berikutnya setiap jenis saham. Jadi CAR selama periode sebelum peristiwa terjadi akan dibandingkan dengan CAR selama periode setelah peristiwa terjadi.

4) *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*

Cummulative Average Abnormal Return merupakan kumulatif harian AAR mulai dari hari pertama sampai dengan hari – hari berikutnya. Dari grafik CAAR harian ini dapat diketahui kecenderungan kenaikan atau penurunan yang terjadi selama *window period*, sehingga dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut terhadap keseluruhan jenis saham yang diteliti juga dapat diketahui.

Abnormal Return ini bukan hanya angka matematis biasa, tetapi menunjukkan apakah perusahaan mendapat manfaat atau merugikan dari suatu peristiwa penting. *Return abnormal* positif berarti harga saham naik lebih dari yang diharapkan, mencerminkan berita baik untuk investasi, sementara *return abnormal* negatif

berarti harga turun lebih dari ekspektasi, mencerminkan berita buruk atau kerugian bagi investor (A. Setiawan et al., 2024). Signifikansi *Abnormal Return* penting karena menunjukkan apakah pasar bereaksi rasional dengan menyesuaikan harga sesuai dampak ekonomi nyata, atau apakah pasar *overreact* atau *underreact* dengan pola tidak rasional yang bisa dimanfaatkan (Rocciolo et al., 2022).

Ada beberapa cara untuk menginterpretasi *Abnormal Return* tergantung teori yang digunakan. Dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, harga saham harus dengan cepat mencerminkan seluruh informasi publik yang baru, pengumuman yang mengandung informasi baru dan relevan wajar menimbulkan *Abnormal Return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, tetapi efek tersebut hanya bersifat sementara karena pasar segera menyerap informasi tersebut. *Abnormal Return* yang signifikan dan bertahan lama justru dipandang sebagai anomali, karena menunjukkan bahwa pasar lambat merespons informasi publik dan membuka peluang keuntungan di atas normal secara sistematis (Kumar et al., 2020).

2.1.4 Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity*

Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity* (TVA) adalah ukuran yang menunjukkan seberapa aktif perdagangan saham dalam periode tertentu, dihitung dengan membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan dengan total saham beredar untuk melihat seberapa mudah saham itu diperjual-belikan (*likuiditas*) (Nainggolan et al., 2025). Penelitian Beaver (1968) membuktikan bahwa ketika ada berita penting seperti pengumuman *earnings*, volume perdagangan meningkat rata-rata 33% di sekitar waktu pengumuman, menunjukkan bahwa berita penting membuat investor lebih aktif melakukan transaksi. TVA digunakan dalam studi peristiwa karena bisa menunjukkan apakah suatu berita cukup penting sehingga investor mengubah keputusan mereka membeli atau menjual saham, melebihi aktivitas perdagangan yang normal (MacKinlay, 1997). Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity* (TVA) dapat diukur dengan formulasi sebagai berikut :

- a. Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity* (TVA)

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham } i \text{ yang diperdagangkan pada periode } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar pada periode } t}$$

Rumus 6 Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity*

- b. *Average Trading Volume Activity* (ATVA)

$$ATVA = \frac{\sum TVA_{it}}{n}$$

Rumus 7 *Average Trading Volume Activity* (ATVA)

Keterangan :

ATVA : Rata-rata *Trading Volume Activity*

n : Jumlah sampel

TVA_{it} : *Trading Volume Activity* pada sekuritas i

Volume perdagangan yang meningkat tajam setelah pengumuman karena investor memiliki pandangan berbeda-beda tentang arti dari berita tersebut (Li & Li, 2021). Ketika berita baru datang, investor yang optimis akan membeli saham (karena merasa harganya masih murah), sementara investor yang pesimis akan menjual saham (karena merasa harganya sudah mahal), sehingga terjadi banyak transaksi dari kedua pihak yang berbeda pandangan ini. (Li & Li, 2021). Penelitian Li & Li (2021) membuktikan bahwa semakin besar perbedaan pandangan investor tentang nilai sebenarnya saham, semakin tinggi volume perdagangan di pasar secara keseluruhan, menunjukkan bahwa *disagreement* atau ketidaksetujuan investor mendorong lebih banyak aktivitas jual-beli

Volume perdagangan yang tinggi membantu pasar menemukan harga yang sebenarnya dari saham (*price discovery*), yaitu proses alami dimana harga saham berubah-ubah sampai akhirnya mencerminkan nilai sebenarnya dari perusahaan

(Zadeh, 2025). Setiap kali terjadi transaksi, informasi pribadi dari setiap investor (apa yang mereka pikir tentang saham itu) masuk ke dalam harga melalui keputusan mereka membeli atau menjual, sehingga semakin banyak transaksi (volume tinggi), semakin cepat harga bergerak menuju nilai yang benar sesuai fundamental perusahaan (Mandal & Das, 2022). Oleh karena itu, volume tinggi mempercepat proses penyesuaian harga ke level yang seimbang dan baru, meskipun dalam jangka pendek (beberapa hari) harga bisa naik terlalu tinggi atau turun terlalu dalam (*overreaction*) sebelum kemudian kembali normal (koreksi).

Volume perdagangan yang berubah menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan meningkat, tetapi perubahan volume tidak selalu berarti harga berubah besar (*Abnormal Return*), karena keduanya menunjukkan hal yang berbeda tentang bagaimana pasar bereaksi (Zadeh, 2025). Volume menunjukkan berapa banyak transaksi terjadi dan seberapa besar minat investor untuk trading, sementara *Abnormal Return* (perubahan harga *abnormal*) menunjukkan perubahan harga sebenarnya yaitu apakah harga naik atau turun dari yang diharapkan (Nainggolan *et al.*, 2025).

Penelitian Karpoff (1987) menemukan bahwa ketika volume perdagangan tinggi, harga saham juga biasanya bergerak besar pada hari yang sama, ini menunjukkan bahwa volume dan perubahan harga bergerak sejalan (*co-move*). Penelitian Brooks (1998) menemukan hubungan yang lebih spesifik, yaitu : volume yang tinggi pada hari ini adalah sinyal peringatan (*leading indicator*) bahwa harga akan bergerak lebih besar pada hari esok, artinya investor bisa menggunakan data volume hari ini untuk memperkirakan apakah akan ada ketidakstabilan harga (volatilitas) di hari-hari berikutnya. Ini sangat penting untuk investor yang mengelola risiko, karena mereka bisa melihat dari volume perdagangan hari ini untuk memperkirakan apakah akan ada gejolak harga besar besok, sehingga mereka bisa menyiapkan diri atau mengubah strategi investasi mereka lebih awal sebelum volatilitas tinggi terjadi.

Volume perdagangan yang meningkat signifikan di sekitar pengumuman kebijakan ekonomi penting menunjukkan bahwa pasar menganggap berita itu penting dan membutuhkan perubahan keputusan investasi investor (MacKinlay, 1997). Ketika

pemerintah mengumumkan kebijakan restrukturisasi besar (seperti konsolidasi aset ekonomi yang kompleks), investor menghadapi situasi penuh ketidakpastian karena mereka harus menebak-nebak dampak kebijakan terhadap nilai saham perusahaan berdasarkan informasi yang terbatas dan tidak lengkap (MacKinlay, 1997). Dalam situasi seperti ini, investor besar profesional (*fund manager; analyst* dengan tim riset) berusaha keras untuk *interpret* informasi kebijakan dan *rebalancing* portfolio mereka berdasarkan analisis pribadi mereka, sementara investor kecil (*retail*) melihat volume transaksi yang tinggi dan menganggap investor besar tahu sesuatu, jadi mereka ikut-ikutan membeli atau menjual, menciptakan total volume perdagangan yang sangat tinggi di pasar (Li & Li, 2021).

Ketika volume perdagangan tidak meningkat signifikan di sekitar pengumuman, hal ini dapat menunjukkan bahwa investor sudah sepenuhnya mengantisipasi kebijakan tersebut melalui *information leakage* (yaitu kondisi di mana informasi terkait kebijakan telah diketahui oleh sebagian investor), sehingga reaksi pasar telah terjadi lebih awal dan volume perdagangan telah kembali normal pada saat pengumuman dilakukan (Brunnermeier, 2003). Investor profesional dan *retail* juga mungkin belum memiliki keyakinan yang cukup kuat tentang dampak fundamental dari kebijakan berdasarkan informasi yang terbatas dan tidak lengkap, sehingga mereka memilih untuk menunggu informasi tambahan sebelum mengubah keputusan investasi dan *rebalancing portfolio* mereka (Brunnermeier, 2003). Dalam kondisi ini, pasar tetap menunjukkan efisiensi di mana investor rasional tidak melakukan aktivitas perdagangan yang tidak perlu ketika informasi tidak memberikan alasan fundamental yang kuat untuk mengubah portfolio (Brunnermeier, 2003).

2.1.5 Bid-ask spread

Bid-Ask Spread adalah perbedaan harga antara *bid* (harga tertinggi pembeli) dan *ask* (harga terendah penjual) yang merupakan ukuran penting dari *transaction costs* (biaya transaksi) dan *liquidity* (kemampuan pasar untuk menyerap transaksi besar) (Ganti, 2025; Stoll, 1989). *Spread* yang sempit menunjukkan pasar yang sangat *likuid* dengan banyak pembeli dan penjual, kompetisi yang tinggi antar *market makers*, biaya transaksi yang rendah, informasi yang seimbang, dan pasar yang

efisien, sedangkan *spread* lebar menunjukkan pasar yang *illiquid* dengan sedikit pembeli dan penjual, ketidakpastian tinggi, ketidakseimbangan informasi antara pembeli dan penjual, sehingga *market maker* memerlukan kompensasi lebih besar untuk menanggung risiko transaksi dan biaya transaksi menjadi tinggi, yang mengindikasikan pasar yang kurang efisien (Stoll, 1989). Ketika Danantara diumumkan sebagai kebijakan institusional besar yang akan merestrukturisasi aset BUMN, melihat perubahan *Bid-Ask Spread* pada saham-saham BUMN menjadi cara penting untuk mengetahui apakah pengumuman ini membuat biaya transaksi naik dan efisiensi pasar menurun, yang akan menunjukkan berapa tinggi ketidakpastian investor terhadap kebijakan ini. *Bid-Ask Spread* dapat diukur dengan formulasi sebagai berikut :

a. *Bid-Ask Spread*

$$Spread_{i,t} = \frac{Aski,t - Bidi,t}{(Aski,t + Bidi,t)/2} \times 100$$

Rumus 8 *Bid-ask spread* (Su & Tokmakcioglu, 2021):

Keterangan :

Aski, t : Harga tertinggi perusahaan i yang terjadi pada hari t

Bidi, t : Harga terendah perusahaan i yang terjadi pada hari t

b. *Average Bid-Ask Spread*

$$ABaS = \frac{Spread_{i,t}}{n}$$

Rumus 9 *Average Bid-ask spread*

Keterangan :

ABaS : Rata-rata *Bid-Ask Spread*

n : Jumlah sampel

Spreadit : *Bid-Ask Spread* pada sekuritas i

Spread melebar ketika ada ketidakseimbangan informasi yang tinggi, karena *market maker* khawatir bertransaksi dengan investor yang punya informasi lebih baik dan hanya mau jual-beli ketika harga tidak sesuai nilai sebenarnya, jadi *market maker* terpaksa membuat *spread* lebih lebar sebagai perlindungan dari risiko kerugian ini, yang pada akhirnya mengurangi efisiensi pasar (Stoll, 1989). Penelitian Nainggolan *et al.* (2025) di pasar Indonesia menunjukkan bahwa *Bid-Ask Spread* naik besar sebelum perusahaan mengumumkan hasil *earnings* karena *insider* tahu informasi yang belum diketahui publik, tetapi *spread* turun signifikan sesudah pengumuman ketika informasi sudah diserap pasar dan semua orang tahu. Untuk penelitian Danantara ini, *spread* bisa dipakai sebagai penunjuk *real-time* tentang seberapa tinggi ketidakpastian informasi dan efisiensi pasar pada waktu-waktu penting, jadi dengan mengamati perubahan *spread* dari sebelum pengumuman 24 Februari 2025 sampai beberapa minggu sesudahnya, penelitian dapat mendeteksi kapan ketidakpastian mulai berkurang dan pasar menyesuaikan dengan informasi baru tentang Danantara.

Penelitian Tampubolon *et al.* (2023) di pasar Indonesia menemukan bahwa *Bid-Ask Spread* berpengaruh nyata terhadap *Abnormal Returns*, di mana *spread* sempit ada kaitannya dengan *Abnormal Returns* yang stabil dan tidak terlalu berfluktuasi karena biaya transaksi murah dan pasar sangat *likuid*, sedangkan *spread* lebar ada kaitannya dengan *Abnormal Returns* yang sangat berfluktuasi karena ketidakpastian tinggi dan pasar tidak stabil. Temuan ini berarti bahwa Ketika *Bid-Ask Spread* melebar di sekitar pengumuman Danantara, hal ini bisa menjelaskan sebagian dari perubahan besar *Abnormal Return* yang terjadi, karena *spread* yang lebar mencerminkan ketidakpastian pasar yang kemudian menyebabkan perubahan harga yang lebih besar dan perilaku investor yang tidak konsisten (Tampubolon *et al.*, 2023). Dengan memasukkan analisis *Bid-Ask Spread* ke dalam kerangka *event study* penelitian Danantara, dapat diketahui apakah volatilitas *return* yang naik pada tanggal pengumuman disebabkan oleh *spread* yang melebar hanya sementara atau *spread* yang tetap lebar bertahan lama (Tampubolon *et al.*, 2023).

