

**Testing Market Efficiency in Response to Management Board
Announcements by Daya Anagata Nusantara**

Risnawati, Mahatma Kufepaksi

Universitas Lampung

risnawati.na1@gmail.com

ABSTRACT

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

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

ABSTRAK

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

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

PENDAHULUAN

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

Pasar modal adalah sarana yang mempertemukan pihak surplus dana dengan pihak yang defisit dana untuk investasi jangka panjang, sekaligus memberikan kesempatan bagi pemilik dana untuk memperoleh tingkat pengembalian (Awaluddin et al., 2023). Instrumen pasar modal meliputi saham, obligasi, reksa dana, dan instrumen derivatif yang memberikan fleksibilitas bagi investor untuk menyesuaikan portofolio dengan profil risiko dan tujuan investasinya (Sholikah et al., 2022).

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

Efficient Market Hypothesis (EMH) menekankan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang ada, sehingga tidak ada investor yang mampu memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten (Fama, 1970). Proses pembentukan harga terjadi karena setiap investor menggunakan informasi dalam mengambil keputusan. Menurut Rido (2021), investor menggunakan informasi publik sebagai dasar analisis dalam pengambilan keputusan investasi. Informasi publik yang transparan dan mudah diakses memungkinkan investor untuk mengevaluasi risiko, proyeksi *return*, serta prospek jangka panjang suatu instrumen investasi secara rasional (Yoro, 2024).

Responsivitas pasar modal terhadap berbagai informasi menjadi indikator penting dalam menilai tingkat efisiensi pasar (Woo et al., 2020). Dalam konteks Indonesia, cerminan responsivitas pasar modal Indonesia dapat diamati melalui pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG merepresentasikan

pergerakan harga seluruh saham yang tercatat di BEI (Fitroh & Mulyaningtyas, 2024). Fluktuasi IHSG dapat mencerminkan respons pelaku pasar terhadap informasi dan peristiwa domestik maupun global yang kemudian terefleksikan dalam harga saham (Sianipar et al., 2024).

Berdasarkan data historis yang diperoleh dari IndoPremier (indopremier.com), IHSG sempat mencapai level tertinggi 7.911 pada pertengahan 2024 sebelum terkoreksi tajam hingga 6.421 pada awal 2025. Koreksi tajam IHSG ini juga dapat mengindikasikan adanya tekanan terhadap kondisi ekonomi nasional (Sasongko, 2025).

Meskipun IHSG sempat mencapai rekor tertinggi pada September 2024, kapitalisasi pasar Indonesia yang hanya 48% dari PDB masih jauh tertinggal dibandingkan negara-negara tetangga seperti Filipina, Malaysia, dan Thailand yang mendekati 100% (Thawley et al., 2024). Kondisi ini menunjukkan adanya kesenjangan antara posisi Indonesia sebagai negara dengan PDB terbesar di Asia Tenggara (Solihin et al., 2025) dengan likuiditas pasar modal yang relatif rendah (Lubis et al., 2024). Dalam situasi tersebut, peran Badan Usaha Milik Negara (BUMN) semakin strategis karena menyumbang sekitar 60% terhadap PDB nasional (Ayu et al., 2025) dan menguasai sektor-sektor penting seperti energi, infrastruktur, telekomunikasi, serta sumber daya alam (Firmansyah et al., 2024).

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan badan usaha yang sebagian besar sahamnya dimiliki negara dan berperan penting dalam mendukung perekonomian nasional (Permadi & Ariawan, 2023). Sebagai entitas bisnis yang dikendalikan pemerintah, BUMN beroperasi di berbagai sektor strategis (Ferdiana & Sugiyarto, 2022), namun menghadapi tantangan efisiensi operasional (Ayu et al., 2025), kendala pengelolaan terkait perbedaan karakteristik dan performa, kompleksitas hukum dan sumber daya manusia (Astuti, 2025), serta fragmentasi aset yang menciptakan inefisiensi struktural (Mainake, 2024).

Sebagai respons atas berbagai permasalahan tersebut, Pemerintah Indonesia meluncurkan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara) pada 24 Februari 2025 sebagai *super-holding* BUMN dengan tujuan mengoptimalkan pengelolaan aset negara, memaksimalkan investasi, dan mendorong pertumbuhan ekonomi nasional (Maula et al., 2025). Dengan aset BUMN senilai US\$900 miliar (Rp14 kuadriliun), BPI Danantara diproyeksikan mampu meningkatkan pertumbuhan ekonomi hingga 5,1–5,4% pada 2025 (Ayu et al., 2025), sekaligus mendorong restrukturisasi, sinergi, penerapan tata kelola yang baik, dan kolaborasi dengan swasta (Astuti, 2025), serta meningkatkan daya saing global melalui hilirisasi, infrastruktur, ketahanan pangan dan energi, substitusi impor, dan digitalisasi berbasis investasi non-APBN (Mainake, 2024).

