

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal salah satu bagian penting dalam sistem keuangan yang menjadi tempat melakukan investasi. Melalui pasar modal, perusahaan dapat memperoleh sumber pendana dengan menerbitkan instrumen keuangan seperti saham dan obligasi. Penanaman modal pada instrumen tersebut dilakukan dengan tujuan memperoleh keuntungan atau *return*. Adanya mekanisme tersebut, pasar modal mampu menyalurkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana secara lebih efisien sehingga dapat mendukung aktivitas investasi dan perkembangan ekonomi suatu negara (Levine, 1997).

Dalam aktivitas pasar modal terdapat beberapa jenis pasar yang digunakan dalam proses perdagangan surat berharga. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, perdagangan efek umumnya terjadi di pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*). Pada pasar perdana, perusahaan pertama kali menawarkan saham atau obligasi kepada investor melalui proses penawaran umum. Setelah proses tersebut selesai, efek yang telah diterbitkan dapat diperdagangkan kembali di pasar sekunder melalui bursa efek. Melalui pasar sekunder, investor memiliki kesempatan untuk menjual kembali saham yang dimilikinya kepada investor lain sehingga meningkatkan likuiditas dalam perdagangan saham di pasar modal.

Selain berfungsi sebagai sarana pendanaan dan investasi, pasar modal juga sering digunakan sebagai indikator kondisi perekonomian suatu negara. Pergerakan harga saham di pasar modal sangat dipengaruhi oleh berbagai

informasi yang berkembang di lingkungan ekonomi, politik, maupun sosial. Munculnya informasi baru mendorong investor untuk menilai apakah informasi tersebut berpotensi mempengaruhi stabilitas ekonomi atau prospek perusahaan di masa depan (Wongkar *et al.*, 2025).

Pergerakan pasar saham pada dasarnya sangat sensitif terhadap informasi yang beredar di pasar. Informasi tersebut dapat berasal dari berbagai peristiwa ekonomi maupun politik yang berpotensi mempengaruhi ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi di masa depan. Salah satu peristiwa yang sering menjadi perhatian investor adalah perubahan kebijakan pemerintah atau pergantian pejabat penting dalam pemerintahan yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan ekonomi nasional. Dalam situasi tersebut, investor akan melakukan penyesuaian keputusan investasinya berdasarkan persepsi terhadap risiko dan peluang yang muncul akibat peristiwa tersebut. Reaksi pasar modal sering kali menunjukkan reaksi tertentu terhadap berbagai peristiwa penting yang terjadi dalam suatu negara.

Dalam konteks penelitian ini, pengangkatan Menteri Keuangan baru pada tanggal 8 September 2025 merupakan salah satu peristiwa politik yang berpotensi mempengaruhi ekspektasi investor di pasar modal Indonesia. Menteri Keuangan memiliki peran penting dalam menentukan arah kebijakan fiskal, pengelolaan anggaran negara, serta menjaga stabilitas sistem keuangan nasional. Pergantian pejabat pada posisi tersebut membuat investor akan mempertimbangkan kemungkinan perubahan kebijakan ekonomi yang dapat mempengaruhi kondisi perekonomian. Pertimbangan tersebut digunakan investor untuk menyesuaikan keputusan investasinya di pasar saham. Akibatnya, pasar modal dapat menunjukkan reaksi melalui perubahan harga saham maupun aktivitas perdagangan saham di sekitar waktu pengumuman peristiwa tersebut.

2. 1. 2 *Signalling Theory*

Teori sinyal menjelaskan bahwa ketimpangan informasi antara satu kelompok dengan kelompok lain dapat diatasi melalui penyampaian sinyal tertentu, sehingga ketidakpastian yang dirasakan dapat berkurang (Spence, 1973, dikutip dalam Alvionta *et al.*, 2025). Dalam pasar modal, sinyal ini umumnya muncul dalam bentuk pengumuman kebijakan pemerintah, penggantian pejabat publik, publikasi laporan keuangan, hingga aksi korporasi tertentu. Investor kemudian menerjemahkan sinyal-sinyal tersebut sebagai bahan pertimbangan untuk emprediksi kondisi ekonomi pada periode mendatang.

Tingkat keberhasilan sebuah sinyal dalam memengaruhi pasar sangat bergantung pada dua hal utama, yakni kejelasan pesan yang disampaikan dan kredibilitas sumber informasi tersebut. Pengangkatan pejabat ekonomi yang memiliki latar belakang profesional kuat, pengalaman di kancan internasional, serta konsistensi dalam pengambilan kebijakan biasanya dimaknai sebagai sinyal positif yang mampu meningkatkan keyakinan investor terhadap arah kebijakan ekonomi negara. Kondisi sebaliknya berlaku apabila pejabat yang diangkat dinilai minim pengalaman atau memiliki gagasan ekonomi yang menuai pro-kontra; situasi semacam ini rentan memicu keraguan pasar dan mendorong investor bertindak lebih agresif dalam melakukan transaksi jual beli saham.

Kerangka teori sinyal digunakan untuk membedah bagaimana peristiwa politik, seperti pergantian Menteri Keuangan, dapat merambat menjadi reaksi nyata di lantai bursa. Respons yang ditunjukkan investor tidak semata-mata dipicu oleh muatan kebijakan itu sendiri, melainkan juga dipengaruhi oleh pejabat yang ditunjuk. Mengacu pada teori ini, munculnya abnormal return maupun perubahan pada aktivitas volume perdagangan saham pasca-pergantian Menteri Keuangan dapat dipahami sebagai cerminan dari proses interpretasi investor atas sinyal kebijakan yang

diterima, sekaligus penilaian terhadap tingkat kredibilitas pejabat baru yang diumumkan pemerintah.

2. 1. 3 *Efficient Market Hypothesis*

Efficient Market Hypothesis (EMH) atau Hipotesis Pasar Efisien (HPE) menjelaskan bahwa harga saham di pasar modal mencerminkan informasi yang tersedia di pasar. Fama (1970) menyatakan bahwa pasar dikatakan efisien apabila harga saham sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi baru yang muncul membuat investor mempertimbangkan pengaruhnya terhadap prospek perusahaan maupun kondisi ekonomi. Informasi tersebut direspons oleh investor melalui transaksi saham, sehingga harga saham bergerak menyesuaikan sesuai informasi yang tersedia. Harga saham biasanya cepat berubah setelah informasi dipublikasikan karena pasar menyesuaikan keputusan investasi agar mencerminkan informasi tersebut dan mencapai keseimbangan baru (Fama *et al.*, 1969).