Pengumuman Danantara pada 24 Februari 2025 memberikan informasi kompleks tentang rencana restrukturisasi aset BUMN besar yang melibatkan perusahaan-perusahaan penting di indeks IDX BUMN 20, sehingga menciptakan periode sebelum pengumuman (*pre-announcement*) di mana ketidakpastian informasi sangat tinggi karena rumor beredar tapi detail resmi belum jelas, membuat *market maker* sulit menentukan harga yang tepat untuk saham BUMN karena tidak tahu dampak sebenarnya dari restrukturisasi (Stoll, 1989). Pada saat pengumuman resmi, ketidakpastian informasi dapat melonjak tajam lagi karena informasi baru keluar tapi investor belum bisa mencerna dan memahami semuanya dengan benar, sehingga *Bid-Ask Spread* mungkin melebar lagi karena *market maker* ingin melindungi diri dari ketidakpastian yang masih tinggi (Nainggolan *et al.*, 2025). Tetapi dalam hari-hari dan minggu-minggu sesudah pengumuman, ketidakpastian *gradual* berkurang karena analis mulai membuat laporan dan investor perlahan mencerna detail serta menyesuaikan ekspektasi mereka, sehingga *Bid-Ask Spread* perlahan menyempit seiring pasar semakin jelas memahami, menciptakan pola perubahan *spread* yang bisa dipakai untuk mengukur seberapa cepat dan efisien pasar mencerna informasi kebijakan besar (Nainggolan *et al.*, 2025).

Penelitian Yahaya (2025) menemukan hubungan yang konsisten antara kualitas pengungkapan informasi dan ketidakseimbangan informasi, perusahaan dengan pengungkapan yang bagus dan transparan mengalami penurunan *Bid-Ask Spread* yang signifikan karena transparansi mengurangi ketidakseimbangan informasi dan *market maker* tidak perlu minta kompensasi besar lagi. Untuk Danantara, kualitas dan kelengkapan pengungkapan dari pemerintah tentang struktur, cara implementasi, jadwal restrukturisasi BUMN, dan tata kelola akan sangat menentukan seberapa cepat *Bid-Ask Spread* kembali normal setelah pengumuman dan seberapa baik pasar bisa menilai dampak sebenarnya, karena pengungkapan yang detail dan jelas membuat investor bisa menilai dampak restrukturisasi dengan lebih akurat sehingga *spread* menyempit cepat.

2.1.6 Volatilitas Harga Saham

Volatilitas harga saham adalah pengukuran statistik atas fluktuasi harga dalam jangka waktu tertentu, dihitung dengan simpangan baku atau variasi *return* harian,

dan mencerminkan seberapa besar harga saham berubah dalam satu periode (Schwert, 1989). Indikator ini tidak menunjukkan level harga, tetapi mengukur variasi dan besarnya pergerakan harga dari hari ke hari, sehingga volatilitas tinggi berarti harga sangat fluktuatif dan sulit diprediksi, sedangkan volatilitas rendah menunjukkan harga cenderung stabil dan lebih mudah diantisipasi (Schwert, 1989). Konsep volatilitas banyak digunakan sebagai proksi bagi risiko, semakin tinggi volatilitas sebuah saham atau pasar, semakin besar ketidakpastian yang dihadapi investor terhadap nilai investasi masa depan (Schwert, 1989).

Para praktisi pasar keuangan menafsirkannya volatilitas sebagai tingkat risiko dan ketidakpastian *return*, sehingga investor yang ingin mengambil risiko lebih besar harus menerima kompensasi *expected return* yang lebih tinggi pula (*trade-off risk-return*) (Campbell, 1992; Merton, 1980). Perubahan volatilitas saham secara langsung berpengaruh pada ekspektasi *return* yang disyaratkan investor, karena ketika risiko pasar meningkat tercermin dalam volatilitas yang lebih tinggi, investor akan menyesuaikan target *return* mereka sebagai bentuk kompensasi atas risiko yang meningkat tersebut (Campbell, 1992; Merton, 1980). Dalam pasar modal, volatilitas menjadi indikator utama yang merefleksikan level risiko, serta mencerminkan seberapa efisien pasar menyerap dan memproses informasi baru yang masuk ke sistem (Campbell, 1992; Merton, 1980).

Perubahan volatilitas saham umumnya terjadi karena adanya informasi baru yang masuk ke pasar, yang mendorong pelaku pasar melakukan penyesuaian dan penilaian ulang terhadap nilai aset sesuai update informasi tersebut (Schwert, 1989). Dalam pasar yang efisien (*efficient market*), harga saham akan menyesuaikan secara cepat sehingga reflektif terhadap seluruh informasi baru menurut hipotesis pasar efisien (Schwert, 1989). Dinamika ini memperlihatkan bagaimana harga saham bereaksi fleksibel terhadap perubahan fundamental perusahaan ataupun berbagai perkembangan global yang mempengaruhi persepsi kinerja ekonomi secara keseluruhan (Schwert, 1989).

Schwert (1989) menemukan dari 129 tahun data pasar modal Amerika Serikat bahwa volatilitas bukan karakteristik yang tetap, melainkan variabel yang berubah-ubah seiring perubahan kondisi makroekonomi, siklus bisnis, krisis keuangan, atau

periode kebijakan baru (Schwert, 1989). Volatilitas akan melonjak tajam pada waktu-waktu terjadi krisis besar seperti *Great Depression*, sedangkan pada masa tenang ia cenderung rendah, perubahan ini kuat terkait ketidakpastian makroekonomi maupun gejolak fundamental (Schwert, 1989). Kesimpulan pentingnya peristiwa besar atau pengumuman kebijakan dapat menggeser rejim volatilitas pasar dari pola normal ke tingkat *ekstrem* jika ketidakpastian meningkat drastis (Schwert, 1989).

Rosa (2013) mendokumentasikan bahwa pengumuman kebijakan moneter oleh otoritas *Federal Reserve*, khususnya FOMC, berpengaruh besar pada lonjakan volatilitas, di mana sebelum dan beberapa hari setelah *announcement* volatilitas pasar meningkat secara substansial akibat ketidakpastian persepsi investor. Hasil serupa dikonfirmasi oleh Kurov & Stan (Kurov & Stan, 2017), yang menemukan bahwa pada periode tingginya ketidakpastian kebijakan ekonomi, rilis data atau *news* makroekonomi lebih kuat dalam membentuk ekspektasi pasar sehingga volatilitas naik. Pengumuman-pengumuman kebijakan (baik *moneter* maupun *fiscal*) secara empiris menjadi pemicu utama amplifikasi volatilitas ketika pasar mengalami disrupsi informasi atau kekhawatiran atas arah kebijakan selanjutnya.

Penelitian Apostolakis *et al.* (2021) menunjukkan bahwa kombinasi faktor politik dan krisis kesehatan global (misal pandemi COVID-19) dapat menyebabkan efek transmisi volatilitas antar pasar dunia yang lebih besar dari biasanya, terutama ketika disertai perubahan regulasi atau intervensi negara. Studi Er & Kantorowicz (2025) membuktikan perubahan pemerintahan dan kebijakan politik besar di Polandia langsung memicu lonjakan volatilitas pasar, menggambarkan besarnya pengaruh faktor politik bagi risiko investasi. Aharon *et al.* (2022) juga menunjukkan bagaimana intervensi pemerintah selama krisis menimbulkan reaksi volatilitas berbeda di pasar, tergantung karakteristik pasar dan ketatnya respons negara terhadap ketidakpastian dan kerumitan situasi.

Schwert (1989) menunjukkan bahwa volatilitas akan naik secara signifikan ketika investor melakukan penilaian ulang (*reassessment*) terhadap valuasi dasar (fundamental) suatu perusahaan atau pasar akibat munculnya informasi baru, proses ini menciptakan ketidakpastian atas *cash flow* masa depan dan diskonto yang

digunakan, sehingga harga dan volume transaksi bergerak liar dalam menyesuaikan ekspektasi investor terhadap nilai riil aset. Campbell (1992) menambahkan bahwa lonjakan volatilitas juga sering terjadi karena *unresolved uncertainty*, yaitu ketika pasar belum mendapat kejelasan maksud atau dampak suatu peristiwa atau pengumuman, pada saat seperti itu, *Bid-Ask Spread* akan melebar, biaya transaksi naik, dan ekspektasi harga semakin beragam, volatilitas baru mereda setelah terjadi konvergensi informasi di pasar. Di sisi lain, De Bondt & Thaler (1985) membuktikan melalui studi *behavioral finance* bahwa perubahan sikap pasar, seperti kepanikan (*panic selling*) atau *euforia* berlebihan, sering kali mendorong investor untuk bertindak serempak (*herding*), melakukan aksi jual-beli masif yang menciptakan fluktuasi harga sangat besar, bahkan tidak selalu sejalan dengan perubahan fundamental yang riil.

Studi Tran & Vo (2023) dalam konteks *Asia-Pacific* menunjukkan bahwa pasar saham di Asia cenderung lebih reaktif terhadap berita buruk/*uncertainty shocks*, sehingga *volatility spike* bisa jauh lebih besar dibandingkan ketika menerima *surprise* positif, walaupun efeknya cenderung temporer dan kembali normal secara bertahap. Pola ini tercermin di pasar-pasar negara berkembang yang didominasi investor ritel—reaksi kolektif memicu fluktuasi besar namun pulih sejalan dengan penyesuaian ekspektasi. *Evidence* empiris juga menunjukkan bahwa volume perdagangan (TVA) dan volatilitas sering bergerak bersama (*co-move*), terutama *pasca event* besar, sesuai teori Karpoff (1987).

Menurut Schwert (1989) terdapat lima jenis volatilitas dalam pasar keuangan.

1. ***Future volatility*** merupakan jenis volatilitas yang paling diinginkan oleh para pelaku pasar karena memberikan gambaran mengenai penyebaran harga di masa yang akan datang untuk suatu kontrak tertentu. Meskipun secara teoritis merupakan input yang ideal untuk berbagai model keuangan, *future volatility* jarang dibahas secara eksplisit oleh para *trader* karena sifatnya yang tidak dapat diketahui dengan pasti mengingat ketidakpastian masa depan.
2. ***Historical volatility*** dihitung berdasarkan data historis pergerakan harga dengan tujuan untuk memahami pola volatilitas masa lalu dan meramalkan volatilitas pada masa yang akan datang. Dalam menghitung *historical volatility*, terdapat

berbagai pilihan metodologi yang sebagian besar bergantung pada dua parameter kunci, yaitu periode historis di mana volatilitas akan dihitung dan *interval* waktu antara perubahan harga. Periode historis dapat bervariasi mulai dari empat belas hari, enam bulan, lima tahun, atau periode lainnya tergantung pada tujuan analisis. Sementara itu, *interval* waktu dapat berupa data harian, mingguan, bulanan, atau periode lainnya. Pemilihan kedua parameter ini sangat mempengaruhi hasil perhitungan dan interpretasi volatilitas yang diperoleh. *Historical volatility* sering juga disebut sebagai *realized volatility* karena menggunakan data pergerakan harga yang telah terjadi.

3. ***Forecast volatility*** merupakan hasil dari berbagai jasa dan metodologi yang berusaha meramalkan volatilitas masa depan suatu kontrak atau instrumen keuangan. Peramalan ini dapat dilakukan untuk periode yang bervariasi, namun biasanya mencakup periode yang sesuai dengan sisa masa berlaku opsi dari kontrak yang mendasari. *Forecast volatility* menggunakan berbagai teknik prediksi mulai dari model statistik sederhana hingga *algoritma machine learning* yang kompleks, tergantung pada kecanggihan metodologi yang digunakan dan ketersediaan data.
4. ***Implied volatility*** memiliki karakteristik yang unik karena diturunkan dari harga pasar instrumen *derivatif*, khususnya opsi. Berbeda dengan jenis volatilitas lainnya yang berfokus pada kontrak yang mendasari, *implied volatility* merupakan tingkat volatilitas yang tercermin dalam harga opsi di pasar. Nilai ini menunjukkan ekspektasi pasar terhadap volatilitas masa depan dari aset yang mendasari opsi tersebut. *Implied volatility* sering digunakan sebagai indikator sentimen pasar dan ekspektasi investor terhadap pergerakan harga di masa mendatang.
5. ***Seasonal volatility*** terkait dengan pola volatilitas yang berulang dalam periode tertentu, terutama pada komoditas pertanian seperti jagung, kacang kedelai, dan gandum. Komoditas-komoditas ini sangat sensitif terhadap faktor-faktor volatilitas yang muncul dari kondisi cuaca musiman yang tidak menguntungkan seperti kekeringan, banjir, atau perubahan iklim *ekstrem* lainnya. Pola *seasonal volatility* menunjukkan bahwa volatilitas cenderung meningkat pada masa-masa tertentu dalam setahun, khususnya menjelang atau selama musim panen,

musim tanam, atau periode cuaca *ekstrem*. Pemahaman terhadap *seasonal volatility* sangat penting bagi pelaku pasar komoditas untuk mengantisipasi fluktuasi harga yang dapat terjadi secara periodik dan merencanakan strategi perdagangan yang tepat.

Berikut ini merupakan rumus perhitungan volatilitas saham dengan *proxy* standar deviasi *return* harian (Ramantika, 2001).

