
Reaksi Pasar terhadap Pengumuman MSCI Freeze Indonesia: Studi Peristiwa pada Pasar Modal Indonesia

Adrianda Anwar¹, Nila Rahayu², I Gusti Agung Arista Pradnyani³, Yeldy Dwi Genadi³

^{1,2,3,4}Universitas Mataram
adriandaanwar_feb@unram.ac.id

Abstrak

This study aims to analyze market reactions to the announcement of MSCI Freeze Indonesia on stocks included in the MSCI Indonesia Index. Market reactions are measured using abnormal return (AR), trading volume activity (TVA), stock volatility, average abnormal return (AAR), and cumulative abnormal return (CAR). This study employs a quantitative approach using the event study method. The sample consists of 17 constituent stocks of the MSCI Indonesia Index selected through purposive sampling. The observation period uses an eleven-day event window, consisting of five trading days before the announcement (t-5), the announcement day (t0), and five trading days after the announcement (t+5). Data were analyzed using Paired Sample t-Test, Wilcoxon Signed Rank Test, and One Sample Test. The results indicate that there is no significant difference in abnormal return before and after the MSCI Freeze Indonesia announcement. In addition, Average Abnormal Return (AAR) and Cumulative Abnormal Return (CAR) during the observation period are also not statistically significant. In contrast, trading volume activity and stock volatility show significant differences following the announcement. These findings suggest that the MSCI Freeze Indonesia announcement does not significantly affect stock returns but influences trading activity and investors' risk perception. Therefore, market reactions to the MSCI Freeze Indonesia announcement are more strongly reflected in changes in trading behavior and stock volatility than in direct stock price movements.

Kata Kunci: *Abnormal return, Event study, MSCI Freeze Indonesia, Stock Volatility, Trading volume activity,*

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal dalam beberapa dekade terakhir menunjukkan tingkat integrasi yang semakin tinggi dengan sistem keuangan global. Kondisi tersebut menyebabkan pergerakan pasar modal suatu negara tidak hanya ditentukan oleh faktor domestik, tetapi juga dipengaruhi oleh berbagai informasi yang berasal dari lembaga internasional, investor institusi global, maupun perubahan kebijakan pada pasar keuangan dunia. Dalam lingkungan investasi yang semakin terhubung, informasi yang berkaitan dengan kualitas pasar dan aksesibilitas investasi sering kali menjadi pertimbangan utama investor dalam mengambil keputusan alokasi dana lintas negara.

Salah satu lembaga yang memiliki pengaruh besar terhadap keputusan investasi global adalah MSCI. Indeks yang diterbitkan oleh MSCI telah menjadi salah satu acuan utama bagi berbagai pengelola dana internasional dalam menyusun portofolio investasi pada pasar negara maju maupun negara berkembang. Oleh karena itu, setiap perubahan kebijakan atau hasil evaluasi yang dilakukan MSCI sering kali diikuti oleh penyesuaian portofolio investor institusional, yang pada akhirnya dapat memengaruhi harga saham, likuiditas pasar, dan arus modal internasional. Huang et al. (Huang et al., 2005) menunjukkan bahwa perubahan status suatu saham dalam indeks MSCI mampu memengaruhi return dan volume perdagangan secara signifikan. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa keputusan MSCI mengandung informasi yang dianggap penting oleh pelaku pasar.

Dari perspektif teori pasar efisien, informasi baru yang diterima investor akan segera tercermin dalam harga saham. Fama (1970) menjelaskan bahwa pada pasar yang relatif efisien, harga sekuritas akan menyesuaikan secara cepat terhadap informasi yang tersedia sehingga perubahan harga dapat digunakan sebagai indikator respons pasar terhadap suatu peristiwa. Dalam kajian keuangan empiris, respons tersebut umumnya dianalisis melalui pendekatan event study yang memungkinkan peneliti mengidentifikasi keberadaan abnormal return di sekitar tanggal terjadinya suatu peristiwa (MacKinlay, 1997). Dengan demikian, event study menjadi metode yang relevan untuk mengevaluasi apakah suatu informasi memiliki kandungan informasi yang cukup kuat untuk memengaruhi perilaku investor.

Berbagai penelitian internasional menunjukkan bahwa kebijakan MSCI memiliki konsekuensi yang luas terhadap pasar modal. Penelitian Chen et al. (2023) menemukan bahwa masuknya saham Tiongkok ke dalam MSCI Emerging Markets Index meningkatkan likuiditas pasar dan menghasilkan abnormal return positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa keputusan MSCI dipersepsikan sebagai sinyal positif mengenai kualitas pasar dan prospek investasi suatu negara. Sebaliknya, perubahan kebijakan yang berpotensi mengurangi daya tarik suatu pasar dapat menimbulkan sentimen negatif dan mendorong investor melakukan penyesuaian portofolio. Dengan kata lain, MSCI tidak hanya berfungsi

sebagai penyedia indeks, tetapi juga berperan sebagai sumber informasi yang memengaruhi persepsi investor global terhadap suatu negara.

