

Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Integrasi BUMN ke Dalam Danantara: Studi Kasus Saham BUMN Serta Afiliasi BUMN Terbuka dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Hendry Pramudipta Sumasaputra^{1*}, Abdul Rohman², Milwan¹

¹Universitas Terbuka, Indonesia

²Universitas Diponegoro, Indonesia

*hendry.sumasaputra@gmail.com

Abstract

This study examines the Indonesian capital market's response to the announcement of the integration of State-Owned Enterprises (BUMN) into Danantara, a new Sovereign Wealth Fund (SWF). Given BUMNs' strategic economic role, this February 24, 2025 announcement was a market event with significant implications. The primary objective was to evaluate the presence of significant abnormal returns on 25 BUMN/affiliate shares and the Jakarta Composite Index (IHSG), compare returns, and examine absolute share price changes. Adopting a quantitative event study methodology, the research used secondary data from the Indonesia Stock Exchange (BEI), including daily closing prices for the specified shares and the IHSG. The data was collected during an event window from five days before to five days after the announcement. Analysis was conducted using the Market Adjusted Model, with hypotheses tested via a one-sample t-test and a paired-samples mean difference test (Wilcoxon Signed Ranks Test) at a 0.05 significance level. The results show no statistically significant abnormal returns on either BUMN/affiliate shares or the IHSG. However, there was a significant decrease in the average price of both asset groups following the announcement. This finding supports the semi-strong form of the Efficient Market Hypothesis (EMH), as public information was integrated efficiently, preventing persistent abnormal gains. The significant price drop reflects pessimistic and cautious investor sentiment, indicating concerns over the complexity of this restructuring. The homogeneous and systemic market reaction suggests the policy is viewed as a large-scale transformation with potentially significant consequences.

Keywords: *State-Owned Enterprise; Danantara; Event study; Market reaction; IHSG*

Abstrak

Penelitian ini mengkaji respons pasar modal Indonesia terhadap pengumuman integrasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) ke dalam Danantara, sebuah *Sovereign Wealth Fund* (SWF) dari Indonesia. Mengingat signifikansi peran BUMN sebagai entitas strategis perekonomian nasional, pengumuman pada 24 Februari 2025 ini merupakan peristiwa pasar yang memiliki implikasi substansial. Tujuan utama penelitian adalah untuk mengevaluasi keberadaan *abnormal return* yang signifikan pada 25 saham BUMN/afiliasi serta Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Analisis ini mencakup perbandingan *abnormal return* antar kelompok aset dan pemeriksaan perubahan harga saham absolut untuk merumuskan rekomendasi investasi yang faktual. Studi ini mengadopsi pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metodologi *event study*. Data sekunder, yang mencakup harga penutupan harian 25 saham BUMN/afiliasi dan IHSG, dikumpulkan dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode jendela peristiwa 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman. Analisis data dilakukan dengan Model Pasar Disesuaikan (*Market Adjusted Model*), dan hipotesis diuji menggunakan uji-t satu

sampel dan uji beda rata-rata berpasangan (*Wilcoxon Signed Ranks Test*) dengan tingkat signifikansi 0,05. Hasil penelitian menunjukkan bahwa meskipun tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan secara statistik pada saham BUMN/afiliasi maupun IHSG, terdapat penurunan signifikan pada rata-rata harga kedua kelompok aset pasca-pengumuman. Temuan ini menegaskan validitas Hipotesis Efisiensi Pasar (EMH) bentuk setengah kuat, di mana informasi publik terintegrasi secara efisien sehingga mencegah terciptanya peluang keuntungan *abnormal* yang persisten. Penurunan harga absolut mencerminkan sentimen pesimis dan kehati-hatian investor, mengindikasikan kekhawatiran terhadap kompleksitas implementasi restrukturisasi ini. Reaksi pasar yang homogen dan sistemik menunjukkan bahwa kebijakan ini dipandang sebagai transformasi struktural berskala luas dengan potensi konsekuensi yang signifikan.

Kata Kunci: BUMN; Danantara; Studi Peristiwa; Reaksi Pasar; IHSG

Pendahuluan

Peran Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam perekonomian Indonesia adalah fenomena yang unik dan fundamental. Sejak era kemerdekaan, BUMN telah berevolusi dari sekadar instrumen negara untuk menguasai cabang-cabang produksi yang penting bagi hajat hidup orang banyak menjadi pilar strategis dalam pembangunan ekonomi. BUMN tidak hanya bertujuan untuk menghasilkan keuntungan, tetapi juga menjalankan fungsi-fungsi sosial dan menjadi pionir dalam sektor-sektor usaha yang belum digarap oleh swasta. Pada tahun 2023, data menunjukkan bahwa total aset BUMN mencapai Rp10.401,509 triliun, setara dengan sekitar USD 638 miliar, menunjukkan skala dan pengaruh yang sangat besar terhadap stabilitas makroekonomi dan dinamika pasar nasional. Kontribusi BUMN terhadap penerimaan negara, baik melalui dividen, pajak, maupun Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP), menjadikannya salah satu mesin fiskal utama pemerintah. Meskipun memiliki peranan yang sangat vital, tantangan efisiensi, transparansi, dan tata kelola yang optimal terus menjadi isu sentral. Pemerintah, melalui berbagai kebijakan restrukturisasi dan reformasi, berupaya untuk meningkatkan nilai dan kinerja BUMN. Putri dan Yunita (2023) berpendapat bahwa restrukturisasi perusahaan adalah kegiatan menata ulang dan membawa perubahan pada bentuk dan skala perusahaan. Mavlutova et al. (2021) berpendapat bahwa restrukturisasi bisnis merupakan metode untuk memperkuat posisi keuangan perusahaan. Salah satu inisiatif paling ambisius adalah pembentukan entitas *holding* dan, yang terbaru, *Sovereign Wealth Fund* (SWF). SWF adalah instrumen investasi yang dikelola oleh pemerintah, dirancang untuk mengelola aset negara secara profesional guna mencapai keuntungan jangka panjang dan mendukung pembangunan ekonomi, namun demikian menurut Maire et al. (2021) terdapat isu tata kelola pada SWF, terutama terkait potensi penggunaan untuk tujuan politik atau dampaknya terhadap sistem keuangan global dan ekonomi negara pemilikinya.