- a) Menghitung *Return* Harian (R_t)

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \text{ Atau Log Return}$$

Rumus 10 *Return* Harian

Keterangan :

P_t : Harga saham harian (*closing price*) pada hari ke-t

P_{t-1} : Harga saham harian (*closing price*) pada hari t-1

- b) Menghitung Volatilitas (standar deviasi *return* harian)

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R}_t)^2}$$

Rumus 11 Volatilitas Harga Saham

Keterangan :

R_t : *Return* harian pada hari ke-t

\bar{R}_t : Rata-rata (*mean*) *return* harian dalam satu periode pengamatan

n : Jumlah hari pengamatan dalam periode tersebut

σ : Volatilitas *historis* (standar deviasi) *return* harian dalam periode tersebut

$\sum_{t=1}^n$: Penjumlahan dari hari ke-1 sampai hari ke-t

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 1 Penelitian Terdahulu

No	Penelitian	Variabel	Metode	Hasil	Persamaan	Perbedaan
1	(Habermann & Steindl, 2025). <i>Stock market reactions to a sovereign wealth fund's broad-based public sustainability engagement: European evidence</i>	<i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i>	<i>Event Study</i> dan <i>Regression Discontinuity in Time (RDiT)</i>	Penelitian ini menemukan bahwa pasar merespons secara negatif terhadap pengumuman keterlibatan SWF, di mana reaksi negatif tersebut terkonsentrasi pada perusahaan dengan kinerja keberlanjutan yang rendah dan kepemilikan saham voting yang tinggi oleh SWF.	Studi ini memiliki kesamaan metodologis karena menggunakan pendekatan <i>event study</i> untuk mengukur reaksi pasar melalui <i>Abnormal Return</i> akibat adanya tindakan atau pengumuman dari sebuah <i>Sovereign Wealth Fund (SWF)</i>	Studi ini meneliti aksi voting atau intervensi manajemen oleh SWF yang sudah ada, sedangkan penelitian yang saya lakukan meneliti dampak pembentukan institusi SWF baru (Danantara) terhadap pasar Indonesia.
2	(Nguyen <i>et al.</i> , 2024). <i>Can an influential and responsible investor indeed be influential through responsible investments ? Evidence from a \$ 1 trillion fund</i>	<i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume</i> .	<i>Event Study</i> dengan <i>Market Model</i>	Hasil penelitian menunjukkan adanya <i>Abnormal Return</i> negatif yang signifikan pada tanggal pengumuman divestasi atau observasi, namun tidak ditemukan bukti empiris yang kuat mengenai dampak signifikan pengumuman tersebut terhadap volume	Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang akan saya lakukan karena sama-sama menggunakan variabel <i>Abnormal Return</i> dan volume perdagangan untuk mengukur reaksi pasar terhadap kebijakan yang dikeluarkan oleh institusi pengelola dana negara (SWF).	Perbedaan utama terletak pada skala dan konteks peristiwa. Penelitian Nguyen <i>et al.</i> menganalisis aksi eksklusif individual oleh SWF, sedangkan penelitian yang saya lakukan meneliti dampak pembentukan SWF baru dengan restrukturisasi kebijakan dan cakupan banyak BUMN secara <i>agregat</i> . Sehingga implikasi dan

				perdagangan saham perusahaan terkait.		jangkauan efeknya pada pasar Indonesia lebih luas.
3	(Megginson <i>et al.</i> , 2023). <i>Sovereign wealth funds in the post-pandemic era</i>	Kinerja Keuangan Perusahaan Target (Jangka Pendek: <i>stock price reaction</i> ; Jangka Panjang: Kinerja Operasional)	Tinjauan Literatur Sistematis (<i>Systematic Review</i>) dan Analisis Deskriptif Tren Global	Studi ini menyimpulkan bahwa pengumuman investasi SWF menyebabkan harga saham perusahaan target naik dalam jangka pendek (reaksi positif), namun dampak jangka panjangnya sering kali negatif terhadap kinerja operasional perusahaan. Selain itu, tren <i>pasca-pandemi</i> menunjukkan pergeseran fokus SWF ke investasi ESG (<i>Environmental, Social, and Governance</i>).	Kesamaan penelitian ini terdapat pada fokus analisis mengenai dampak kehadiran <i>Sovereign Wealth Fund</i> (SWF) terhadap pasar modal, khususnya reaksi harga saham (<i>stock price reaction</i>) akibat tindakan atau pengumuman yang dilakukan oleh entitas pengelola dana negara tersebut.	Perbedaan mendasar terletak pada metodologi, di mana penelitian ini merupakan sintesis literatur global (<i>review article</i>) yang merangkum tren umum, sedangkan penelitian yang saya lakukan adalah studi empiris kuantitatif spesifik yang menguji dampak pembentukan institusi SWF baru (Danantara) pada pasar Indonesia dengan variabel yang lebih rinci (<i>volatilitas & spread</i>).

4	<p>(Anata & Darmayanti, 2025).</p> <p>Analisis Dampak Pelaksanaan Pemilihan Presiden Tahun 2024 terhadap <i>Trading Volume Activity</i> dan <i>Abnormal Return</i> di Pasar Modal Indonesia (<i>Event Study</i> pada Perusahaan yang Tergabung dalam LQ45)</p>	<p><i>Trading Volume Activity</i> (TVA) dan <i>Abnormal Return</i> (AR)</p>	<p>Uji Beda <i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i></p>	<p>Hasil analisis menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan pada aktivitas volume perdagangan atau <i>Trading Volume Activity</i> (TVA) sebelum dan sesudah pemilu yang mengindikasikan respons investor, namun tidak ditemukan perbedaan yang signifikan pada <i>Abnormal Return</i>.</p>	<p>Kedua penelitian sama-sama menggunakan variabel TVA dan <i>Abnormal Return</i> dalam kerangka <i>event study</i> untuk menguji perbedaan kondisi pasar sebelum dan sesudah peristiwa nasional berskala besar di Indonesia.</p>	<p>Perbedaan terletak pada konteks peristiwanya, di mana studi ini meneliti peristiwa politik murni (Pemilu), sedangkan penelitian yang saya lakukan meneliti peristiwa kebijakan ekonomi institusional (Danantara). Selain itu, saya juga menambahkan variabel volatilitas dan <i>spread</i>.</p>
5	<p>(Putri & Mariana, 2025).</p> <p>Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Sebelum dan Setelah Pelantikan Presiden Prabowo-Gibran (<i>Event Study</i> pada Indeks Saham LQ45)</p>	<p><i>Abnormal Return</i> (AR) dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA)</p>	<p>Uji Beda <i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i></p>	<p>Penelitian menyimpulkan bahwa meskipun terjadi peningkatan aktivitas transaksi yang ditandai dengan perbedaan signifikan pada TVA, pasar tidak menunjukkan reaksi harga yang berarti karena tidak terdapat perbedaan signifikan pada rata-rata <i>Abnormal Return</i>.</p>	<p>Kesamaan penelitian ini terdapat pada penggunaan kombinasi variabel AR dan TVA serta metode uji beda rata-rata pada saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia untuk merespons peristiwa kenegaraan.</p>	<p>Penelitian yang saya lakukan berbeda dengan penelitian ini karena saya memperluas analisis ini dengan tidak hanya melihat volume dan <i>return</i>, tetapi juga memasukkan dimensi risiko (<i>Volatility</i>) dan biaya transaksi (<i>Bid-Ask Spread</i>) untuk melihat kedalaman pasar yang tidak tertangkap oleh studi ini.</p>

6	(Munawarah <i>et al.</i> , 2025). <i>Comparison of Trading Volume Activity and Abnormal Return Before and After Boycott , Divestment and Sanction Movement</i>	<i>Abnormal Return (AR) dan Trading Volume Activity (TVA).</i>	Paired Sample t-Test	Studi ini menemukan bukti empiris bahwa <i>Abnormal Return</i> mengalami perbedaan signifikan ke arah negatif dan volume perdagangan (TVA) mengalami lonjakan signifikan setelah peristiwa boikot terjadi.	Persamaan mendasar adalah penggunaan metode komparatif sebelum dan sesudah peristiwa (<i>event study</i>) dengan variabel kunci <i>Abnormal Return</i> dan TVA untuk mengukur sensitivitas investor terhadap sentimen eksternal.	Perbedaan terletak pada arah sentimen peristiwa, di mana studi ini meneliti dampak sentimen negatif (boikot), sedangkan Anda meneliti respon terhadap kebijakan strategis pemerintah yang diharapkan positif namun direspon fluktuatif (Danantara).
7	(Nainggolan <i>et al.</i> , 2025). <i>Measuring information asymmetry surrounding earnings announcements</i>	<i>Bid-Ask Spread dan Cumulative Abnormal Return.</i>	<i>Market Model dan Regresi Kuadrat Terkecil</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>Bid-Ask Spread</i> meningkat secara signifikan sebelum pengumuman akibat ketidakpastian informasi, dan kemudian menurun setelah informasi terserap pasar, yang mendukung hipotesis pasar efisien bentuk semi-kuat.	Studi ini menjadi landasan relevansi penggunaan variable <i>Bid-Ask Spread</i> dalam penelitian yang saya lakukan sebagai proksi asimetri informasi dan ketidakpastian pasar di sekitar periode pengumuman penting.	Perbedaannya adalah studi ini meneliti peristiwa korporasi rutin dan terjadwal (mikro), sedangkan penelitian yang saya lakukan meneliti peristiwa kebijakan makro yang bersifat <i>one-off event</i> (pembentukan Danantara).

8	(Tampubolon <i>et al.</i> , 2023). <i>The impact of Bid-Ask Spread and Trading Volume Activity on Abnormal Returns during the Period before and after the announcement of fuel price increase in Indonesia in 2022</i>	Variabel X : <i>Bid-Ask Spread</i> , dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA) Variabel Y : <i>Abnormal Return</i>	Regresi Data Panel	Ditemukan bahwa <i>Bid-Ask Spread</i> memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>Abnormal Return</i> , di mana <i>spread</i> yang lebih sempit mengindikasikan pasar yang likuid, sedangkan volume perdagangan tidak berpengaruh signifikan secara langsung terhadap <i>return</i> .	Kesamaan terdapat pada penggunaan set variabel yang identik yaitu TVA, <i>Bid-Ask Spread</i> , dan <i>Abnormal Return</i> dalam konteks pasar modal Indonesia, memberikan validasi pemilihan variable.	Perbedaan metodologis utama adalah studi ini menguji hubungan sebab-akibat (pengaruh X terhadap Y) menggunakan regresi, sedangkan penelitian yang saya lakukan menguji perbedaan komparatif (beda rata-rata sebelum vs sesudah) menggunakan <i>event study</i> .
9	(Tran & Vo, 2023). <i>Asia-Pacific stock market return and volatility in the uncertain world : Evidence from the nonlinear autoregressive distributed lag approach</i>	Variabel X : Risiko Geopolitik (GPR) dan Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi (EPU) Variabel Y : <i>Market Return</i> dan <i>Volatility</i>	<i>Nonlinear Autoregressive Distributed Lag</i> (NARDL)	Hasil menunjukkan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi dan risiko geopolitik memberikan dampak signifikan terhadap peningkatan volatilitas pasar saham di Asia Pasifik, dengan reaksi yang asimetris terhadap berita buruk	Persamaan penelitian ini karena menyoroti variabel volatilitas sebagai indikator utama respon pasar terhadap ketidakpastian kebijakan (<i>policy uncertainty</i>)	Penelitian ini melihat dampak risiko eksternal (kebijakan AS) terhadap pasar lokal dalam jangka panjang (NARDL), sedangkan penelitian yang saya lakukan fokus pada dampak kebijakan domestik (Danantara).
10	(Gao <i>et al.</i> , 2022). <i>Effects of investor sentiment on stock volatility : new</i>	Variabel X : Sentimen Investor	Regresi Data Panel dan Analisis Mediasi	Ditemukan bahwa sentimen investor berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham, di mana sentimen memengaruhi	Persamaan peneliti ini karena menghubungkan sentimen pasar akibat peristiwa baru dengan peningkatan volatilitas	Perbedaan terletak pada proksi yang digunakan, di mana studi ini menggunakan analisis teks internet (seperti dari teks berita, postingan, atau komentar di

	<i>evidences from multi-source data in China's green stock markets</i>	Variabel Y : Volatilitas Saham (<i>Realized & Jump Volatility</i>) Variabel Mediasi : VPIN		volatilitas melalui jalur peningkatan asimetri informasi di pasar.	harga saham dan perubahan informasi (asimetri).	platform online) untuk mengukur sentimen, sedangkan penelitian yang saya lakukan menggunakan <i>market outcome</i> (perubahan harga dan volume) sebagai cerminan reaksi pasar.
11	(Yang <i>et al.</i> , 2024). <i>Spillover between investor sentiment and volatility : The role of social media</i>	Sentimen Media Sosial dan Volatilitas Pasar	<i>Spillover Index</i> (VAR model)	Penelitian menunjukkan adanya efek <i>spillover</i> informasi timbal balik antara volatilitas dan sentimen, di mana hubungan ini menguat secara signifikan selama periode turbulensi ekonomi atau ketidakpastian.	Kesamaan terdapat pada fokus analisis terhadap dinamika variabel volatilitas pasar ketika menghadapi arus informasi baru yang menciptakan ketidakpastian.	Penelitian ini menggunakan pendekatan konektivitas antar aset (<i>spillover</i>) secara global, berbeda dengan penelitian yang saya lakukan dengan fokus pada dampak satu peristiwa spesifik terhadap sekelompok saham (BUMN) di satu pasar.
12	(Yahaya, 2025). <i>The Influence of Environmental Disclosure on</i>	Variabel X : Pengungkapan Lingkungan (<i>Disclosure</i>)	Regresi Data Panel (<i>Fixed Effects Model</i>)	Hasil studi membuktikan bahwa pengungkapan informasi yang lebih baik secara signifikan menurunkan <i>Bid-Ask Spread</i> , yang berarti	Persamaan penelitian ini karena menggunakan <i>Bid-Ask Spread</i> sebagai alat ukur transparansi dan	Penelitian ini meneliti dampak pelaporan korporat (<i>disclosure</i>) terhadap <i>spread</i> , sedangkan penelitian yang saya lakukan meneliti dampak pengumuman kebijakan pemerintah terhadap

	<i>Corporate Information Asymmetry</i>	Variabel Y : Asimetri Informasi (<i>Bid-Ask Spread</i>)		mengurangi asimetri informasi antara pelaku pasar.	ketidakpastian informasi di pasar modal.	pelebaran atau penyempitan <i>spread</i> .
--	--	---	--	--	--	--

Sumber: Data diolah peneliti (2025)

2.3 Kerangka Pemikiran

2.3.1 Pembentukan Danantara dan *Abnormal Return*

Pembentukan Danantara membawa informasi penting mengenai perubahan besar dalam struktur kepemilikan dan cara pengelolaan aset-aset BUMN, karena melibatkan penggabungan kembali aset-aset senilai ratusan triliun rupiah ke dalam satu lembaga pengelola terpadu. Informasi penting ini memaksa pasar Indonesia untuk melakukan penilaian ulang yang menyeluruh terhadap semua dampak yang mungkin terjadi dari kebijakan ini bagi kesehatan finansial dan nilai fundamental dari perusahaan-perusahaan BUMN yang ikut serta dalam perubahan struktur tersebut. Ketika berita tentang Danantara tersebar di pasar pada 24 Februari 2025, investor yang sebelumnya telah membentuk ekspektasi mereka berdasarkan struktur kepemilikan BUMN yang lama akan segera mengubah pandangan mereka tentang berapa besar arus kas yang akan diterima perusahaan, seberapa besar risiko yang akan dihadapi, dan berapa nilai sebenarnya dari saham-saham BUMN tersebut di bawah mekanisme pengelolaan yang baru.