Bagi negara berkembang, pengaruh informasi global cenderung lebih besar dibandingkan negara maju karena tingginya ketergantungan terhadap aliran modal asing. Koepke (2019) menjelaskan bahwa perubahan persepsi risiko global merupakan salah satu faktor utama yang menentukan arah pergerakan modal pada emerging markets. Sejalan dengan itu, Cerutti et al. (2019) menemukan bahwa semakin tinggi tingkat integrasi suatu negara dengan pasar keuangan internasional, semakin besar pula sensitivitas pasar tersebut terhadap perubahan sentimen investor global. Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar modal negara berkembang memiliki kerentanan yang relatif lebih tinggi terhadap informasi eksternal yang berkaitan dengan kualitas pasar dan risiko investasi.

Dalam konteks Indonesia, isu tersebut menjadi sangat relevan setelah MSCI mengumumkan kebijakan interim freeze terhadap pasar modal Indonesia pada tahun 2026. Kebijakan tersebut muncul sebagai respons atas sejumlah perhatian terkait struktur kepemilikan saham, tingkat free float yang terbatas, serta aspek transparansi pasar yang dinilai belum sepenuhnya memenuhi standar aksesibilitas investor global. Pengumuman tersebut memunculkan kekhawatiran mengenai menurunnya daya tarik pasar modal Indonesia di mata investor internasional dan bahkan membuka kemungkinan peninjauan kembali status Indonesia sebagai bagian dari kelompok emerging market (Reuters, 2026).

Peristiwa tersebut memiliki arti penting karena berkaitan langsung dengan kepercayaan investor terhadap kualitas pasar modal Indonesia. Dari sudut pandang teori sinyal, pengumuman MSCI Freeze dapat dipersepsikan sebagai sinyal negatif yang mengandung informasi mengenai meningkatnya risiko investasi dan menurunnya kualitas akses pasar. Ketika informasi tersebut diterima oleh investor, pasar akan melakukan penyesuaian melalui perubahan harga saham, aktivitas perdagangan, maupun tingkat volatilitas. Reaksi yang muncul menjadi indikator penting untuk memahami bagaimana investor menafsirkan informasi tersebut dan sejauh mana pasar modal Indonesia mampu menyerap informasi yang berasal dari lingkungan global.

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap berbagai peristiwa telah banyak dilakukan di Indonesia. Berbagai studi menemukan bahwa informasi publik yang memiliki implikasi ekonomi mampu memengaruhi perilaku investor. Mardhiyah et al. (2024) menemukan adanya perubahan abnormal return dan trading volume activity setelah pengumuman stock split. Penelitian Ningtyas & Azmiyanti (2025) menunjukkan bahwa kebijakan pemerintah dapat memicu perubahan respons pasar yang tercermin melalui aktivitas perdagangan dan return saham. Temuan-temuan tersebut

memperlihatkan bahwa pasar modal Indonesia relatif responsif terhadap informasi yang dipandang mampu memengaruhi prospek investasi.

Berbagai penelitian sebelumnya telah membuktikan bahwa kebijakan MSCI memiliki pengaruh terhadap pasar modal, khususnya melalui mekanisme inclusion, exclusion, maupun rebalancing indeks. Sebagian besar penelitian berfokus pada perubahan harga saham dan likuiditas pasar sebagai respons terhadap perubahan komposisi indeks MSC. Namun demikian, penelitian yang mengkaji dampak kebijakan MSCI Freeze terhadap pasar modal suatu negara masih sangat terbatas, terutama pada negara berkembang yang memiliki tingkat ketergantungan tinggi terhadap aliran modal asing.

Selain itu, penelitian terdahulu umumnya lebih banyak menggunakan abnormal return dan trading volume activity sebagai indikator reaksi pasar. Kajian yang memasukkan volatilitas saham sebagai indikator respons pasar masih relatif jarang dilakukan, padahal volatilitas merupakan indikator penting untuk menjelaskan perubahan persepsi risiko dan ketidakpastian investor setelah suatu peristiwa terjadi. Dengan demikian, masih terdapat kesenjangan empiris mengenai bagaimana pasar merespons kebijakan MSCI Freeze tidak hanya melalui perubahan return dan aktivitas perdagangan, tetapi juga melalui perubahan risiko pasar yang tercermin dalam volatilitas saham.

Berdasarkan research gap yang telah diuraikan, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman MSCI Freeze Indonesia pada saham-saham yang tergabung dalam MSCI Indonesia Index. Secara khusus, penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas saham sebelum dan sesudah pengumuman MSCI Freeze Indonesia, serta menguji keberadaan average abnormal return (AAR) dan cumulative abnormal return (CAR) selama periode event window. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai kandungan informasi MSCI Freeze serta menjelaskan bagaimana pasar modal Indonesia merespons informasi yang berasal dari lembaga indeks global.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Pasar Efisien (Efficient Market Hypothesis)

Teori pasar efisien (Efficient Market Hypothesis atau EMH) merupakan salah satu teori utama yang digunakan untuk menjelaskan reaksi pasar terhadap suatu informasi. Menurut Fama (1970), suatu pasar dikatakan efisien apabila harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sehingga investor tidak dapat memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten dengan memanfaatkan informasi publik. Dalam kondisi pasar yang efisien, setiap informasi baru akan segera direspons oleh pelaku pasar dan tercermin dalam harga saham.