Pada tanggal 24 Februari 2025, pemerintah Indonesia secara resmi mengumumkan pembentukan Daya Anagata Nusantara (Danantara) sebagai SWF nasional. Langkah strategis ini menempatkan Indonesia di antara negara-negara yang menggunakan SWF untuk mengoptimalkan aset negara. Inspirasi dan pembelajaran dari model-model global, seperti Khazanah Nasional di Malaysia dan Temasek *Holdings* di Singapura, menjadi referensi penting. Kedua entitas ini telah berhasil mengelola aset negara secara efektif, namun dengan mandat dan strategi yang berbeda. Khazanah, misalnya, lebih berfokus pada restrukturisasi dan penguatan perusahaan nasional, sementara Temasek lebih berorientasi pada investasi global yang berisiko. Namun, pendekatan Danantara memiliki keunikan tersendiri karena secara eksplisit berfokus pada integrasi aset BUMN. Ramdani (2025) berpendapat bahwa kerjasama antara dua atau

lebih perusahaan dapat menghasilkan nilai yang lebih optimal dibandingkan jika mereka beroperasi secara terpisah. Inisiatif ini menandai pergeseran paradigma dalam pengelolaan aset publik dan berpotensi memicu reaksi substansial dari pasar modal. Maharani et al. (2024) berpendapat bahwa pembentukan *holding company* BUMN dapat meningkatkan kinerja, nilai perusahaan, efisiensi, transparansi, profesionalisme, serta mempermudah privatisasi.

Kerangka teoretis yang relevan untuk menganalisis respons pasar terhadap pengumuman korporasi adalah Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis - EMH*). Konsep ini, yang dikembangkan oleh Eugene Fama, menyatakan bahwa harga aset finansial mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Informasi baru seperti pengumuman korporasi akan secara cepat tercermin dalam harga saham (Ehiedu dan Obi, 2022). Dalam konteks penelitian ini, EMH bentuk setengah kuat (*semi-strong form*) menjadi acuan utama. Bentuk ini berargumen bahwa harga saham telah merefleksikan seluruh informasi publik yang tersedia, baik itu data historis maupun pengumuman terkini. Oleh karena itu, investor tidak dapat secara konsisten memperoleh *abnormal return* hanya dengan memanfaatkan informasi publik. Fatmawati dan Azizah (2021) berpendapat bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Marsella dan Sugara (2024) berpendapat bahwa *return* saham adalah jumlah uang yang diterima investor dari investasi saham selama periode waktu tertentu. Jika pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara merupakan informasi yang efisien, maka reaksi pasar yang terjadi akan berlangsung cepat dan tidak memberikan peluang keuntungan yang persisten. *Abnormal return* kemudian menjadi alat ukur utama untuk menilai efisiensi pasar dalam merespons informasi. Marisetty et al. (2020) berpendapat bahwa model *expected return* sangat penting untuk menghitung *abnormal return* dalam studi peristiwa. Pratama et al. (2022) berpendapat bahwa *signaling theory* adalah teori penting dalam manajemen keuangan perusahaan yang menjelaskan interaksi informasi antara manajemen perusahaan sebagai pemberi sinyal dan investor sebagai penerima sinyal. Pasaribu (2022) berpendapat bahwa informasi yang dipublikasikan merupakan pengumuman bagi investor dalam mengambil keputusan berinvestasi. Informasi yang terkandung dalam pengumuman korporasi memiliki peran yang sangat penting dalam memengaruhi keputusan investasi para investor dan pergerakan harga saham. Beberapa penelitian terdahulu yang relevan dengan tema penelitian ini disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1. Penelitian Terkait Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Korporasi

Peneliti	Hasil Penelitian	Temuan
Suci, M.P (2021)	Adanya reaksi pasar modal (<i>abnormal return</i>) terhadap pengumuman merger bank syariah BUMN. Penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman merger dapat memberikan sinyal positif kepada investor.	Terdapat reaksi pasar modal terhadap pengumuman
Talumewo et al. (2021)	Menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman kebijakan <i>new normal</i> pada perusahaan BUMN. Hasilnya menunjukkan adanya reaksi pasar, mengindikasikan bahwa kebijakan pemerintah memiliki pengaruh terhadap sentimen investor terhadap saham BUMN.	informasi yang berkaitan dengan Perusahaan.
Pitoy et al. (2022)	Menguji reaksi pasar modal sektor perbankan terhadap pengesahan RUU Cipta Kerja menjadi undang-undang. Penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan yang berdampak pada sektor tertentu dapat memicu reaksi pasar.	