Pandangan tersebut juga dijelaskan oleh Hartono (2018) yang menyatakan bahwa pasar disebut efisien secara informasi dikatakan efisien apabila harga saham mampu mencerminkan informasi yang tersedia secara cepat dan penuh oleh pasar. Informasi baru yang dipublikasikan biasanya langsung direspons oleh investor dengan cara menilai informasi tersebut dan menyesuaikan keputusan investasinya. Keputusan yang diambil berdasarkan informasi yang tersedia di pasar mendorong harga saham untuk menyesuaikan dengan cepat terhadap informasi tersebut. Kondisi ini membuat peluang untuk memperoleh keuntungan *abnormal* secara konsisten menjadi semakin kecil karena harga saham telah mencerminkan informasi yang ada di pasar.

Fama (1970) dalam Hartono (2022, hal 798-801) membagi efisiensi pasar menjadi tiga bentuk yaitu, *weak form efficiency*, *semi-strong form efficiency*, dan *strong form efficiency*. Penjelasan mengenai ketiga kategori tersebut sebagai berikut:

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah apabila harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berkaitan dengan nilai yang sekarang. Efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*).

2. Efisien Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semi-strong Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat apabila harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

Harga saham tidak hanya mencerminkan informasi masa lalu, tetapi juga seluruh informasi yang telah dipublikasikan kepada publik, termasuk laporan keuangan, pengumuman perusahaan, maupun kebijakan regulator. Informasi yang dipublikasikan tersebut dapat dibedakan menjadi tiga jenis berdasarkan cakupan pengaruhnya.

- a. Informasi yang hanya berdampak pada satu perusahaan tertentu. Jenis informasi ini biasanya berupa pengumuman yang berasal langsung dari perusahaan emiten, misalnya pengumuman laba, pembagian dividen, peluncuran produk baru, merger dan akuisisi, atau pergantian pimpinan perusahaan.
- b. Informasi yang berdampak pada sejumlah perusahaan dalam industri tertentu. Jenis ini umumnya berupa kebijakan atau regulasi dari pemerintah maupun otoritas pengawas yang berlaku bagi kelompok perusahaan tertentu. Misalnya, kebijakan mengenai batas minimum cadangan modal yang wajib dipenuhi

oleh seluruh bank akan memengaruhi harga saham tidak hanya satu bank, melainkan seluruh emiten di sektor perbankan.

- c. Informasi yang berdampak luas pada seluruh perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Jenis ini mencakup regulasi yang bersifat menyeluruh dan berlaku bagi semua emiten, seperti kewajiban penyajian laporan arus kas dalam laporan keuangan perusahaan.

Pada pasar efisien bentuk setengah kuat, return tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman (*publikasi*) suatu peristiwa dengan implikasi tidak ada investor/grup investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk menerima keuntungan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisien Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat apabila harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang ada, baik yang sudah dipublikasikan maupun yang bersifat privat atau rahasia. Dalam kondisi ini, bahkan investor yang memiliki akses terhadap informasi internal perusahaan sekalipun tidak akan mampu memperoleh keuntungan tidak normal secara berkelanjutan, karena informasi tersebut dianggap sudah terkandung dalam harga saham yang berlaku.

2. 1. 4 *Event Study*

Metode *event study* digunakan dalam penelitian pasar modal untuk mengetahui bagaimana pasar bereaksi terhadap suatu peristiwa tertentu yang mengandung informasi bagi investor. Peristiwa yang dipublikasikan membuat investor mengamati apakah informasi tersebut berpotensi mempengaruhi kondisi ekonomi maupun prospek perusahaan di masa depan (MacKinlay, 1997). Investor menilai informasi yang ada, kemudian menyesuaikan keputusan investasinya di pasar modal berdasarkan hasil penilaian tersebut. Penyesuaian keputusan tersebut akhirnya memicu perubahan pada harga saham maupun

aktivitas perdagangan saham di sekitar waktu terjadinya peristiwa. Oleh sebab itu, perubahan tersebut dapat digunakan untuk mengetahui apakah suatu peristiwa memiliki kandungan informasi yang penting bagi investor.

Penjelasan serupa dikemukakan oleh Hartono (2018) yang menyatakan bahwa metode *event study* digunakan untuk menguji apakah suatu peristiwa memiliki kandungan informasi (*information content*) yang mampu mempengaruhi reaksi pasar. Informasi yang dipublikasikan kepada investor akan dianalisis untuk memahami pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Dorongan untuk memperoleh keuntungan optimal dari keputusan investasi membuat strategi investasi disesuaikan dengan informasi yang diterima. Penyesuaian keputusan tersebut tercermin pada perubahan *return* saham maupun volume perdagangan saham di sekitar tanggal peristiwa.

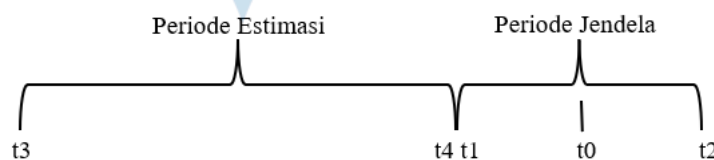
Metode *event study* terdapat beberapa model yang digunakan untuk mengestimasi *expected return* saham. Menurut MacKinlay (1997) dan Hartono (2018) terdapat tiga model utama yang sering digunakan dalam penelitian *event study*, yaitu *mean adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*. *Mean adjusted* model menghitung *expected return* berdasarkan rata-rata *return* historis suatu saham pada periode estimasi. *Market model* menghitung *expected return* dengan mempertimbangkan hubungan antara *return* saham dan *return* pasar menggunakan analisis regresi. Sementara itu, *market adjusted model* mengasumsikan bahwa *return* yang diharapkan dari suatu saham sama dengan *return* pasar pada periode yang sama. Setiap model memiliki pendekatan estimasi yang berbeda, peneliti dapat memilih model yang paling sesuai dengan karakteristik data penelitian.