Dengan demikian, *return* yang benar-benar diterima investor pada periode pengumuman akan berbeda jauh dari *return* yang seharusnya mereka terima jika peristiwa Danantara tidak pernah terjadi. Perbedaan antara *return* yang benar-benar terjadi dan *return* yang seharusnya terjadi inilah yang kita sebut *Abnormal Return*, dan besarnya perbedaan ini menunjukkan apakah pasar memandang Danantara sebagai kabar baik yang akan meningkatkan nilai BUMN atau justru sebagai kabar buruk yang akan membawa risiko dan ketidakjelasan dalam pengelolaan perusahaan. Menurut teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, informasi publik yang penting seperti pengumuman Danantara seharusnya dengan cepat dan akurat diserap oleh pasar, sehingga harga saham akan langsung menyesuaikan diri untuk mencerminkan nilai sebenarnya dari dampak kebijakan tersebut, tanpa ada keterlambatan atau penyesuaian berlebihan yang akan dikoreksi kemudian.

2.3.2 Pembentukan Danantara dan Aktivitas Volume Perdagangan

Pembentukan Danantara menyebabkan perubahan fundamental dalam cara aset-aset BUMN akan dikelola ke depannya, sehingga menciptakan pertanyaan baru

bagi investor tentang bagaimana strategi investasi dari pengelola aset baru ini akan mempengaruhi penciptaan nilai dan pembagian keuntungan dari perusahaan-perusahaan BUMN di masa depan. Para investor yang telah menginvestasikan uang mereka pada saham-saham BUMN kini menghadapi ketidakpastian baru, karena mereka tidak tahu persis bagaimana dampak konkret dari Danantara terhadap kinerja keuangan perusahaan yang mereka miliki, sehingga mereka merasa perlu untuk meninjau kembali apakah investasi mereka masih sesuai dengan profil risiko dan target *return* mereka. Ketidakpastian ini mendorong setiap investor untuk mempertimbangkan ulang posisi mereka di saham-saham BUMN dan memutuskan apakah mereka perlu menambah investasi, mengurangi investasi, atau bahkan sepenuhnya melepas investasi mereka.

Dari pengamatan pasar terhadap informasi Danantara, berbagai investor akan sampai pada kesimpulan yang berbeda-beda tentang apakah kebijakan ini baik atau buruk, ada investor yang optimis yakin Danantara akan membuat BUMN lebih efisien dan menguntungkan, sementara investor lain pesimis khawatir bahwa perubahan struktur akan menambah masalah dan menurunkan keuntungan perusahaan. Perbedaan pendapat ini menyebabkan beberapa investor ingin membeli saham BUMN lebih banyak karena optimis, sementara investor lain ingin menjual saham mereka karena pesimis, dan perbedaan arah keputusan transaksi dari ribuan investor ini menciptakan peningkatan jumlah saham yang diperdagangkan di pasar dalam periode sekitar pengumuman, jauh lebih banyak dibandingkan dengan jumlah normal pada hari-hari biasa. Menurut teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, proses penyerapan informasi Danantara yang cepat oleh investor-investor rasional seharusnya menghasilkan *rebalancing* portofolio yang terkoordinasi, di mana investor dengan cepat menyelaraskan posisi mereka sesuai dengan informasi baru dan mencapai keseimbangan baru dalam komposisi investasi mereka.

2.3.3 Pembentukan Danantara dan *Bid-ask spread*

Pembentukan Danantara adalah pengumuman tentang kebijakan yang sangat rumit dan banyak aspeknya, karena mencakup informasi tentang bagaimana institusi baru akan diatur, apa saja cara-cara yang akan digunakan untuk mengelola aset-aset

BUMN, rencana detail tentang bagaimana setiap BUMN yang berbeda akan diubah strukturnya, dan perkiraan tentang apa saja dampak jangka panjang dari perubahan ini terhadap seberapa menguntungkan dan berharga saham-saham BUMN tersebut. Pada hari-hari pertama setelah pengumuman dibuat pada 24 Februari 2025, informasi lengkap dan penjelasan terperinci tentang apa sebenarnya yang akan terjadi masih belum tersedia sepenuhnya kepada semua pelaku pasar, karena setiap orang memerlukan waktu untuk mempelajari, memahami, dan menganalisis informasi yang kompleks tersebut. Situasi dimana sebagian orang sudah memahami detail Danantara tetapi sebagian orang masih bingung dan belum mengerti inilah yang disebut asimetri informasi, dan kondisi ini menjadi sumber ketidakpastian besar tentang berapa sebenarnya nilai yang tepat dari saham-saham BUMN dalam situasi baru dengan Danantara.

Ketika ketidakpastian tentang nilai harga yang tepat meningkat drastis, para pembuat pasar atau *market maker* (yaitu pedagang khusus yang memberikan layanan membeli dan menjual saham setiap saat) menghadapi situasi sulit karena mereka tidak tahu dengan pasti harga berapa yang harus mereka tawarkan untuk membeli saham dan harga berapa yang harus mereka minta untuk menjual saham. Karena ketidakpastian ini membuat mereka khawatir akan rugi besar jika mereka menetapkan harga yang salah, maka mereka melindungi diri dengan cara memperlebar selisih antara harga beli yang mereka tawarkan dan harga jual yang mereka minta, pelebaran ini disebut *Bid-Ask Spread* dan berfungsi sebagai biaya tambahan atau kompensasi untuk risiko yang mereka tanggung. Pelebaran *spread* ini juga berarti bahwa investor yang ingin membeli atau menjual saham BUMN akan harus mengorbankan uang lebih banyak sebagai biaya transaksi, karena mereka harus menerima harga yang lebih tinggi jika membeli atau menerima harga yang lebih rendah jika menjual dibandingkan dengan kondisi normal.

Menurut teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, informasi publik tentang Danantara yang penting seharusnya dengan cepat tersebar dan dipahami oleh semua pelaku pasar, sehingga asimetri informasi akan berkurang dengan cepat dan pasar akan mencapai kondisi dimana semua orang memiliki pemahaman yang kurang lebih sama tentang dampak kebijakan. Seiring berjalannya waktu, ketika informasi lebih lengkap tentang Danantara mulai dirilis

oleh pemerintah dan lembaga yang terkait, ketika para analis mulai menerbitkan laporan penelitian mereka, dan ketika dampak konkret dari perubahan mulai dapat diamati dalam praktik nyata, maka tingkat ketidakpastian akan menurun karena semua orang mulai memiliki pemahaman yang lebih sama tentang dampak sebenarnya dari kebijakan. Jika pasar benar-benar efisien seperti yang diprediksi EMH semi-kuat, maka *Bid-Ask Spread* yang semula melebar akibat asimetri informasi awal akan menyempit kembali dengan cepat saat informasi terserap sepenuhnya dan *market maker* merasa lebih percaya diri dalam menetapkan harga yang akurat.

Market maker akan merasa lebih percaya diri dalam menetapkan harga yang tepat, sehingga mereka akan mempersempit kembali *spread* mereka menuju level yang normal seperti sebelum pengumuman. Dengan demikian, pola perubahan *Bid-Ask Spread* sebelum, selama, dan sesudah pengumuman Danantara menjadi penunjuk penting untuk menilai seberapa cepat dan seberapa baik pasar dalam memproses dan memahami informasi kebijakan yang rumit ini. Penelitian ini dapat menguji apakah pola penyempitan *spread* konsisten dengan prediksi pasar yang efisien atau justru menunjukkan persistensi pelebaran *spread* yang mengindikasikan ketidakefisienan pasar.

2.3.4 Pembentukan Danantara dan Volatilitas Harga Saham

Pembentukan Danantara adalah perubahan kebijakan institusional yang sangat besar dan belum pernah terjadi sebelumnya dalam sejarah pasar modal Indonesia, karena melibatkan penggabungan kembali aset-aset raksasa dari berbagai BUMN ke dalam satu lembaga pengelola terpadu yang model dan mekanismenya masih baru dan belum terbukti efektivitasnya. Ketika pengumuman tentang Danantara dirilis pada 24 Februari 2025, investor dihadapkan pada tingkat ketidakpastian yang sangat tinggi tentang bagaimana kebijakan ini akan dijalankan dalam praktik nyata, apa dampak kompetitif yang akan timbul di antara perusahaan-perusahaan BUMN yang diubah struktur kepemilikannya, dan bagaimana semua perubahan ini akan mempengaruhi tingkat keuntungan dan pertumbuhan perusahaan-perusahaan BUMN dalam tahun-tahun mendatang. Tingginya ketidakpastian dan perbedaan cara pandang yang lebar di kalangan investor tentang masa depan BUMN di era

Danantara menyebabkan reaksi transaksi mereka menjadi sangat beragam dan tidak sama satu dengan lainnya.

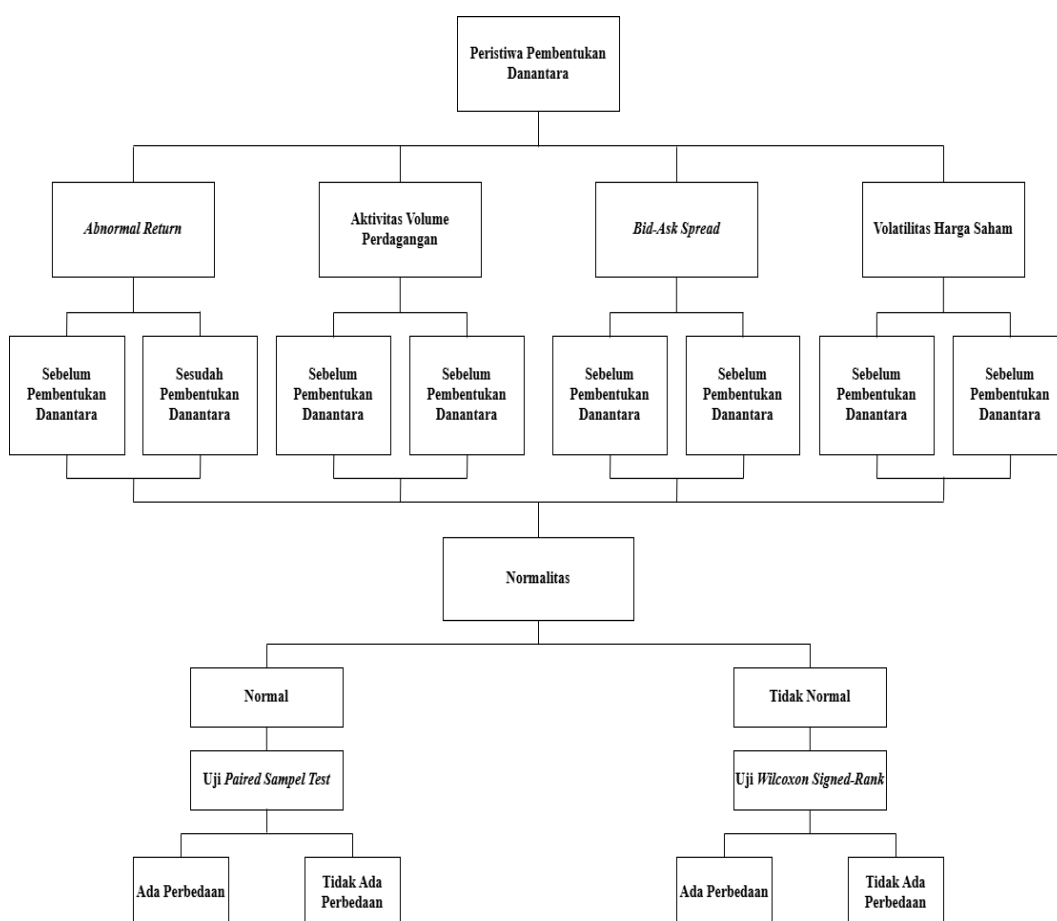
Beberapa investor yang optimis akan segera membeli saham BUMN dengan agresif karena yakin Danantara akan membuat perusahaan lebih baik, beberapa investor yang pesimis akan segera menjual saham mereka untuk membatasi kerugian atau mengambil keuntungan sebelum harga turun lebih jauh, sementara investor lainnya akan menunggu dan melihat perkembangan sebelum membuat keputusan transaksi. Ketika keputusan transaksi yang berlawanan arah ini datang bersamaan dari ribuan investor dalam waktu yang relatif singkat, maka aliran pesanan beli dan pesanan jual menjadi tidak seimbang dan tidak terprediksi, sehingga harga saham setiap hari bergerak dengan cara yang sangat liar dan tidak konsisten antara satu hari dengan hari berikutnya. Ketika harga bergerak dengan cara yang liar dan tidak konsisten seperti ini, maka tingkat perubahan harga dari hari ke hari atau apa yang disebut *return* harian akan menjadi sangat besar dan menyebar luas, sehingga ukuran penyebaran atau standar deviasi dari *return* harian meningkat tajam, dan peningkatan ini itulah yang kita sebut volatilitas harga saham yang meningkat.

Peningkatan volatilitas pada periode awal pengumuman adalah respons normal dan *expected* dalam pasar yang efisien. Volatilitas yang meningkat mencerminkan proses aktif *price discovery* di mana pasar sedang mencari nilai *equilibrium* baru berdasarkan informasi Danantara. Peningkatan volatilitas ini bukanlah indikasi ketidakefisienan pasar, melainkan mekanisme alamiah pasar dalam menyerap dan memproses informasi baru yang kompleks dan mengubah ekspektasi fundamental investor tentang nilai saham BUMN.