Pengumuman MSCI Freeze Indonesia dipandang sebagai informasi publik yang memiliki kandungan informasi (information content) sehingga dapat memengaruhi keputusan investor. Oleh karena itu, teori pasar efisien digunakan untuk menjelaskan kemungkinan munculnya abnormal return dan perubahan aktivitas perdagangan di sekitar tanggal pengumuman MSCI Freeze.

Signaling Theory

Teori sinyal (*Signaling Theory*) menjelaskan bahwa suatu informasi yang diumumkan kepada publik dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kondisi dan prospek suatu perusahaan maupun pasar. Menurut Spence (1973), sinyal merupakan informasi yang digunakan oleh pihak yang memiliki informasi lebih banyak untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi di pasar.

Pengumuman MSCI Freeze Indonesia dapat dipandang sebagai sinyal negatif karena berkaitan dengan penilaian terhadap kualitas pasar modal Indonesia. Informasi tersebut berpotensi memengaruhi persepsi investor mengenai risiko investasi sehingga dapat memunculkan reaksi pasar berupa penurunan harga saham, peningkatan volatilitas, dan perubahan volume perdagangan.

Reaksi Pasar (Market Reaction)

Reaksi pasar merupakan respons investor terhadap informasi yang diterima oleh pasar. Reaksi tersebut dapat diamati melalui perubahan harga saham, return saham, volume perdagangan, maupun volatilitas pasar. Menurut Jogiyanto (2022), suatu informasi dikatakan memiliki kandungan informasi apabila informasi tersebut mampu memengaruhi keputusan investasi dan menimbulkan perubahan pada aktivitas perdagangan saham.

Dalam penelitian event study, reaksi pasar umumnya diukur menggunakan abnormal return dan trading volume activity. Abnormal return menggambarkan keuntungan yang diperoleh investor di luar tingkat keuntungan normal yang diharapkan, sedangkan trading volume activity menunjukkan perubahan intensitas transaksi yang dilakukan investor setelah menerima informasi baru.

Abnormal Return (AR)

Abnormal return merupakan selisih antara return aktual yang diperoleh investor dan return yang diharapkan berdasarkan kondisi pasar normal (MacKinlay, 1997). Variabel ini merupakan indikator yang paling sering digunakan dalam penelitian event study untuk mengukur kandungan informasi suatu peristiwa. Apabila nilai abnormal return berbeda secara signifikan dari nol, maka dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap informasi yang diumumkan.

Trading Volume Activity (TVA)

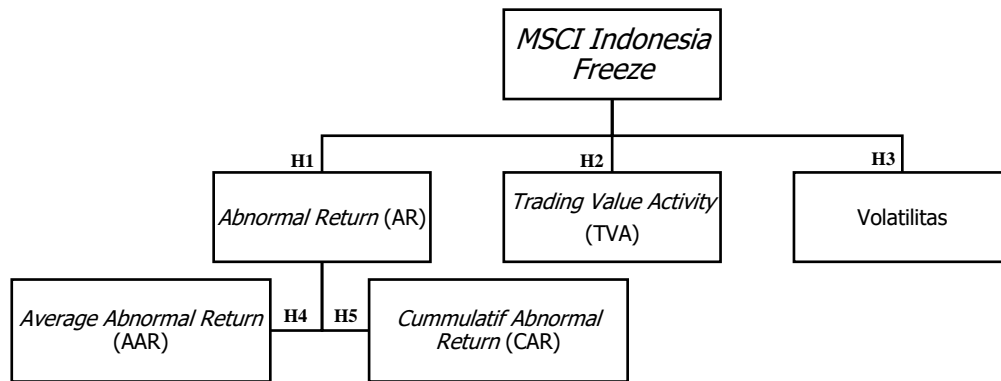
Trading Volume Activity (TVA) merupakan indikator yang digunakan untuk mengukur aktivitas perdagangan saham di pasar modal. TVA menggambarkan tingkat likuiditas saham dan intensitas transaksi yang dilakukan investor setelah menerima suatu informasi. Menurut Beaver (1968), perubahan volume perdagangan sering kali menjadi indikator yang lebih sensitif dibandingkan perubahan harga saham karena mencerminkan respons investor secara langsung terhadap informasi yang diterima. Semakin tinggi nilai TVA menunjukkan semakin besar perhatian investor terhadap informasi yang beredar di pasar.

Volatilitas Saham

Volatilitas merupakan ukuran risiko yang menggambarkan tingkat fluktuasi harga saham dalam suatu periode tertentu. Menurut Bodie et al. (2021), volatilitas yang tinggi menunjukkan tingkat ketidakpastian yang tinggi terhadap prospek investasi suatu aset.

Volatilitas menjadi indikator penting karena pengumuman MSCI Freeze tersebut berpotensi meningkatkan ketidakpastian investor mengenai prospek pasar modal Indonesia. Oleh karena itu, peningkatan volatilitas setelah pengumuman MSCI Freeze dapat digunakan sebagai bukti bahwa pasar menganggap peristiwa tersebut sebagai informasi yang penting.