Meskipun memiliki potensi besar, pembentukan BPI Danantara menimbulkan kontroversi dan sentimen publik negatif. Mutia & Utama (2025) menemukan 56% opini publik, terutama di TikTok, bersifat negatif dengan isu utama transparansi,

dampak ekonomi, dan dinamika politik. Kekhawatiran juga muncul akibat berkurangnya peran pengawasan BPK dan KPK, potensi konflik kepentingan dalam Dewan Pengawas, serta keterlibatan elite politik seperti Presiden Prabowo, mantan Presiden Jokowi, Erick Thohir, dan Luhut Binsar Pandjaitan yang dipandang dapat mengurangi independensi lembaga (Djumena, 2025). Isu transparansi dalam penunjukan pengelola dan mekanisme investasi semakin memicu ketidakpercayaan, tercermin dari kampanye penarikan dana BUMN yang viral di media sosial (Moerti, 2025).

Mengacu pada penelitian Fekrazad et al. (2022), sentimen di media sosial dapat memberikan sinyal yang signifikan terhadap pergerakan pasar saham. Sentimen media sosial pada dasarnya merupakan salah satu bentuk informasi publik yang kecepatannya dalam mempengaruhi harga saham tergantung pada tingkat efisiensi pasar.

Pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara merupakan informasi publik yang dapat mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan BUMN. Pengumuman tersebut menjadi momen krusial yang mencerminkan implementasi konsep "*First Who, Then What*" Collins (2001) dalam praktik. Mengingat sentimen publik yang sudah terbentuk negatif terhadap pembentukan lembaga ini (Mutia & Utama, 2025), pengumuman komposisi pengurus menjadi informasi publik yang sangat strategis dalam menentukan apakah BPI Danantara dapat membalik persepsi dan membangun kredibilitas di mata investor.

Pengujian efisiensi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara menjadi relevan mengingat dampak potensialnya terhadap *multiple* perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI dan signifikansinya dalam menguji kemampuan pasar memproses informasi yang kompleks dan kontroversial secara rasional. Penelitian ini merupakan studi peristiwa yang menganalisis *abnormal return* dan *trading volume activity* saham-saham BUMN di sekitar tanggal pengumuman.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, penelitian ini dirancang untuk menjawab tiga pertanyaan pokok. Pertama, apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar peristiwa pengumuman susunan pengurus BPI Danantara. Kedua, apakah terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa tersebut. Ketiga, apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman.

Sejalan dengan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian ini adalah: (1) menguji perbedaan *abnormal return* pada periode sekitar pengumuman susunan pengurus BPI Danantara untuk mengevaluasi reaksi pasar modal, (2) menguji perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman untuk menilai dampak jangka pendek terhadap *return* saham BUMN, dan (3) menguji perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman untuk mengetahui pengaruh peristiwa tersebut terhadap aktivitas perdagangan saham BUMN.

TINJAUAN LITERATUR

Teori pasar efisien

Teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) merupakan landasan fundamental dalam teori keuangan modern yang menjelaskan bagaimana pasar keuangan memproses informasi dan merefleksikannya ke dalam harga sekuritas (Xu, 2023). Fama (1970) mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar di mana harga selalu sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, mengimplikasikan bahwa seluruh informasi relevan telah terintegrasi dalam harga pasar saat ini.

Fama (1970) mengklasifikasikan efisiensi pasar menjadi tiga bentuk: (1) efisiensi bentuk lemah, di mana harga saham mencerminkan semua informasi historis; (2) efisiensi bentuk semi-kuat, di mana harga menyesuaikan diri secara cepat terhadap semua informasi publik; dan (3) efisiensi bentuk kuat, di mana bahkan informasi privat sudah tercermin dalam harga saham. Penelitian empiris menunjukkan bahwa belum ada pasar modal yang benar-benar efisien (Sukamulja, 2017), dengan tingkat efisiensi yang masih menjadi perdebatan berkelanjutan (Mustafa & Ahmed, 2020).

Kandungan Informasi

Kandungan informasi merujuk pada kemampuan suatu pengungkapan memberikan sinyal bermakna untuk pengambilan keputusan investasi (Jiang et al., 2024). Beaver (1968) mendefinisikan kandungan informasi sebagai kemampuan pengumuman untuk mengubah keyakinan dan ekspektasi investor tentang nilai masa depan perusahaan. Peristiwa yang mengandung informasi dapat dikategorikan sebagai *good news* atau *bad news* (Coutts, 2018), di mana *bad news* cenderung memiliki dampak lebih besar pada volatilitas pasar (Ding et al., 2025).

Studi Peristiwa

Studi peristiwa merupakan metode penelitian yang bertujuan menilai pengaruh kejadian penting terhadap nilai perusahaan (Ullah et al., 2021). Metodologi ini berfungsi menangkap reaksi investor terhadap peristiwa yang mempengaruhi perusahaan publik (Eden et al., 2022). McWilliams & Siegel (1997) mengidentifikasi tiga asumsi dasar studi peristiwa: efisiensi pasar, peristiwa tidak diantisipasi, dan tidak ada efek pengganggu.

