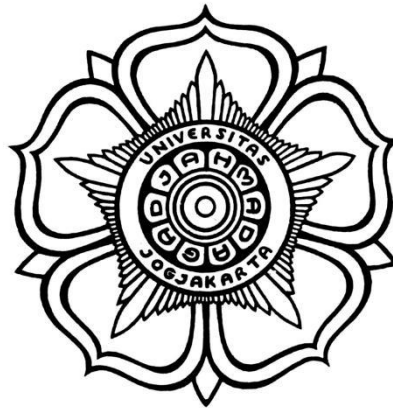


**Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Pembentukan  
Lembaga Pengelola Investasi**

Artikel Jurnal  
Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan Mencapai Derajat Magister  
Program Studi Magister Akuntansi



Oleh:

Delima Dewi Ekojati Westiningrum

19/452280/PEK/25232

**PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS  
UNIVERSITAS GADJAH MADA  
YOGYAKARTA**

**2022**

# Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Pembentukan Lembaga Pengelola Investasi

Delima Dewi Ekojati Westiningrum<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada  
e-mail: [delimadewi@mail.ugm.ac.id](mailto:delimadewi@mail.ugm.ac.id)

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi terhadap pengumuman pembentukan Lembaga Pengelola Investasi (LPI) dengan cara menganalisis *return* taknormal di sekitar pengumuman. Fokus reaksi pasar yang diuji dalam penelitian ini adalah perusahaan yang menjadi target investasi pertama LPI dalam proyek pembangunan infrastruktur transportasi. Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa dengan 12 sampel yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Pengujian hipotesis kemudian dilakukan dengan pengujian statistik-t. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi pada tanggal pengumuman terkait pembentukan LPI. Peristiwa pertama dan ketiga, yaitu pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja dan pengumuman penunjukan CEO LPI menghasilkan *return* taknormal positif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa kedua pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi dan direspon baik oleh pasar. Sedangkan peristiwa kedua, yaitu pengumuman tiga produk hukum LPI tidak ditemukan *return* taknormal positif signifikan karena pengumuman tersebut tidak mengandung informasi baru, tetapi hanya memperjelas kepastian hukum LPI yang merujuk informasi sebelumnya.

**Kata Kunci:** reaksi pasar, studi peristiwa, *return* taknormal, pasar modal Indonesia, Lembaga Pengelola Investasi (LPI).

**Abstract:** *This study aims to examine the information content of the announcement of the establishment of the Sovereign Wealth Fund (SWF) by analyzing abnormal returns around the announcement. The focus of the market reaction tested in this study is the company that became SWF's first investment target in a transportation infrastructure development project. This research uses an event study methodology with 12 samples selected using the purposive sampling method. Hypothesis testing was then carried out with t-statistic testing. The results of this study indicate that there is information content on the announcement date regarding the establishment of the SWF. The first and third events, namely the announcement of UU 11/2020 on Cipta Kerja and the announcement of the appointment of the SWF CEO resulted in significant positive abnormal returns. This shows that the two announcements contain information and are well responded to by the market. While the second event, namely the announcement of three SWF legal products, no significant positive abnormal returns were found because the announcement did not contain new information, but only clarified SWF's legal certainty which referred to previous information.*

**Keywords:** *market reaction, study of events, abnormal returns, Indonesian capital market, Sovereign Wealth Fund (SWF).*

## 1. Pendahuluan

Lembaga Pengelola Investasi (LPI) atau *Sovereign Wealth Fund* (SWF) merupakan lembaga untuk mengelola dana investasi khusus yang sepenuhnya dibentuk dan dimiliki oleh pemerintah dalam meningkatkan dan mengoptimalkan nilai aset secara jangka panjang (International Monetary Fund, 2007). LPI Indonesia dibentuk berdasarkan amanat Pasal 165 Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2020 (UU 11/2020) tentang Cipta Kerja yang disahkan pada tanggal 5 Oktober 2020. Pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja ini dapat memberikan gambaran awal terkait pembentukan LPI di Indonesia. Pengumuman ini akan memberikan kesempatan pertama kali bagi investor untuk melihat tujuan pembentukan LPI di Indonesia sehingga dapat menimbulkan reaksi pasar.

LPI memiliki tujuan untuk memberikan kontribusi positif dalam memajukan sektor industri dan pembangunan infrastruktur yang sejalan dengan Proyek Strategis Nasional (PSN). Pemerintah menyadari bahwa pendanaan pembangunan infrastruktur yang besar diperlukan LPI sebagai alternatif sumber pendanaan baru selain dana dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dan utang luar negeri. Apalagi selama pandemi Covid-19 yang mengguncang ekonomi global, kapasitas dana pemerintah semakin terbatas dan perlu mengurangi utang jangka pendek untuk pembangunan infrastruktur. Investasi proyek infrastruktur dengan menggunakan dana jangka pendek mengakibatkan *cost of fund* yang tinggi karena ketidakpastian permintaan, penurunan kualitas, dan biaya pemeliharaan, khususnya infrastruktur transportasi seperti jalan tol, rel kereta api, pelabuhan, dan bandara (Hultkrantz *et al.*, 2014; Chen, 2018; Sobieralski, 2020).

Pembentukan LPI dengan nama Indonesia Investment Authority (INA) pada akhir tahun 2020 ini akan mengumpulkan dana dalam bentuk

penyertaan modal (ekuitas) dan tidak berbasis pinjaman dari investor baik luar maupun dalam negeri untuk dikelola pada proyek-proyek yang akan memberikan hasil investasi cukup baik sehingga diharapkan dapat menjadi stimulus bagi investor asing untuk menanamkan modal sekaligus mengatasi masalah investasi di Indonesia (Kemenkeu, 2021b).

Menindaklanjuti amanat Pasal 165 UU 11/2020 tentang Cipta Kerja mengenai pembentukan LPI, pemerintah Indonesia menerbitkan tiga produk hukum pada tanggal 14 Desember 2020 sebagai upaya percepatan operasionalisasi LPI (Puspasari, 2020). Produk hukum pertama mengenai modal awal LPI yang diatur dalam Peraturan Pemerintah (PP) Nomor 73 Tahun 2020. Produk hukum kedua mengenai tata kelola dan operasionalisasi LPI yang diatur dalam PP Nomor 74 Tahun 2020. Produk hukum ketiga mengenai pengangkatan anggota dewan pengawas LPI yang diatur dalam Keputusan Presiden (Keppres) Nomor 128/P Tahun 2020. Tiga produk hukum tersebut dapat memperkuat struktur kelembagaan dan manajemen LPI sehingga kehadirannya diharapkan dapat menjadi mitra investor yang mampu memberikan kenyamanan dalam menanamkan modalnya di Indonesia dan menyebabkan reaksi pasar.