Menurut teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, yang menjadi indikator kunci efisiensi pasar bukanlah ada atau tidaknya peningkatan volatilitas, melainkan kecepatan volatilitas kembali ke level normal (*pre-announcement level*) setelah informasi terserap. Dalam pasar yang efisien, penyerapan informasi Danantara yang cepat dan akurat oleh investor rasional seharusnya membatasi periode fluktuasi harga ekstrim hanya pada periode singkat setelah pengumuman, karena ketika informasi terserap dengan sempurna dan pasar mencapai konvergensi pemahaman, perbedaan pandangan investor akan mengecil dan mereka akan

mencapai konsensus tentang nilai sebenarnya dari dampak kebijakan. Seiring tercapainya konsensus valuasi ini, volatilitas seharusnya mereda dan kembali ke level normal dalam beberapa minggu pertama.

Sebaliknya, jika volatilitas tetap tinggi secara persisten hingga minggu keempat atau kelima setelah pengumuman, ini mengindikasikan bahwa pasar masih mengalami *unresolved uncertainty*, yaitu kondisi dimana pasar belum mendapat kejelasan maksud atau dampak penuh dari kebijakan Danantara. Persistensi volatilitas tinggi menunjukkan bahwa ekspektasi investor masih sangat beragam, konsensus valuasi belum tercapai, dan pasar masih bingung tentang nilai fundamental yang tepat dari saham-saham BUMN di era Danantara. Ini adalah tanda pasar kurang efisien dalam memproses dan menginterpretasikan informasi kompleks tentang Danantara.



Gambar 10 Kerangka Berfikir

Sumber: Data diolah peneliti (2025)

2.4 Hipotesis

Hipotesis ini merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian (Sugiyono, 2019). Adapun hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. H_{a1} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Abnormal Return* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{01} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Abnormal Return* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
2. H_{a2} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{02} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
3. H_{a3} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{03} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
4. H_{a4} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Volatilitas Harga Saham 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{04} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Volatilitas Harga Saham 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pembentukan danantara
5. H_{a5} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Abnormal Return* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{05} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Abnormal Return* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.
6. H_{a6} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{06} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.
7. H_{a7} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.
 H_{07} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Bid-Ask Spread* 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.

8. H_{a8} : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Volatilitas Harga 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.

H_{08} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap Volatilitas Harga Saham 65 hari sebelum dan 65 hari sesudah pembentukan danantara.

III. METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian dan Sumber Data Penelitian

3.1.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan studi peristiwa (*event study*), *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Hartono, 2022), yaitu dengan melakukan analisis terhadap perubahan pada objek yang diteliti sehubungan dengan peristiwa yang telah terjadi, dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman pembentukan Danantara sebagai *superHolding* BUMN yang diresmikan oleh Presiden Prabowo Subianto pada 24 Februari 2025 melalui Peraturan Pemerintah Nomor 10 Tahun 2025.

3.1.2 Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat historis. Data sekunder merupakan sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya lewat orang lain atau dokumen (Sugiyono, 2019). Data sekunder yang digunakan dalam penelitian meliputi:

1. Daftar perusahaan BUMN yang tergabung dalam Indeks IDX BUMN 20 dan tanggal pengumuman pembentukan Danantara pada 24 Februari 2025 yang diperoleh dari BEI.
2. Harga saham harian selama periode waktu pengamatan.
3. Jumlah saham yang beredar selama periode waktu pengamatan.
4. Jumlah saham yang diperdagangkan selama periode waktu pengamatan.
5. IHSK harian selama periode waktu pengamatan.

6. Harga jual (*ask price*) dan beli (*bid price*) untuk masing-masing sampel perusahaan selama periode waktu pengamatan.

Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari www.idx.co.id melalui pojok Bursa Efek Indonesia, finance.yahoo.com dan Investing.com untuk memperoleh data harga saham dan volume perdagangan, serta data penunjang lainnya seperti jurnal-jurnal, literatur terdahulu, dan sumber lainnya yang berkaitan dengan penelitian.

3.3 Populasi dan Sampel

3.3.1 Populasi

Sugiyono (2019) mengatakan bahwa populasi merupakan wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek dan subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini terdiri dari 844 Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang meliputi induk, anak, cucu, dan cicit yang resmi menjadi bagian dari danantara.

3.3.2 Sampel

Menurut Sugiyono (2019) sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu memilih sampel dengan kriteria tertentu dimana sampel dipilih tidak secara acak, sehingga pemilihan sampel tersebut dapat mewakili populasinya yang memenuhi kriteria penelitian.

Kriteria perusahaan yang menjadi sampel adalah:

1. Perusahaan BUMN yang tergabung dalam Danantara
2. Perusahaan BUMN yang tergabung dalam Indeks IDX BUMN 20 yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI)
3. Perusahaan IDX BUMN 20 yang aktif diperdagangkan selama periode waktu pengamatan.
4. Perusahaan IDX BUMN 20 yang menyediakan data transaksi dan harga saham harian selama periode waktu pengamatan.

Tabel 2 Pemilihan Sampel Penelitian

No	Kriteria Sampel	Jumlah
1	Perusahaan BUMN yang tergabung dalam Danantara	844
2	Perusahaan BUMN yang tergabung dalam Indeks IDX BUMN 20 yang <i>listing</i> di Bursa Efek Indonesia (BEI)	20
3	Perusahaan IDX BUMN 20 yang aktif diperdagangkan selama periode waktu pengamatan	20
4	Perusahaan IDX BUMN 20 yang menyediakan data transaksi dan harga saham harian selama periode waktu pengamatan	20
Total Sampel		20

Sumber: Data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan pada tabel 2 dapat diketahui kriteria sampel penelitian berjumlah 20 perusahaan dari total populasi 844 perusahaan yang menjadi bagian dari Danantara. Perusahaan yang masuk ke dalam kriteria sampel, dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 3 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No	Kode Saham	Nama Saham
1	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk
2	AGRO	Bank Raya Indonesia Tbk
3	ANTM	Aneka Tambang Tbk
4	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
5	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
6	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
7	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk
8	BJTM	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk
9	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk
10	BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk
11	ELSA	Elnusa Tbk

12	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk
13	MTEL	Dayamitra Telekomunikasi Tbk
14	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk
15	PGEO	Pertamina Geothermal Energy Tbk
16	PTBA	Bukit Asam Tbk
17	PTPP	PP (Persero) Tbk
18	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
19	TINS	Timah Tbk
20	TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk

Sumber: Data diolah dari IDX

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data merupakan suatu hal yang penting dalam penelitian, mengingat metode merupakan strategi yang digunakan untuk mendapatkan data yang diperlukan. Dalam penelitian ini, metode pengumpulan data menggunakan pendekatan penelitian kuantitatif dengan analisis data sekunder. Data sekunder adalah data yang dapat diperoleh dari catatan, buku, laporan pemerintah, dan sebagainya, yang merupakan data pasti (Sugiyono, 2019). Teknik pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan metode dokumentasi.

Dokumentasi merupakan metode penelitian yang digunakan untuk mencari dan memperoleh data mengenai variabel yang diteliti untuk proses pembuktian (Sugiyono, 2019). Penelitian ini menggunakan data sekunder, sehingga dokumentasi yang digunakan berupa data historis perusahaan yang terakses di BEI. Data sekunder kemudian diolah lebih lanjut menjadi bentuk-bentuk seperti tabel, grafik, diagram, dan sebagainya.

3.5 Definisi Variabel Penelitian

3.5.1 Definisi Konseptual

Definisi konseptual variabel yaitu penegasan penjelasan suatu konsep secara jelas, singkat dan tegas yang dapat mempermudah peneliti dalam mengoperasikan konsep saat melakukan penelitian, berikut adalah definisi konseptual dalam penelitian ini:

1. *Abnormal Return*

Abnormal Return adalah selisih antara *return* aktual saham dengan *return* yang diharapkan dalam kondisi normal, sehingga mencerminkan dampak ekonomis murni dari suatu peristiwa. MacKinlay (1997) menegaskan bahwa *Abnormal Return* menangkap komponen *return* yang tidak dapat dijelaskan oleh pergerakan pasar umum, dan suatu pengumuman dengan kandungan informasi relevan akan menghasilkan *Abnormal Return* yang signifikan.

2. **Aktivitas Volume Perdagangan**

Aktivitas volume perdagangan atau *Trading Volume Activity* (TVA) adalah ukuran tingkat keaktifan transaksi suatu saham dibandingkan dengan jumlah saham beredar, yang mencerminkan likuiditas dan intensitas respon investor. Beaver (1968) menunjukkan bahwa volume perdagangan meningkat signifikan di sekitar pengumuman informasi penting karena investor dengan pandangan berbeda akan melakukan transaksi aktif (yang optimis membeli, yang pesimis menjual).

3. *Bid-ask spread*

Bid-Ask Spread adalah selisih relatif antara harga jual terendah (*ask*) dan harga beli tertinggi (*bid*) yang mencerminkan biaya transaksi dan asimetri informasi di pasar. Stoll (1989) menjelaskan bahwa *spread* melebar ketika penyedia likuiditas menghadapi ketidakpastian tinggi atau risiko berdagang melawan *trader* yang memiliki informasi lebih unggul, sedangkan *spread* sempit mengindikasikan pasar yang lebih likuid dan informasi seimbang.

4. **Volatilitas Harga Saham**

Volatilitas harga saham adalah besarnya fluktuasi *return* saham yang mencerminkan risiko dan ketidakpastian yang dirasakan investor. Schwert (1989) menunjukkan bahwa volatilitas meningkat signifikan ketika terjadi

peristiwa besar karena pasar memerlukan waktu untuk memproses dan menginterpretasikan informasi kompleks yang masuk.

3.5.2 Definisi Operasional

Sugiyono (2019) berpendapat bahwa definisi operasional merupakan definisi berupa cara mengukur variabel yang digunakan agar dapat dioperasikan. Definisi operasional yaitu, pendefinisian secara operasional suatu konsep sehingga dapat diamati dan diukur.

Tabel 4 Definisi Operasional Variabel

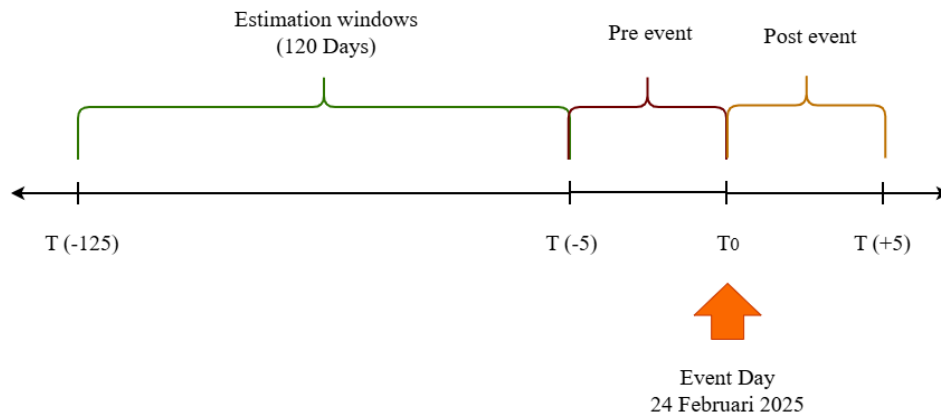
Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Skala
<i>Abnormal Return</i>	Selisih <i>return</i> aktual saham BUMN dengan <i>return</i> pasar (IHSG) pada periode waktu pengamatan.	$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$	Rasio
Aktivitas Volume Perdagangan	Rasio antara jumlah saham BUMN yang diperdagangkan dengan jumlah saham beredar pada periode waktu pengamatan	$TV_{Ait} = \frac{\sum \text{saham } i \text{ yang diperdagangkan pada periode } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar pada periode } t}$	Rasio
<i>Bid-Ask Spread</i>	Selisih relatif antara harga <i>ask</i> dan <i>bid</i> saham-saham BUMN, dihitung pada periode waktu pengamatan	$Spread_{i,t} = \frac{Ask_{i,t} - Bid_{i,t}}{(Ask_{i,t} + Bid_{i,t})/2} \times 100$	Rasio
Volatilitas Harga Saham	Standar deviasi <i>return</i> harian saham BUMN selama periode waktu pengamatan.	$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R}_t)^2}$	Rasio

Sumber: Data diolah peneliti (2025)

3.6 Metode Analisis Data

Analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *event study* untuk mengolah dan membahas data yang diperoleh. *Event study* merupakan metode analisis yang mempelajari suatu reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Hartono, 2022). Pada penelitian ini studi peristiwa (*event study*) digunakan sebagai metode analisis data untuk membuktikan keadaan sebelum dan sesudah pembentukan danantara terhadap *Abnormal Return*, aktivitas volume perdagangan, *Bid-Ask Spread*, dan volatilitas harga saham. Metodologi untuk *event study* umumnya mengikuti prosedur sebagai berikut:

1. Menentukan dan mengidentifikasi tanggal peristiwa yang akan dilihat reaksi pasarnya. Peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah pembentukan danantara pada tanggal 24 Februari 2025.
2. Menentukan periode jendela dan estimasi, periode jendela atau peristiwa merupakan periode terjadinya reaksi (Hartono, 2022). Sedangkan periode estimasi merupakan periode sebelum periode peristiwa yang digunakan untuk mengestimasi *return* ekspektasian. Peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah pembentukan danantara sebagai hari peristiwa (*event date*), selanjutnya *event date* dijadikan sebagai hari ke-0 (nol) dan menentukan periode peristiwa (*event window*). Jangka waktu yang digunakan dalam penelitian ini adalah jangka pendek dan jangka panjang. Untuk penelitian jangka pendek adalah 11 hari, yaitu lima hari sebelum peristiwa pengumuman pembentukan Danantara (t-5), hari saat pengumuman atau t0, dan lima hari setelah pengumuman pembentukan Danantara (t+5), dan periode estimasi (*estimation period*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah 120 hari, yaitu dari t-125 hingga t-5 sebelum *event date*.



