

## BAB IV

### PEMBAHASAN

#### 4.1 Gambaran Umum Subjek Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel yang diperoleh dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan masuk ke dalam indeks LQ 45. Data yang digunakan mencakup 5 hari sebelum dan 5 sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas yang diumumkan pada tanggal 28 Januari 2026. Data tersebut diperoleh dari *website* resmi BEI <https://www.idx.co.id/id> dan *yahooo finance*. Selama periode tersebut, jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI dan masuk ke dalam indeks LQ 45 sebanyak 45 perusahaan. Namun, dari jumlah tersebut terdapat 1 perusahaan yaitu PT Aspirasi Hidup Indonesia Tbk (ACES) yang keluar dari indeks LQ 45 per 1 Februari 2026 dan digantikan oleh perusahaan PT Barito Renewables Energy Tbk (BREN yang masuk ke dalam indeks LQ 45 per 2 Februari 2026,

Dengan mempertimbangkan kriteria seleksi yang telah ditetapkan, peneliti memperoleh 44 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian. Pengolahan data pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan aplikasi pengolah data statistik yaitu *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versi 26.

#### 4.1.2 Kondisi Perusahaan Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas

Sebelum pengujian hipotesis dilakukan, terlebih dahulu dilakukan analisis terhadap data yang telah diperoleh dari hasil pengumpulan data mentah (*raw data*). Analisis tersebut dilakukan dengan membandingkan nilai masing-masing variabel pada periode sebelum dan sesudah peristiwa, dengan periode pengamatan selama lima hari perdagangan aktif di bursa efek sebelum dan lima hari sesudah peristiwa. Hasil dari analisis data tersebut disajikan sebagai berikut:

## 1 . Abnormal Return

**Tabel 4.1 Ringkasan Kondisi Abnormal Return (AR) Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas**

| Keterangan                              | Jumlah/Nilai                                               |
|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| Jumlah perusahaan sampel                | 44 perusahaan                                              |
| Perusahaan mengalami kenaikan AR        | 28 perusahaan                                              |
| Perusahaan mengalami penurunan AR       | 16 perusahaan                                              |
| Perusahaan dengan kenaikan AR tertinggi | PT United Tractors Tbk (UNTR)                              |
| Nilai kenaikan AR tertinggi             | +0,065275                                                  |
| Perusahaan dengan penurunan AR terbesar | PT XL Axiata Tbk (EXCL)                                    |
| Nilai penurunan AR terbesar             | -0,047075                                                  |
| Rata-rata AR sebelum pengumuman         | 0,002803                                                   |
| Rata-rata AR sesudah pengumuman         | 0,003788                                                   |
| Keterangan umum                         | Rata-rata AR mengalami peningkatan setelah pengumuman MSCI |

*Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026*

Pada Tabel 4.1 dapat terlihat bahwa perusahaan yang mengalami kenaikan *abnormal return* (AR) sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026 adalah sebanyak 28 perusahaan, sedangkan perusahaan yang mengalami penurunan *abnormal return* (AR) sesudah pengumuman adalah sebanyak 16 perusahaan.

Perusahaan yang mengalami kenaikan AR tertinggi adalah PT United Tractors Tbk. (UNTR) dengan selisih sebesar +0,065275, yang mengindikasikan bahwa saham UNTR bergerak jauh lebih baik dibandingkan pergerakan pasar secara keseluruhan pada periode sesudah pengumuman. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami penurunan AR terbesar adalah PT XL Axiata Tbk. (EXCL) dengan selisih sebesar -0,047075, yang menunjukkan bahwa saham EXCL mengalami

tekanan paling berat dibandingkan saham-saham lainnya pada periode sesudah pengumuman MSCI.

Karena jumlah perusahaan yang mengalami kenaikan AR lebih banyak dibandingkan yang mengalami penurunan, serta rata-rata AR secara keseluruhan meningkat dari 0,002803 pada periode sebelum menjadi 0,003788 pada periode sesudah pengumuman, maka secara deskriptif dapat disimpulkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham perusahaan sampel mengalami kenaikan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas. Hal ini mengindikasikan adanya pemulihan (*recovery*) harga saham pada periode sesudah pengumuman, setelah sebelumnya pasar mengalami tekanan jual yang masif pada hari pengumuman ( $t-0$ ).