Kerangka Konseptual



Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970), informasi yang memiliki kandungan informasi (*information content*) akan direspons oleh investor dan tercermin dalam harga saham maupun aktivitas perdagangan di pasar modal. Sejalan dengan *Signaling Theory* (Spence, 1973), pengumuman MSCI Freeze Indonesia dapat dipersepsikan sebagai sinyal yang berkaitan dengan kualitas, aksesibilitas, dan daya tarik

pasar modal Indonesia di mata investor global. Informasi tersebut berpotensi memengaruhi ekspektasi investor sehingga mendorong perubahan perilaku investasi yang tercermin melalui *abnormal return*, aktivitas perdagangan saham, dan volatilitas pasar. Dalam konteks *event study*, reaksi pasar terhadap suatu peristiwa juga dapat diamati melalui *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) selama periode pengamatan. Apabila pengumuman MSCI Freeze mengandung informasi yang relevan bagi investor, maka pasar diperkirakan akan menunjukkan perubahan yang signifikan pada indikator-indikator tersebut. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman MSCI freeze Indonesia pada saham konstituen MSCI Indonesia

H2: Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman MSCI freeze Indonesia pada saham konstituen MSCI Indonesia

H3: Terdapat perbedaan *volatilitas saham* sebelum dan sesudah pengumuman MSCI freeze Indonesia pada saham konstituen MSCI Indonesia

H4: Terdapat *Average Abnormal Return* (AAR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman MSCI Freeze Indonesia.

H5: Terdapat *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang signifikan selama periode event window pengumuman MSCI Freeze Indonesia.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study* untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Metode *event study* dipilih karena mampu mengidentifikasi kandungan informasi suatu peristiwa melalui perubahan indikator pasar di sekitar tanggal pengumuman (MacKinlay, 1997). Reaksi pasar dalam penelitian ini diukur menggunakan *abnormal return* (AR), *trading volume activity* (TVA), volatilitas saham, *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative abnormal return* (CAR).

Populasi penelitian adalah seluruh saham yang tergabung dalam MSCI Indonesia Index pada periode pengumuman MSCI Freeze Indonesia tahun 2026. Sampel penelitian ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria saham yang terdaftar sebagai konstituen MSCI Indonesia Index, diperdagangkan secara aktif selama periode

pengamatan, memiliki data harga dan volume perdagangan yang lengkap, serta tidak mengalami suspensi perdagangan selama event window. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 17 saham yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian.

Penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber resmi, antara lain Bursa Efek Indonesia (BEI), MSCI, Yahoo Finance, Investing.com, serta sumber data pasar modal lainnya yang menyediakan informasi harga saham harian, volume perdagangan saham, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data yang dikumpulkan meliputi harga penutupan saham harian (*closing price*), volume perdagangan saham harian, jumlah saham beredar, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proksi return pasar.

Penelitian ini menggunakan tanggal pengumuman resmi MSCI Freeze Indonesia sebagai tanggal peristiwa (*event date*). Untuk mengamati reaksi pasar, digunakan jendela peristiwa (*event window*) selama sebelas hari perdagangan yang terdiri atas lima hari sebelum pengumuman ($t-5$) yaitu tanggal 20-26 Januari 2026, satu hari saat pengumuman ($t0$) yaitu tanggal 27 Januari 2026, dan lima hari setelah pengumuman ($t+5$) yaitu tanggal 28 Januari – 3 Februari 2026. Pemilihan periode tersebut bertujuan untuk menangkap kemungkinan terjadinya kebocoran informasi sebelum pengumuman maupun reaksi pasar setelah informasi diterima oleh investor.

Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *abnormal return*, *trading volume activity* (TVA), dan volatilitas saham. Abnormal return digunakan untuk mengukur selisih antara return aktual saham dengan return yang diharapkan pada kondisi normal. Return saham dihitung menggunakan perubahan harga penutupan saham harian sebagai berikut:

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

Selanjutnya, abnormal return dihitung dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Selain mengukur abnormal return masing-masing saham, penelitian ini juga menghitung Average Abnormal Return (AAR). AAR digunakan untuk mengetahui rata-rata reaksi pasar masing-masing saham selama periode event window. Variabel ini penting karena mampu menunjukkan apakah secara agregat saham-saham yang menjadi sampel memperoleh abnormal return positif atau negatif pada hari tertentu setelah adanya suatu peristiwa. AAR dihitung dengan merata-ratakan abnormal return seluruh saham sampel pada setiap periode pengamatan menggunakan rumus:

$$AAR_t = (\sum AR_{it}) / N$$

Nilai AAR yang signifikan menunjukkan bahwa pasar memberikan respons terhadap informasi yang diumumkan pada periode tertentu. Sebaliknya, nilai AAR yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa informasi tersebut tidak menimbulkan reaksi pasar yang berarti secara rata-rata.

Untuk mengetahui dampak kumulatif dari pengumuman MSCI Freeze, penelitian ini menghitung Cumulative Abnormal Return (CAR) dengan menjumlahkan abnormal return selama periode pengamatan. CAR digunakan untuk mengukur akumulasi keuntungan atau kerugian abnormal yang diterima investor selama event window sehingga dapat menggambarkan pengaruh peristiwa secara keseluruhan, bukan hanya pada satu hari tertentu. CAR dihitung menggunakan persamaan berikut:

$$CAR_i = \sum AR_{it}$$

Nilai CAR yang positif menunjukkan bahwa investor memperoleh keuntungan abnormal selama periode pengamatan, sedangkan nilai CAR yang negatif menunjukkan adanya kerugian abnormal akibat peristiwa yang terjadi.