Peneliti	Hasil Penelitian	Temuan
Hari Prasad Pathak (2021)	Pengumuman <i>merger</i> dan/atau akuisisi tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham Perusahaan	Tidak terdapat reaksi pasar modal terhadap pengumuman informasi yang berkaitan dengan Perusahaan.
Kumaradewi dan Candradewi (2023)	Meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman <i>merger</i> dan akuisisi di sektor perbankan. Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan pada <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman, namun terdapat perbedaan signifikan pada <i>Trading Volume Activity</i> (TVA)	Terdapat perbedaan signifikan pada harga saham, <i>abnormal return</i> , dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman tersebut.
Sofian dan Utami (2023)	Meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman <i>merger</i> dan akuisisi di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan pada harga saham, <i>abnormal return</i> , dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman tersebut.	

(Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

Literatur akademis telah banyak mengkaji reaksi pasar terhadap berbagai peristiwa korporasi. Yulianti et al. (2022) berpendapat bahwa metodologi studi peristiwa (*event study*) adalah teknik statistik yang digunakan dalam keuangan untuk mengukur dampak suatu peristiwa spesifik terhadap nilai suatu perusahaan atau sekuritasnya. Sebagian studi menemukan adanya respons pasar yang signifikan, sementara sebagian lainnya tidak. Sebagai contoh, penelitian Suci (2021) menunjukkan adanya *abnormal return* positif yang signifikan pasca-pengumuman *merger* bank syariah milik BUMN. Temuan ini didukung oleh Talumewo et al. (2021) yang juga menemukan reaksi pasar terhadap kebijakan *new normal* pada perusahaan BUMN di BEI. Di sisi lain, beberapa penelitian menemukan temuan yang kontradiktif. Hari Prasad Pathak (2021), dalam studi kasusnya mengenai pengumuman *merger*/akuisisi, menyimpulkan bahwa pengumuman tersebut tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Kurniati dan Asmirawati (2022) berpendapat bahwa akuisisi perusahaan secara sederhana dapat diartikan sebagai pengambilan kontrol modal atas perusahaan lain. Hal serupa diungkapkan oleh Sofian dan Utami (2023), yang menemukan tidak ada perbedaan signifikan pada harga saham, *abnormal return*, maupun volume perdagangan setelah pengumuman *merger* dan akuisisi di BEI. Divergensi temuan ini menggarisbawahi kompleksitas interaksi antara pengumuman dan sentimen pasar. Meskipun demikian, terdapat celah penelitian yang jelas. Penelitian terdahulu cenderung berfokus pada peristiwa korporasi yang lebih tradisional seperti *merger*, akuisisi, atau kebijakan sektoral. Belum ada studi spesifik yang menganalisis respons pasar terhadap pembentukan entitas SWF yang secara langsung mengintegrasikan aset BUMN secara luas. Peristiwa ini memiliki karakteristik unik, di mana sentimen pasar mungkin tidak hanya dipengaruhi oleh potensi sinergi, tetapi juga oleh kekhawatiran mengenai tata kelola, transparansi, dan implikasi makroekonomi yang lebih luas. Oleh karena itu, studi ini bertujuan untuk mengisi celah tersebut dengan memberikan analisis yang spesifik dan mendalam terhadap peristiwa yang belum pernah terjadi sebelumnya di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan latar belakang dan tinjauan pustaka yang telah diuraikan, penelitian ini merumuskan beberapa pertanyaan utama yang menjadi fokus analisis: 1) Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan secara statistik pada saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka yang masuk ke dalam pengelolaan Danantara setelah adanya pengumuman integrasi? 2) Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan secara

statistik pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) setelah adanya pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara? 3) Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka dengan *abnormal return* IHSG setelah adanya pengumuman integrasi? 4) Apakah terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata harga saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka yang masuk ke dalam pengelolaan Danantara sebelum dan setelah pengumuman integrasi?.

Penelitian ini memiliki tujuan utama untuk menguji reaksi pasar modal terhadap pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara dengan menganalisis *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Melalui pengujian hipotesis, penelitian ini juga bertujuan untuk membandingkan respons pasar saham individual dengan pasar secara keseluruhan. Secara lebih luas, penelitian ini bertujuan untuk merumuskan rekomendasi praktis bagi para pemangku kepentingan berdasarkan temuan empiris yang diperoleh. Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada literatur akademis mengenai *event study* di pasar modal negara berkembang, khususnya terkait pengumuman restrukturisasi aset negara yang berskala besar. Temuan ini dapat menjadi acuan bagi penelitian di masa mendatang yang mengkaji efisiensi pasar dan respons investor terhadap kebijakan pemerintah. Secara praktis, penelitian ini memberikan manfaat nyata bagi berbagai pihak. Bagi investor, hasil studi ini dapat menjadi dasar dalam pengambilan keputusan investasi yang lebih informatif, mengurangi risiko yang berasal dari sentimen semata, dan membantu mengidentifikasi potensi dampak jangka pendek dari kebijakan pemerintah. Bagi pemerintah dan manajemen BUMN, temuan ini memberikan evaluasi empiris terhadap efektivitas komunikasi informasi restrukturisasi kepada pasar, serta implikasinya terhadap persepsi dan kepercayaan investor. Terakhir, bagi regulator pasar modal seperti Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK), penelitian ini memberikan wawasan mendalam mengenai reaksi pasar terhadap kebijakan ekonomi strategis, yang dapat digunakan untuk menyempurnakan regulasi dan pengawasan pasar demi terciptanya pasar yang stabil dan efisien. Dengan demikian, studi ini tidak hanya relevan dari perspektif akademis, tetapi juga memiliki implikasi praktis yang luas dalam konteks pengelolaan aset negara dan dinamika pasar modal. Analisis yang mendalam ini diharapkan dapat menjadi panduan berharga bagi semua pihak yang terlibat dalam ekosistem ekonomi Indonesia.