## 2 . Cumulative Abnormal Return

**Tabel 4.2 Ringkasan Kondisi Cumulative Abnormal Return (CAR) Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas**

| Keterangan                               | Jumlah/Nilai                   |
|------------------------------------------|--------------------------------|
| Jumlah perusahaan sampel                 | 44 perusahaan                  |
| Perusahaan mengalami kenaikan CAR        | 30 perusahaan                  |
| Perusahaan mengalami penurunan CAR       | 14 perusahaan                  |
| Perusahaan dengan kenaikan CAR tertinggi | PT Bank Tabungan Negara (BBTN) |
| Nilai kenaikan CAR tertinggi             | +0,511748                      |
| Perusahaan dengan penurunan CAR terbesar | PT Bumi Resources Tbk (BUMI)   |
| Nilai penurunan CAR terbesar             | -1,108310                      |
| Rata-rata CAR sebelum pengumuman         | 0,078349                       |
| Rata-rata CAR sesudah pengumuman         | 0,154385                       |



| Keterangan      | Jumlah/Nilai                                                |
|-----------------|-------------------------------------------------------------|
| Keterangan umum | Rata-rata CAR mengalami peningkatan setelah pengumuman MSCI |

Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Pada Tabel 4.2 dapat terlihat bahwa perusahaan yang mengalami kenaikan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026 adalah sebanyak 30 perusahaan, sedangkan perusahaan yang mengalami penurunan CAR sesudah pengumuman adalah sebanyak 14 perusahaan.

Perusahaan yang mengalami kenaikan CAR tertinggi adalah PT Bank Tabungan Negara Tbk. (BBTN) dengan selisih sebesar +0,511748, yang mengindikasikan bahwa secara kumulatif saham BBTN mengalami *cumulative abnormal return* positif yang paling besar pada periode sesudah pengumuman dibandingkan saham-saham lainnya dalam sampel. Perusahaan yang mengalami penurunan CAR terbesar adalah PT Bumi Resources Tbk. (BUMI) dengan selisih sebesar -1,108310, yang menunjukkan bahwa saham BUMI mengalami akumulasi tekanan negatif paling berat secara kumulatif pada periode sesudah pengumuman.

Karena jumlah perusahaan yang mengalami kenaikan CAR lebih banyak dibandingkan yang mengalami penurunan, serta rata-rata CAR secara keseluruhan meningkat dari 0,078349 pada periode sebelum menjadi 0,154385 pada periode sesudah pengumuman, maka secara deskriptif dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Cumulative Abnormal Return* saham perusahaan sampel mengalami kenaikan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas. Pola ini mengindikasikan bahwa meskipun pengumuman MSCI pada t-0 memicu reaksi negatif yang masif, pasar secara bertahap mulai melakukan koreksi dan pemulihan pada hari-hari sesudah pengumuman, yang tercermin dari *cumulative abnormal return* yang lebih tinggi pada periode sesudah dibandingkan sebelumnya.

### 3 . Trading Volume Activity

**Tabel 4.3 Ringkasan Kondisi Trading Volume Activity (TVA) Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas**

| Keterangan                               | Jumlah/Nilai                                                |
|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| Jumlah perusahaan sampel                 | 44 perusahaan                                               |
| Perusahaan mengalami kenaikan TVA        | 33 perusahaan                                               |
| Perusahaan mengalami penurunan TVA       | 11 perusahaan                                               |
| Perusahaan dengan kenaikan TVA tertinggi | PT Bumi Resources Tbk (BUMI)                                |
| Nilai kenaikan TVA tertinggi             | +0,014809                                                   |
| Perusahaan dengan penurunan TVA terbesar | PT United Tractors Tbk (UNTR)                               |
| Nilai penurunan TVA terbesar             | -0,002849                                                   |
| Rata-rata TVA sebelum pengumuman         | 0,002719                                                    |
| Rata-rata TVA sesudah pengumuman         | 0,002828                                                    |
| Keterangan umum                          | Rata-rata TVA mengalami peningkatan setelah pengumuman MSCI |

*Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026*

Pada Tabel 4.3 dapat terlihat bahwa perusahaan yang mengalami kenaikan *Trading Volume Activity* (TVA) sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026 adalah sebanyak 33 perusahaan, sedangkan perusahaan yang mengalami penurunan TVA sesudah pengumuman adalah sebanyak 11 perusahaan.

Perusahaan yang mengalami kenaikan TVA tertinggi adalah PT Bumi Resources Tbk. (BUMI) dengan selisih sebesar +0,014809, yang mengindikasikan bahwa aktivitas perdagangan saham BUMI meningkat paling signifikan pada periode sesudah pengumuman dibandingkan saham-saham lainnya dalam sampel.