Penelitian ini juga mengukur trading volume activity (TVA) sebagai indikator aktivitas perdagangan saham. TVA dihitung dengan membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan terhadap jumlah saham yang beredar pada periode tertentu. Semakin tinggi nilai TVA menunjukkan semakin besar perhatian investor terhadap informasi yang beredar di pasar.

TVA dihitung dengan rumus:

$$TVA = \text{Jumlah Saham yang Diperdagangkan} / \text{Jumlah Saham Beredar}$$

Variabel berikutnya adalah volatilitas saham yang digunakan untuk mengukur tingkat risiko dan ketidakpastian pasar setelah pengumuman MSCI Freeze. Volatilitas dihitung menggunakan standar deviasi return saham selama periode pengamatan. Peningkatan volatilitas menunjukkan adanya peningkatan ketidakpastian investor terhadap prospek pasar modal.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dilakukan dalam beberapa tahap, yaitu perhitungan *abnormal return* (AR), *trading volume activity* (TVA), volatilitas saham, *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative abnormal return* (CAR), kemudian dilanjutkan dengan analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian yang meliputi nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Selanjutnya dilakukan pengujian normalitas data

menggunakan uji Shapiro-Wilk. Hasil pengujian normalitas digunakan untuk menentukan metode pengujian hipotesis yang sesuai. Pengujian Hipotesis 1(H1), Hipotesis 2(H2), Hipotesis 3(H3) dilakukan menggunakan *Paired Sample t-Test* untuk data yang berdistribusi normal atau menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk data yang tidak berdistribusi normal. Selanjutnya pengujian Hipotesis 4(H4) dan Hipotesis 5(H5) dilakukan dengan menggunakan *One Sample t-Test* atau *One Sampel Wilcoxon Test* untuk mengetahui signifikansi AAR dan CAR selama periode *event window*. Melalui tahapan analisis tersebut, penelitian ini diharapkan mampu memberikan bukti empiris mengenai bagaimana pasar modal Indonesia merespons pengumuman MSCI Freeze Indonesia serta mengidentifikasi apakah peristiwa tersebut mengandung informasi yang signifikan bagi investor.

PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian yang meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian.

Tabel 1 Analisis Statistik Deskriptif

| Analisis Statistik Deskriptif | | | | | |
|--------------------------------------|----------|------------|------------|-------------|-----------|
| | N | Min | Max | Mean | SD |
| AR_Sebelum | 17 | -0,0292 | 0,0160 | -0,002121 | 0,0121703 |
| AR_Setelah | 17 | -0,0367 | 0,0354 | 0,009285 | 0,0195723 |
| TVA_Sebelum | 17 | 0,0001 | 0,0061 | 0,001779 | 0,0018381 |
| TVA_Setelah | 17 | 0,0002 | 0,0071 | 0,002997 | 0,0021535 |
| Volatilitas_Sebelum | 17 | 0,0062 | 0,0693 | 0,026046 | 0,0204170 |
| Volatilitas_Setelah | 17 | 0,0139 | 0,1420 | 0,060882 | 0,0307529 |
| AAR | 17 | -0,0101 | 0,0159 | 0,002995 | 0,0068488 |
| CAR | 17 | -0,1114 | 0,1744 | 0,032941 | 0,0753370 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, terdapat 17 saham yang dianalisis untuk seluruh variabel penelitian, yaitu *abnormal return (AR)*, *trading volume activity (TVA)*, *volatilitas saham*, *average abnormal return (AAR)*, dan *cumulative abnormal return (CAR)*.

Rata-rata *abnormal return (AR)* meningkat dari -0,002121 sebelum pengumuman menjadi 0,009285 setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan return saham setelah peristiwa, meskipun terdapat variasi respons antar saham yang tercermin dari peningkatan standar deviasi dari 0,0121703 menjadi

0,0195723. Temuan ini menunjukkan bahwa secara rata-rata saham sampel menghasilkan *abnormal return* yang lebih tinggi setelah peristiwa MSCI Freeze Indonesia dibandingkan sebelum peristiwa MSCI Freeze Indonesia.

Pada variabel *Trading Volume Activity* (TVA), rata-rata meningkat dari 0,001779 sebelum pengumuman menjadi 0,002997 setelah pengumuman. Peningkatan ini mengindikasikan meningkatnya aktivitas transaksi investor setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Selain itu, peningkatan standar deviasi dari 0,0018381 menjadi 0,0021535 menunjukkan bahwa perubahan aktivitas perdagangan tidak terjadi secara merata pada seluruh saham sampel.

Sementara itu, rata-rata volatilitas saham meningkat cukup signifikan dari 0,026046 sebelum pengumuman menjadi 0,060882 setelah pengumuman. Peningkatan ini menunjukkan bahwa fluktuasi harga saham cenderung lebih besar setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia, yang mengindikasikan meningkatnya ketidakpastian investor terhadap kondisi pasar. Nilai maksimum volatilitas yang meningkat dari 0,0693 menjadi 0,1420 juga mengindikasikan bahwa beberapa saham mengalami lonjakan risiko yang cukup besar pasca pengumuman.