Hartono (2010) mengategorikan studi peristiwa menjadi empat tipe: kandungan informasi, efisiensi pasar, evaluasi model, dan penjelasan metrik. Keunggulan metodologi ini terletak pada kemampuannya mengidentifikasi respons investor melalui analisis perubahan abnormal harga saham dalam jendela peristiwa yang ditentukan (Kurek, 2020), sehingga meminimalkan pengaruh faktor eksternal yang tidak relevan.

Penelitian terdahulu mengenai efisiensi pasar modal Indonesia menunjukkan hasil yang beragam. Riyosef & Agustin (2022) menemukan adanya efisiensi bentuk

setengah kuat pada penerapan PSAK 72, dengan *abnormal return* negatif signifikan yang mencerminkan persepsi *bad news*. Sebaliknya, Nelmida (2020) mengidentifikasi efisiensi setengah kuat melalui respons pasar yang positif terhadap pengumuman *warrant listing* sebagai *good news*. Namun, Christoper & Layyinaturrobaniyah (2019) melaporkan indikasi ketidakefisienan pasar karena adanya kebocoran informasi dan reaksi berkepanjangan hingga t+7 pada pengumuman pemilihan Donald Trump.

Penelitian ini memberikan kontribusi metodologis terhadap studi peristiwa di Indonesia melalui integrasi *Market Model* dengan *Markov Switching Regression* mengadopsi pendekatan Aktas et al. (2003), Aktas et al. (2007) dan Papakyriakou et al. (2019). Berbeda dengan penelitian terdahulu yang umumnya menggunakan *market model* standar, pendekatan ini memungkinkan pemisahan periode volatil dari periode normal secara statistik, menghasilkan estimasi parameter yang lebih akurat tanpa penyaringan manual pada periode estimasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode studi peristiwa untuk menguji efisiensi pasar melalui pengamatan *abnormal return* dan *trading volume activity* di sekitar pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara. Data penelitian berupa data sekunder historis yang meliputi: (1) harga saham harian dan indeks IHSG dari Yahoo Finance, (2) volume perdagangan dan jumlah saham beredar dari Bursa Efek Indonesia.

Populasi penelitian adalah seluruh saham BUMN yang terdaftar di BEI. Sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* dari perusahaan yang terdaftar dalam indeks IDXBUMN20, dengan kriteria: (1) terdaftar dalam indeks IDXBUMN20, (2) tidak mengalami *corporate action* selama periode peristiwa. Dari 20 perusahaan dalam indeks, 15 perusahaan memenuhi kriteria dan menjadi sampel penelitian.

Tabel 1. Daftar Sampel Penelitian

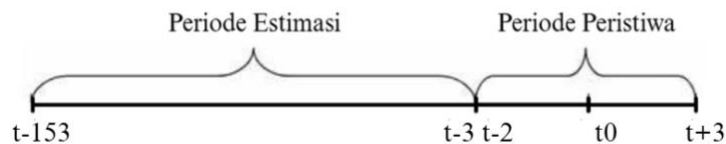
Sumber: www.idx.com (Data Diolah) 2025

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

| | | |
|----|------|--------------------------------|
| 12 | PTPP | PP (Persero) Tbk |
| 13 | SMGR | Semen Indonesia (Persero) Tbk |
| 14 | TINS | PT Timah Tbk |
| 15 | TLKM | Telkom Indonesia (Persero) Tbk |

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

Penelitian ini menetapkan periode estimasi selama 150 hari bursa sebelum periode peristiwa dimulai. Hal ini sejalan rekomendasi Mackinlay (1997) yang menyatakan bahwa periode estimasi untuk mendapatkan parameter *market model* pada umumnya berjumlah 120 hari atau lebih. Penetapan 150 hari bursa juga didasarkan pada pertimbangan metodologis supaya mendapatkan jumlah observasi yang memadai untuk menghasilkan parameter estimasi yang baik. Periode peristiwa dalam penelitian ini ditetapkan selama 6 hari, yaitu 2 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman dengan t_0 dalam penelitian ini adalah tanggal 24 Maret 2025 yang merupakan hari pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara. Dengan demikian, periode pengamatan dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Periode Pengamatan

Sumber: Data Diolah, 2025

Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih antara *realized return* dengan *expected return* (Bintari & Kusnandar, 2020). Menurut Rajan & Granapu (2021) *realized return* adalah hasil aktual yang diperoleh dari investasi, sedangkan *expected return* adalah estimasi atau harapan hasil yang akan didapat di masa mendatang. Estimasi *expected return* mengintegrasikan *Market Model* dengan pendekatan *Markov Switching Regression* (MSR) yang dikembangkan oleh Aktas et al. (2003).