Lonjakan TVA BUMI yang sangat tinggi ini mencerminkan tingginya minat investor untuk melakukan transaksi baik aksi jual maupun beli, sebagai respons langsung atas kekhawatiran MSCI terkait struktur kepemilikan dan *free float* saham-saham dengan karakteristik seperti BUMI. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami penurunan TVA terbesar adalah PT United Tractors Tbk. (UNTR) dengan selisih sebesar -0,002849, yang menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan saham UNTR justru mengalami penurunan pada periode sesudah pengumuman, mengindikasikan investor cenderung lebih tenang dan tidak panik dalam memperdagangkan saham UNTR pasca pengumuman MSCI.

Karena jumlah perusahaan yang mengalami kenaikan TVA jauh lebih dominan dibandingkan yang mengalami penurunan, yakni 33 berbanding 11 perusahaan, serta rata-rata TVA secara keseluruhan meningkat dari 0,002719 pada periode sebelum menjadi 0,002828 pada periode sesudah pengumuman, maka secara deskriptif dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* saham perusahaan sampel mengalami kenaikan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas. Pola kenaikan TVA yang sangat dominan ini merupakan indikasi paling kuat dari ketiga variabel bahwa pengumuman MSCI pada 28 Januari 2026 benar-benar direspons secara aktif oleh para pelaku pasar, di mana investor mengubah perilaku perdagangannya secara signifikan sebagai reaksi atas sinyal negatif yang dikandung dalam pengumuman tersebut. Temuan ini sejalan dengan *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa informasi yang mengandung *bad news* akan mendorong investor untuk segera mengambil tindakan, yang dalam hal ini termanifestasikan dalam peningkatan aktivitas perdagangan yang nyata di pasar modal Indonesia.

## **4.2 Hasil Penelitian**

### **4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif**

Hasil uji statistik deskriptif meliputi nilai minimum, nilai maksimal, nilai rata-rata, dan standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Berikut tabel yang menunjukkan hasil uji statistik deskriptif.

**Tabel 4.4 Hasil Uji Statistik Deskriptif**

| Descriptive Statistic |    |           |          |          |                |
|-----------------------|----|-----------|----------|----------|----------------|
|                       | N  | Minimum   | Maximum  | Mean     | Std. Deviation |
| AR Sebelum            | 44 | -0,037647 | 0,029776 | 0,002803 | 0,013881       |
| AR Sesudah            | 44 | -0,033312 | 0,027628 | 0,003788 | 0,012966       |
| CAR Sebelum           | 44 | -0,703812 | 0,456453 | 0,078349 | 0,252481       |
| CAR Sesudah           | 44 | -1,772331 | 0,859633 | 0,154385 | 0,504352       |
| TVA Sebelum           | 44 | 0,000056  | 0,023442 | 0,002719 | 0,003796       |
| TVA Sesudah           | 44 | 0,000036  | 0,006765 | 0,002828 | 0,001664       |

*Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026*

Berdasarkan tabel 4.4 di atas, terlihat bahwa nilai minimum untuk AR sebelum peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas adalah sebesar -0,037647 dan maksimum sebesar 0,029776 dengan nilai rata-rata 0,002803 dan standart deviasi sebesar 0,013881. Nilai minimum untuk AR setelah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas adalah sebesar -0,033312 dan maksimum sebesar 0,029776 dengan nilai rata-rata 0,003788 dan standart deviasi sebesar 0,012966.

Nilai minimum untuk CAR sebelum peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas adalah sebesar -0,703812 dan maksimum sebesar 0,456453 dengan nilai rata-rata 0,078349 dan standart deviasi sebesar 0,252481. Nilai minimum untuk CAR setelah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas adalah sebesar -1,772331 dan maksimum sebesar 0,859633 dengan nilai rata-rata 0,154385 dan standart deviasi sebesar 0,504352.

Nilai minimum untuk TVA sebelum peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas adalah sebesar 0,000056 dan maksimum sebesar 0,023442 dengan nilai rata-rata 0,002719 dan standart deviasi sebesar 0,003796. Nilai minimum untuk TVA setelah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko



investabilitas adalah sebesar 0,000036 dan maksimum sebesar 0,006765 dengan nilai rata-rata 0,002828 dan standart deviasi sebesar 0,001664.