Untuk indikator event study, nilai rata-rata AAR sebesar 0,002995 menunjukkan bahwa secara rata-rata saham-saham sampel menghasilkan abnormal return positif selama periode pengamatan. Nilai minimum AAR sebesar -0,0101 dan nilai maksimum sebesar 0,0159 menunjukkan bahwa meskipun terdapat saham yang mengalami abnormal return negatif, secara umum pasar masih mampu menghasilkan return yang melebihi return yang diharapkan.

Selanjutnya, nilai rata-rata CAR sebesar 0,032941 menunjukkan bahwa secara kumulatif saham-saham sampel memperoleh abnormal return positif selama periode *event window*. Nilai minimum CAR sebesar -0,1114 menunjukkan bahwa terdapat beberapa saham yang mengalami dampak negatif yang cukup besar, namun nilai maksimum CAR sebesar 0,1744 mengindikasikan bahwa terdapat saham yang memperoleh abnormal return kumulatif yang tinggi selama periode pengamatan. Standar deviasi CAR sebesar 0,0753370 menunjukkan adanya variasi dampak MSCI Freeze terhadap masing-masing saham sampel.

Uji Normalitas

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas menggunakan metode Shapiro-Wilk untuk menentukan jenis uji statistik yang sesuai. Uji normalitas dinyatakan lolos uji jika nilai Asymp. Sig > 0,05. Hasil pengujian normalitas disajikan pada tabel berikut:

Tabel 2 Uji Normalitas

| Uji Shapiro-Wilk | |
|-------------------------|-------|
| Abnormal Return | 0.426 |
| Trading Volume Activity | 0.328 |
| Volatilitas | 0.008 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Berdasarkan hasil uji Shapiro-Wilk diketahui bahwa nilai signifikansi abnormal return sebesar 0,426 dan trading volume activity sebesar 0,328. Kedua nilai tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga data berdistribusi normal. Oleh karena itu, pengujian hipotesis untuk kedua variabel dilakukan menggunakan **Paired Sample t-Test**.

Sebaliknya, variabel volatilitas memiliki nilai signifikansi sebesar 0,008 yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa data volatilitas tidak berdistribusi normal sehingga pengujian hipotesis dilakukan menggunakan **Wilcoxon Signed Rank Test**.

Berdasarkan hasil uji normalitas tersebut, pengujian hipotesis dilakukan menggunakan pendekatan parametrik untuk data yang berdistribusi normal dan pendekatan nonparametrik untuk data yang tidak berdistribusi normal

Uji Hipotesis

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis H1, H2, H3

| Hipotesis | Variabel | Mean Sebelum | Mean Sesudah | Nilai Sig. | Keputusan |
|-----------|-------------------------|--------------|--------------|------------|-------------|
| H1 | Abnormal Return | -0.002121 | 0.009285 | 0.099 | H1 Ditolak |
| H2 | Trading Volume Activity | 0.001779 | 0.002997 | 0.002 | H2 Diterima |
| H3 | Volatilitas Saham | 0.026046 | 0.060882 | 0.000 | H3 Diterima |

Sumber: Hasil olah Data SPSS (2026)

Tabel 4 Hasil Pengujian Hipotesis H4, H5

| Hipotesis | Variabel | Mean | Nilai Sig. | Keputusan |
|-----------|----------------------------|----------|------------|------------|
| H4 | Average Abnormal Return | 0.002995 | 0.090 | H4 Ditolak |
| H5 | Cumulative Abnormal Return | 0.032941 | 0.090 | H5 Ditolak |

Sumber: Hasil Olah Data SPSS (2026)

Hasil pengujian hipotesis pada Tabel 3 menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman MSCI Freeze Indonesia sebesar -0,002121 meningkat menjadi 0,009285 setelah pengumuman. Meskipun demikian, hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,099 yang lebih besar dari 0,05 sehingga tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan demikian, H1 yang menyatakan terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman MSCI Freeze Indonesia ditolak.

Pada variabel trading *volume activity* (TVA), rata-rata nilai TVA meningkat dari 0,001779 sebelum pengumuman menjadi 0,002997 setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,002 yang lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan adanya perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Oleh karena itu, H2 diterima.

Selanjutnya, rata-rata volatilitas saham mengalami peningkatan dari 0,026046 sebelum pengumuman menjadi 0,060882 setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Hasil pengujian menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga menunjukkan adanya perbedaan volatilitas saham yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan demikian, H3 diterima.

Sementara itu, hasil pengujian pada Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai rata-rata *Average Abnormal Return* (AAR) selama periode event window sebesar 0,002995 dengan nilai signifikansi sebesar 0,090. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, maka tidak terdapat *Average Abnormal Return* yang signifikan selama periode pengamatan. Dengan demikian, H4 ditolak.