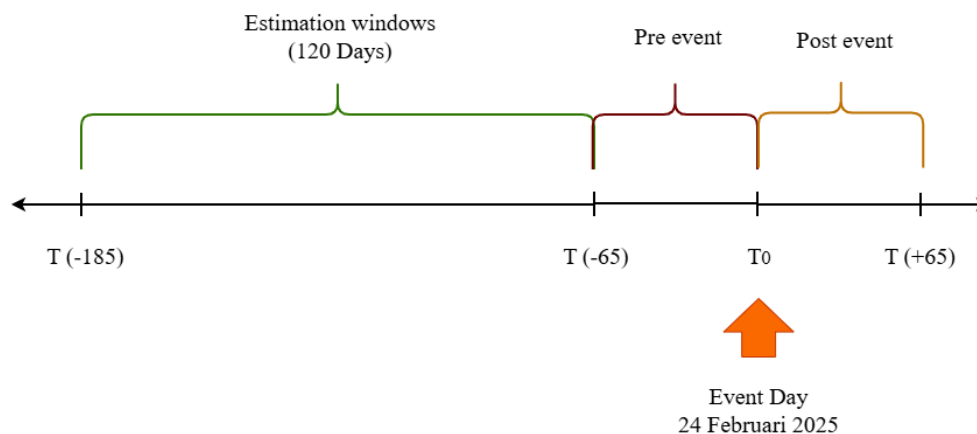
Gambar 11 Jendela Peristiwa (*Event Window*) Jangka Pendek

Sumber: Data diolah peneliti (2025)

Keterangan:

- T_0 : *Event date* yaitu saat peristiwa pembentukan Danantara.
- $T(-5)$: Periode sebelum peristiwa, yaitu 5 hari sebelum pembentukan Danantara.
- $T(+5)$: Periode sesudah peristiwa, yaitu 5 hari sesudah pembentukan Danantara.
- $T(-125)$: *Estimation period* yaitu periode estimasi t-125 hingga t-5 sebelum *event date*

Penelitian jangka panjang adalah 131 hari, yaitu 65 hari sebelum peristiwa pengumuman pembentukan Danantara (t-65), hari saat pengumuman atau t0, dan 65 hari setelah pengumuman pembentukan Danantara (t+65), dan periode estimasi (*estimation period*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah 120 hari, yaitu dari t-185 hingga t-65 sebelum *event date*.



Gambar 12 Jendela Peristiwa (*Event Window*) Jangka Panjang

Sumber: Data diolah peneliti (2025)

Keterangan:

- T_0 : *Event date* yaitu saat peristiwa pembentukan Danantara.
- $T(-65)$: Periode sebelum peristiwa, yaitu 65 hari sebelum pembentukan Danantara.
- $T(+65)$: Periode sesudah peristiwa, yaitu 65 hari sesudah pembentukan Danantara.
- $T(-185)$: *Estimation period* yaitu periode estimasi t-185 hingga t-65 sebelum *event date*

Penentuan *event window* tersebut diharapkan pasar telah bereaksi penuh dan dapat dilihat kecepatan reaksinya. Pengambilan periode ini dilakukan untuk menghindari efek pengganggu (*confounding effect*) dari adanya peristiwa lain terkait transaksi di pasar modal dan aktivitas ekonomi perusahaan dikhawatirkan cukup signifikan mempengaruhi hasilnya (Hartono, 2022).

3. Mencari data mentah harga saham, data mentah yang diperoleh merupakan data sekunder, yaitu : data yang di keluarkan oleh BEI mengenai data harga saham harian dan IHSG perusahaan sampel pada periode peristiwa
4. Menentukan besaran dan rata-rata *Abnormal Return*. *Abnormal Return* merupakan selisih antara *return aktual* dengan *expected return*. Tahapan perhitungan *Abnormal Return* adalah menentukan *return aktual*, *return pasar*,

expected return, kemudian *Abnormal Return*. Perhitungan *expected return* dalam penelitian ini menggunakan metode *market model*.

a. Menghitung *actual return*

Menghitung *actual return* untuk mengetahui perbandingan harga saham hari ini dengan harga saham pada hari sebelumnya digunakan persamaan sebagai berikut :

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

Keterangan:

$R_{i,t}$: *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t}$: Harga saham i pada hari ke-t

$P_{i,t-1}$: Harga saham i pada hari ke (t-1)

b. Menghitung *expected return*

Perhitungan *expected return* dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu: membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$: *Return ekspektasi* sekuritas ke-i pada waktu t

α_i : *Intercept*, independen terhadap R_{mt}

β_i : *Slope*, resiko sistematis, dependen terhadap R_{mt}

ε_{it} : Kesalahan redisu sekuritas i pada periode estimasi ke t

- a) Menghitung *return* saham individual, *Return* saham individual ini digunakan untuk memperoleh alfa (α) dan beta (β) masing masing saham.

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

Rumus 12 Return Saham Individual

Keterangan:

$R_{i,t}$: *Return* saham i pada hari ke- t

$P_{i,t}$: Harga saham i pada hari ke- t

$P_{i,t-1}$: Harga saham i pada hari t-1

- b) Menghitung *return* pasar harian, *Return* pasar harian ini digunakan untuk memperoleh *alfa* (α) dan *beta* (β) masing masing saham.

$$R_{m,t} = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{IHS_{Gt-1}}$$

Rumus 13 Return Saham Harian

Keterangan:

$R_{m,t}$: *Return* pasar pada waktu ke-t

IHS_{Gt} : Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t

IHS_{Gt-1} : Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t-1

- c) Menghitung *alfa* (α) dan *beta* (β)

Untuk menghitung α atau *intercept* menggunakan *microsoft excel* dengan menggunakan rumus (*function*) *INTERCEPT* *return* individual terhadap *return* pasar pada periode *estimasi*, sedangkan untuk menghitung β atau *slope* menggunakan rumus (*function*) *SLOPE* *return* individual pada periode *estimasi* terhadap *return* pasar pada periode *estimasi*.

c. Menghitung *Abnormal Return*

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$: *Abnormal Return* saham i pada hari ke t

$R_{i,t}$: *Actual return* saham i pada hari ke t

$E(R_{i,t})$: *Expected return* saham i pada hari ke t

d. Menghitung *Average Abnormal Return*

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^K (AR_{i,t})}{K}$$

Rumus 14 *Average Abnormal Return*

Keterangan:

$AAR_{i,t}$: *Average Abnormal Return* seluruh saham pada periode ke-t

$AR_{i,t}$: *Abnormal Return* saham i pada periode ke-t

K : Jumlah saham yang diteliti

5. Menghitung Aktivitas Volume Perdagangan atau *Trading Volume Activity* (TVA)

Rumus TVA :

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham } i \text{ yang diperdagangkan pada periode } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar pada periode } t}$$

6. Menghitung *Average Trading Volume Activity* (ATVA)

$$ATVA = \frac{\sum TVA_{it}}{n}$$

Keterangan :

ATVA : Rata-rata *Trading Volume Activity*

n : Jumlah sampel

TVA_{it} : *Trading Volume Activity* pada sekuritas i

7. Menghitung *Bid-Ask Spread*

$$Spread_{i,t} = \frac{Aski,t - Bidi,t}{(Aski,t + Bidi,t)/2} \times 100$$

Keterangan :

*Spread*_{i,t} = *Spread* saham i pada hari ke-t

Bid_t = Harga beli saham pada hari ke-t

Ask_t = Harga jual saham pada hari ke-t

8. Menghitung *Average Bid-Ask Spread*

$$ABaS = \frac{Spread_{i,t}}{n}$$

Keterangan :

ABaS : Rata-rata *Bid-Ask Spread*

n : Jumlah sampel

*Spread*_{it} : *Bid-Ask Spread* pada sekuritas i

9. Menghitung *Return* Harian (*R_t*)

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \text{ Atau Log Return}$$

Keterangan :

P_t : Harga saham harian (*closing price*) pada hari ke-t

P_{t-1} : Harga saham harian (*closing price*) pada hari t-1

10. Menghitung Volatilitas (standar deviasi *return* harian)

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R}_t)^2}$$

Keterangan :

R_t : *Return* harian pada hari ke-t

\bar{R}_t : Rata-rata (*mean*) *return* harian dalam satu periode pengamatan

n : Jumlah hari pengamatan dalam periode tersebut

σ : Volatilitas *historis* (standar deviasi) *return* harian dalam periode tersebut

$\sum_{t=1}^n$: Penjumlahan dari hari ke-1 sampai hari ke-t

11. Melakukan pengujian statistik atas data penelitian untuk menguji hipotesis serta menginterpretasikan dan menganalisis hasil pengujian hipotesis.

12. Melakukan penarikan kesimpulan berdasarkan hasil pengujian statistik.

3.7 Teknik Analisis Data

3.7.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif pada dasarnya merupakan proses transformasi data penelitian dalam bentuk yang lebih mudah dipahami dan diinterpretasikan. Statistik deskriptif umumnya digunakan oleh peneliti untuk memberikan informasi mengenai karakteristik variabel penelitian sekaligus mensupport variabel yang diteliti (Sugiyono, 2019). Dalam penelitian ini menggunakan statistik deskriptif kuantitatif, Metode penelitian kuantitatif memiliki ciri khas berhubungan dengan data numerik dan bersifat objektif. Fakta atau fenomena yang diamati memiliki realitas objektif yang bisa diukur. Uji statistik dalam penelitian ini digunakan untuk memberikan gambaran deskriptif suatu data yang dilihat dari rata-rata (*mean*), *median*, *maksimum*, *minimum* dan *deviasi* standar mengenai pergerakan *Abnormal*

Return, Aktivitas volume perdagangan, *Bid-Ask Spread*, dan volatilitas harga saham selama periode penelitian.

3.7.2 Uji Normalitas

Ghozali (2013) menyatakan bahwa uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pengujian normalitas ini dilakukan menggunakan uji statistik *Shapiro-Wilk* dengan bantuan program *Statistical Product and Service Solution* (SPSS) pada tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Data yang telah diperoleh berjenis data rasio yang belum diketahui terdistribusi normal atau tidak, sehingga dilakukan uji normalitas. Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah sample yang digunakan terdistribusi normal atau tidak.

Pada pengujian ini, data diuji menggunakan metode *Shapiro-Wilk* karena metode ini dinilai lebih sensitif dalam mendeteksi adanya penyimpangan terhadap normalitas data, terutama pada jumlah sampel yang relatif kecil. Oleh karena itu, uji normalitas dilakukan untuk memastikan bahwa sampel penelitian memenuhi asumsi normalitas. Hasil uji normalitas akan menentukan alat uji statistik yang digunakan dalam menguji hipotesis. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan alat statistik program SPSS. Uji normalitas merupakan uji yang dilakukan untuk mengetahui sebaran data acak suatu sampel yang berukuran kecil. Kriteria pengambilan keputusan pada hasil normalitas adalah sebagai berikut:

1. Apabila nilai probabilitas $>$ *level of significant* ($\alpha = 5\%$ atau 0,05) maka data tersebut terdistribusi dengan normal.
2. Apabila nilai probabilitas $<$ *level of significant* ($\alpha = 5\%$ atau 0,05) maka data terdistribusi tidak normal.

3.7.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis merupakan prosedur yang dilakukan untuk menentukan dan memutuskan apakah menerima atau menolak suatu hipotesis. Dalam penelitian ini keputusan yang diambil mengandung ketidakpastian artinya keputusan dapat dikatakan benar atau salah. Pengujian hipotesis dapat menggunakan pengujian

parametrik yaitu uji *Paired Sample t-test* dan non-parametrik yaitu uji *Wilcoxon Signed Rank Test* (Hartono, 2022).

1. Uji *Paired Sample T-test*

Paired Sample t-test atau uji t berpasangan merupakan pengujian yang dilakukan untuk menganalisis perbandingan selisih dua *mean* dari dua kelompok sampel yang berpasangan. *Paired Sample t-test* adalah alat analisis parametrik sehingga syarat utama penggunaannya asumsi data harus terdistribusi normal yang bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan rata-rata dari dua sampel bebas. Cara pengambilan keputusan pengujian hipotesis dalam uji *Paired Sample t-test* adalah dengan membandingkan taraf signifikansi (*P-Value*), kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut:

- a. Jika nilai probabilitas $< level\ of\ significant$ ($\alpha = 5\%$ atau 0,05) maka terdapat perbedaan yang signifikan (H_a diterima dan H_0 ditolak).
- b. Jika nilai probabilitas $> level\ of\ significant$ ($\alpha = 5\%$ atau 0,05) maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan (H_a ditolak dan H_0 diterima).

2. Uji *Wilcoxon Signed Rank Test*

Uji *Wilcoxon Signed Rank Test* merupakan analisis non parametrik yang digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan antara dua sampel yang berkaitan atau berhubungan. Artinya, dalam uji ini tidak tergantung pada asumsi tentang distribusi data. Uji *wilcoxon* digunakan sebagai alternatif dalam uji *Paired Sample t-test* apabila data yang akan digunakan tidak memenuhi asumsi distribusi normal. Cara pengambilan keputusan pengujian hipotesis dalam Uji *Wilcoxon Signed Rank Test* adalah dengan membandingkan taraf signifikansi (*P-Value*), kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut:

- a. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih kecil dari $< 0,05$, maka terdapat perbedaan yang signifikan (H_a diterima dan H_0 ditolak).
- b. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari $> 0,05$, maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan (H_a ditolak dan H_0 diterima).