Metode

Penelitian ini merupakan studi kuantitatif yang mengadopsi pendekatan *event study* untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman integrasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) ke dalam Danantara pada tanggal 24 Februari 2025. Pendekatan ini dipilih karena kemampuannya untuk mengidentifikasi dan mengukur dampak spesifik dari suatu peristiwa terhadap harga saham, dengan asumsi utama yang didasarkan pada Hipotesis Pasar Efisien (EMH) bentuk setengah kuat. Hipotesis ini menyatakan bahwa seluruh informasi publik, termasuk pengumuman korporasi, akan segera tercermin dalam harga sekuritas, sehingga setiap pergerakan *abnormal return* di sekitar tanggal peristiwa dapat dianggap sebagai respons pasar. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh secara *purposive sampling* dari Bursa Efek Indonesia (BEI), meliputi harga penutupan harian dari 25 saham BUMN dan afiliasinya, serta Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proksi dari *return* pasar. Untuk pengujian, penelitian ini menetapkan periode jendela peristiwa selama 11 hari perdagangan (dari T-5 hingga T+5) sebagai fokus analisis. Variabel kunci yang diukur mencakup *return* harian ($R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,(t-1)}) / P_{i,(t-1)}$), *abnormal return* ($AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$), *average abnormal return* ($AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$), dan *cumulative abnormal return*

$(CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t})$. Perhitungan *return* normal ($E(R_{i,t})$) menggunakan Model Pasar Disesuaikan (*Market Adjusted Model*) dengan asumsi bahwa $E(R_{i,t}) = R_{m,t}$. Seluruh analisis data dilakukan dengan perangkat lunak statistik yang memfasilitasi serangkaian pengujian hipotesis. Langkah-langkahnya dimulai dengan uji normalitas (Shapiro-Wilk atau Kolmogorov-Smirnov) untuk menentukan jenis uji statistik yang akan digunakan, baik itu parametrik (uji-t) atau non-parametrik (*Wilcoxon Signed Ranks Test*). Uji-t satu sampel digunakan untuk menguji signifikansi AAR dan CAR dengan hipotesis nol (H_0) bahwa *abnormal return* tidak signifikan. Sementara itu, uji beda rata-rata berpasangan (*Wilcoxon Signed Ranks Test*) diaplikasikan untuk menguji perbedaan signifikan pada harga saham sebelum dan sesudah pengumuman. Hasil dari seluruh pengujian statistik ini kemudian diinterpretasikan untuk menarik kesimpulan apakah pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara memiliki dampak yang signifikan terhadap pasar modal, yang pada akhirnya akan menjadi landasan untuk perumusan rekomendasi investasi yang faktual dan relevan.

Hasil dan Pembahasan

Penelitian ini menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara pada 24 Februari 2025. Pendekatan studi peristiwa digunakan untuk menguji *abnormal return* (AR), *average abnormal return* (AAR), *cumulative abnormal return* (CAR) saham BUMN serta afiliasinya, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode jendela peristiwa (T-5 hingga T+5). Nafisa et al. (2023) berpendapat bahwa periode pengamatan selama lima hari sebelum dan lima hari setelah tanggal peristiwa didasarkan pada pertimbangan metodologis untuk menghindari kemungkinan terjadinya peristiwa lain sehingga informasi dari satu peristiwa tercampur dengan peristiwa lain.

1. *Abnormal Return* (AR), *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) Saham BUMN dan Afiliasi BUMN Terbuka

Analisis menunjukkan bahwa tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan secara statistik pada saham-saham BUMN dan afiliasi setelah pengumuman integrasi Danantara. Rata-rata harga saham menurun dari Rp1.561,05 sebelum pengumuman menjadi Rp1.449,14 setelahnya (Tabel 2.). Data *average abnormal return* (AAR) menunjukkan nilai rata-rata AAR setelah pengumuman sebesar -0.0046, lebih rendah dari -0.0025 sebelumnya (Tabel 3.). Demikian pula, *cumulative abnormal return* (CAR) juga menunjukkan penurunan, dengan rata-rata CAR saham sebelum pengumuman adalah -0.0125 dan setelah pengumuman menjadi -0.0231 (Tabel 4.).

Tabel 2. Ringkasan Statistik Rataan Harga Saham BUMN serta Afiliasi (Sebelum dan Sesudah Pengumuman Danantara)

<i>Statistics</i>	Saham_sebelum	Saham_sesudah
<i>Mean</i>	1561.05	1449.14
<i>Median</i>	969	906

(Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

Tabel 3. Ringkasan Statistik *Average Abnormal Return* (AAR) BUMN dan Afiliasi (Sebelum dan Sesudah Pengumuman Danantara)

<i>Statistics</i>	AAR_before	AAR_after
<i>Mean</i>	-0.0025	-0.00462
<i>Median</i>	-0.0028	-0.0053

(Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

Tabel 4. Ringkasan Statistik *Cumulative Abnormal Return* (CAR) BUMN dan Afiliasi (Sebelum dan Sesudah Pengumuman Danantara)

<i>Statistics</i>	<i>CAR_before</i>	<i>CAR_after</i>
<i>Mean</i>	-0.012548	-0.023124
<i>Median</i>	-0.0154	-0.025

(Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

Hasil ini mengindikasikan kehati-hatian investor terhadap kompleksitas restrukturisasi BUMN skala besar. Meskipun tidak signifikan secara statistik, penurunan nilai saham dan CAR menunjukkan sentimen konservatif atau negatif. Hal ini sejalan dengan pandangan Maharani et al. (2024) bahwa restrukturisasi masif dapat memicu kehati-hatian investor akibat ketidakpastian. Dalam konteks *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat (Ningrum & Risman, 2022), ketidaksignifikanan *abnormal return* dapat berarti bahwa informasi telah cepat diserap pasar, sehingga tidak ada peluang keuntungan *abnormal*. Hal ini berbeda dengan penelitian Mentari Permata Suci (2021) yang menemukan *abnormal return* signifikan pada merger bank syariah BUMN, menunjukkan karakteristik peristiwa yang berbeda.