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

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

Keterangan:

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

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

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

Penelitian ini menghadapi potensi bias estimasi karena periode peristiwa berdekatan dengan kondisi pasar yang bergejolak akibat peristiwa politik dan ekonomi, sehingga *estimasi expected return* dapat terkontaminasi. Metode konvensional berupa penyaringan manual dianggap kurang efektif karena subjektif, sulit diterapkan pada sampel besar, dan berisiko menghilangkan informasi penting. Untuk mengatasi hal ini, penelitian menggunakan *market model* yang diintegrasikan dengan *Markov Switching Regression* (MSR) sebagaimana dikembangkan oleh Aktas et al. (2003; 2007). MSR memisahkan dua regime, yaitu *low variance regime* (pasar normal) dan *high variance regime* (periode volatil). Parameter α , β , dan σ dari *low variance regime* digunakan untuk menghitung *expected return* serta *standardized abnormal return*, sehingga menghasilkan ukuran risiko yang lebih akurat dibanding estimasi OLS konvensional.

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

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

Keterangan:

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

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

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

RM_t = Return indeks pasar pada periode ke-t.

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

$\sigma_{i,1}$ = Variance dari *error term* untuk sekuritas ke-i dalam *normal variance regime*. Teknik analisis data yang digunakan, definisi variabel dan hipotesis penelitian.

Proses standardisasi akan menghasilkan ukuran sesuaian risiko yang lebih akurat (Hartono, 2010). Perhitungan *standardized abnormal return* dapat diterapkan sebagai berikut.

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\sigma_{i,1} \sqrt{1 + \frac{1}{T_1} + \frac{(R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}{\sum_{j=t_3}^{t_4} (R_{M,j} - \bar{R}_M)^2}}}$$

Keterangan:

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

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

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

T_1 = Jumlah hari di periode estimasi.

RM_t = *Return market* pada hari ke-t.

RM_j = *Return market* pada tanggal ke-j di periode estimasi.

\bar{R}_M = Rerata *return* indeks pasar selama periode estimasi.

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

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

Notasi:

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

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

N = Jumlah sekuritas.

Trading Volume Activity

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

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

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

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

Keterangan:

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

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

N = Jumlah sekuritas.

Hipotesis penelitian yang diuji adalah (H1) Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara. (H2) Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman. (H3) Terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman.

Penelitian ini dilaksanakan melalui tahapan-tahapan sistematis, yaitu: 1) pengumpulan data harga saham harian dan volume perdagangan dari Yahoo Finance dan BEI; 2) perhitungan *return* saham individual dan *return* pasar (IHSG) sebagai dasar analisis; 3) penentuan nilai parameter (α , β , σ) melalui MSR dari data selama 150 hari periode estimasi untuk setiap perusahaan; 4) perhitungan *expected return* menggunakan parameter *market model* dari *regime* normal; 5) perhitungan *abnormal return*; 6) standardisasi *abnormal return* menggunakan *standard deviation regime* normal; 7) perhitungan *Average Standardized Abnormal Return* (ASAR); 8) perhitungan *Trading Volume Activity* (TVA) dan *Average Trading Volume Activity* (ATVA); 9) uji normalitas data ASAR dan ATVA dengan Shapiro–Wilk; 10) pengujian hipotesis menggunakan *one sample t-test* atau *Wilcoxon signed-rank test* (H1), dan *paired sample t-test* atau *paired Wilcoxon test* (H2 dan H3), sesuai berdasarkan hasil uji normalitas; dan 11) analisis dan interpretasi hasil. Analisis dilakukan menggunakan EViews 12 untuk estimasi MSR dan SPSS 26 untuk uji statistik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2. Statistik Deskriptif *Standardized Abnormal Return*

Sumber: Data Diolah, 2025

| Descriptive Statistics SAR | | | | | |
|-----------------------------------|----|----------|---------|------------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| t-2 | 15 | -.153409 | .089501 | -.01320507 | .056270025 |
| t-1 | 15 | -.402949 | .094256 | -.02914407 | .118711626 |
| t0 | 15 | -.016243 | .304669 | .04770233 | .083053074 |
| t+1 | 15 | -.034469 | .904579 | .08728680 | .233170052 |
| t+2 | 15 | -.028039 | .709181 | .11092640 | .191541263 |
| t+3 | 15 | -.221507 | .069951 | -.00828053 | .070713433 |
| Sebelum | 15 | -.156724 | .050985 | -.02117447 | .053022887 |
| Sesudah | 15 | -.016292 | .464084 | .06331087 | .118501089 |
| Valid N (<i>listwise</i>) | 15 | | | | |

Tabel 2 mengungkapkan heterogenitas respons antar saham BUMN. *Range* antara nilai *minimum* dan *maximum* pada t0 sampai t+3 mengindikasikan bahwa meskipun rata-rata positif, terdapat saham BUMN tertentu yang tetap bereaksi negatif, hal ini dapat disebabkan oleh perbedaan persepsi investor tentang dampak BPI Danantara terhadap masing-masing BUMN. *Mean* negatif pada periode sebelum (-0.021174) berubah menjadi positif pada periode sesudah (0.063311). Standar

deviasi yang meningkat dari periode sebelum (0.053023) ke sesudah (0.118501) menunjukkan divergensi respons yang lebih besar pasca pengumuman.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Trading Volume Activity