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar modal Indonesia terhadap pembentukan Danantara sebagai *sovereign wealth fund* melalui pendekatan *event study* dengan mengukur *Abnormal Return*, aktivitas volume perdagangan, *Bid-Ask Spread*, dan volatilitas harga saham dalam jangka pendek (5 hari) dan jangka panjang (65 hari) sebelum dan sesudah pengumuman pada 24 Februari 2025. Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan terhadap 20 perusahaan BUMN yang tergabung dalam IDX BUMN 20, penelitian ini menghasilkan beberapa kesimpulan penting sebagai berikut:

1. Dalam jangka pendek (5 hari sebelum dan sesudah pembentukan Danantara), rata-rata *abnormal return* saham BUMN turun dari $-0,26\%$ menjadi $-0,63\%$ per hari, namun perbedaan ini tidak signifikan secara statistik ($p = 0,500 > 0,05$). Dalam jangka panjang (65 hari), rata-rata *abnormal return* justru bergeser dari $-0,07\%$ sebelum pembentukan Danantara menjadi $+0,13\%$ sesudah pembentukan Danantara, tetapi perbedaan ini juga tidak signifikan ($p = 0,279 > 0,05$). Tidak adanya perbedaan signifikan ini disebabkan karena Danantara hanya memindahkan pengelolaan kepemilikan saham BUMN ke satu lembaga, tanpa mengubah aset, kegiatan usaha, pendapatan, dan laba masing-masing perusahaan BUMN. Karena tidak ada perubahan langsung pada isi bisnis perusahaan, harga saham tidak bergerak ke satu arah secara konsisten.
2. Dalam jangka pendek, rata-rata porsi saham BUMN yang berpindah tangan per hari hanya naik dari $0,1263\%$ menjadi $0,1828\%$ dan tidak signifikan ($p = 0,178 > 0,05$). Ini berarti sebagian besar investor tidak menambah atau mengurangi kepemilikan saham mereka dalam skala besar pada minggu pertama setelah

pengumuman Danantara, karena informasi yang tersedia saat itu masih terbatas dan belum memberikan gambaran jelas tentang langkah konkret yang akan diambil. Dalam jangka panjang, rata-rata TVA naik dari 0,1187% menjadi 0,2839% per hari dan perbedaan ini signifikan ($p = 0,000 < 0,05$). Kenaikan ini menunjukkan bahwa setelah 65 hari, ketika informasi tambahan tentang rencana restrukturisasi BUMN mulai muncul, investor mulai melakukan jual beli yang lebih aktif untuk menyesuaikan portofolio mereka berdasarkan penilaian masing-masing terhadap prospek tiap BUMN di bawah Danantara.

3. Dalam jangka pendek, rata-rata selisih antara harga yang ditawarkan pembeli dan harga yang ditawarkan penjual saham BUMN meningkat dari 3,2992 menjadi 5,1369, dan perbedaan ini signifikan ($p = 0,037 < 0,05$). Dalam jangka panjang, rata-rata *spread* naik dari 3,0629 menjadi 4,0254 dan perbedaan ini juga signifikan ($p = 0,000 < 0,05$). Pelebaran *spread* ini menunjukkan bahwa setelah pengumuman Danantara, pembeli memasang harga beli lebih rendah dan penjual memasang harga jual lebih tinggi dibanding sebelumnya, karena keduanya belum sepakat mengenai harga yang tepat untuk saham-saham BUMN. Perbedaan pandangan ini muncul karena pengumuman Danantara belum disertai penjelasan rinci tentang bagaimana Danantara akan dijalankan, bagaimana kebijakan dividen BUMN akan berubah, dan apa rencana konkret untuk masing-masing perusahaan. Selisih harga yang lebih lebar juga menaikkan biaya yang harus ditanggung investor setiap kali melakukan transaksi, karena mereka harus membayar lebih tinggi saat membeli dan menerima harga lebih rendah saat menjual. Kondisi inilah yang menjelaskan mengapa TVA tidak melonjak besar dalam jangka pendek meskipun banyak investor tertarik memantau perkembangan Danantara.
4. Dalam jangka pendek, rata-rata perubahan harga harian saham BUMN naik dari 0,0229 menjadi 0,0428, hampir dua kali lipat, dan perbedaan ini sangat signifikan ($p = 0,000 < 0,05$). Dalam jangka panjang, rata-rata volatilitas harian naik dari 0,0220 menjadi 0,0342 dan perbedaan ini juga sangat signifikan ($p = 0,000 < 0,05$). Ini berarti sebelum pengumuman, harga saham BUMN biasanya berubah antara 0,45% hingga 5,62% per hari. Setelah pengumuman, perubahan harga per hari bisa mencapai sekitar 8,95% pada beberapa saham. Kenaikan

volatilitas ini terjadi bersama-sama dengan pelebaran *bid-ask spread*, karena selisih antara harga yang ditawarkan lebih lebar, harga transaksi yang akhirnya terjadi bisa berbeda cukup jauh dari harga penutupan hari sebelumnya. Pada hari-hari tertentu harga naik tajam, pada hari lain turun tajam, tetapi kenaikan dan penurunan tersebut saling mengimbangi sehingga rata-rata *abnormal return* tetap tidak signifikan. Secara praktis, investor yang memegang saham BUMN menghadapi risiko perubahan nilai portofolio yang lebih besar setiap harinya dibanding sebelum pembentukan Danantara.

Secara keseluruhan, pembentukan Danantara tidak mengubah rata-rata kinerja harga saham BUMN dalam jangka pendek maupun jangka panjang, karena aset dan kegiatan usaha tiap BUMN tidak langsung berubah. Namun, pengumuman tersebut meningkatkan biaya transaksi (*bid-ask spread* melebar) dan memperbesar fluktuasi harga harian (volatilitas naik) secara signifikan. Dalam jangka panjang, investor juga semakin aktif berdagang, tetapi tidak satu arah, sehingga harga bergerak naik dan turun bergantian tanpa membentuk tren yang jelas. Pasar belum mengubah penilaian nilainya terhadap BUMN, tetapi bergerak lebih liar dari hari ke hari sambil menunggu bukti nyata dari program restrukturisasi yang dijanjikan Danantara.

5.2 Saran

5.2.1 Saran Teoritis

1. Penelitian berikutnya dapat memperluas jangka waktu analisis dengan melihat dampak pembentukan Danantara terhadap kinerja dasar BUMN, misalnya laba, efisiensi operasional, dan nilai perusahaan selama satu sampai tiga tahun setelah pengumuman. Pendekatan ini dapat membantu menjawab apakah Danantara benar-benar membuat BUMN lebih menguntungkan dan lebih efisien, atau justru menambah beban sehingga kinerjanya melemah dalam jangka panjang. Penelitian seperti ini dapat memakai metode *difference-in-differences (DiD)* dengan membandingkan BUMN yang masuk Danantara dengan BUMN lain yang tidak masuk, sehingga pengaruh kebijakan Danantara bisa dipisahkan dari faktor lain.

2. Penelitian mendatang dapat memasukkan unsur perilaku investor untuk menjelaskan mengapa reaksi pasar terhadap Danantara tidak seragam. Kenaikan volatilitas dan *bid-ask spread* dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pola pikir dan sikap investor terhadap ketidakpastian kebijakan bisa berbeda-beda. Hal ini dapat dikaitkan dengan kecenderungan psikologis seperti ketakutan terhadap ketidakjelasan, ikut-ikutan keputusan investor lain, atau rasa percaya diri yang berlebihan. Penelitian lanjutan dapat menggunakan gabungan data angka dan survei atau eksperimen terhadap investor untuk mengetahui bagaimana cara investor mengambil keputusan ketika informasi mengenai kebijakan seperti Danantara belum lengkap.
3. Penelitian berikutnya dapat meneliti apakah pengaruh Danantara terhadap pasar saham berbeda antar BUMN, tergantung ciri-ciri masing-masing perusahaan. Misalnya, ukuran perusahaan, jenis industri, besarnya porsi kepemilikan pemerintah, atau kinerja masa lalunya. Peneliti dapat menggunakan analisis *cross-section* atau *panel regression* untuk menguji apakah *abnormal return*, volume perdagangan, *bid-ask spread*, dan volatilitas bereaksi lebih kuat pada kelompok BUMN tertentu. Contohnya, BUMN dengan kepemilikan pemerintah sangat besar mungkin menghadapi pelebaran *spread* yang lebih tinggi karena kekhawatiran terkait potensi konflik kepentingan, sedangkan BUMN dengan kinerja operasional yang sudah kuat mungkin justru mendapat respons harga yang lebih positif.

3.2.1 Saran Praktis

1. Bagi investor institusi maupun ritel, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa strategi jangka pendek yang berusaha mencari untung hanya dari momen pengumuman Danantara tidak memberikan tambahan keuntungan yang jelas, karena tidak ada perbedaan *abnormal return* signifikan yang muncul. Oleh karena itu, investor sebaiknya fokus pada strategi jangka panjang dengan melihat kondisi keuangan dan prospek masing-masing BUMN di dalam Danantara. Investor dapat memilih saham secara selektif, dengan memberi perhatian pada BUMN yang berpotensi meningkatkan efisiensi, memperbaiki pengelolaan, dan menjaga kebijakan dividen yang baik setelah berada di bawah

Danantara. Selain itu, karena volatilitas meningkat cukup tajam, investor perlu memperkuat pengelolaan risiko, misalnya dengan memperbanyak jenis saham dalam portofolio, menggunakan batas kerugian otomatis (*stop-loss*), atau memakai instrumen lindung nilai jika tersedia.

2. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI), kenaikan *bid-ask spread* dan volatilitas setelah pengumuman Danantara menunjukkan bahwa pelaku pasar masih kekurangan informasi yang jelas tentang cara kerja Danantara. Untuk mengurangi hal ini, OJK dapat mendorong Danantara untuk lebih rutin memberikan penjelasan terbuka tentang rencana investasi, struktur pengambilan keputusan, dan tahapan restrukturisasi BUMN yang akan dijalankan. OJK juga dapat menyusun aturan khusus mengenai kewajiban penyampaian informasi bagi lembaga seperti Danantara yang mengelola perusahaan terbuka, agar pemegang saham publik mendapatkan informasi yang cukup. Di sisi lain, BEI perlu terus memantau pola transaksi yang tidak biasa dan mencegah praktik yang merugikan, seperti manipulasi harga atau transaksi berdasarkan informasi orang dalam.
3. Bagi Pemerintah dan Kementerian BUMN, fakta bahwa *spread* dan volatilitas tetap tinggi dalam jangka panjang menunjukkan bahwa penjelasan mengenai Danantara masih dirasakan kurang oleh pasar. Pemerintah perlu menyusun cara penyampaian kebijakan yang lebih terencana dan mudah diikuti oleh investor. Contohnya, mengadakan pertemuan langsung dengan investor besar, menerbitkan dokumen resmi yang menjelaskan tujuan ekonomi Danantara, daftar aset yang dikelola, dan rencana kerjanya, serta membuka ruang dialog dengan pelaku pasar. Pemerintah juga perlu menetapkan ukuran kinerja yang jelas bagi Danantara dan menyampaikan hasilnya secara berkala agar kepercayaan pasar meningkat. Selain itu, untuk mengurangi dampak negatif pelebaran *spread* terhadap kelancaran transaksi, pemerintah dapat mendorong lebih banyak pelaku pasar yang berperan sebagai penyedia likuiditas, serta menarik lebih banyak investor jangka panjang ke pasar saham Indonesia.
4. Bagi manajemen BUMN yang masuk ke dalam Danantara, naiknya volatilitas dan *spread* berarti bahwa investor masih banyak bertanya-tanya tentang dampak perubahan kepemilikan terhadap perusahaan. Manajemen perlu aktif

menjelaskan kepada investor dan analis pasar bagaimana posisi perusahaan setelah berada di bawah Danantara, termasuk rencana bisnis, prioritas investasi, dan kebijakan dividen ke depan. Kegiatan seperti *public expose*, *analyst meeting*, dan laporan berkala yang lebih jelas dapat membantu mengurangi keraguan pasar. Manajemen juga perlu memperkuat tata kelola perusahaan dan hubungan dengan investor, misalnya dengan memastikan adanya perwakilan independen dalam keputusan penting, serta menjelaskan secara terbuka jika ada aksi korporasi seperti merger atau penggabungan usaha antar BUMN di dalam Danantara.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharon, D. Y., Baig, A. S., & DeLisle, R. J. (2022). The impact of government interventions on cross-listed securities: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 46, 1–7. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102276>
- Alin. (2025). *KI Pusat: Danantara Adalah Badan Publik dan Wajib Transparan*. KOMISI INFORMASI PUSAT. <https://komisiinformasi.go.id/read/18/03/2025/Komisi-Informasi-Pusat:-Danantara-Adalah-Badan-Publik-dan-Wajib-Transparan>
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing And the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- Anata, I. gusti N. S., & Darmayanti, N. P. A. (2025). Analisis Dampak Pelaksanaan Pemilihan Presiden Tahun 2024 terhadap Trading Volume Activity dan Abnormal Return di Pasar Modal Indonesia (Event Study pada Perusahaan yang Tergabung dalam LQ45). *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 5(4), 487–500. <https://doi.org/10.55606/optimal.v5i4.7917>
- Apostolakis, G. N., Floros, C., Gkillas, K., & Wohar, M. (2021). Political uncertainty, COVID-19 pandemic and stock market volatility transmission. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101383>
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Bondt, W. F. M. De, & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal Of Finance*, XL(3), 793–805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- Boonvorachote, T., & Lakmas, K. (2016). Price volatility, trading volume, and market depth in Asian commodity futures exchanges. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 37(1), 53–58. <https://doi.org/10.1016/j.kjss.2016.01.004>
- BritCham, I. (2025). *Investasi Danantara Rp 81,5 Triliun akan Diluncurkan untuk 8 Sektor Prioritas. Apa Saja?* BritCham Indonesia. <https://britcham.or.id/idn-investasi-danantara-rp-815-triliun-akan-diluncurkan-untuk-8-sektor-prioritas-apa-saja/>