2. *Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Analisis IHSG juga menunjukkan tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan secara statistik setelah pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara. Rata-rata AR IHSG setelah pengumuman adalah -0.005620, menurun dari 0.005920 sebelum pengumuman (Tabel 5.). Nilai CAR IHSG juga menunjukkan penurunan dari 0.0297 sebelum menjadi -0.0282 setelah pengumuman.

Tabel 5. Ringkasan Statistik *Abnormal Return* IHSG (Sebelum dan Sesudah Pengumuman Danantara)

<i>Statistics</i>	<i>AR_IHSG_before</i>	<i>AR_IHSG_after</i>
<i>Mean</i>	0.00592	-0.00562
<i>Median</i>	0.0031	-0.0173

(Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

Penurunan CAR IHSG memperlihatkan sinyal negatif dari pasar secara keseluruhan, yang mungkin disebabkan oleh ketidakpastian implementasi kebijakan dan dampak pada kinerja emiten BUMN secara luas. Ini mencerminkan ekspektasi negatif investor dan sikap *wait and see*. Meilani et al. (2021) berpendapat bahwa pergerakan IHSG mencerminkan sentimen pasar secara keseluruhan, penurunan ini menunjukkan pesimisme agregat pasar.

3. Hasil Uji Signifikansi

Uji normalitas (Shapiro-Wilk) dilakukan pada semua data. Untuk AAR saham BUMN/afiliasi dan AR IHSG, data terdistribusi normal. Untuk CAR saham BUMN/afiliasi, data juga terdistribusi normal. Untuk harga saham BUMN/afiliasi, data tidak terdistribusi normal, dan untuk nilai IHSG, data terdistribusi normal.

a. *Abnormal Return* (AR) Saham BUMN dan Afiliasi

Uji-t berpasangan menunjukkan t hitung (0.581) < t tabel (2.776) dengan p=0.592 (p>0.05). Hipotesis 1 ditolak, berarti tidak ada *abnormal return* signifikan pada saham BUMN dan afiliasi.

b. *Cumulative Abnormal Return* (CAR) Saham BUMN dan Afiliasi

Uji-t berpasangan menunjukkan t hitung (0.866) < t tabel (2.064) dengan p=0.395 (p>0.05). Tidak ada perbedaan signifikan antara nilai CAR sebelum dan sesudah pengumuman.

c. **Abnormal Return (AR) IHSG**

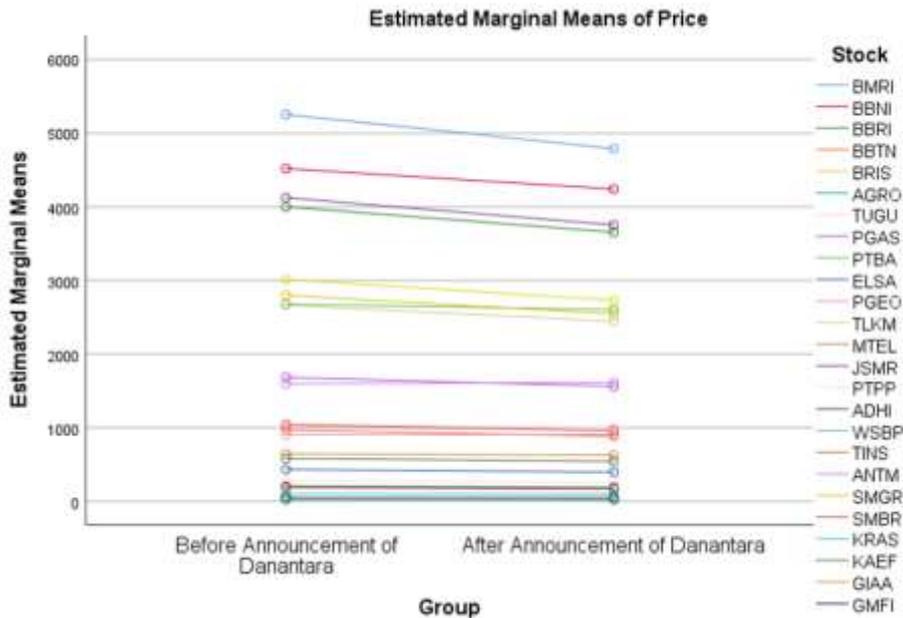
Uji-t berpasangan menunjukkan t hitung (1.233) < t tabel (2.776) dengan p=0.285 (p>0.05). Hipotesis 2 ditolak, berarti tidak ada *abnormal return* signifikan pada IHSG.

d. **Uji Beda Rata-Rata AAR Saham BUMN dan Afiliasi dengan AR IHSG**

Uji-t berpasangan menunjukkan t hitung (0.576) < t tabel (2.262) dengan p=0.579 (p>0.05). Hipotesis 3 ditolak, berarti tidak ada perbedaan signifikan antara *abnormal return saham* BUMN/afiliasi dengan AR IHSG.