Selain itu, nilai rata-rata *Cumulative Abnormal Return* (CAR) selama periode event window sebesar 0,032941 dengan nilai signifikansi sebesar 0,090. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa CAR yang terbentuk selama periode pengamatan tidak signifikan secara statistik. Oleh karena itu, H5 ditolak.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia tidak menimbulkan perubahan yang signifikan pada *abnormal return*, *Average Abnormal Return*, dan *Cumulative Abnormal Return*. Namun demikian, pengumuman tersebut diikuti oleh perubahan yang signifikan pada *trading volume activity* dan volatilitas saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap pengumuman MSCI Freeze Indonesia lebih banyak tercermin melalui perubahan aktivitas perdagangan dan tingkat volatilitas dibandingkan perubahan return saham.

Pembahasan

Pengaruh Pengumuman MSCI Freeze Indonesia terhadap Abnormal Return

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa informasi mengenai MSCI Freeze belum mampu mendorong perubahan harga saham yang signifikan pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam MSCI Indonesia Index. Meskipun rata-rata abnormal return mengalami

peningkatan setelah pengumuman, perubahan tersebut tidak cukup besar untuk menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik.

Tidak signifikannya abnormal return menunjukkan bahwa investor tidak melakukan penyesuaian harga saham secara signifikan setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Kondisi ini dapat terjadi karena informasi mengenai evaluasi MSCI terhadap pasar modal Indonesia telah menjadi perhatian investor sebelum pengumuman resmi dilakukan, sehingga sebagian informasi kemungkinan telah tercermin dalam harga saham. Selain itu, investor dapat memandang MSCI Freeze sebagai informasi yang lebih berkaitan dengan aspek pasar modal secara makro dibandingkan dengan prospek fundamental perusahaan secara langsung.

Temuan ini sejalan dengan Efficient Market Hypothesis yang menyatakan bahwa harga saham akan mencerminkan informasi yang tersedia di pasar (Fama, 1970). Ketika suatu informasi telah diantisipasi sebelumnya oleh investor, maka reaksi harga saham pada saat pengumuman resmi cenderung menjadi terbatas. Dari perspektif Signaling Theory, pengumuman MSCI Freeze merupakan sinyal yang diterima oleh investor, namun sinyal tersebut belum cukup kuat untuk menghasilkan perubahan abnormal return yang signifikan (Spence, 1973).

Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa tidak semua peristiwa pasar menghasilkan abnormal return yang signifikan, terutama ketika informasi telah diperkirakan sebelumnya oleh investor. Dengan demikian, pengumuman MSCI Freeze Indonesia belum memberikan dampak yang cukup kuat untuk mendorong perubahan abnormal return pada saham-saham konstituen MSCI Indonesia, meskipun informasi tersebut tetap memperoleh perhatian pasar sebagaimana tercermin pada perubahan aktivitas perdagangan dan volatilitas saham.

Pengaruh Pengumuman MSCI Freeze Indonesia terhadap Trading Volume Activity

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan trading volume activity (TVA) yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Rata-rata TVA mengalami peningkatan setelah pengumuman dan hasil pengujian statistik menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,002. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia memperoleh perhatian investor dan mendorong terjadinya peningkatan aktivitas perdagangan pada saham-saham yang tergabung dalam MSCI Indonesia Index.

Peningkatan aktivitas perdagangan menunjukkan bahwa investor merespons informasi MSCI Freeze dengan melakukan penyesuaian portofolio dan pengambilan keputusan investasi. Meskipun pengumuman tersebut tidak menghasilkan perubahan abnormal return yang signifikan, informasi yang diterima pasar tetap memengaruhi perilaku investor dalam melakukan transaksi jual maupun beli saham. Kondisi ini menunjukkan bahwa

respons investor terhadap suatu informasi tidak selalu tercermin melalui perubahan harga saham, tetapi juga dapat tercermin melalui meningkatnya aktivitas perdagangan di pasar.

Temuan ini sejalan dengan Signaling Theory yang menjelaskan bahwa informasi yang dipublikasikan kepada pasar akan menjadi sinyal bagi investor dalam mengambil keputusan investasi (Spence, 1973). Pengumuman MSCI Freeze dapat dipersepsikan sebagai informasi yang berkaitan dengan kualitas dan aksesibilitas pasar modal Indonesia sehingga mendorong investor untuk melakukan evaluasi dan penyesuaian terhadap portofolio investasinya. Respons tersebut kemudian tercermin dalam meningkatnya volume perdagangan saham setelah pengumuman.

Hasil penelitian ini juga mendukung pandangan Beaver (1968) yang menyatakan bahwa volume perdagangan sering kali lebih sensitif dibandingkan perubahan harga saham dalam menangkap reaksi investor terhadap suatu informasi. Dengan demikian, peningkatan TVA yang signifikan menunjukkan bahwa MSCI Freeze mengandung informasi yang dianggap relevan oleh investor meskipun informasi tersebut belum cukup kuat untuk menghasilkan perubahan abnormal return yang signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar merespons MSCI Freeze lebih melalui peningkatan aktivitas transaksi dibandingkan melalui perubahan harga saham.

Pengaruh Pengumuman MSCI Freeze Indonesia terhadap Volatilitas Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan volatilitas saham yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Rata-rata volatilitas saham meningkat dari 0,026046 sebelum pengumuman menjadi 0,060882 setelah pengumuman, dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia direspons oleh pasar melalui peningkatan fluktuasi harga saham dan ketidakpastian investor.