Sumber: Data Diolah, 2025

| Descriptive Statistics TVA | | | | | |
|-----------------------------|----|---------|---------|-----------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| t-2 | 15 | .000136 | .002643 | .00116253 | .000888136 |
| t-1 | 15 | .000254 | .007517 | .00187173 | .002046785 |
| t0 | 15 | .000133 | .002530 | .00113213 | .000763970 |
| t+1 | 15 | .000149 | .003163 | .00121047 | .000877788 |
| t+2 | 15 | .000135 | .013092 | .00264253 | .003173564 |
| t+3 | 15 | .000181 | .029328 | .00415973 | .008640044 |
| Sebelum | 15 | .000195 | .004658 | .00151733 | .001332061 |
| Sesudah | 15 | .000175 | .014363 | .00267087 | .003840059 |
| Valid N (<i>listwise</i>) | 15 | | | | |

Tabel 3 menampilkan karakteristik TVA dengan pola Mean TVA menunjukkan peningkatan dari t-2 (0.001163) hingga t+3 (0.004160), dengan lonjakan terbesar pada t+3. Standar deviasi yang meningkat tajam pada t+2 (0.003174) dan t+3 (0.008640) mengindikasikan variasi yang sangat besar dalam aktivitas perdagangan antar perusahaan. Nilai maksimum yang ekstrem pada t+3 (0.029328) dibandingkan dengan minimum (0.000181) menunjukkan bahwa beberapa saham BUMN mengalami lonjakan volume perdagangan yang luar biasa, sementara yang lain relatif stabil.

Tabel 4. Pengujian Hipotesis 1

Sumber: Data Diolah, 2025

| Data | Nilai ASAR | Pengujian dengan | (Sig.) |
|------|------------|-------------------------|--------|
| t-2 | -0.013205 | One Sample T-Test | 0.379 |
| t-1 | -0.029144 | Wilcoxon Sign Rank Test | 0.609 |
| t0 | 0.047702 | Wilcoxon Sign Rank Test | 0.012 |
| t+1 | 0.087287 | Wilcoxon Sign Rank Test | 0.023 |
| t+2 | 0.110926 | Wilcoxon Sign Rank Test | 0.003 |
| t+3 | -0.008281 | Wilcoxon Sign Rank Test | 0.910 |

Tabel 4 menyajikan hasil pengujian signifikansi ASAR harian yang memberikan temuan penting. Pada t-2, menggunakan *One sample t-test* menghasilkan *p-value* 0.379 (tidak signifikan), menunjukkan tidak ada *abnormal return*. Pada t-1, *Wilcoxon signed rank test* menghasilkan *p-value* 0.609 (tidak signifikan). Namun, pada t0 (*p*=0.012), t+1 (*p*=0.023), dan t+2 (*p*=0.003), *abnormal return* signifikan pada level

5%. Pada $t+3$, kembali tidak signifikan ($p=0.910$). Pola signifikansi ini mengkonfirmasi bahwa reaksi pasar dimulai pada hari pengumuman (t_0) dan berlanjut hingga dua hari setelahnya ($t+1, t+2$) sebagai bentuk penyesuaian pasar. Pasar efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya cepat dan penuh mencerminkan informasi yang tersedia (Thomas et al., 2024). Fama et al. (1969) menegaskan bahwa efisiensi ditunjukkan oleh penyesuaian harga yang segera terhadap informasi baru. Hasil penelitian ini mendukung efisiensi bentuk setengah kuat, yaitu harga saham bereaksi cepat dan akurat terhadap informasi publik (Fama, 1970).

Kolom nilai ASAR pada Tabel 4 menunjukkan bahwa *abnormal return* bernilai negatif pada periode sebelum pengumuman ($t-2 = -0.013205$ dan $t-1 = -0.029144$), kemudian berubah menjadi positif pada hari pengumuman ($t_0 = 0.047702$) dan terus meningkat hingga mencapai puncak pada $t+2$ (0.110926), sebelum kembali negatif pada $t+3$ (-0.008281).

Tabel 5. Pengujian Hipotesis 2

Sumber: Data Diolah, 2025

| <i>Test Statistics^a</i> | |
|--|---------------------|
| | Sebelum - Sesudah |
| <i>Z</i> | -2.669 ^b |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | 0.008 |
| ^a <i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i> | |
| ^b <i>Based on negative ranks.</i> | |

Tabel 5 menampilkan hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* untuk membandingkan periode agregat sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan $p\text{-value} = 0.008$, hasil menunjukkan perbedaan yang sangat signifikan pada level 1%. Notasi "*based on negative ranks*" mengindikasikan bahwa mayoritas perubahan adalah dari negatif (sebelum) menjadi positif (sesudah), sebagaimana disajikan dalam Tabel 4.1. Hasil ini memberikan bukti kuat bahwa pengumuman jajaran pengurus BPI Danantara memiliki kandungan informasi yang positif (*good news*).