e. **Uji Perbandingan Harga Saham BUMN dan Afiliasi Sebelum dan Setelah Peristiwa**

Uji normalitas (Kolmogorov-Smirnov) menunjukkan data harga saham tidak terdistribusi normal (p<0.05). Oleh karena itu, uji signifikansi dilakukan menggunakan Wilcoxon *Signed Ranks Test*. Hasil uji Wilcoxon menunjukkan nilai p=0.000 (p<0.05), yang berarti Hipotesis 4 diterima. Hal ini menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata harga saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka sebelum dan setelah pengumuman integrasi. Dari 25 saham, 23 saham (92%) mengalami penurunan rata-rata harga setelah pengumuman (Tabel 2.). Hal ini juga dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 1. Grafik Rata-Rata Harga (*Average Price*) Saham BUMN dan Afiliasi Sebelum dan Sesudah Pengumuman Danantara (Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

f. **Uji Perbandingan Nilai IHSG Sebelum dan Setelah Peristiwa**

Uji normalitas (Shapiro-Wilk) menunjukkan data nilai IHSG terdistribusi normal (p>0.05). Uji signifikansi dilakukan dengan uji-t berpasangan, yang menunjukkan t hitung (4.374) > t tabel (2.776) dengan p=0.012 (p<0.05). Ini berarti terdapat perbedaan signifikan antara nilai IHSG sebelum dan sesudah pengumuman Danantara.

Berdasarkan hasil uji signifikansi, hasil uji hipotesis dapat diringkas sebagai berikut:

Tabel 6. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

No	Hipotesis	Signifikansi	Kesimpulan
1	Terdapat <i>abnormal return</i> yang signifikan pada saham-saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka	Tidak signifikan	Ditolak

	yang masuk ke dalam pengelolaan Danantara setelah adanya pengumuman integrasi.		
2	Terdapat <i>abnormal return</i> yang signifikan pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) setelah adanya pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara.	Tidak signifikan	Ditolak
3	Terdapat perbedaan yang signifikan antara <i>abnormal return</i> saham-saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka yang masuk ke dalam pengelolaan Danantara dengan <i>abnormal return</i> IHSG setelah adanya pengumuman integrasi.	Tidak signifikan	Ditolak
4	Terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata harga saham BUMN dan afiliasi BUMN terbuka yang masuk ke dalam pengelolaan Danantara sebelum dan setelah pengumuman integrasi.	Signifikan	Diterima

(Sumber: Data yang diolah Peneliti untuk Penelitian ini)

Hasil penelitian ini memberikan wawasan yang kompleks dan mendalam mengenai cara pasar modal merespons informasi penting. Secara permukaan, temuan bahwa tidak ada *abnormal return* yang signifikan secara statistik tampaknya menyiratkan bahwa pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara tidak memiliki dampak pasar. Namun, interpretasi ini terlalu sederhana dan mengabaikan dinamika pasar yang lebih *nuanced*. Justru, hasil ini dapat dianggap sebagai bukti empiris yang kuat untuk mendukung validitas Hipotesis Pasar Efisien (EMH) bentuk setengah kuat dalam konteks pasar modal Indonesia. Menurut teori EMH, harga saham sudah mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia. Ketika pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara dirilis, pasar, yang diisi oleh beragam investor mulai dari individu hingga institusi canggih, memproses informasi tersebut dengan sangat cepat. Proses ini melibatkan evaluasi potensi manfaat (seperti sinergi, efisiensi tata kelola, dan potensi peningkatan nilai) versus risiko (seperti ketidakpastian implementasi, campur tangan politik, dan kompleksitas restrukturisasi). Karena informasi tersebut segera tersebar dan dicerna oleh seluruh pelaku pasar, harga-harga saham segera menyesuaikan diri. Penyesuaian yang cepat ini berarti tidak ada "jendela" bagi investor untuk mendapatkan keuntungan abnormal. Temuan ini menegaskan bahwa pasar modal Indonesia, meskipun dikategorikan sebagai pasar berkembang, memiliki tingkat efisiensi informasi yang cukup tinggi, sejalan dengan studi-studi terdahulu seperti yang dilakukan oleh Sofian dan Utami (2023) yang juga menemukan ketiadaan *abnormal return* signifikan pasca-merger dan akuisisi.

Aspek yang lebih menarik dari temuan ini adalah disparitas antara signifikansi statistik dan signifikansi praktis. Meskipun *abnormal return* tidak signifikan secara statistik, penurunan rata-rata harga saham sebesar lebih dari Rp110—sebuah perubahan yang signifikan secara praktis—mengindikasikan bahwa sentimen pasar terhadap peristiwa ini secara keseluruhan adalah negatif. Penurunan harga ini adalah manifestasi dari respons investor yang skeptis dan berhati-hati (*wait and see*). Penurunan nilai pasar ini menunjukkan bahwa, meskipun pasar efisien dalam memproses informasi, *interpretasi* pasar terhadap informasi tersebut adalah negatif. Investor secara kolektif melihat pengumuman ini sebagai peristiwa yang membawa lebih banyak risiko dan ketidakpastian daripada potensi keuntungan yang jelas. Beberapa faktor kunci dapat menjelaskan sentimen negatif ini:

a. Ketidakpastian Implementasi dan Risiko Birokratis

Pembentukan sebuah SWF baru yang mengintegrasikan berbagai BUMN dari sektor yang berbeda (misalnya, energi, perbankan, dan infrastruktur) adalah proyek yang sangat kompleks. Investor mungkin khawatir akan tantangan birokratis, potensi penundaan, atau bahkan kegagalan dalam menyatukan entitas-entitas yang beragam ini. Ketidakpastian mengenai susunan manajemen, *roadmap* strategis, dan mekanisme tata kelola yang efektif dapat memicu kehati-hatian.