Selanjutnya, pada tanggal 16 Februari 2021 terdapat pengumuman bahwa Presiden Joko Widodo menunjuk Ridha Wirakusumah sebagai *Chief Executive Officer* (CEO) (Akbar, 2021). CEO LPI ditunjuk berdasarkan pengalaman dalam manajemen risiko dan memiliki jaringan investor global pada industri perbankan, jasa keuangan dan investasi. Pengalaman CEO sangat penting untuk menunjang kesuksesan operasional LPI pada tahun-tahun pertama, sehingga penunjukan CEO menandakan dimulainya operasionalisasi LPI dan diharapkan akan menimbulkan reaksi pasar.

Fenomena pengumuman pembentukan LPI menggambarkan bahwa pasar modal

Indonesia bereaksi terhadap peristiwa sehingga peneliti tertarik untuk mengkaji lebih lanjut. Penelitian terkait LPI atau SWF masih sangat terbatas. Penelitian Ghahramani (2013) menjelaskan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman regulasi SWF. Hasil penelitian Kotter & Lel (2008) menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman investasi SWF dan pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman divestasi SWF. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Kotter & Lel (2008) dan Ghahramani (2013) adalah kedua penelitian tersebut menggunakan objek penelitian berupa beberapa SWF terbesar di dunia seperti SWF milik negara Amerika, Kanada, Belanda, Jepang, Uni Emirat Arab, Singapura, dan sebagainya, sedangkan penelitian ini hanya menggunakan objek penelitian LPI di Indonesia yang baru dibentuk di akhir tahun 2020. Selain itu, kedua penelitian tersebut juga hanya berfokus pada satu peristiwa saja, sedangkan penelitian ini menggunakan tiga peristiwa yang berbeda dan diteliti sekaligus dengan objek penelitian yang sama. Penelitian ini akan berusaha mengisi kekosongan tersebut karena sejauh ini belum ada penelitian serupa terhadap pasar modal Indonesia.

Pasar modal Indonesia di akhir tahun 2019 menunjukkan kenaikan jumlah investor sebesar 56,21% (Kustodian Sentral Efek Indonesia, 2021). Adanya kenaikan jumlah investor di Indonesia akan diikuti dengan perilaku investor retail yang semakin canggih (*sophisticated*) dalam memutuskan kegiatan investasi (Rowter, 2016) dan rasional dengan mengamati perubahan harga atau mengikuti transaksi yang dilakukan oleh investor asing (Septyato, 2013). Investor asing dapat dijadikan patokan karena mereka memiliki transaksi dalam jumlah yang besar. Meskipun tujuan investasi investor asing dalam jangka panjang, investor retail dapat memperoleh keuntungan jangka pendek ketika ketersediaan informasi diserap dengan

cepat (Rowter, 2016). Informasi pembentukan LPI yang baru diterima masyarakat diharapkan dapat memberikan pengaruh positif untuk pasar modal Indonesia.

Arah pengaruh positif atau negatif menunjukkan arah dari reaksi pasar modal karena peristiwa yang mengandung informasi kabar baik dan kabar buruk (Hartono, 2018). Pengumuman pembentukan LPI merupakan kabar baik bagi sekuritas yang menjadi target investasi dalam memajukan sektor industri dan pembangunan infrastruktur yang sejalan dengan PSN. Sri Mulyani selaku Menteri Keuangan menyampaikan bahwa bidang infrastruktur transportasi seperti jalan tol, pelabuhan, dan bandara merupakan target investasi pertama dari LPI karena dipersiapkan dalam menjaga peningkatan permintaan setelah ekonomi pulih akibat pandemi Covid-19 (Kemenkeu, 2021a). LPI juga akan bekerja sama dengan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam memajukan sektor industri dan pembangunan infrastruktur sehingga kehadirannya diharapkan dapat menyehatkan perekonomian Indonesia setelah ada pandemi Covid-19.

Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa untuk menganalisis kandungan informasi (*information content*) dalam pengumuman-pengumuman terkait LPI yang dapat memengaruhi pasar. Pengumuman pembentukan LPI diprediksi memiliki kandungan informasi dan memberikan kesan baik kepada investor terhadap perusahaan-perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Apabila peristiwa pengumuman ini mengandung informasi yang meningkatkan nilai perusahaan-perusahaan yang menjadi target investasi pertama dalam proyek pembangunan infrastruktur jalan tol, pelabuhan, dan bandara, maka diharapkan pasar memberikan respon positif. Studi peristiwa pada penelitian ini akan menghitung *return* taknormal yang kemudian dilakukan pengujian statistik

agar dapat disimpulkan apakah pasar modal bereaksi atau tidak terhadap suatu peristiwa (Hartono, 2017b).

## **2. Tinjauan Literatur dan Pengembangan Hipotesis**

### **Studi Peristiwa (*Event Study*)**

Studi peristiwa didefinisikan oleh Bowman (1983) sebagai penelitian yang melibatkan analisis perilaku harga saham di sekitar waktu pengumuman atau kejadian informasi. Selain mempelajari perilaku harga saham, studi peristiwa juga mempelajari kandungan informasi berupa nilai ekonomis yang dapat memengaruhi nilai perusahaan dari suatu peristiwa (Hartono, 2018). Peristiwa dapat dikategorikan sebagai kabar baik yang akan direspon positif oleh pasar modal karena meningkatkan nilai perusahaan atau kabar buruk yang akan direspon negatif oleh pasar modal karena menurunkan nilai perusahaan. Respon pasar modal dalam penelitian studi peristiwa ditunjukkan dengan adanya *return* taknormal (Brown & Warner, 1985).

### **Kandungan Informasi (*Information Content*)**

Pengujian kandungan informasi (*information content*) bertujuan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Pasar akan bereaksi apabila kandungan informasi dari peristiwa pengumuman dianggap penting oleh investor, sedangkan pasar tidak akan bereaksi apabila kandungan informasi dari peristiwa pengumuman tidak dianggap penting oleh investor (Bozos *et al.*, 2011; Deshmukh *et al.*, 2013). Reaksi pasar pada waktu pengumuman ditunjukkan dengan adanya *return* taknormal atau perubahan harga dari saham yang bersangkutan. Suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan direspon oleh pasar dengan memberikan *return* taknormal, sedangkan pengumuman yang tidak memiliki kandungan informasi akan direspon oleh pasar dengan tidak

memberikan *return* taknormal (Hartono, 2018).