Tabel 6. Pengujian Hipotesis 3

Sumber: Data Diolah, 2025

| <i>Test Statistics^a</i> | |
|--|--------------------|
| | Sebelum - Sesudah |
| <i>Z</i> | -.227 ^b |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | 0.820 |
| ^a <i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i> | |
| ^b <i>Based on negative ranks.</i> | |

Tabel 6 menampilkan perbandingan TVA agregat yang menghasilkan temuan dengan $p\text{-value} = 0.820$ yang artinya tidak ada perbedaan ATVA yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Artinya, pengumuman pengurus BPI Danantara secara statistik tidak mampu mempengaruhi nilai aktivitas volume perdagangan saham dari sebelum ke sesudah pengumuman.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan pembahasan, dapat disimpulkan bahwa **H1** diterima secara parsial, di mana terdapat *abnormal return* signifikan pada hari pengumuman (t_0) serta pada $t+1$ dan $t+2$, sedangkan pada periode sebelum dan sesudahnya tidak ditemukan *abnormal return* signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi sebelum pengumuman, sementara reaksi pasar berlangsung bertahap selama tiga hari, sehingga mengindikasikan bahwa pengumuman pengurus BPI Danantara memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor serta mendukung teori efisiensi pasar bentuk setengah kuat di pasar modal Indonesia. Selanjutnya, **H2** diterima, dengan ditemukannya perbedaan signifikan *antara abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman, di mana pasar bereaksi positif terhadap susunan pengurus baru sehingga pengumuman tersebut dipersepsikan sebagai *good news*. Sementara itu, **H3** ditolak, karena tidak ditemukan perbedaan signifikan pada aktivitas volume perdagangan saham antara periode sebelum dan sesudah pengumuman, yang berarti bahwa pengumuman tersebut tidak berdampak pada tingkat likuiditas saham di pasar modal.

Bagi investor, hasil penelitian ini memberikan implikasi penting bahwa keputusan investasi tidak seharusnya hanya dipengaruhi oleh opini publik atau sentimen jangka pendek yang beredar di media sosial, melainkan harus didasarkan pada analisis fundamental dan pertimbangan kredibilitas pihak-pihak yang terlibat dalam suatu kebijakan. Meskipun sentimen awal dapat bernuansa negatif, pasar pada akhirnya merespons positif terhadap kredibilitas jajaran pengurus BPI Danantara, sehingga investor perlu lebih cermat dalam membedakan sentimen sesaat dan informasi yang bernilai jangka panjang. Di sisi lain, bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk melengkapi analisis kuantitatif dengan pendekatan kualitatif, seperti wawancara mendalam dengan pelaku pasar institusional, agar dapat menggali alasan di balik respons positif investor. Penelitian berikutnya juga dapat memperluas ruang lingkup dengan melibatkan sampel perusahaan dari berbagai sektor atau menambahkan variabel lain untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai dinamika efisiensi pasar modal di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Aktas, N., Cousin, J.-G., & De Bodt, E. (2003). *Event Study Under Disturbed Estimation Period*. <https://www.researchgate.net/publication/228779744>

- Aktas, N., De Bodt, E., & Cousin, J. G. (2007). Event Studies with a Contaminated Estimation Period. *Journal Of Corporate Finance*, 13(1), 129–145. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.09.001>
- Anwar. (2024). Mekanisme Pasar Sekunder dan Produk Investasi Pasar Sekunder. *Inisiatif: Jurnal Ekonomi, Akuntansi Dan Manajemen*, 4(1), 241–249. <https://doi.org/10.30640/inisiatif.v4i1.3522>
- Astuti, E. S. (2025). *Danantara Bagaimana dan Untuk Siapa?* Retrieved from <https://indef.or.id/wp-content/uploads/2025/02/esther-sri-astuti-danantara.pdf>
- Awaluddin, M., Molina, Nurlia, & Wahyuni. (2023). Determining Factors for Young Investors to Invest in The Capital Market. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), E01964. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i5.1964>
- Ayu, C. D., Febiani, F., Ardhani, F., Leonardo, M., Syahwa, N., & Nuraya, A. S. (2025). Keterkaitan Danantara Dengan Stabilitas Keuangan Makro di Indonesia: Sebuah Pendekatan Teori Ekonomi Makro. *Indonesian Research Journal on Education*, 5, 1026–1031.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal Of Accounting Research*, 6, 67–92. <http://www.jstor.org/stable/2490070>.
- Bintari, V. I., & Kusnandar, D. L. (2020). Perbandingan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Perubahan Waktu Perdagangan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Pasar Modal dan Bisnis*, 2(2). <https://doi.org/10.37194/jpmb.v2i2.49>
- Christoper, D., & Layyinaturobaniyah. (2019). Indonesian Capital Market Reactions for The Election of Donald Trump as United States President (Empirical Study on Multinational Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange). *Journal Of Management and Business*, 18(1), 1412. www.journalmabis.org
- Collins, J. (2001). *Good To Great - (Why Some Companies Make The Leap and Others Don't)*. Fast Company. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/0974173920090719>
- Coutts, A. (2018). Good News and Bad News Are Still News: Experimental Evidence on Belief Updating. *Experimental Economics*. <https://doi.org/10.1007/s10683>
- Ding, S., Wang, H., & Sun, Q. (2025). Does Continuous Good News Still Mean Good News for Market Volatility? *Finance Research Letters*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106640>