Dalam praktik penelitian, metode *event study* dilakukan dengan mengamati perubahan kinerja saham pada periode tertentu yang disebut sebagai *event window*. Periode ini meliputi beberapa hari sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa karena reaksi pasar tidak selalu muncul tepat pada saat pengumuman dilakukan. Informasi yang mulai beredar di pasar membuat investor dapat bereaksi lebih awal sebelum pengumuman resmi dilakukan. Sebaliknya, sebagian investor lainnya membutuhkan waktu untuk menganalisis

informasi tersebut sehingga reaksi pasar dapat muncul setelah peristiwa terjadi. Penggunaan periode pengamatan sebelum dan sesudah peristiwa menjadi penting untuk menangkap keseluruhan reaksi pasar terhadap informasi yang muncul (MacKinlay, 1997)

Selain menggunakan *event window*, penelitian *event study* juga memanfaatkan *estimation period* yang berfungsi untuk menghitung *return* normal saham. *Return* normal adalah tingkat pengembalian saham yang diharapkan terjadi apabila tidak ada peristiwa tertentu yang mempengaruhi pasar. Setelah *return* normal dihitung, peneliti kemudian membandingkannya dengan *return* aktual yang terjadi di pasar. Melalui perbandingan tersebut, peneliti dapat memperoleh nilai *abnormal return*, yaitu selisih antara *return* aktual dan *return* normal. Nilai *abnormal return* inilah yang digunakan untuk melihat apakah suatu peristiwa memberikan dampak yang signifikan terhadap harga saham (Jogiyanto, 2017).

Selain melalui *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat diamati melalui perubahan *trading volume activity*. Menurut Paramita dan Hidajat (2024), ketika investor menganggap suatu informasi penting, terjadi terdapat kecenderungan peningkatan transaksi saham dalam jumlah yang lebih besar. Peningkatan transaksi tersebut menyebabkan volume perdagangan saham di pasar juga akan meningkat di sekitar tanggal peristiwa. Sebaliknya, apabila informasi tersebut tidak dianggap relevan oleh investor, maka aktivitas transaksi saham biasanya tidak mengalami perubahan yang signifikan.



Gambar 2. 1 Periode Estimasi dan Periode Peristiwa

Sumber: Hartono (2018, hal 29)

Pada gambar tersebut, t_0 menunjukkan tanggal terjadinya peristiwa utama (*event date*), periode t_1 hingga t_2 merupakan panjang periode jendela (*event window*) yang digunakan untuk mengamati reaksi pasar sebelum dan

sesudah peristiwa terjadi. Periode t3 sampai dengan t4 merupakan panjang periode estimasi (*estimation period*) digunakan untuk menghitung *return* normal saham.

Berdasarkan penjelasan tersebut, metode *event study* digunakan untuk mengetahui apakah suatu peristiwa memiliki pengaruh terhadap perilaku investor di pasar modal. Terjadi peristiwa yang berpotensi mempengaruhi kebijakan ekonomi, investor akan menilai dampaknya terhadap kondisi pasar di masa depan. Penilaian tersebut mendorong investor untuk menyesuaikan keputusan investasinya. Perubahan keputusan investasi tersebut tercermin pada perubahan *abnormal return* dan *trading volume activity* di sekitar tanggal peristiwa. Dalam penelitian ini, pendekatan *event study* digunakan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pengangkatan Menteri Keuangan baru pada 8 September 2025 pada saham bank non-Himbara yang termasuk dalam kelompok KBMI 3 dan KBMI 4.

2.1.5 *Abnormal Return*

Abnormal return adalah salah satu indikator yang umum digunakan dalam penelitian pasar modal untuk mengetahui bagaimana pasar bereaksi terhadap suatu peristiwa atau informasi baru. Pengertian *abnormal return*, menurut MacKinlay (1997) adalah selisih antara *return* aktual yang diperoleh investor dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). Informasi yang dipublikasikan kepada publik akan dianalisis oleh investor untuk melihat dampaknya terhadap kondisi ekonomi maupun prospek perusahaan di masa depan. Hasil analisis tersebut menjadi dasar dalam penyesuaian keputusan investasi di pasar saham. Perubahan keputusan investasi tersebut tercermin pada perubahan harga saham yang ditunjukkan melalui nilai *abnormal return*, baik positif maupun negatif.

Dalam penelitian pasar modal, *abnormal return* sering digunakan dalam pendekatan *event study* untuk mengetahui apakah suatu peristiwa memiliki kandungan informasi bagi investor. Menurut Hartono (2018), pasar cenderung

bereaksi terhadap peristiwa yang memberikan informasi baru. Peristiwa yang dianggap penting oleh investor membuat aktivitas jual beli saham menjadi lebih aktif sebagai bentuk respons terhadap informasi yang muncul. Peningkatan aktivitas perdagangan saham meningkat, harga saham dapat berubah dari kondisi normalnya. Akibatnya, perubahan harga tersebut menghasilkan *abnormal return* yang menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap informasi yang dipublikasikan.

Untuk mengukur *abnormal return*, penelitian *event study* umumnya dilakukan melalui beberapa tahapan analisis. Tahap awal dimulai dengan menentukan tanggal peristiwa yang menjadi fokus penelitian serta menetapkan periode pengamatan di sekitar peristiwa tersebut. Setelah itu, peneliti memperkirakan *return* yang diharapkan dalam kondisi normal dengan menggunakan model estimasi tertentu sehingga dapat menggambarkan *return* yang seharusnya terjadi apabila peristiwa tersebut tidak muncul. Langkah berikutnya adalah membandingkan *return* aktual yang terjadi di pasar dengan *return* yang diharapkan untuk memperoleh nilai *abnormal return*. Dalam tahapan *event study abnormal return* yang diperoleh biasanya dijumlahkan dalam periode pengamatan untuk menghasilkan *cumulative abnormal return* (CAR) (MacKinlay, 1997). *Cumulative abnormal return* digunakan untuk melihat akumulasi reaksi pasar terhadap suatu peristiwa, dan kemudian dilakukan pengujian statistik untuk mengetahui apakah perubahan tersebut signifikan secara empiris.