#### 4.2.2 Uji Normalitas

Uji normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji *Shapiro Wilk*. Tujuan dari uji normalitas ini adalah untuk menentukan apakah data yang digunakan berdistribusi normal atau tidak, sehingga metode analisis yang tepat dapat dipilih saat pengujian hipotesis. Jika nilai *asympt. sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,05, data dianggap berdistribusi normal. Sebaliknya, jika nilai *asympt. sig. (2 tailed)* lebih kecil dari 0,05, data dianggap tidak berdistribusi normal.

**Tabel 4.5 Uji Normalitas**

|             | Shapiro-Wilk |    |       |
|-------------|--------------|----|-------|
|             | Statistic    | df | Sig   |
| AR Sebelum  | 0.952        | 44 | 0.067 |
| AR Sesudah  | 0.980        | 44 | 0.652 |
| CAR Sebelum | 0.911        | 44 | 0.002 |
| CAR Sesudah | 0.854        | 44 | 0.000 |
| TVA Sebelum | 0.578        | 44 | 0.000 |
| TVA Sesudah | 0.955        | 44 | 0.081 |

*Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026*

Berdasarkan tabel 4.5 di atas menunjukkan hasil uji normalitas untuk abnormal return, cumulative abnormal return dan trading volume activity sebelum dan setelah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas. Berdasarkan hasil uji *Shapiro Wilk* (S-W) dalam tabel tersebut, terlihat bahwa data AR sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas terdistribusi normal, CAR sebelum dan setelah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas tidak terdistribusi normal. Sedangkan TVA sebelum peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas tidak terdistribusi normal dan TVA



sesudah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas terdistribusi normal. Dikarenakan ada perbedaan hasil pengujian normalitas, maka pengujian data selanjutnya adalah sebagai berikut:

- a. Untuk *abnormal return* dikarenakan data sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas normal, maka pengujian selanjutnya menggunakan *Paired samples t-test*.
- b. Untuk *cumulative abnormal return* dikarenakan data sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas tidak normal, maka pengujian selanjutnya menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*.
- c. Untuk *trading volume activity* dikarenakan data sebelum peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas tidak normal dan sesudah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas normal, maka pengujian selanjutnya menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*.

#### 4.2.3 Uji Hipotesis

##### 4.2.3.1 Uji Paired Sample t-test

Uji *Paired Sample t-test* merupakan uji parametris yang digunakan untuk membandingkan rata-rata dua kelompok data yang berpasangan dari subjek yang sama pada dua kondisi yang berbeda. Pengambilan keputusan dalam uji ini didasarkan pada nilai signifikansi (*Sig. 2-tailed*), di mana apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05 maka hipotesis diterima yang berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua periode, dan sebaliknya apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka hipotesis ditolak yang berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

**Tabel 4.6 Uji Paired Sample t-test**

|                            |                                                   | Paired Difference |                |                 |                                            |          |        |    |                |
|----------------------------|---------------------------------------------------|-------------------|----------------|-----------------|--------------------------------------------|----------|--------|----|----------------|
|                            |                                                   | Mean              | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95 % Confidence Interval of the Difference |          | t      | df | Sig (2-tailed) |
|                            |                                                   |                   |                |                 | Lower                                      | Upper    |        |    |                |
| P<br>a<br>i<br>r<br>e<br>d | Abnormal Return Sebelum & Abnormal Return Sesudah | -0,000984         | 0,021802       | 0,003287        | -0,003287                                  | 0,005644 | -0,300 | 43 | 0.766          |

Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Berdasarkan tabel 4.6 di atas menunjukkan hasil uji *paired sample t-test* abnormal return sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,766 yang berarti lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil tersebut, maka **H<sub>1</sub> ditolak**. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **tidak terdapat perbedaan Abnormal Return yang signifikan** pada pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas.

#### 4.2.3.2 Uji Wilcoxon Signed Rank Test.

**Tabel 4.7 Tabel Uji Wilcoxon Rank Test**

| Test Statistic         |                         |                         |
|------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                        | CAR Sebelum-CAR Sesudah | TVA Sebelum-TVA Sesudah |
| Z                      | -1.972                  | -2.427                  |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0.049                   | 0.015                   |

Sumber : Data diolah oleh peneliti 2026

Berdasarkan hasil di atas menunjukkan bahwa:

- a. Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, diperoleh nilai Z sebesar **-1,972** dengan nilai signifikansi (*Asymp. Sig. 2-tailed*) sebesar **0,049**. Karena nilai signifikansi 0,049 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan yaitu 0,05, maka **H<sub>2</sub> diterima**. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan** pada pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026.
- b. Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, diperoleh nilai Z sebesar **-2,427** dengan nilai signifikansi (*Asymp. Sig. 2-tailed*) sebesar **0,015**. Karena nilai signifikansi 0,015 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan yaitu 0,05, maka **H<sub>3</sub> diterima**. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan** pada pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026.