### ***Return* Taknormal (*Abnormal Return*)**

*Return* taknormal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar kejadian atau pengumuman dianalisis dalam studi peristiwa. Hartono (2018) mendefinisikan *return* taknormal sebagai selisih antara *return* realisasian yang telah terjadi pada periode peristiwa ke-*t* dan *return* ekspektasian yang harus diestimasi. *Return* ekspektasian diestimasi oleh Brown & Warner (1985) dengan menggunakan tiga model estimasi yang terdiri atas *mean-adjusted model* (*return* ekspektasian yang diasumsikan bernilai konstan), *market model* (*return* ekspektasian yang dibentuk dengan menggunakan teknik regresi *Ordinary Least Square / OLS*), dan *market-adjusted model* (*return* ekspektasian dengan menggunakan *return* indeks pasar pada saat tersebut).

### **Reaksi Pasar terhadap Pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja**

Pengumuman pertama yang dikeluarkan oleh pemerintah terkait pembentukan LPI adalah pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja. Pengumuman pertama tentang suatu peraturan baru dapat memberikan gambaran awal terkait pembentukan LPI kepada pelaku pasar. Pengumuman ini akan memberikan kesempatan pertama kali bagi investor untuk melihat tujuan pembentukan LPI di Indonesia yaitu untuk mendukung pembangunan infrastruktur yang berkelanjutan sehingga peristiwa ini diharapkan memiliki kandungan informasi (*information content*) dan menjadi kabar baik yang direspon positif oleh pasar karena dapat meningkatkan nilai perusahaan yang menjadi target investasi pertama LPI. Penelitian terdahulu juga menganggap bahwa pengumuman pertama terkait peraturan baru atau undang-undang dapat dianggap penting oleh investor dan menimbulkan reaksi pasar (Larcker *et al.*, 2011; Ferawati, 2016; dan Law *et al.*,

2020) sehingga hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

**H<sub>1</sub>:** Terdapat reaksi pasar positif di sekitar pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja.

### **Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Tiga Produk Hukum Lembaga Pengelola Investasi**

Pengumuman kedua yang dikeluarkan oleh pemerintah terkait pembentukan LPI adalah pengumuman penerbitan tiga produk hukum LPI. Tiga produk hukum tersebut terdiri atas PP Nomor 73 Tahun 2020 tentang Modal Awal LPI, PP Nomor 74 Tahun 2020 tentang LPI, dan Keppres Nomor 128/P Tahun 2020 tentang Pengangkatan Anggota Dewan Pengawas LPI. Penerbitan tiga produk hukum LPI merupakan upaya pemerintah dalam mempercepat operasionalisasi LPI dengan tata kelola berstandar internasional yang menerapkan prinsip independensi, transparansi, dan akuntabilitas. Selain tata kelola LPI, tiga produk hukum tersebut menjadi kepastian hukum yang kuat bagi masyarakat sehingga diharapkan memiliki kandungan informasi (*information content*) yang direspon oleh pasar dengan memberikan *return* taknormal di sekitar periode peristiwa. Hasil penelitian terdahulu juga menjelaskan bahwa pengumuman peraturan baru memiliki kandungan informasi kepastian hukum yang dapat menimbulkan reaksi pasar (Kotter & Lel, 2008; Ghahramani, 2013) sehingga hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

**H<sub>2</sub>:** Terdapat reaksi pasar positif di sekitar pengumuman tiga produk hukum Lembaga Pengelola Investasi.

### **Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penunjukan CEO Lembaga Pengelola Investasi**

Pengumuman ketiga yang dikeluarkan oleh pemerintah terkait pembentukan LPI adalah pengumuman CEO LPI. Penunjukan CEO merupakan perwujudan

awal terhadap operasionalisasi LPI dan pengalaman CEO penting sekali untuk menunjang kesuksesan operasional LPI pada tahun-tahun pertama. Presiden Joko Widodo menunjuk Ridha Wirakusumah menjadi CEO LPI berdasarkan pengalaman yang dimilikinya lebih dari 30 tahun dalam manajemen risiko dan memiliki jaringan investor baik nasional maupun global. Ridha Wirakusumah juga dikenal memiliki keberhasilan dalam bersih-bersih aset bermasalah di Bank Maybank, Bank Permata, dan pernah memiliki karir menjadi CEO Indonesia di KKR & Co. (Asworo, 2021). Penunjukan Ridha Wirakusumah sebagai CEO LPI diharapkan menjadi kabar baik dan memiliki kandungan informasi (*information content*) yang dapat dipercaya masyarakat karena memiliki rekam jejak yang baik sebagai CEO dan investor senior dalam perputaran perusahaan dan penciptaan nilai perusahaan. Penelitian terdahulu juga menganggap bahwa pengumuman penunjukan CEO dapat menimbulkan reaksi pasar (Charitou *et al.*, 2010; Pessarossi & Weill, 2013) sehingga hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

**H<sub>3</sub>:** Terdapat reaksi pasar positif di sekitar pengumuman penunjukan CEO Lembaga Pengelola Investasi.

## **3. Metode Penelitian**

### **Populasi dan Sampel**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah keseluruhan saham yang tercatat di BEI. Peneliti membatasi sampel penelitian terhadap saham BUMN yang dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Hartono (2017a) menjelaskan bahwa pengambilan sampel dari populasi dengan metode *purposive sampling* dilakukan berdasarkan suatu kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu: perusahaan BUMN pada sektor konstruksi dan sektor pendukung pembangunan infrastruktur jalan tol, pelabuhan, dan bandara yang terdaftar di BEI selama

periode penelitian, dan perusahaan tidak melakukan *corporate action* seperti pembagian dividen, mengeluarkan *right issue*, *stock split*, *merger*, akuisisi, dan peristiwa material lainnya selama periode penelitian. Sampel akhir diperoleh sejumlah 12 saham perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian dalam proses seleksi sampel.

### Data

Data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data harga saham yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data saham harian pada saat harga penutupan (*closing price*) dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian selama periode observasi. Periode observasi yang digunakan dalam penelitian ini terdiri atas 5 hari periode peristiwa dan 30 hari periode estimasi.

### Analisis Data

Pengujian normalitas terlebih dahulu dilakukan untuk memastikan bahwa sampel yang diambil dalam studi peristiwa dapat merefleksikan populasi (MacKinlay, 1997) dan sebagai syarat yang dibutuhkan untuk melakukan analisis pengujian hipotesis (Hartono, 2017a). Pengujian normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode pengujian Shapiro Wilk. Setelah memastikan asumsi normalitas sampel, langkah selanjutnya adalah menghitung *return* taknormal yang kemudian dilakukan pengujian statistik agar dapat disimpulkan apakah pasar modal Indonesia bereaksi terhadap peristiwa pengumuman pembentukan LPI. Langkah-langkah untuk melakukan studi peristiwa diuraikan sebagai berikut (Hartono, 2018).