Setelah memperoleh *abnormal return* dari setiap saham, tahapan selanjutnya dengan menghitung *Average Abnormal Return* (AAR) untuk melihat rata-rata reaksi pasar dari seluruh perusahaan pada setiap hari selama periode pengamatan. AAR dihitung perhari, maka melalui AAR dapat mengidentifikasi kapan reaksi pasar mulai terjadi pada hari yang mana terdapat *abnormal return*. Setelah menghitung AAR, dapat melakukan perhitungan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR). Penggunaan AAR berbeda dengan CAAR, CAAR merupakan hasil perhitungan penjumlahan AAR hari ke hari dalam periode jendela peristiwa. CAAR menunjukkan gambaran

menyeluruh mengenai reaksi pasar yang menunjukkan dampak informasi secara keseluruhan selama periode jendela, bukan pada satu hari. Kedua perhitungan ini saling melengkapi, AAR digunakan untuk mengetahui reaksi harian abnormal return terhadap suatu peristiwa, sedangkan CAAR digunakan untuk mengukur dampak keseluruhan reaksi pasar waktu ke waktu selama periode jendela berlangsung.

Abnormal return dapat digunakan untuk menggambarkan bagaimana investor merespons peristiwa ekonomi maupun non-ekonomi yang terjadi di pasar modal. Penilaian investor terhadap peristiwa yang berpotensi mempengaruhi stabilitas ekonomi atau kebijakan pemerintah membuat keputusan investasi di pasar saham ikut disesuaikan. Perubahan keputusan tersebut terlihat pada fluktuasi harga saham yang tercermin dalam *abnormal return* di sekitar tanggal peristiwa. *Abnormal return* digunakan untuk melihat apakah suatu peristiwa mengandung informasi bagi investor, termasuk dalam penelitian ini yang mengkaji reaksi pasar saham sektor perbankan terhadap pengangkatan Menteri Keuangan baru pada 8 September 2025.

2.1.6 Trading Volume Activity

Trading volume activity (TVA) merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk melihat tingkat aktivitas perdagangan saham di pasar modal. TVA menggambarkan seberapa sering dan seberapa besar suatu saham diperdagangkan oleh investor dalam periode tertentu. Volume perdagangan saham yang meningkat menunjukkan bahwa saham tersebut lebih sering diperdagangkan, sehingga tingkat likuiditasnya juga menjadi lebih tinggi. Kondisi ini biasanya terjadi karena investor menaruh perhatian yang lebih besar terhadap saham tersebut. Menurut Beaver (1968), perubahan volume perdagangan saham sering kali muncul karena adanya informasi baru yang mempengaruhi keputusan investasi para pelaku pasar.

Informasi dipublikasikan kepada publik, investor akan mengevaluasi apakah informasi tersebut dapat mempengaruhi prospek perusahaan maupun

kondisi ekonomi secara keseluruhan. Penilaian terhadap informasi tersebut mendorong penyesuaian keputusan investasi melalui aktivitas membeli atau menjual saham. Penyesuaian keputusan tersebut berpengaruh terhadap aktivitas perdagangan saham di pasar, baik meningkat maupun menurun di sekitar waktu pengumuman informasi. Perubahan aktivitas transaksi tersebut tercermin dalam *Trading Volume Activity* (TVA) yang dapat digunakan untuk melihat bagaimana pasar merespons suatu peristiwa.

Dalam penelitian pasar modal, TVA sering digunakan untuk mengidentifikasi apakah suatu peristiwa memiliki kandungan informasi bagi investor. Peristiwa yang dinilai penting oleh investor membuat aktivitas transaksi saham menjadi lebih tinggi sebagai bentuk respons terhadap informasi yang beredar di pasar. Peningkatan aktivitas transaksi tersebut mengakibatkan volume perdagangan saham juga akan mengalami perubahan yang signifikan di sekitar tanggal peristiwa. TVA sering digunakan dalam penelitian *event study* untuk menganalisis reaksi pasar terhadap berbagai peristiwa ekonomi maupun politik yang dapat mempengaruhi keputusan investasi investor.

2.1.7 Peristiwa Pengangkatan Menteri Baru September 2025

Pengangkatan Menteri Keuangan merupakan salah satu peristiwa politik yang dapat mempengaruhi pandangan investor terhadap kebijakan ekonomi suatu negara. Menteri keuangan memiliki peran penting dalam menyusun kebijakan fiskal, mengelola Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), menetapkan kebijakan perpajakan, dan juga menjaga stabilitas sistem keuangan. Setiap pergantian posisi ini sering mendapat perhatian dari pelaku pasar. Perhatian dapat menimbulkan adanya perubahan ekspektasi para investor terhadap kondisi ekonomi di masa yang mendatang.

Sebelum terjadinya pergantian Menteri Keuangan pada tahun 2025, kondisi ekonomi global dan domestik sedang mengalami beberapa tantangan. Beberapa negara mengalami peningkatan inflasi yang cukup tinggi sehingga

bank sentral di berbagai negara menerapkan kebijakan pengetatan moneter melalui kenaikan suku bunga. Kebijakan tersebut dilakukan dengan menaikkan suku bunga untuk mengendalikan inflasi. Dampak kebijakan ini dirasakan oleh negara berkembang, termasuk Indonesia melalui meningkatnya ketidakpastian di pasar keuangan. Kondisi ini juga dapat memicu arus keluar modal (*capital outflow*) dari pasar negara berkembang.

Kebijakan fiskal Indonesia selama beberapa tahun sebelumnya sangat berkaitan dengan kepemimpinan Sri Mulyani Indrawati sebagai Menteri Keuangan. Pada masa jabatan Sri Mulyani Indrawati, dikenal dengan kebijakan fiskal yang relatif disiplin serta melakukan berbagai reformasi dalam pengelolaan keuangan negara dan sistem perpajakan. Kebijakan tersebut dinilai mampu menjaga stabilitas fiskal Indonesia di tengah tekanan ekonomi global. Hal ini juga membantu meningkatkan kepercayaan investor terhadap perekonomian Indonesia.

Namun, dinamika politik serta kebutuhan untuk menyesuaikan strategi kebijakan ekonomi membuat pemerintah melakukan perubahan dalam susunan kabinet. Pada tanggal 8 September 2025, Presiden Indonesia melakukan perombakan kabinet yang dikenal dengan istilah *cabinet reshuffle*. Perubahan ini dilakukan sebagai langkah untuk memperkuat kinerja pemerintahan serta menyesuaikan kebijakan dengan kondisi ekonomi yang sedang berkembang. Dalam *cabinet reshuffle*, Presiden resmi melantik Purbaya Yudhi Sadewa untuk menggantikan posisi Sri Mulyani Indrawati. Sebelumnya Purbaya Yudhi Sadewa diketahui pernah menjabat sebagai Ketua Dewan Komisiner Lembaga Penjamin Simpanan (LPS).