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Perbedaan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas

Berdasarkan hasil uji *Paired Sample t-test*, diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,766 yang lebih besar dari 0,05, sehingga Hipotesis ke-1 ditolak dan disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026.

Ditolaknya hipotesis ini dapat dijelaskan melalui perspektif *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat yang dikemukakan oleh (Fama, 1970). EMH bentuk semi-kuat menyatakan bahwa seluruh informasi yang tersedia secara publik



akan langsung dan sepenuhnya tercermin dalam harga saham pada saat informasi tersebut diterima pasar. Dalam konteks penelitian ini, pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas merupakan informasi publik yang diserap secara cepat dan penuh oleh pasar pada hari pengumuman ( $t-0$ ), sehingga pada hari-hari sesudahnya harga saham sudah kembali bergerak pada pola normalnya tanpa menghasilkan perbedaan *return* harian yang signifikan dibandingkan periode sebelum pengumuman. Dengan kata lain, tidak adanya perbedaan AR yang signifikan justru menjadi indikasi bahwa pasar modal Indonesia berperilaku efisien secara semi-kuat dalam menyerap informasi dari pengumuman MSCI pada level *return* harian.

Dari perspektif *Signaling Theory* yang dikemukakan oleh (Spence, 1973) sinyal negatif yang dikirimkan MSCI sebagai lembaga penyedia indeks global memang diterima dan direspons oleh seluruh pelaku pasar, namun respons tersebut terkonsentrasi secara penuh pada satu hari pengumuman saja. Kondisi ini sejalan dengan prinsip *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa semakin kredibel dan otoritatif pengirim sinyal, maka semakin cepat pasar menyerap dan merefleksikan sinyal tersebut ke dalam harga yang dalam penelitian ini berarti dampak sinyal sudah habis terserap di  $t-0$  dan tidak menghasilkan perbedaan *return* harian yang persisten pada hari-hari berikutnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Ana et al., (2026) yang menemukan tidak adanya perbedaan AR yang signifikan pada peristiwa kebijakan pemerintah terkait penyaluran dana Rp200 triliun, serta Pulukadang et al., (2026) yang menemukan tidak terdapat perbedaan signifikan pada AR terhadap tarif impor Amerika (245%) serikat pada perusahaan ekspor China sebelum dan sesudah penetapan tarif. Kedua penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak semua peristiwa yang secara permukaan tampak besar dan mengejutkan akan menghasilkan perbedaan AR yang signifikan secara statistik terutama ketika dampaknya sudah terserap secara penuh pada hari peristiwa itu sendiri.

#### 4.3.2 Perbedaan Cumulative Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas

Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,049 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga Hipotesis ke-2 diterima dan disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan pada pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026.

Secara deskriptif, rata-rata CAR meningkat dari 0,078349 pada periode sebelum menjadi 0,154385 pada periode sesudah pengumuman, dengan 30 dari 44 perusahaan sampel mencatatkan kenaikan CAR sesudah pengumuman. Perbedaan CAR yang signifikan ini mengindikasikan bahwa pengumuman MSCI mengandung kandungan informasi yang kuat dan berdampak secara kumulatif terhadap *return* yang diterima investor selama *event window*. Berbeda dengan AR yang hanya mengukur *return* harian, CAR mampu menangkap akumulasi dampak informasi selama beberapa hari pengamatan, sehingga mampu merekam respons pasar yang lebih komprehensif dan menyeluruh.

Temuan ini dapat dijelaskan dari dua perspektif teoritis secara sekaligus. Dari sudut pandang *Signaling Theory*, sinyal negatif yang kuat dari MSCI pada t-0 menyebabkan harga saham tertekan sangat dalam melampaui nilai fundamentalnya, menciptakan kondisi di mana sebagian investor mulai mengidentifikasi saham-saham yang bergerak lebih baik dari pasar pada hari-hari sesudahnya, sehingga secara kumulatif menghasilkan CAR yang lebih tinggi pada periode sesudah dibandingkan sebelum. Dari sudut pandang *Efficient Market Hypothesis*, adanya perbedaan CAR yang signifikan antara kedua periode mengindikasikan bahwa pasar tidak sepenuhnya efisien dalam menyerap dampak pengumuman MSCI, efek dari informasi tersebut ternyata tidak langsung hilang, melainkan terakumulasi dan tetap dirasakan pasar selama beberapa hari pasca-pengumuman. Fenomena ini selaras dengan pemikiran Kothari & Warner (2007) yang mengemukakan bahwa pergeseran CAR secara sistematis dari periode sebelum peristiwa mengindikasikan adanya reaksi pasar yang signifikan terhadap suatu informasi. Di samping itu,