1. Menentukan peristiwa yang akan diteliti dan dilihat reaksi pasarnya.
2. Mengidentifikasi peristiwa dan tanggal terjadinya peristiwa.

3. Menentukan panjang jendela.
4. Mengeluarkan peristiwa-peristiwa pengganggu.
5. Menentukan model *return* normal. Penelitian ini menggunakan model sesuaian rerata (*mean-adjusted model*) dapat dihitung sebagai berikut.

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=t-3}^{t-2} R_{i,j}}{T}$$

#### Notasi:

$E(R_{i,t})$  = *return* ekspektasian saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*.

$R_{i,j}$  = *return* realisasian perusahaan ke-*i* pada periode estimasi ke-*j*.

$T$  = lamanya periode estimasi (dari  $t-3$  sampai dengan  $t-2$ ).

6. Menentukan panjang periode estimasi
7. Menghitung *return* taknormal, rerata *return* taknormal, dan rerata kumulatif *return* taknormal.

*Return* taknormal dapat dihitung sebagai berikut.

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

#### Notasi:

$R_{i,t}$  = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*.

$P_{i,t}$  = harga saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*.

$P_{i,t-1}$  = harga saham ke-*i* pada periode peristiwa ke- $t-1$ .

*Return* taknormal saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t* dapat dihitung berdasarkan rumus berikut.

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

#### Notasi:

$RTN_{i,t}$  = *return* taknormal saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*.

$R_{i,t}$  = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*.

$E(R_{i,t})$  = *return* ekspektasian saham ke-*i* untuk periode peristiwa ke-*t*.

Rerata *return* tak normal pada hari ke-*t* dapat dihitung sebagai berikut.

$$RRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^N RTN_{i,t}}{N}$$

**Notasi:**

$RRTN_t$  = rerata *return* taknormal pada hari ke-t.

$RTN_{i,t}$  = *return* taknormal untuk saham ke-i pada hari ke-t.

N = jumlah saham yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

Rumus rerata akumulasi *return* taknormal dihitung sebagai berikut.

$$ARTN(t_1, t_p) = \sum_{t=t_1}^{t_p} RRTN_t$$

**Notasi:**

$ARTN(t_1, t_p)_i$  = rerata akumulasi *return* taknormal saham dari hari ke- $t_1$  sampai dengan hari ke- $t_p$ .

$RRTN_t$  = rerata *return* taknormal pada hari ke-t.

8. Uji signifikansinya secara statistik.

Setelah menghitung nilai hasil statistik-t, langkah selanjutnya dalam pengujian hipotesis ialah membandingkan nilai statistik-t dengan nilai t-tabel. Hal ini dilakukan untuk menguji apakah *return* taknormal di sekitar tanggal peristiwa berbeda secara signifikan dengan nol. Hipotesis dinyatakan terdukung apabila nilai hasil statistik-t > nilai dalam t-tabel, sebaliknya hipotesis tidak terdukung apabila nilai hasil statistik-t < nilai dalam t-tabel.

**4. Hasil Penelitian dan Pembahasan**

**Pengujian Normalitas**

Apabila nilai signifikansi dalam pengujian Shapiro Wilk lebih dari 0,05 (sig. > 0,05), maka sampel berdistribusi normal. Apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05 (sig. < 0,05), maka sampel tidak berdistribusi normal. Berikut hasil uji normalitas dengan metode Shapiro Wilk.

Tabel 4.1 Uji Normalitas RRTN

Variabel	Observasi	Nilai Sig.	Kesimpulan
Peristiwa 1	12	0,6150	Normal
Peristiwa 2	12	0,2808	Normal
Peristiwa 3	12	0,5588	Normal

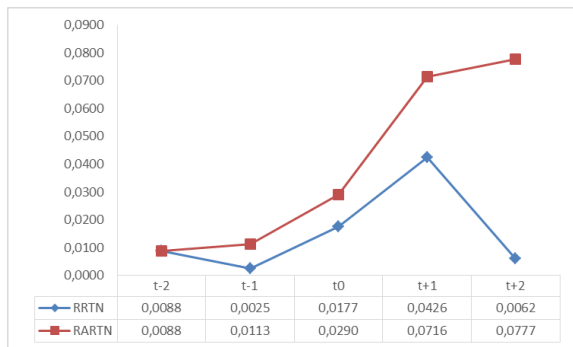
(Sumber: Olah data SPSS, 2021)

Tabel 4.1 menunjukkan hasil uji normalitas dari variabel *return* taknormal yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap tiga pengumuman pembentukan LPI. Nilai signifikansi untuk peristiwa pertama sebesar 0,6150, nilai signifikansi untuk peristiwa kedua sebesar 0,2808, dan nilai signifikansi untuk peristiwa ketiga sebesar 0,5588. Nilai signifikansi dari seluruh variabel (peristiwa 1, peristiwa 2, dan peristiwa 3) lebih besar dari 0,05 (sig. > 0,05) sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_A$  ditolak yang berarti sampel dalam penelitian ini berdistribusi normal, dan selanjutnya dapat dilakukan pengujian hipotesis ( $H_1$ ,  $H_2$ , dan  $H_3$ ).

**Pengujian Hipotesis Pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja**

Reaksi pasar modal dapat terlihat dari perubahan *return* taknormal (RTN) yang menunjukkan perbedaan antara *return* ekspektasian dengan *return* sesungguhnya di sekitar tanggal pengumuman. Apabila RTN menunjukkan perubahan yang signifikan, maka terdapat reaksi pasar. Apabila RTN menunjukkan perubahan yang tidak signifikan, maka tidak terdapat reaksi pasar. Berikut rerata *return* taknormal (RRTN) dan rerata akumulasi *return* taknormal (RARTN) selama periode peristiwa pertama.