Pengangkatan Menteri Keuangan yang baru tersebut menjadi peristiwa yang menimbulkan berbagai tanggapan dari para pelaku pasar. Salah satu sektor yang memberikan dampak ialah sektor perbankan. Investor mulai memperhatikan kemungkinan akan adanya perubahan fiskal yang akan diterapkan oleh Menteri Keuangan yang baru. Kebijakan baru tersebut dapat berkaitan dengan kebijakan perpajakan, pengelolaan defisit anggaran, maupun strategi pemerintah untuk menjaga stabilitas ekonomi nasional. Ini

menyebabkan ketidakpastian mengenai arah kebijakan yang dapat mempengaruhi sentimen investor dalam pasar keuangan. Reaksi ini biasanya terlihat melalui harga saham maupun aktivitas perdagangan di pasar modal.

Dalam pasar modal, Informasi mengenai pergantian pejabat penting dalam pemerintahan yang dapat dianggap sebagai informasi yang memiliki kandungan nilai (*information content*) bagi investor. Menurut Fama (1970) dalam teori *Efficient Market Hypothesis*, setiap informasi yang tersedia masuk ke pasar akan direspons oleh investor dan terlihat pada perubahan harga saham. Oleh sebab itu, peristiwa politik seperti pergantian Menteri Keuangan sering diteliti untuk mengetahui apakah peristiwa tersebut memunculkan reaksi di pasar. Salah satu metode yang digunakan dalam menganalisis reaksi tersebut ialah metode *event study*.

Berdasarkan penjelasan tersebut, pengangkatan Menteri Keuangan pada 8 September 2025 dapat dianggap sebagai suatu peristiwa (*event*) yang dapat mempengaruhi perilaku investor di pasar saham. Peristiwa ini dapat memicu reaksi pasar karena investor menyesuaikan ekspektasi investor terhadap kebijakan ekonomi yang kemungkinan diterapkan di masa mendatang. Dalam penelitian ini, peristiwa tersebut dijadikan sebagai tanggal peristiwa, dan analisis dilakukan untuk melihat apakah terdapat perubahan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada bank non-Himbara yang termasuk dalam kelompok KBMI 3 dan KBMI 4 di sekitar waktu terjadinya peristiwa tersebut.

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

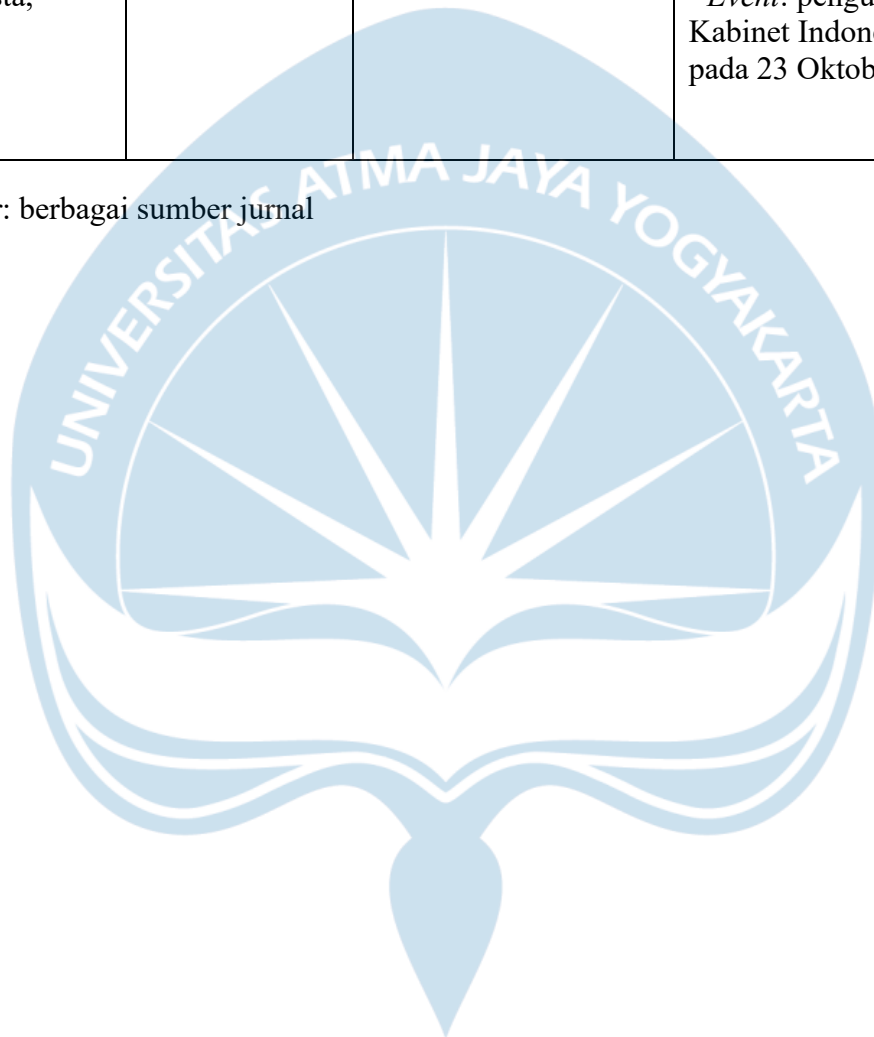
Judul	Indikator	Hasil	Persamaan dan Perbedaan
<i>Stock Market Reaction to Government Policy on Determining Coal Selling Price</i> (Sunardi <i>et al.</i> , 2023)	- <i>Abnormal Return</i> (AR) - <i>Trading Volume Activity</i> (TVA)	- AAR signifikan terjadi pada t-8, t-2, t-1, t1, t5, t8. - Tidak ada perbedaan signifikan AAR sebelum dan sesudah (<i>Paired t-test</i> , Sig. = 0,241). - Terdapat perbedaan TVA signifikan sebelum dan sesudah (Sig. = 0,01).	Persamaan: - Metode: <i>Event Study</i> . - Indikator: AR dan TVA. - Konteks pasar modal Indoensia. Perbedaan: - Objek saham batu bara. - <i>Event</i> : DMO batubara 2018. - Model: <i>market-adjusted</i> - <i>Window</i> : t-10 - t+10.
<i>Presidential Elections and Secretary Appointment: An Event Study for U.S. Biotechnology and Drugs</i> (Martins <i>et al.</i> , 2025)	<i>Abnormal Return / Cumulative Abnormal Return</i>	- Pemilu 2024: tidak ada CAR signifikan pada industri. - Pengangkatan Menteri Kesehatan RFK Jr.: CAAR = - 7,698% pada (-1,1), signifikan ($p < 0,001$). - Pengangkatan posisi puncak pemerintah lebih berdampak daripada pemilu itu sendiri.	Persamaan: - Metode <i>Event Study</i> - <i>Event</i> : pengangkatan pejabat kementerian bidang ekonomi. - Pengujian reaksi pasar terhadap perubahan kepemimpinan. - Indikator AR/CAR Perbedaan: - Objek perusahaan biotek atau farmasi AS - Model: <i>market model</i> dan Fama-French 5 faktor. - Pasar AS, bukan Indonesia
<i>The financial costs of political uncertainty: Evidence from the 2016 US presidential elections</i> (Bouoiyour & Selmi, 2017)	<i>Abnormal Return / Cumulative Abnormal Return</i>	- Sektor healthcare: AR negatif -2,04% dalam 2 hari dan - 4,12% dalam 20 hari dan sektor energi, pertahanan, properti: AR positif. - Reaksi bersifat sektor spesifik.	Persamaan: - Metode <i>Event Study</i> - <i>Event</i> : Pergantian kepemimpinan pemerintah. - Mengukur AR sekitar peristiwa Perbedaan:

			- Objek indeks sektoral S&P 500 AS. - <i>Event</i>: pemilu presiden dan imigrasi. - Tidak menggunakan TVA - Pasar AS, bukan Indonesia.
<i>Reaction of the Indonesian Capital Market to the Conflict Between Russia and Ukraine: Event Study Approach to Abnormal Returns and Trading Volume Activity of Coal Issuers' Shares on the IDX (Sahl et al., 2023)</i>	<i>Abnormal return (AR) dan Trading volume activity (TVA).</i>	- AR berbeda signifikan antara sebelum dan sesudah konflik (<i>Wilcoxon Sig.</i> = 0,023). - TVA berbeda signifikan sebelum dan sesudah (<i>Wilcoxon Sig.</i> < 0,001). - Sektor batubara merespons positif akibat lonjakan permintaan.	Persamaan: - Metode <i>Event Study</i>. - Indikator AR dan TVA. - Saham terdaftar di BEI. Perbedaan: - Objek emiten batubara <i>Event</i>: konflik geopolitik internasional. - <i>Window</i>: t-5 - t+5, estimasi 120 hari. - Pasar AS, bukan Indonesia.
<i>Minister of Finance Reshuffle and the Purbaya Effect: A Reflection of Market Confidence and Indonesia's Economic Stability through an Event Study Approach (Moksa & Manullang, 2026)</i>	<i>Abnormal Return</i>	- AR signifikan negatif pada hari t0 - Terdapat perbedaan AAR sebelum dan sesudah (<i>Wilcoxon Z</i> = -5,514; <i>Sig.</i> = 0,000).	Persamaan: - <i>Event</i> yang sama: pengangkatan Menteri Keuangan 8 September 2025. - Metode <i>Event Study</i>. - <i>Window</i>: t-5 - t+5 - Pasar modal Indonesia. Perbedaan: - Objek 45 saham LQ45. - Tidak menggunakan TVA. - Model: <i>Mean adjusted model</i>.
Dampak Pergantian	Volatilitas Saham (σ /	- Tidak ada perbedaan volatilitas signifikan	Persamaan: - <i>Event</i> yang sama