- Brooks, C. (1998). Predicting stock index volatility: can market market volume help? *Journal of Forecasting*, 17(1), 59–80. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-131X\(199801\)17](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-131X(199801)17)
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Brunnermeier, M. K. (2003). *Information Leakage and Market Efficiency*. Princeton University. https://www.princeton.edu/~markus/research/papers/information_leakage_WP.pdf
- Burhan, F. A. (2025). *Indeks BUMN Ambruk di Pekan Pembentukan Danantara, Saham BBRI BMRI Cs Dilego Asing*. *Bisnis.Com*. <https://market.bisnis.com/read/20250228/7/1843497/indeks-bumn-ambruk-di-pekan-pembentukan-danantara-saham-bbri-bmri-cs-dilego-asing>
- Campbell, J. Y. (1992). An asymmetric model of changing volatility in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 31, 281–318. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(92\)90037-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(92)90037-x)
- Er, S. T., & Kantorowicz, J. (2025). Financial market reaction to the end of the right-wing populist government: The case of Poland. *Finance Research Letters*, 76, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106906>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets : II. *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1575–1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Firm, M. N. L. (2025). *Menelisik Danantara Sebagai Lembaga Pengelola Investasi*. Mangatur Nainggolan Law Firm. <https://mnllaw.co.id/menelisik-danantara-sebagai-lembaga-pengelola-investasi/>
- Fitriyani, E., & Ananda, F. R. (2025). BUMN Mulai Alihkan Saham Seri B ke Holding Operasional Danantara. *kumparanBISNIS*. <https://kumparan.com/kumparanbisnis/bumn-mulai-alihkan-saham-seri-b-ke-holding-operasional-danantara-24jzWJ05vcF/full>
- Ganti, A. (2025). *What Is a Bid-Ask Spread, and How Does It Work in Trading?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/b/bid-askspread.asp>
- Gao, Y., Zhao, C., Sun, B., & Zhao, W. (2022). Effects of investor sentiment on stock volatility : new evidences from multi-source data in China' s green stock markets. *Financial Innovation*, 8(77), 1–30. <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00381-2>
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gocejna, M. M., & Urbaś, T. (2023). Rational Investors or Rational Expectations

- in Efficient Market Hypothesis ? *International Journal of Finance, Insurance and Risk Management*, XIII(2), 167–188. <https://doi.org/10.35808/ijfirm/360>
- Habermann, F., & Steindl, T. (2025). Stock market reactions to a sovereign wealth fund's broad-based public sustainability engagement: European evidence. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 231, 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2025.106915>
- Hardafi, S. N., & Tedjakusuma, K. (2025). BPI Danantara Terperangkap Masalah Independensi karena Simpang Siur Kewenangan, Bisa Bertahan atau Gagal? *Visi Law Office*. <https://visilawoffice.com/bpi-danantara-terperangkap-masalah-independensi-karena-simpang-siur-kewenangan-bisa-bertahan-atau-gagal/?hl=id-ID>
- Hartono, J. (2022). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta: UGM Press.
- Hayes, A. (2025). *Volatility: Meaning in Finance and How It Works With Stocks*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/v/volatility.asp>
- Indonesia, T. I. (2025). *Danantara: Tanpa Partisipasi, Rawan Korupsi!* Transparency International Indonesia. <https://ti.or.id/danantara-tanpa-partisipasi-rawan-korupsi/>
- Jack, & Welch, S. (2020). State your business, FY 08 - 18. In *World Bank Group*.
- Kahfi, K. (2025). *Danantara Siap Merger 15 Perusahaan Asuransi BUMN Jadi 3*. Valid News. <https://validnews.id/ekonomi/danantara-siap-merger-perusahaan-asuransi-bumn-jadi>
- Karpoff, J. M. (1987). The Relation Between Price Changes and Trading Volume: A Survey. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109–126. <https://doi.org/10.2307/2330874>
- Kementerian BUMN. (2023). BUMN Untuk Rakyat Indonesia Annual Report 2023. In *Kementerian BUMN: Vol. II* (Issue 1).
- Khazanah, N. (2023). *THE KHAZANAH REPORT 2023*.
- Kumar, A., Soni, R., Hawaldar, I. T., Vyas, M., & Yadav, V. (2020). The Testing of Efficient Market Hypotheses : A Study of Indian Pharmaceutical Industry. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(3), 208–216. <https://doi.org/10.32479/ijefi.9764>
- Kurov, A., & Stan, R. (2017). Monetary Policy Uncertainty and the Market Reaction to Macroeconomic News. *Journal of Banking and Finance*, 86, 127–142. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.005>
- Lestari, A. I., Azwad, N. A., Katti, S. W. B., & Djabir, M. (2024). Jurnal Business , Technology & Science. *Jurnal Business, Technology & Science*, 2(03), 33–44.
- Lestarini, A. H. (2025). *Sepekan, Transaksi Harian di BEI Masih Boncos 3,74%*. Metro TV. <https://www.metrotvnews.com/read/kqYCYnd4-sepekan->

transaksi-harian-di-bei-masih-boncos-3-74

- Li, D., & Li, G. (2021). Whose Disagreement Matters? Household Belief Dispersion and Stock Trading Volume. *Review of Finance*, 25(6), 1–42. <https://doi.org/10.1093/rof/rfab005>
- Mackinlay, A. C. (1997). American Economic Association Event Studies in Economics and Finance. *Source Journal of Economic Literature Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, xxxv, 13–39. <https://doi.org/10.1257/jel.35.1.13>
- Mandal, N., & Das, R. (2022). Price Discovery Efficiency and Resilience of Financial Futures - A Case Study of Indian Banking Sector. In *Munich Personal RePEc Archive*. <https://doi.org/10.6084/m9.figshare.22216654> India
- Mandiri, B. (2026). Keterbukaan Informasi. *PT BANK MANDIRI (PERSERO) Tbk*. <https://www.bankmandiri.co.id/documents/38268824/0/Website+-+Keterbukaan+Informasi+Pengalihan+Saham+DAM+ke+BP+BUMN+REV.pdf/b6c25dd4-6c61-031a-e11c-2580d3dcecf?e=1767858909005&hl=id-ID>
- Meggison, W. L., Malik, A. I., & Zhou, X. Y. (2023). Sovereign wealth funds in the post-pandemic era. *Journal of International Business Policy*, 6, 253–275. <https://doi.org/10.1057/s42214-023-00155-2>
- Meggison, W. L., & Netter, J. M. (2001). Meggison and Netter: From State Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization to. *Market Journal of Economic Literature*, XXXIX(June), 321–389.
- Merton, R. C. (1980). On estimating the expected return on the market: An exploratory investigation. *Journal of Financial Economics*, 8, 323–361. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(80\)90007-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(80)90007-0)
- Muhamad, N. (2025). *Ditopang Saham Teknologi, IHSG Ditutup Naik 1,82% (Rabu, 12 Maret 2025)*. Databoks. <https://databoks.katadata.co.id/pasar/statistik/67d1635d94bdd/ditopang-saham-teknologi-ihsg-ditutup-naik-182-rabu-12-maret-2025>
- Munawarah, Muslimin, Kasim, M. Y., Zainuddin, F., & Kadang, J. (2025). Comparison of Trading Volume Activity and Abnormal Return Before and After Boycott, Divestment and Sanction Movement. *International Journal of Social Science and Business*, 9(2), 269–275. <https://doi.org/10.23887/ijssb.v9i2.92578>
- Nainggolan, R., Sembiring, H., & Montebon, C. Q. (2025). Measuring information asymmetry surrounding earnings announcements. *Journal Of Mathematics and Modeling in Finance*, 5(1), 103–118. <https://doi.org/10.22054/JMMF.2025.83341.1161>
- Nguyen, Q. T., Lindset, S., Eriksen, S. H., & Skara, M. (2024). Can an influential and responsible investor indeed be influential through responsible investments? Evidence from a \$ 1 trillion fund. *International Review of*

Economics and Finance, 89(PA), 1120–1135.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.106>

- Prakoso, R. D. (2025). *BI-Rate Tetap 5,75%: Mempertahankan Stabilitas, Mendukung Pertumbuhan Ekonomi* Siaran Pers. Bank Indonesia. https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_273625.aspx
- Puspadini, M. (2025). *Begini Efek Danantara ke Pasar Modal Menurut Bos Bursa*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20250325073756-17-621403/begini-efek-danantara-ke-pasar-modal-menurut-bos-bursa>
- Putri, F. N., & Mariana, M. (2025). Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Sebelum dan Setelah Pelantikan Presiden Prabowo-Gibran (Event Study pada Indeks Saham LQ45). *Dharma Ekonomi*, 32(1), 177–192. <https://doi.org/10.59725/de.v32i1.280>
- Ramadhani, P. E. (2025). *IHSG Terkoreksi di Tengah Pembentukan Danantara*. Liputan 6. <https://www.liputan6.com/saham/read/5933264/ihsg-terkoreksi-di-tengah-pembentukan-danantara>
- Ramantika, P. H. (2001). Studi Empiris Tentang Stock Split Dan Pengaruhnya Terhadap Aktivitas Volume Perdagangan Dan Volatilitas Saham Di Bursa Efek Jakarta. In *Eprints Undip*.
- Redaksi. (2025). *Danantara Berupaya Lakukan Restrukturisasi BUMN yang Total Berjumlah 1.045 Perusahaan*. Koran BUMN. <https://koranbumn.com/danantara-berupaya-lakukan-restrukturisasi-bumn-yang-total-berjumlah-1-045-perusahaan/>
- Rocciolo, F., Gheno, A., & Brooks, C. (2022). Explaining abnormal returns in stock markets : An alpha-neutral version of the CAPM. *International Review of Financial Analysis*, 82, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102143>
- Rosa, C. (2013). The Financial Market Effect of FOMC Minutes. *FRBNY Economic Policy Review*, 19(2), 67–81.
- Saputra, B. (2025). *Danantara berencana merger 15 BUMN asuransi jadi 3 perusahaan*. Antara. <https://www.antaranews.com/berita/5143889/danantara-berencana-merger-15-bumn-asuransi-jadi-3-perusahaan?page=all>
- Sasikumar, S., & Sundaram, N. (2024). Event study methodology trends in the stock market: A systematic review based on bibliometric analysis. *Multidisciplinary Reviews*, 7(10), 1–18. <https://doi.org/10.31893/multirev.2024234>
- Schwert, G. W. (1989). Why Does Stock Market Volatility Change Over Time ? *The Journal Of Finance*, XLIV(5), 1115–1153. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02647.x>
- Setiawan, A., Sudaryo, Y., Sipahutar, D. H. N., & Sofiati, N. A. (2024). Event Study Of The New Economy Board On Abnormal Return And Trading Volume Activity Of Company Shares In The Indonesia Stock. *Journal of Universal*

- Studies*, 4(08), 6629–6641. <https://doi.org/10.59188/eduvest.v4i8.1767>
- Setiawan, V. N. (2026). *21 Proyek Hilirisasi Mulai Dibangun di 2026, Investasi Hampir Rp500 T.* CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/news/20260211075839-4-710042/21-proyek-hilirisasi-mulai-dibangun-di-2026-investasi-hampir-rp500-t>
- Setiawati, S. (2025). *IHSG Anjlok Suram Sejak September, Bukan Salah Asing Semata.* CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/research/20250226141105-128-613808/ihsg-anjlok-suram-sejak-september-bukan-salah-asing-semata>
- Shabrina, D. (2025). *IHSG Anjlok Setelah Pembentukan Danantara, Ekonom INDEF: Trust Investor Jadi PR Pemerintah.* Tempo. <https://www.tempo.co/ekonomi/ihsg-anjlok-setelah-pembentukan-danantara-ekonom-indef-trust-investor-jadi-pr-pemerintah-1211577>
- Simorangkir, I. A. (2025). *MEMBANGUN MASA DEPAN KEUANGAN INDONESIA MELALUI SOVEREIGN WEALTH FUND.* KEMENTERIAN KEUANGAN RI. <https://djp.kemenkeu.go.id/kppn/bengkulu/id/data-publikasi/artikel/2915-danantara.html>
- Stoll, H. R. (1989). Inferring the Components of the Bid-Ask Spread : Theory and Empirical Tests. *The Journal of Finance*, XLIV(1), 115–134. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02407.x>
- Su, E., & Tokmakcioglu, K. (2021). A comparison of bid-ask spread proxies and determinants of bond bid-ask spread. *Borsa Istanbul Review*, 21(3), 227–238. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.10.005>
- Sugiyono. (2019). *METODE PENELITIAN KUANTITATIF KUALITATIF dan R&D* (Sutopo (ed.); 2nd ed.). ALFABET.
- Tampubolon, R. B., Zai, S. N. P., & Agustin, H. (2023). The impact of bid-ask spread and trading volume activity on abnormal returns during the Period before and after the announcement of fuel price increase in Indonesia in 2022. *International Journal Of Applied Finance and Business Studies*, 11(2), 139–153. <https://doi.org/10.35335/ijafibs>
- Tarigan, I. Y., & Nityakanti, P. (2025). *Momentum Rebound IHSG di Pekan Pertama Maret 2025.* Business Insight. <https://insight.kontan.co.id/news/momentum-rebound-ihsg-di-pekan-pertama-maret-2025>
- Tran, M. P., & Vo, D. H. (2023). Asia-Pacific stock market return and volatility in the uncertain world : Evidence from the nonlinear autoregressive distributed lag approach. *Plos One*, 18(5), 1–17. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0285279>
- Wahyuni, W. (2025). *Mengenal Danantara dan Dasar Hukumnya.* Hukum Online. <https://www.hukumonline.com/berita/a/mengenal-danantara-dan-dasar-hukumnya-lt67b5de78c441a/>

Yahaya, O. A. (2025). The Influence of Environmental Disclosure on Corporate Information Asymmetry. *Financial Accounting*, 51(1), 217–239. <https://doi.org/10.24121/ar.v51i1.217>

Zadeh, Z. (2025). *Price Discovery: A Vital Tool for Strategic Industry Positioning in 2025*. Discovery Alert. <https://discoveryalert.com.au/price-discovery-2025-industry-strategic-positioning/>