Gambar 4.1 Pergerakan RRTN dan RARTN pada Peristiwa Pertama (Sumber: Olah data *excel*, 2021)

Gambar 4.1 menunjukkan bahwa pada seluruh hari di periode peristiwa menghasilkan RRTN positif. RRTN positif terjadi pada hari t-2, t-1, t0, t+1, dan t+2, sedangkan RARTN terus meningkat dari t-2 hingga t+2. Hal ini dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap peristiwa pertama dalam penelitian ini, selanjutnya dilakukan pengujian  $H_1$  dengan menghitung nilai statistik-t yang diperoleh standardisasi nilai *return* taknormal standardisasian di masing-masing hari periode peristiwa. Setelah memperoleh nilai *return* taknormal standardisasian atau nilai statistik-t, langkah selanjutnya ialah membandingkan nilai statistik-t dengan nilai t-tabel. Berikut nilai signifikansi rerata *return* taknormal di periode peristiwa

Tabel 4.2 Signifikansi RRTN pada Periode Peristiwa Pertama

Periode Peristiwa	RRTN	Nilai Statistik-t	Sig.	Kesimpulan
t-2	0,0071	1,3248		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t-1	0,0021	0,3744		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t0	0,0198	2,4848	**	Terdapat <i>return</i> taknormal positif
t+1	0,0425	5,5646	*	Terdapat <i>return</i> taknormal positif
t+2	0,0061	0,6467		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif

**Keterangan:**  
 \* Signifikan pada 1%; \*\*Signifikan pada 5%; \*\*\*Signifikan pada 10%  
 t-tabel  $\alpha = 0,01$ ,  $df = 11$ , one tail = 2,7181  
 t-tabel  $\alpha = 0,05$ ,  $df = 11$ , one tail = 1,7959  
 t-tabel  $\alpha = 0,10$ ,  $df = 11$ , one tail = 1,3634

(Sumber: Olah data *excel*, 2021)

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa hasil pengujian hipotesis pertama terhadap pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja terdapat reaksi pasar positif pada t0 dengan tingkat signifikansi 5% dan reaksi

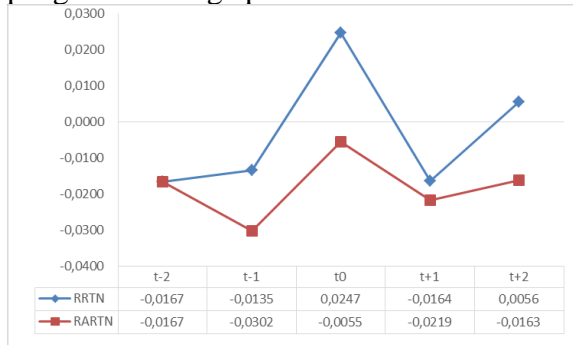
pasar positif pada t+1 dengan tingkat signifikansi 1%. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja memiliki kandungan informasi (*information content*) yang dianggap penting oleh pasar karena memberikan gambaran awal terkait pembentukan LPI di Indonesia dan menunjukkan kecepatan reaksi pasar pada satu hari setelah peristiwa. Pengumuman ini memberikan kesempatan pertama kali bagi investor untuk melihat tujuan pembentukan LPI sehingga menimbulkan reaksi pasar pada pengumuman resmi pemerintah yang pertama kali diterima oleh pasar (Hartono, 2018).

Informasi pertama yang dikeluarkan oleh pemerintah terkait undang-undang baru sebagai dasar pembentukan LPI merupakan informasi baru dan memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga masyarakat dapat merespon informasi tersebut dengan memberikan *return* taknormal di sekitar tanggal pengumuman yang sejalan dengan penelitian Larcker *et al.* (2011) dan Law *et al.* (2020).

Dasar pembentukan LPI pada UU Cipta Kerja hanya disebutkan dalam pasal 165 sehingga peneliti mengalami kesulitan untuk mengeluarkan informasi lain selain pembentukan LPI karena antarpasal dalam UU Cipta Kerja saling berkaitan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar yang bereaksi positif dalam periode peristiwa pengumuman UU Cipta Kerja memiliki kandungan informasi bukan hanya informasi terkait pembentukan LPI, tetapi tercampur dengan informasi lain yang memengaruhi periode observasi. Adanya peristiwa lain yang dapat memengaruhi periode observasi dalam penelitian studi peristiwa juga disampaikan oleh Telaumbanua & Sumiyana (2008), Mauck (2012), dan Ramadhan (2016).

## Pengujian Hipotesis Pengumuman Tiga Produk Hukum Lembaga Pengelola Investasi

Berikut RRTN dan RARTN selama periode peristiwa kedua, yaitu pengumuman tiga produk hukum LPI.



Gambar 4.2 Pergerakan RRTN dan RARTN pada Peristiwa Kedua  
(Sumber: Olah data *excel*, 2021)

Gambar 4.2 menunjukkan bahwa RRTN berfluktuasi antara nilai positif dan negatif, yaitu dimulai dengan nilai negatif pada t-2 dan t-1, kemudian meningkat menjadi positif pada t0, tetapi kembali turun menjadi negatif pada t+1, dan kembali meningkat menjadi positif pada t+2, sedangkan RARTN bernilai negatif pada seluruh hari di periode peristiwa (t-2, t-1, t0, t+1, dan t+2). Hal ini dapat disimpulkan bahwa pasar tidak bereaksi positif terhadap peristiwa kedua dalam penelitian ini, selanjutnya dilakukan pengujian  $H_2$  dengan menguji nilai signifikansi RRTN di periode peristiwa. Berikut nilai signifikansi RRTN di periode peristiwa kedua.

Tabel 4.3 Signifikansi RRTN pada Peristiwa Kedua

Periode Peristiwa	RRTN	Nilai Statistik-t	Sig.	Kesimpulan
t-2	-0,0167	-1,1302		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t-1	-0,0135	-0,5006		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t0	0,0247	0,3031		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t+1	-0,0164	-0,7355		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t+2	0,0056	0,3674		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif

**Keterangan:**  
 \* Signifikan pada 1%; \*\*Signifikan pada 5%; \*\*\*Signifikan pada 10%  
 t-tabel  $\alpha$ : 0,01, df = 11, one tail = 2,7181  
 t-tabel  $\alpha$ : 0,05, df = 11, one tail = 1,7959  
 t-tabel  $\alpha$ : 0,10, df = 11, one tail = 1,3634

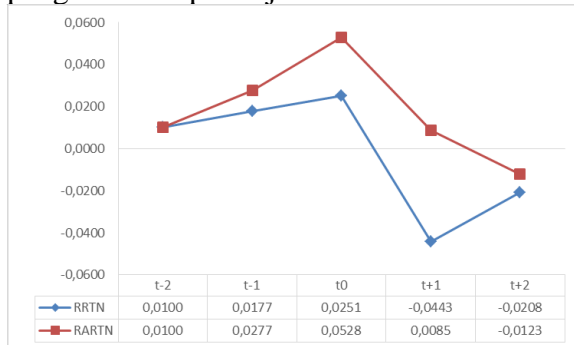
(Sumber: Olah data *excel*, 2021)

Tabel 4.3 menunjukkan bahwa hasil pengujian hipotesis kedua terhadap pengumuman tiga produk hukum LPI tidak terdapat reaksi pasar positif signifikan selama periode peristiwa. Pengumuman tiga produk hukum LPI tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) dan investor tidak melihat keuntungan dari informasi tersebut sehingga tidak menimbulkan reaksi pasar (Dontoh & Ronen, 1993). Tidak adanya reaksi pasar selama periode peristiwa dapat disebabkan karena reaksi investor terjadi di luar periode peristiwa. Hal ini mungkin terjadi karena setelah mengamati hasil peristiwa pertama yang menunjukkan reaksi positif signifikan terhadap pengumuman pembentukan LPI. Pengumuman tiga produk hukum LPI bukan merupakan pengumuman atau gambaran pertama kali pasar terhadap suatu pembentukan LPI yang baru dilakukan di Indonesia sehingga investor mungkin salah dalam menangkap sinyal dari suatu peristiwa (Hartono, 2018).