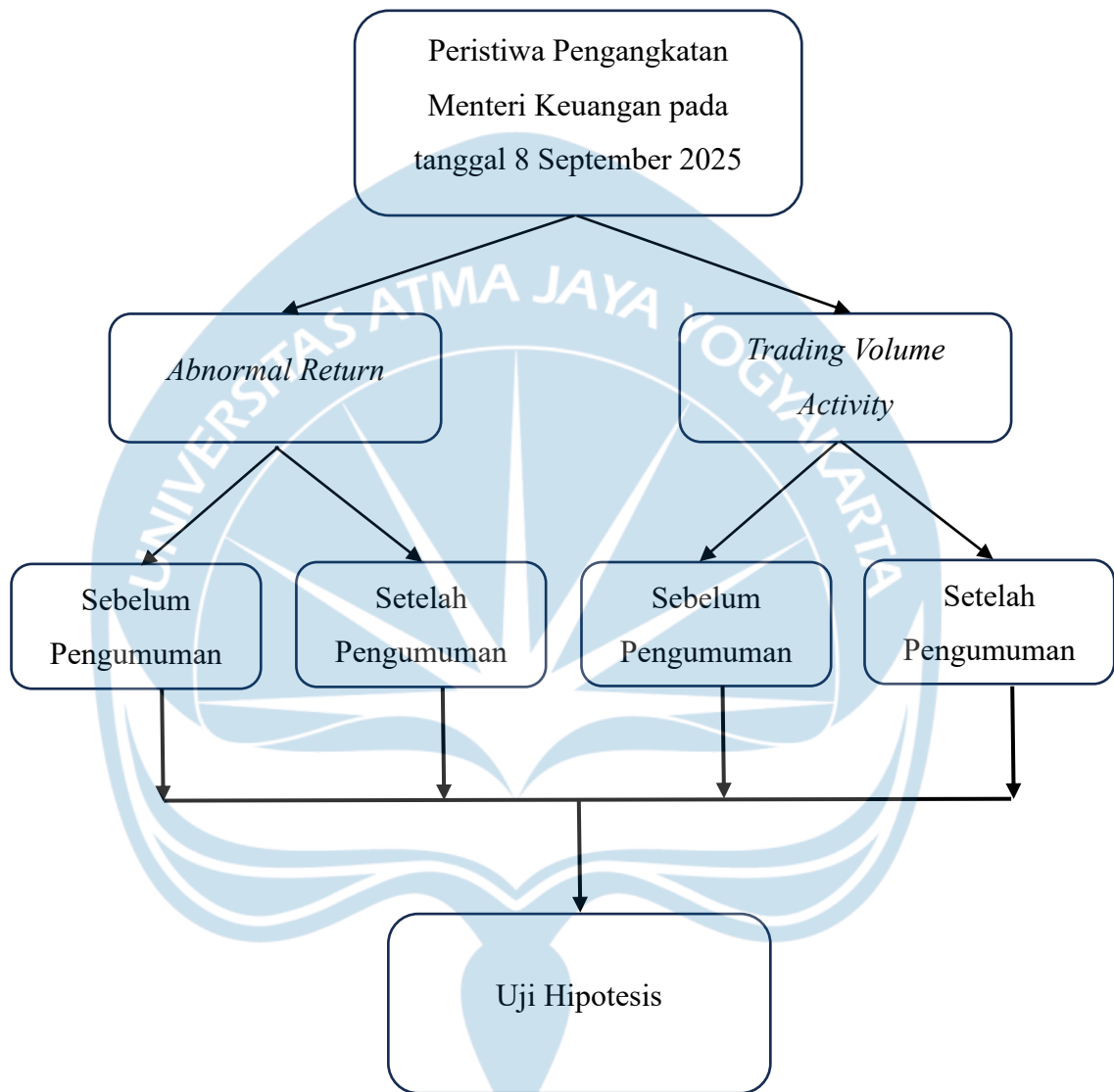
Menteri Keuangan terhadap Volatilitas Saham Sektor Perbankan di BEI (Alvionta <i>et al.</i> , 2025)	<i>standard deviation of return</i>)	sebelum dan sesudah (<i>Wilcoxon Sig.</i> = 0,710). - Pasar dinilai telah mengantisipasi pergantian Menkeu sebelum tanggal resmi.	pengangkatan Menteri Keuangan Purbaya Yudhi Sadewa, 8 September 2025. -Objek sektor perbankan di BEI. Perbedaan: -Variabel: volatilitas saham (σ), bukan AR dan TVA. - Sampel: 47 bank konvensional tanpa pembatasan KBMI 3-4 dan non-Himbara. - Model: <i>market adjusted model</i> .
<i>Sensitivity Sector State-Owned Banking towards Signal Policy Fiscal: Event Study Change of Finance Minister on Himbara Banks Shares</i> (Nidrah <i>et al.</i> , 2025)	<i>Abnormal Return (AR)</i>	- AR signifikan di t-3, t+3, t+5. - Tidak ada perbedaan AAR signifikan antara periode sebelum dan sesudah (<i>Sig.</i> = 0,200). - Indikasi kebocoran informasi sebelum event dan reaksi tertunda.	Persamaan: - <i>Event</i> yang sama pengangkatan Menteri Keuangan yang baru Purbaya Yudhi Sadewa - Indikator AR - Sektor perbankan di BEI. Perbedaan: - Tidak menggunakan TVA. - Bank Himbara (BBRI, BMRI, BBNI, BBTN)
Analisis Perbandingan <i>Trading Volume Activity</i> dan <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman Peresmian Pemindahan Ibukota Indonesia Oktober 2024 (Wongkar <i>et al.</i> , 2025)	<i>Abnormal Return (AR)</i> dan <i>Trading Volume Activity (TVA)</i>	- TVA berbeda signifikan sebelum dan sesudah (<i>Wilcoxon Sig.</i> = 0,028). - AR berbeda signifikan sebelum dan sesudah (<i>Wilcoxon Sig.</i> = 0,000)	Persamaan: - Metode event study. - Indikator AR dan TVA. - Objek bank konvensional di BEI. Perbedaan: - <i>Event</i> : pengumuman pemindahan ibukota. Oktober 2024. - Bank KBMI 3 dan 4, tidak membatasi non-Himbara.

Pengujian Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Kabinet Indonesia Maju (Bramesta, 2020)	- <i>Abnormal Return</i> (AR) - <i>Trading Volume Activity</i> (TVA)	- Tidak ada perbedaan AR (<i>Sig.</i> 0,476) & TVA (<i>Sig.</i> 0,651) sebelum vs sesudah peristiwa.	Persamaan: - Metode: <i>Event study</i>, - Indikator AR dan TVA. Perbedaan: - Objek saham LQ45. - <i>Event</i>: pengumuman Kabinet Indonesia Maju pada 23 Oktober 2019.
--	---	---	---

Sumber: berbagai sumber jurnal



2.3 Kerangka Berpikir



Gambar 2. 2 Kerangka Berpikir

Sumber: diolah peneliti (2026)

Dalam penelitian ini, peristiwa yang dianalisis adalah pengangkatan Menteri Keuangan pada tanggal 8 September 2025 yang diperkirakan membawa informasi bagi investor. Jabatan Menteri Keuangan memiliki peran penting dalam menentukan arah kebijakan fiskal dan menjaga stabilitas ekonomi nasional.

Perubahan pada posisi tersebut dapat mempengaruhi ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi dan kinerja sektor perbankan di pasar saham.

Untuk melihat bagaimana pasar merespons peristiwa tersebut, penelitian ini menggunakan dua indikator, yaitu *abnormal return* dan *trading volume activity*. Kedua variabel tersebut kemudian dibandingkan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman dengan menggunakan uji *t-test*. Melalui pengujian ini dapat diketahui apakah pengangkatan Menteri Keuangan memberikan pengaruh terhadap reaksi investor di pasar saham.

2.4 Pengembangan Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan sementara yang disusun berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu yang akan dibuktikan melalui penelitian. Dalam penelitian ini, hipotesis dibangun dengan menggunakan *event study*, yaitu pendekatan yang menjelaskan bahwa pasar modal akan bereaksi terhadap suatu informasi apabila informasi tersebut dianggap penting oleh investor. Reaksi itu biasanya dapat dilihat dari perubahan harga saham maupun perubahan aktivitas perdagangan saham di sekitar waktu terjadinya peristiwa.

Pasar modal merupakan salah satu tempat investasi yang sangat mudah terpengaruh oleh berbagai informasi, baik yang berasal dari kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, maupun peristiwa politik. Informasi yang dianggap penting biasanya akan memengaruhi cara investor mengambil keputusan. Salah satu informasi yang berpotensi menimbulkan respons pasar adalah pengangkatan pejabat negara yang memiliki peran besar dalam menentukan arah kebijakan ekonomi. Dalam penelitian ini, peristiwa yang menjadi perhatian adalah pengangkatan Menteri Keuangan pada 8 September 2025. Jabatan Menteri Keuangan memiliki posisi yang penting karena berkaitan langsung dengan kebijakan fiskal, pengelolaan anggaran negara, perpajakan, pembiayaan, serta kestabilan ekonomi nasional. Hal tersebut membuat pengangkatan Menteri Keuangan, investor cenderung akan memperhatikan peristiwa tersebut dan menilai kemungkinan dampaknya terhadap perekonomian maupun pasar modal.