b. Kekhawatiran terhadap Tata Kelola dan Transparansi

Meskipun SWF bertujuan untuk meningkatkan tata kelola, kekhawatiran tentang potensi campur tangan pemerintah atau politisasi masih menjadi isu di pasar. Investor memerlukan jaminan bahwa entitas baru ini akan dijalankan dengan prinsip-prinsip profesional, transparan, dan bebas dari agenda non-ekonomi. Tanpa kejelasan yang memadai, sentimen pesimisme dapat mendominasi.

c. Dampak Jangka Pendek terhadap Kinerja Perusahaan

Restrukturisasi skala besar seringkali memerlukan biaya operasional dan manajemen yang besar, yang dapat menekan profitabilitas dalam jangka pendek. Investor mungkin memproyeksikan penurunan laba atau dividen di masa depan, yang menyebabkan mereka menjual saham saat ini untuk menghindari potensi kerugian.

d. Sinyal Pasar yang Lebih Luas

Penurunan harga yang homogen, di mana baik saham BUMN/afiliasi maupun IHSG secara umum bergerak ke arah yang sama, menunjukkan bahwa pengumuman ini dipandang sebagai peristiwa sistemik yang memengaruhi seluruh pasar, bukan hanya saham-saham yang terlibat langsung. Ini mengindikasikan bahwa kebijakan ini dinilai berpotensi memiliki konsekuensi makroekonomi yang luas, memicu sentimen penghindaran risiko di seluruh pasar.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan studi lain, seperti yang dilakukan oleh Mentari Permata Suci (2021) tentang merger bank syariah BUMN, memperkuat argumen ini. *Merger* bank syariah mungkin dipandang sebagai aksi korporasi yang lebih spesifik, terisolasi, dan memiliki manfaat sinergi yang lebih jelas dan langsung bagi entitas yang terlibat. Sifat ini cenderung memicu respons positif. Sebaliknya, pembentukan Danantara adalah peristiwa yang lebih luas dan strategis, melibatkan perubahan struktural yang fundamental dan berpotensi memengaruhi tata kelola aset negara secara keseluruhan. Perbedaan mendasar dalam karakteristik peristiwa inilah yang menyebabkan respons pasar yang berbeda dari respons optimis pada *merger* yang terfokus menjadi respons skeptis pada transformasi struktural yang lebih luas. Kesimpulannya, meskipun pasar modal Indonesia menunjukkan efisiensi dalam memproses informasi publik yang relevan, reaksi investor terhadap informasi tersebut dapat bersifat negatif. Temuan ini menegaskan bahwa Hipotesis Pasar Efisien tidak menjamin respons pasar yang positif. Sebaliknya, hipotesis ini hanya menegaskan bahwa respons pasar—baik positif maupun negatif—akan terjadi secara cepat dan tidak memberikan peluang keuntungan abnormal yang persisten. Penurunan harga saham yang signifikan secara praktis, meskipun tidak terdeteksi secara statistik sebagai *abnormal return*, merupakan sinyal yang jelas dari kekhawatiran dan ketidakpastian di kalangan investor. Oleh karena itu, bagi pemerintah dan manajemen Danantara, hasil ini merupakan umpan balik yang penting bahwa komunikasi dan transparansi yang lebih baik mengenai *roadmap* implementasi dan tata kelola profesional sangat krusial untuk membangun kembali kepercayaan pasar dan memastikan bahwa inisiatif strategis ini dapat mencapai potensi penuhnya dalam jangka panjang. Penelitian ini memberikan implikasi bahwa pasar modal yang efisien, sentimen investor, terutama dalam menghadapi ketidakpastian, adalah faktor yang sama pentingnya dengan data finansial itu sendiri dalam menentukan pergerakan harga.

Kesimpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa pasar modal Indonesia merespons pengumuman integrasi BUMN ke dalam Danantara secara efisien, sejalan dengan Hipotesis Pasar Efisien (EMH) bentuk setengah kuat. Uji statistik menunjukkan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan, sebuah indikasi kuat bahwa informasi publik telah diserap pasar dengan cepat dan seluruhnya terefleksi dalam harga saham tanpa memberikan peluang bagi investor untuk mendapatkan keuntungan abnormal yang persisten. Namun, efisiensi ini diiringi oleh sentimen pasar yang skeptis, terbukti dari penurunan harga saham yang signifikan secara praktis, meskipun tidak signifikan secara statistik dalam konteks *abnormal return*. Disparitas penting ini mencerminkan kekhawatiran kolektif investor terhadap berbagai ketidakpastian, termasuk tantangan implementasi, risiko tata kelola, dan potensi dampak jangka pendek terhadap profitabilitas. Sentimen pesimis ini mendorong banyak investor untuk menunda keputusan atau menjual saham, yang secara praktis menyebabkan penurunan nilai pasar yang substansial. Dengan demikian, temuan ini membawa implikasi penting bahwa meskipun pasar efisien dalam memproses informasi, reaksi investor, terutama dalam menghadapi reformasi skala besar, dapat bersifat negatif. Oleh karena itu, strategi investasi jangka pendek yang semata-mata mengandalkan pengumuman tidak lagi efektif, dan implikasinya, para pemangku kepentingan perlu beradaptasi. Hasil ini membawa implikasi penting bagi para pemangku kepentingan. Bagi investor, strategi investasi jangka pendek berbasis pengumuman tidak lagi efektif. Investor disarankan untuk beralih ke strategi jangka panjang yang didukung oleh analisis fundamental yang mendalam terhadap nilai intrinsik dan prospek pertumbuhan perusahaan. Bagi pemerintah dan manajemen BUMN, penurunan harga saham secara praktis merupakan umpan balik yang menunjukkan bahwa komunikasi publik belum sepenuhnya meyakinkan pasar. Disarankan untuk meningkatkan transparansi dan komunikasi proaktif mengenai struktur tata kelola, target yang terukur, dan manfaat jangka panjang dari Danantara. Bagi regulator pasar modal (BEI dan OJK), regulator perlu mempertimbangkan untuk mengembangkan pedoman pengungkapan informasi yang lebih komprehensif untuk aksi korporasi skala besar.