- Djumena, E. (2025, February 23). Berharap Danantara Bebas Intervensi Politik, Hipmi_ Kita Tidak Ingin Kasus Jiwasraya Terjadi Kembali. *Kompas.com*. <https://money.kompas.com/read/2025/02/23/071100126/berharap-danantara-bebas-intervensi-politik-hipmi--kita-tidak-ingin-kasus>
- Eden, L., Miller, S. R., Khan, S., Weiner, R. J., & Li, D. (2022). The Event Study in International Business Research: Opportunities, Challenges, And Practical Solutions. In *Journal of International Business Studies* (Vol. 53, Issue 5, Pp. 803–817). Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00509-7>
- Fabiola, C., Ewaldoarie, P., & Nusantara, D. P. (2020). Primary Market Vs. Secondary Market. *Developing Economies Ejournal*. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3523441>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In *Source: The Journal Of Finance* (Vol. 25, Issue 2).
- Fama, E. F., Fisher, L., & Jensen, M. C. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. In *Roll Source: International Economic Review* (Vol. 10, Issue 1).
- Fekrazad, A., Harun, S. M., & Sardar, N. (2022). Social Media Sentiment and The Stock Market. *Journal of Economics and Finance*, 46(2), 397–419. <https://doi.org/10.1007/s12197-022-09575-x>
- Ferdiana, N., & Sugiyarto, T. (2022). State-Owned Enterprises (Soes): The Role in Economic Development and The Determinant of Its Performance. *Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Pembangunan*, 11(2), 91–107. <https://doi.org/10.29244/jekp.11.2.2022.91-107>
- Firmansyah, A., Machmud, A., & Suparji, S. (2024). Peran Bumh Sebagai Pilar Utama Ekonomi Nasional yang Mandiri: Sebuah Kajian Hukum Korporasi. *Binamulia Hukum*, 13(2), 517–528. <https://doi.org/10.37893/jbh.v13i2.952>
- Fitroh, L., & Mulyaningtyas. (2024). Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Pembatalan Indonesia Sebagai Tuan Rumah Piala Dunia. *Jurnal Peta*, 9.
- Hartono, J. (2010). *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa* (1st Ed.). BPFY-Yogyakarta.
- Ismail, E., Halim, Y. T., & El-Deeb, M. S. (2023). Corporate Reputation and Shareholder Investment: A Study of Egypt's Tourism Listed Companies. *Future Business Journal*, 9(1). <https://doi.org/10.1186/s43093-023-00230-3>
- Jiang, J. (Xuefeng), Kong, J., & Shen, M. (2024). The Information Content of Rating Action Reports: A Topic Modeling Approach. *British Accounting Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101435>

- Kurek, B. (2020). Event Study Methodology-What For, How and For Whom? *Nr, 108*(164). <http://www.ztr.skwp.pl>
- Lubis, P. K. D., Manalu, C. L. N., Lubis, A. A., Tambunan, L. M., & Saputra, F. (2024). The Role of The Capital Market in Increasing Economic Growth in Indonesia. *Indonesian Journal of Interdisciplinary Research in Science and Technology, 2*(5), 557–568. <https://doi.org/10.55927/marcopolo.v2i5.9322>
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. In *Journal of Economic Literature: Vol. XXXV*.
- Mainake, Y. (2024). Manfaat Pembentukan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. *Isu Sepekan: Bidang Ekkuinbang, Komisi Vi*. https://berkas.dpr.go.id/pusaka/files/isu_sepekan/isu%20sepekan---i-puslit-november-2024-2047.pdf
- Maninder, M., Pavani, M., & Reddy, M. (2020). A Study of Capital Market. *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research (Jetir), 7*, 327. www.jetir.org
- Maula, P. N., Daniel, E. V., Irawan, M. H. A., & Gaol, S. R. L. (2025). *Pengawasan dan Pertanggungjawaban Badan Pengelola Investasi Danantara dalam Pengelolaan Risiko Kerugian Invetasi Keuangan Negara. 4*, 129–143. <https://www.kompas.id/artikel/prabowo-janjikan-bpi-danantara-dikelola-transparan>.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. In *Source: The Academy of Management Journal* (Vol. 40, Issue 3).
- Moerti, W. (2025, February 25). *Risiko Besar Di Balik Pembentukan Danantara: Ancaman Korupsi Hingga Kehilangan Kepercayaan Publik*. <https://www.merdeka.com/uang/risiko-besar-di-balik-pembentukan-danantara-ancaman-korupsi-hingga-kehilangan-kepercayaan-publik-323851-mvk.html?page=4>
- Mustafa, K. H., & Ahmed, A. M. (2020). *A Critical Review of The Market Efficiency Concept*. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/345733874>
- Mutia, K. D. L., & Utama, A. A. G. S. (2025). Organizing The Future: How Netizens View The Government's Investment Strategy. *Social Sciences & Humanities Open*. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5210112>
- Nelmida. (2020). Is Indonesia Stock Exchange Semi-Strong Form Efficiency? *Jurnal Manajemen, 24*(2), 313. <https://doi.org/10.24912/jm.v24i2.653>
- Papakyriakou, P., Sakkas, A., & Taoushianis, Z. (2019). The Impact of Terrorist Attacks in G7 Countries on International Stock Markets and The Role of Investor

Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah

Volume 7 Nomor 10 (2025) 4311 – 4328 P-ISSN 2656-2871 E-ISSN 2656-4351

DOI: 10.47467/alkharaj.v7i10.9913

Sentiment. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 61, 143–160. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.03.001>

Permadi, S. A. Q., & Ariawan. (2023). Tanggung Jawab Komisaris Perusahaan Perseroan BUMN Ditinjau Dari UU No 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas. *Cakrawala*.