Penelitian ini menggunakan objek bank non-Himbara yang termasuk dalam kelompok KBMI 3 dan KBMI 4. Pemilihan objek ini didasarkan pada alasan bahwa sektor perbankan merupakan sektor yang cukup sensitif terhadap perubahan kebijakan ekonomi dan kondisi makroekonomi. Di samping itu, bank non-Himbara memiliki karakteristik yang berbeda dengan bank milik negara, sehingga menarik untuk dianalisis lebih lanjut. Informasi mengenai pengangkatan Menteri Keuangan dapat dipandang oleh investor sebagai sinyal yang berhubungan dengan prospek industri perbankan, baik dari sisi stabilitas sistem keuangan, pertumbuhan kredit, maupun arah kebijakan ekonomi ke depan.

Salah satu cara untuk menangkap reaksi tersebut adalah melalui *abnormal return*, yaitu selisih antara *return* saham yang benar-benar terjadi di pasar dengan *return* yang seharusnya terjadi dalam kondisi normal. Ketika suatu peristiwa dinilai mengandung informasi yang penting, investor akan menyesuaikan keputusan investasinya, dan penyesuaian tersebut akan tercermin melalui perubahan harga saham di hari-hari sekitar pengumuman. Nidrah *et al.* (2025) memberikan bukti empiris bahwa dalam peristiwa yang sama, yaitu pengangkatan Menteri Keuangan pada 8 September 2025, terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari sekitar peristiwa pada saham bank Himbara. Temuan serupa juga diperoleh oleh Moksa & Manullang (2026) yang menemukan bahwa pergantian kepemimpinan di posisi fiskal menghasilkan *abnormal return* yang bervariasi pada saham-saham LQ45 dari berbagai sektor, argumen ini dengan menunjukkan bahwa pergantian pejabat fiskal tingkat tinggi secara langsung memengaruhi ekspektasi investor, khususnya pada sektor perbankan yang memiliki keterkaitan erat dengan arah kebijakan makroekonomi. Berdasarkan uraian tersebut, pengangkatan Menteri Keuangan pada 8 September 2025 diduga merupakan peristiwa yang membawa kandungan informasi bagi investor dan berpotensi memunculkan *abnormal return* pada hari-hari tertentu di sekitar tanggal peristiwa pada saham bank non-Himbara kelompok KBMI 3 dan KBMI 4.

Ha1: Terdapat *abnormal return* di sekitar periode peristiwa pengangkatan Menteri Keuangan baru pada 8 September 2025 pada saham bank non-Himbara kelompok KBMI 3 dan KBMI 4.

Selain mengamati reaksi pasar pada hari-hari tertentu, penelitian ini juga ingin mengetahui apakah secara keseluruhan terdapat perbedaan, berarti antara rata-rata *abnormal return* periode sebelum dan sesudah peristiwa. Pengujian ini penting untuk melihat apakah peristiwa pengangkatan Menteri Keuangan mengubah ekspektasi investor secara menyeluruh, bukan hanya memicu reaksi sesaat pada hari tertentu saja. Martins *et al.* (2025b) menemukan bahwa pengangkatan pejabat menteri yang memiliki kewenangan langsung terhadap suatu sektor dapat memunculkan perbedaan reaksi pasar yang nyata antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Penelitian Bouoiyour & Selmi (2017) juga menemukan bahwa ketidakpastian politik yang ditimbulkan oleh pergantian pejabat mampu menciptakan pola *abnormal return* yang berbeda antara kedua periode tersebut. Sementara itu, Alvionta *et al.* (2025) yang mengkaji seluruh sektor perbankan di BEI justru menemukan tidak adanya perbedaan yang signifikan secara rata-rata, yang menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap peristiwa ini cenderung tidak merata dan hanya terjadi pada kelompok bank tertentu. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menduga bahwa pengangkatan Menteri Keuangan pada 8 September 2025 berpotensi menghasilkan perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa pada saham bank non-Himbara kelompok KBMI 3 dan KBMI 4.

Ha2: Terdapat perbedaan *abnormal return* pada saham bank non-Himbara kelompok KBMI 3 dan KBMI 4 antara periode sebelum dan sesudah pengangkatan Menteri Keuangan baru pada 8 September 2025.

Reaksi pasar terhadap suatu peristiwa tidak hanya tercermin melalui perubahan harga saham, tetapi juga dapat dilihat dari seberapa aktif investor melakukan transaksi di pasar. *Trading volume activity* mencerminkan tingkat

keaktifan investor dalam melakukan aktivitas jual beli saham dalam periode tertentu. Ketika suatu informasi dinilai penting dan relevan, investor cenderung akan segera menyesuaikan portofolionya melalui transaksi pembelian atau penjualan saham, sehingga aktivitas perdagangan di pasar ikut mengalami perubahan. Sahl *et al.* (2023) menunjukkan bahwa peristiwa yang membawa kandungan informasi mampu mendorong perubahan *trading volume activity* yang sangat signifikan di pasar modal, bahkan dalam kondisi perubahan harga saham tidak terlalu mencolok. Sejalan dengan itu, Sunardi *et al.* (2023) juga menemukan bahwa kebijakan pemerintah yang berkaitan langsung dengan suatu sektor tertentu dapat menghasilkan perbedaan yang signifikan pada aktivitas volume perdagangan, meskipun tidak selalu diikuti oleh perubahan harga. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu tersebut, pengangkatan Menteri Keuangan pada 8 September 2025 diduga juga berpotensi mendorong perubahan *trading volume activity* yang signifikan pada saham bank non-Himbara kelompok KBMI 3 dan KBMI 4.

Ha3: Terdapat perbedaan *trading volume activity* pada saham bank non-Himbara kelompok KBMI 3 dan KBMI 4 antara periode sebelum dan sesudah pengangkatan Menteri Keuangan baru pada 8 September 2025.