kondisi tersebut juga mencerminkan adanya celah ketidaksempurnaan efisiensi pasar jika ditinjau dari dimensi kumulatif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Miranda Sjoefian et al., (2025) yang menemukan CAR yang signifikan pada *event study* terkait pengumuman larangan ekspor CPO di BEI, serta Raya & Paramita (2020) yang menemukan perbedaan CAR yang signifikan pada emiten sektor keuangan di sekitar peristiwa Pemilu 17 April 2019. Kedua penelitian tersebut mengonfirmasi bahwa peristiwa yang mengandung informasi kuat dan berdampak luas pada seluruh pasar cenderung menghasilkan perbedaan CAR yang signifikan, karena dampak informasionalnya tidak hanya terserap pada satu hari melainkan terakumulasi dalam beberapa hari pengamatan.

#### **4.3.3 Perbedaan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Pengumuman MSCI Terkait Risiko Investabilitas**

Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,015 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga Hipotesis ke-3 diterima dan disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan pada pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah pengumuman MSCI terkait risiko investabilitas pada 28 Januari 2026.

Secara deskriptif, rata-rata TVA meningkat dari 0,002719 pada periode sebelum menjadi 0,002828 pada periode sesudah pengumuman, dengan dominasi yang sangat kuat yaitu 33 dari 44 perusahaan sampel mencatatkan kenaikan TVA sesudah pengumuman. TVA juga merupakan variabel dengan tingkat signifikansi tertinggi di antara ketiga variabel yang diteliti (Sig. = 0,015), yang mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap pengumuman MSCI paling kuat terdeteksi melalui perubahan perilaku perdagangan investor dibandingkan perubahan *return* saham.

Lonjakan TVA yang signifikan sesudah pengumuman ini dapat dijelaskan melalui *Signaling Theory* yang menegaskan bahwa sinyal negatif dari pihak yang memiliki otoritas dan kredibilitas tinggi dalam hal ini MSCI sebagai lembaga



penyedia indeks global akan mendorong penerima sinyal untuk segera mengambil tindakan nyata. Dalam konteks pasar modal, tindakan nyata tersebut tercermin dalam peningkatan aktivitas perdagangan yang signifikan, di mana investor khususnya investor institusional global yang menggunakan MSCI sebagai *benchmark* portofolio terdorong untuk segera melakukan penyesuaian alokasi asetnya. Kondisi ini semakin diperkuat oleh fakta bahwa ancaman penurunan status Indonesia dari *emerging market* menjadi *frontier market* menciptakan urgensi bagi investor institusional untuk merebalancing portofolionya, yang secara langsung mendorong lonjakan volume perdagangan.

Berdasarkan teori efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis*), peningkatan signifikan pada TVA setelah pengumuman menunjukkan bahwa pelaku pasar di bursa efek Indonesia merespons informasi dari MSCI secara cepat melalui penyesuaian aktivitas perdagangan mereka. Hal ini konsisten dengan konsep EMH yang menyatakan bahwa pasar yang efisien akan segera mereaksikan informasi baru ke dalam tindakan nyata pelaku pasar. Menariknya, respons pasar dalam penelitian ini jauh lebih terlihat pada aspek volume transaksi dibandingkan pada fluktuasi return harian.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Nastiti et al., (2026) yang menemukan perbedaan TVA signifikan pada saham LQ45 sebelum dan sesudah pelantikan Presiden 2024, Pangestika & Rahman, (2026) yang menemukan perbedaan TVA signifikan terkait pengumuman penyaluran dana Rp200 triliun, serta Widyatmoko & Setiawan, (2023) yang secara khusus menemukan peningkatan TVA signifikan pada saham yang terdampak *rebalancing* MSCI di negara ASEAN-5. Keseluruhan temuan tersebut memperkuat kesimpulan bahwa pengumuman dari lembaga yang memiliki pengaruh langsung terhadap alokasi dana global seperti MSCI secara konsisten menghasilkan perubahan aktivitas perdagangan yang signifikan di pasar modal.