Informasi yang sudah diketahui, diakses, dan diproses oleh masyarakat merupakan informasi yang tidak baru dan tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga pasar tidak bereaksi terhadap peristiwa tersebut yang sejalan dengan penelitian (Dontoh & Ronen, 1993). Hasil penelitian Sun, Tao & Hesse (2009) juga tidak menemukan adanya reaksi pasar yang signifikan pada peristiwa terkait SWF atau LPI. Pengumuman tiga produk hukum LPI tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) karena tiga produk hukum tersebut tidak mengandung informasi baru, tetapi hanya memberikan penjelasan terkait pertanyaan masyarakat tentang kepastian hukum dan pengelolaan lembaga tersebut sesuai dengan prinsip independensi dan kredibilitas yang merujuk pada UU 11/2020 tentang Cipta Kerja sebagai dasar pembentukan LPI yang sudah diumumkan sebelumnya.

## Pengujian Hipotesis Pengumuman Penunjukan CEO Lembaga Pengelola Investasi

Berikut RRTN dan RARTN selama periode peristiwa ketiga, yaitu pengumuman penunjukan CEO LPI.



Gambar 4.3 Pergerakan RRTN dan RARTN pada Peristiwa Ketiga (Sumber: Olah data *excel*, 2021)

Gambar 4.3 menunjukkan bahwa RRTN selama periode peristiwa dimulai dengan nilai positif pada t-2, t-1, dan t0, kemudian menurun menjadi negatif pada t+1 dan t+2, sedangkan RARTN memiliki kecenderungan nilai positif. Hanya t+2 pada peristiwa ketiga yang memiliki RARTN bernilai negatif (-0,0123). Hal ini dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap peristiwa ketiga dalam penelitian ini, selanjutnya dilakukan pengujian  $H_3$  dengan menguji nilai signifikansi RRTN di periode peristiwa. Berikut nilai signifikansi RRTN di periode peristiwa ketiga.

Tabel 4.4 Signifikansi RRTN pada Peristiwa Ketiga

Periode Peristiwa	RRTN	Nilai Statistik-t	Sig.	Kesimpulan
t-2	0,0100	0,8776		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t-1	0,0277	1,4435	***	Terdapat <i>return</i> taknormal positif
t0	0,0528	1,8141	**	Terdapat <i>return</i> taknormal positif
t+1	0,0085	-3,3100		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif
t+2	-0,0123	-1,5296		Tidak terdapat <i>return</i> taknormal positif

**Keterangan:**  
 \* Signifikan pada 1%; \*\*Signifikan pada 5%; \*\*\*Signifikan pada 10%  
 t-tabel  $\alpha$ : 0,01, df = 11, one tail = 2,7181  
 t-tabel  $\alpha$ : 0,05, df = 11, one tail = 1,7959  
 t-tabel  $\alpha$ : 0,10, df = 11, one tail = 1,3634

(Sumber: Olah data *excel*, 2021)

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa hasil hipotesis ketiga terhadap pengumuman penunjukan CEO LPI terdapat reaksi pasar

positif pada t-1 dengan tingkat signifikansi 10% dan reaksi pasar positif pada t0 dengan tingkat signifikansi 5%. Reaksi pasar yang terjadi pada satu hari sebelum peristiwa mengindikasikan bahwa terjadi kebocoran informasi atau investor telah menerima informasi mengenai CEO LPI. Salah satu calon CEO menyampaikan bahwa seluruh calon CEO LPI telah selesai menjalani proses uji kelayakan dan kepatutan serta telah mengerucut menjadi tiga nama yang lolos sudah menghadap Presiden Joko Widodo pada satu hari sebelum peristiwa, meskipun berita tersebut belum dibenarkan oleh panitia seleksi (Prakoso, 2021; Ramalan, 2021). Selanjutnya pada hari peristiwa, Presiden Joko Widodo menunjuk Ridha Wirakusumah menjadi CEO LPI berdasarkan pengalaman sebagai eksekutif senior di bidang perbankan, jasa keuangan, dan investasi. Pengumuman penunjukan Ridha Wirakusumah sebagai CEO LPI memiliki kandungan informasi (*information content*) dan menimbulkan reaksi pasar karena masyarakat percaya bahwa CEO yang dipilih ahli dalam manajemen risiko, memiliki jaringan investor baik nasional maupun global, dan dikenal memiliki keberhasilan dalam bersih-bersih aset bermasalah.

Pengumuman penunjukan CEO LPI merupakan kabar baik (*good news*) bagi investor. Investor beranggapan bahwa penunjukan CEO yang memiliki reputasi baik dalam mengelola perusahaan nasional dan internasional dapat memengaruhi tingkat keuntungan perusahaan. Investor juga percaya bahwa pengalaman CEO sangat penting untuk menunjang kesuksesan operasional pada tahun-tahun pertama, selain jejaring internasional dan fondasi hukum yang kuat. Oleh karena itu, pengumuman penunjukan CEO memiliki kandungan informasi (*information content*) yang ditunjukkan dengan adanya *return* taknormal positif signifikan pada t-1 dan t0. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penggunaan *return* taknormal

untuk mengukur reaksi pasar terhadap peristiwa pengumuman penunjukan CEO yang disebutkan sebelumnya (Charitou *et al.*, 2010; Pessarossi & Weill, 2013).