Rajan, A. A., & Granapu, G. M. (2021). Investors Preferences on Investment in Returns Basis. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(3), 3099–3103.

Rido, M. (2021). Investor Rationality in Capital Market. In *Jurnal of Applied Business and Banking (Jabb)* (Vol. 3, Issue 2).

Rini, S., Farrukhy, A. F., & Hana, K. F. (2020). Komparasi Risk Dan Return Saham Dan Saham Syariah. *Mabsya: Jurnal Manajemen Bisnis Syariah*, 2.

Riyosef, M. C., & Agustin, H. (2022). Event Study Peristiwa Pemberlakuan Efektif Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 72 di Sektor Telekomunikasi dan Farmasi. *Jiafe (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 8(1), 121–132. <https://doi.org/10.34204/jiafe.v>

Sasongko, A. (2025, March 24). *IHSG Anjlok, Apa Saja Kemungkinan Dampaknya Terhadap Pendapatan Dan Belanja Pemerintah*. Kantor Pelayanan Perbendaharaan Negara (KPPN) Jakarta VI. <https://djpb.kemenkeu.go.id/kppn/jakarta6/id/data-publikasi/berita-terbaru/2912-dampak-penurunan-ihsg-terhadap-pendapatan-dan-pengeluaran-pemerintah.html>

Sholikhah, F. P., Putri, W., & Rosalinda Maria Djangi. (2022). Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara Indonesia. *Arbitrase: Journal of Economics and Accounting*, 3(2), 341–345. <https://doi.org/10.47065/arbitrase.v3i2.496>

Sianipar, M. R., Bonita Sari Tumangger, A., Natalia Silaban, J., & Hou, A. (2024). Do Macroeconomic Factors Affect the Combined Stock Price Index. *Sultanist: Jurnal Manajemen Dan Keuangan*, 12. www.idx.co.id,

Solihin, D., Arifin, A. L., Danantara, J. N., Solihin, D., Arifin, A. L., & Nugroho, J. (2025). Danantara: Pilar Ekonomi atau Beban Negara? *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi (Jmbi Unsrat)*, 12, 225–235.

Suganda, R. (2018). *Event Study Teori dan Pembahasan Reaksi Pasar Modal Indonesia*. CV. Seribu Bintang. <https://www.researchgate.net/publication/341915291>

Susilowati, E., & Sinaga, H. (2019). Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas dan Dividen Tunai Terhadap Volume Perdagangan Saham Pada Perusahaan Publik Sektor Barang dan Konsumsi di BEI. *Jmk (Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan)*, 4(1), 32. <https://doi.org/10.32503/jmk.v4i1.356>

Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah

Volume 7 Nomor 10 (2025) 4311 – 4328 P-ISSN 2656-2871 E-ISSN 2656-4351

DOI: 10.47467/alkharaj.v7i10.9913

- Thawley, C., Crystallin, M., & Verico, K. (2024). Towards a Higher Growth Path for Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 60(3), 247–282. <https://doi.org/10.1080/00074918.2024.2432035>
- Thomas, J., Akabar, M., Bachtiar, Y., Nastiti, R., & Syahdan, S. A. (2024). Overreaction Anomaly on Indonesia Stock Exchange in The JII70 Index For 2020-2022. *International Journal of Trends in Accounting Research*, 5(1).
- Ullah, S., Zaefarian, G., Ahmed, R., & Kimani, D. (2021). How to Apply The Event Study Methodology in Stata: an Overview and a Step-By-Step Guide for Authors. *Industrial Marketing Management* (Vol. 99, Pp. A1–A12). Elsevier Inc. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2021.02.004>
- Woo, K. Y., Mai, C., Mcaleer, M., & Wong, W. K. (2020). Review On Efficiency and Anomalies in Stock Markets. In *Economies* (Vol. 8, Issue 1). MDPI Multidisciplinary Digital Publishing Institute. <https://doi.org/10.3390/economies8010020>
- Xu, C. (2023). Efficient Market Hypothesis in Contemporary Applications: A Systematic Review on Theoretical Models, Experimental Validation, And Practical Application. In *Business, Economics and Management Gefhr* (Vol. 2023).
- Yoro, M. (2024). Impact Of Financial Reporting Transparency on Investor Decision-Making. *American Journal of Accounting*, 6(1), 25–36. <https://doi.org/10.47672/ajacc.1785>