Daftar Pustaka

- Ehiedu, V. C., & Obi, C. K. (2022). Efficient Market Hypothesis (EMH) and the Nigerian Stock Exchange in the Midst of Global Financial Crisis. *International Journal of Academic Management Science Research (IJAMSR)*, 6(8), 263–273.
- Fatmawati, E., & Azizah, L. N. (2021). Pengaruh Akuisisi dan Right Issue terhadap Abnormal Return Saham. *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 4(1), 278–289.
- Kumaradewi, N. P. D., & Candradewi, M. M. R. (2023). Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi pada Industri Perbankan di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 12(6), 1179–1185.
- Kurniati, M., & Asmirawati. (2022). Efek Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Go Public. *Jurnal Perbankan Syariah*, 3(1), 72–84.
- Maharani, I. A., et al. (2024). Analisis Regulasi dan Dampak Pembentukan Holding BUMN Sektor Perbankan dalam Perspektif Hukum Persaingan Usaha. *Jurnal Ilmiah Penelitian Mahasiswa*, 2(6), 170–182.
- Maire, J., et al. (2021). Sovereign Wealth Funds Are Growing More Slowly, and Governance Issues Remain. *Peterson Institute for International Economics*, 21(3), 1–19.

- Marisetty, N., Babu, M. S., & Rao, S. V. R. (2020). An Empirical Study on Expected Return Models with Reference to Bonus Issues and Stock Splits in Indian Share Market. *International Journal of Management (IJM)*, 11(5), 1612–1630.
- Marsella, C., & Sugara, K. (2024). Analisis Perbandingan Return Saham dan Volume Perdagangan Sebelum dan Sesudah January Effect. *Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi Keuangan dan Bisnis*, 5(2), 188–201.
- Mavlutova, I., et al. (2021). Business Restructuring as a Method of Strengthening Company's Financial Position. *Journal of Optimization in Industrial Engineering, Special Issue 2021*, 105–115.
- Meilani, M., et al. (2021). Dampak Covid-19 terhadap Harga Saham Gabungan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-JRA*, 10(5), 78–89.
- Nafisa, U. Z., et al. (2023). Event Study Announcement of Fraud and Abnormal Returns of BUMN Companies. *Jurnal Akuntansi Aktual*, 10(2), 129–140.
- Ningrum, M. L., & Risman, A. (2022). Semi-Strong Efficient Market Hypothesis in Dividend Announcements at Indonesia Stock Exchange (IDX). *The EUrASEANs: Journal on Global Socio-Economic Dynamics*, 2(33), 23–34.
- Pasaribu, R. H. (2022). Kajian Tingkat Efisiensi Pasar Modal Bentuk Lemah di Bursa Efek Indonesia pada Periode Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19 (Studi Kasus pada Indeks Sektor IDX-IC Finance). *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 1(2), 90–101.
- Pathak, H. P. (2021). Abnormal Return Around Mergers and Acquisitions in the Nepali Stock Market. *Prithvi Journal of Research and Innovation*, 26–42.
- Pitoy, R. R., et al. (2022). Reaksi Pasar Modal terhadap Disahkannya RUU Cipta Kerja menjadi Undang-Undang pada Emiten Perbankan. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi (JMBI Unsrat)*, 9(1), 68–81.
- Pratama, R., et al. (2022). Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Pengumuman Work from Home (WFH) saat Peristiwa Pandemi Covid-19 di Indonesia. *JPPPI (Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia)*, 8(2), 415–422.
- Putri, D. D., & Yunita, I. (2023). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Melakukan Akuisisi pada Perusahaan Pengakuisisi (Studi Kasus Perusahaan Publik Non-Keuangan yang Melakukan Akuisisi pada Tahun 2019). *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)*, 7(2), 14–25.
- Ramdani, R. F. (2025). Kajian Teori Sinergi Penggabungan Usaha bagi Badan Usaha Milik Negara Konstruksi di Indonesia. *Jurnal Penelitian Manajemen dan Inovasi Riset*, 3(1), 124–134.
- Sofian, A., & Utami, K. (2023). Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Young Entrepreneurs*, 2(3), 1–15.
- Suci, M. P. (2021). Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Pengumuman Merger Bank Syariah (Event Study pada Saham BRI Syariah). *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Sosial (EMBISS)*, 1(4), 340–352.
- Talumewo, C. Y., et al. (2021). Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah Pengumuman Pemberlakuan New Normal (Event Study pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal EMBA*, 9(4), 1466–1475.
- Yulianti, E., et al. (2022). Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Berbagai Pengumuman Kasus Covid-19 pada Fase Awal. *Journal of Business and Banking*, 12(1), 51–68.