### **Diskusi Perbandingan Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Pembentukan Lembaga Pengelola Investasi**

Dari sisi kekuatan kandungan informasi, peristiwa pengumuman penunjukan CEO LPI lebih direspon oleh pasar dibandingkan dengan dua peristiwa lainnya pada waktu peristiwa pengumuman. Pengumuman penunjukan CEO LPI memberikan *return* taknormal positif signifikan pada  $t-1$  sebesar 0,0277 dan  $t_0$  sebesar 0,0528. Reaksi pasar yang terjadi pada satu hari sebelum peristiwa mengindikasikan bahwa adanya kebocoran informasi di mana calon CEO LPI telah mengerucut menjadi tiga nama yang lolos seleksi uji kelayakan dan kepatutan serta telah menghadap Presiden Joko Widodo (Prakoso, 2021; Ramalan, 2021). Pengumuman penunjukan CEO LPI juga bereaksi pada hari peristiwa karena investor menganggap bahwa penunjukan Ridha Wirakusumah sebagai CEO yang memiliki pengalaman, keberhasilan, dan reputasi baik dalam mengelola perusahaan nasional dan internasional dapat menunjang kesuksesan operasional pada tahun-tahun pertama. Selanjutnya, pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja juga memberikan *return* taknormal positif signifikan pada  $t_0$  sebesar 0,0198 dan 0,0425 pada  $t+1$ . Hal ini terjadi karena ada respon investor untuk melihat gambaran awal terkait tujuan pembentukan LPI dan ada kecepatan reaksi pasar pada satu hari setelah peristiwa. Pengumuman tiga produk hukum LPI memberikan *return* taknormal positif tetapi tidak signifikan pada  $t_0$  sebesar 0,0247 dan terdapat *return* taknormal negatif hampir di seluruh periode peristiwa ( $t-2$ ,  $t-1$ , dan  $t+1$ ), hal itu terjadi karena pengumuman tersebut tidak mengandung informasi baru. Pengumuman tiga produk hukum LPI hanya memberikan penjelasan terkait

pertanyaan masyarakat tentang kepastian hukum dan pengelolaan lembaga tersebut yang merujuk pada UU 11/2020 tentang Cipta Kerja sebagai dasar pembentukan LPI yang sudah diumumkan sebelumnya.

## **5. Simpulan dan Saran**

### **Simpulan**

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis data, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut. Pertama, pengumuman UU 11/2020 tentang Cipta Kerja sebagai dasar pembentukan LPI bereaksi pada hari peristiwa dan satu hari setelah peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi (*information content*) yang dianggap penting oleh pasar karena memberikan gambaran awal terkait pembentukan LPI di Indonesia dan menunjukkan kecepatan reaksi pasar pada satu hari setelah peristiwa. Kedua, pengumuman tiga produk hukum LPI tidak ditemukan reaksi pasar selama periode peristiwa. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman tiga produk hukum LPI tidak memiliki kandungan informasi karena tiga produk hukum tersebut tidak mengandung informasi baru, tetapi hanya memberikan penjelasan terkait pertanyaan masyarakat tentang kepastian hukum dan pengelolaan lembaga tersebut sesuai dengan prinsip independensi dan kredibilitas yang merujuk pada UU 11/2020 tentang Cipta Kerja sebagai dasar pembentukan LPI yang sudah diumumkan sebelumnya. Ketiga, pengumuman penunjukan CEO LPI bereaksi pada hari peristiwa dan satu hari sebelum peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman penunjukan CEO LPI memiliki kandungan informasi yang dianggap penting oleh pasar dan memberikan reaksi pasar positif pada hari peristiwa. Penunjukan CEO LPI berdasarkan pengalaman dan reputasi baik dalam mengelola perusahaan nasional dan internasional mungkin dipercaya investor untuk menunjang kesuksesan operasional pada tahun-tahun pertama. Adapun reaksi pasar yang terjadi pada satu hari sebelum

peristiwa mengindikasikan adanya kebocoran informasi di mana calon CEO LPI telah mengerucut menjadi tiga nama yang lolos seleksi uji kelayakan dan kepatutan serta telah menghadap Presiden Joko Widodo, meskipun berita tersebut belum dibenarkan oleh panitia seleksi (Prakoso, 2021; Ramalan, 2021).

### **Keterbatasan dan Saran**

Hartono (2017a) menyampaikan bahwa tidak ada penelitian yang sempurna, semua penelitian pasti memiliki keterbatasan. Keterbatasan dan saran pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Penelitian ini merupakan studi peristiwa yang digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa yang hanya ditunjukkan dengan perubahan harga saham di sekitar pengumuman, penelitian selanjutnya dapat memperluas pengujian studi peristiwa dengan menguji efisiensi pasar, evaluasi model, dan penjelasan metrik (Hartono, 2018), serta reaksi pasar juga dapat ditunjukkan dengan perubahan volume transaksi (Beaver, 1968).
2. Sampel penelitian hanya menggunakan perusahaan BUMN yang menjadi target investasi pertama dalam proyek-proyek pembangunan infrastruktur oleh LPI. LPI merupakan lembaga baru di Indonesia yang dibentuk pada akhir tahun 2020, maka di masa yang akan datang diharapkan terdapat peningkatan jumlah investasi atau divestasi yang dilakukan oleh lembaga ini sehingga pengambilan sampel dapat lebih banyak pada penelitian selanjutnya.
3. Periode observasi dalam penelitian ini memiliki periode observasi yang berdekatan sehingga dapat menyebabkan tumpang tindih (*overlapping*) reaksi pasar antara peristiwa satu dengan peristiwa lainnya. Penelitian selanjutnya diharapkan dalam menentukan periode observasi dilakukan secara tepat dan akurat

dengan mengumpulkan informasi dari berbagai sumber.

4. Terdapat peristiwa lain di luar kendali yang mungkin dapat memengaruhi periode peristiwa dalam penelitian ini, misalnya dalam UU 11/2020 tentang Cipta Kerja yang menggabungkan beberapa aturan berbeda peneliti memiliki kesulitan dalam mengisolasi informasi selain pengumuman dasar pembentukan LPI yang terdapat di pasal 165. Hal ini menunjukkan adanya kemungkinan bahwa pasar tidak hanya bereaksi pada pengumuman pembentukan LPI tetapi mungkin tercampur dengan informasi lain yang memengaruhi periode peristiwa sehingga penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengidentifikasi informasi dalam peristiwa secara rinci untuk memperoleh hasil penelitian yang mencerminkan kondisi sesungguhnya.

### **Daftar Pustaka**

- Akbar, C. (2021). *Rekam Jejak 5 Direksi Lembaga Pengelola Investasi yang Diumumkan Jokowi*. *Bisnis Tempo*. <https://bisnis.tempo.co/read/1433331/rekam-jejak-5-direksi-lembaga-pengelola-investasi-yang-diumumkan-jokowi/full&view=ok>
- Asworo, H. T. W. (2021). Sosok Bos SWF Ridha Wirakusumah, Tukang “Cuci” Aset Bermasalah. *Bisnis Indonesia*. <https://market.bisnis.com/read/20210216/192/1356792/sosok-bos-swf-ridha-wirakusumah-tukang-cuci-aset-bermasalah>
- Bowman, R. G. (1983). Understanding and Conducting Event Studies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4), 561–584. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1983.tb00453.x>
- Bozos, K., Nikolopoulos, K., & Ramgandhi, G. (2011). Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, 20(5),

- 364–374.  
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.07.003>
- Brown, Stephen J & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Study. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.  
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., & Preś-Perepeczo, A. (2017). Stock market reaction to CEO appointment - Preliminary results. *Journal of Management and Business Administration. Central Europe*, 25(2), 23–42.  
<https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.194>
- Charitou, M., Patis, A., & Vlittis, A. (2010). The market reaction to the appointment of an outside CEO: An empirical investigation. *Journal of Economics and International Finance*, 2(11), 272–277.  
<http://www.academicjournals.org/JEIF>
- Chen, C. (2018). A bigger bang for the public buck: A non-parametric efficiency analysis of state highway infrastructure investment. *Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management*, 30(3), 270–285.  
<https://doi.org/10.1108/JPBAFM-06-2018-009>
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440–463.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfi.2013.02.003>
- Dontoh, A., & Ronen, J. (1993). Information of Accounting Content Announcements. *The Accounting Review*, 68(4), 857–869.
- Ferawati. (2016). *Analisis Studi Peristiwa Pengaruh Peraturan Menteri Perhubungan Nomor 32 Tahun 2016 Terhadap Kinerja Saham Perusahaan Sub Sektor Transportasi Darat*. Universitas Gadjah Mada.
- Ghahramani, S. (2013). Sovereign wealth funds and shareholder activism: Applying the Ryan-Schneider antecedents to determine policy implications. *Corporate Governance (Bingley)*, 13(1), 58–69.  
<https://doi.org/10.1108/14720701311302413>
- Hartono, J. (2017a). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman* (6th ed.). BPFE Yogyakarta.
- Hartono, J. (2017b). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Kesebelas). BPFE Yogyakarta.
- Hartono, J. (2018). *Studi Peristiwa Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa* (Edisi Pert). BPFE Yogyakarta.
- Hultkrantz, L., A. Krüger, N., & Mantalos, P. (2014). Risk-adjusted long-term social rates of discount for transportation infrastructure investment. *Research in Transportation Economics*, 47(1), 70–81.  
<https://doi.org/10.1016/j.retrec.2014.09.020>
- International Monetary Fund. (2007). Financial Market Turbulence. In *Global Financial Stability Report* (Issue October).  
<https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>
- Kemenkeu, T. P. B. (2021). Tarik Investor, Pemerintah Bentuk Lembaga Pengelola Investasi. *Kementerian Keuangan*.  
<https://fiskal.kemenkeu.go.id/baca/2021/01/26/165822061007523-tarik-investor-pemerintah-bentuk-lembaga-pengelola-investasi>
- Kotter, J., & Lel, U. (2008). Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets. *International Finance Discussion Paper*, 2008(940), 1–60.  
<https://doi.org/10.17016/ifdp.2008.940>
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2021). *Statistik Pasar Modal Indonesia*.
- Larcker, D. F., Ormazabal, G., & Taylor, D. J. (2011). The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 431–448.

- <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.002>
- Law, C., Cornelsen, L., Adams, J., Penney, T., Rutter, H., White, M., & Smith, R. (2020). An analysis of the stock market reaction to the announcements of the UK Soft Drinks Industry Levy. *Economics and Human Biology*, 38. <https://doi.org/10.1016/j.ehb.2019.100834>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Mauck, N. (2012). How Does Sovereign Wealth Fund Investment Impact the Stock Market? *Journal of Stock & Forex Trading*, 01(04), 9458. <https://doi.org/10.4172/2168-9458.1000e114>
- Nthoesane, M. G., & Kruger, J. W. (2014). Market reaction to chief executive officers (CEOs) appointments on Johannesburg securities exchange (JSE): stock price and volume approach. *Journal of Economics and International Finance*, 6(5), 91–102. <https://doi.org/10.5897/jeif2014.0569>
- Pessarossi, P., & Weill, L. (2013). Does CEO turnover matter in China? Evidence from the stock market. *Journal of Economics and Business*, 70, 27–42. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.04.003>
- Prakoso, J. P. (2021). *CEO SWF Masih Belum Dipilih, Staf Khusus Menteri BUMN: Masih Berproses*. <https://ekonomi.bisnis.com/read/20210215/9/1356324/ceo-swf-masih-belum-dipilih-staf-khusus-menteri-bumn-masih-berproses>
- Puspasari, R. (2020). *Pemerintah Tetapkan Tiga Payung Hukum untuk Lembaga Pengelola Investasi*. Kementerian Keuangan. <https://www.kemenkeu.go.id/publikasi/siaran-pers/siaran-pers-pemerintah-tetapkan-tiga-payung-hukum-untuk-lembaga-pengelola-investasi/>
- Ramadhan, A. M. F. (2016). *Reaksi Pasar Modal Indonesia Atas Peristiwa Politik dan Peristiwa Ekonomi*.
- Ramalan, S. (2021). Pemerintah Belum Dapat Sosok untuk Duduk Jadi CEO LPI. *Sindo News*. <https://ekbis.sindonews.com/read/336032/34/pemerintah-belum-dapat-sosok-untuk-duduk-jadi-ceo-lpi-1613394127>
- Rowter, K. (2016). *Indonesian Capital Market Developments and Challenges Stage of Financial*. 9–13.
- Septyato, D., & Adhikara, A. (2013). Perilaku Investor Individu dalam Pengambilan Keputusan Investasi Sekuritas di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Journal & Proceeding FEB UNSOED*, 3(1), 425–437.
- Sobieralski, J. B. (2020). Transportation infrastructure and employment: Are all investments created equal? *Research in Transportation Economics*, September 2019. <https://doi.org/10.1016/j.retrec.2020.100927>
- Sun, Tao & Hesse, H. (2009). Sovereign Wealth Funds and Financial Stability-An Event Study Analysis. *IMF Working Papers*, 09(239), 1. <https://doi.org/10.5089/9781451873863.001>
- Telaumbanua, B. I. K., & Sumiyana, S. (2008). Event Study: Pengumuman Laba Terhadap Reaksi Pasar Modal (Study Empiris, Bursa Efek Indonesia 2004-2006). *Simposium Nasional Akuntansi XI*. <https://doi.org/10.20473/jmtt.v1i3.2367>