Peningkatan volatilitas menunjukkan bahwa investor memiliki persepsi dan ekspektasi yang beragam terhadap dampak MSCI Freeze terhadap pasar modal Indonesia. Sebagian investor mungkin memandang kebijakan tersebut sebagai sinyal negatif yang berpotensi memengaruhi daya tarik pasar modal Indonesia di mata investor global, sementara sebagian lainnya menilai bahwa dampaknya terhadap fundamental perusahaan relatif terbatas. Perbedaan interpretasi tersebut mendorong meningkatnya aktivitas perdagangan dan fluktuasi harga saham yang pada akhirnya tercermin dalam peningkatan volatilitas pasar.

Temuan ini sejalan dengan Signaling Theory yang menjelaskan bahwa informasi yang diterima investor akan diinterpretasikan sebagai sinyal dalam proses pengambilan keputusan investasi (Spence, 1973). Ketika informasi yang diterima mengandung unsur ketidakpastian, investor cenderung memberikan respons yang berbeda-beda sesuai

dengan ekspektasi dan tingkat toleransi risikonya. Kondisi tersebut menyebabkan meningkatnya variasi keputusan investasi dan mendorong terjadinya fluktuasi harga saham yang lebih besar dibandingkan kondisi normal.

Hasil penelitian ini juga mendukung pandangan Bodie et al. (2021) yang menyatakan bahwa volatilitas mencerminkan tingkat risiko dan ketidakpastian yang dirasakan oleh investor di pasar keuangan. Dengan demikian, peningkatan volatilitas setelah pengumuman MSCI Freeze menunjukkan bahwa informasi tersebut mengandung kandungan informasi (information content) yang cukup kuat untuk memengaruhi persepsi risiko investor. Temuan ini memperlihatkan bahwa meskipun MSCI Freeze belum mampu menghasilkan abnormal return yang signifikan, informasi tersebut tetap memengaruhi perilaku investor melalui peningkatan ketidakpastian pasar yang tercermin dalam volatilitas saham.

Average Abnormal Return selama Periode Event Window

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Average Abnormal Return (AAR) selama periode event window tidak signifikan secara statistik. Nilai signifikansi sebesar 0,090 yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa rata-rata abnormal return yang terbentuk selama periode pengamatan tidak berbeda secara signifikan dari nol. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia belum mampu menghasilkan reaksi pasar yang konsisten dalam bentuk abnormal return pada saham-saham konstituen MSCI Indonesia.

Temuan ini sejalan dengan Efficient Market Hypothesis yang menyatakan bahwa respons pasar terhadap suatu informasi bergantung pada kandungan informasi dan tingkat kejutan yang ditimbulkan oleh peristiwa tersebut (Fama, 1970). Tidak signifikannya AAR menunjukkan bahwa informasi MSCI Freeze belum cukup kuat untuk mendorong terciptanya abnormal return yang konsisten pada tingkat pasar. Selain itu, kondisi ini mengindikasikan bahwa sebagian investor kemungkinan telah mengantisipasi informasi tersebut sebelum pengumuman resmi dilakukan sehingga dampaknya terhadap return saham menjadi relatif terbatas.

Secara keseluruhan, hasil ini memperkuat temuan pada pengujian abnormal return yang menunjukkan bahwa MSCI Freeze tidak menghasilkan perubahan return yang signifikan, meskipun informasi tersebut tetap memperoleh perhatian investor sebagaimana tercermin pada perubahan aktivitas perdagangan dan volatilitas saham.

Cumulative Abnormal Return selama Periode Event Window

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Cumulative Abnormal Return (CAR) selama periode event window juga tidak signifikan secara statistik. Nilai signifikansi sebesar 0,090 yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa akumulasi abnormal return yang terbentuk selama periode pengamatan tidak berbeda secara signifikan dari nol. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia tidak menghasilkan dampak kumulatif yang signifikan terhadap return saham konstituen MSCI Indonesia.

Tidak signifikannya CAR menunjukkan bahwa meskipun terdapat fluktuasi return pada beberapa hari di sekitar tanggal peristiwa, perubahan tersebut tidak berlangsung secara konsisten selama periode event window. Dengan kata lain, pasar tidak menunjukkan kecenderungan memperoleh abnormal return positif maupun negatif secara berkelanjutan setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa informasi yang terkandung dalam pengumuman tersebut belum cukup kuat untuk menghasilkan perubahan nilai pasar yang persisten.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan pada abnormal return dan AAR yang juga menunjukkan tidak adanya reaksi harga yang signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia lebih banyak memengaruhi perilaku transaksi dan persepsi risiko investor dibandingkan perubahan return saham secara langsung.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman MSCI Freeze Indonesia melalui abnormal return, trading volume activity, volatilitas saham, average abnormal return, dan cumulative abnormal return pada saham-saham konstituen MSCI Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman MSCI Freeze Indonesia tidak menimbulkan perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman. Selain itu, Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Abnormal Return (CAR) selama periode event window juga tidak menunjukkan signifikansi statistik. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa informasi MSCI Freeze Indonesia belum mampu menghasilkan perubahan return saham yang signifikan baik pada tingkat individual maupun agregat. Di sisi lain, penelitian ini menemukan adanya perbedaan yang signifikan pada trading volume activity dan volatilitas saham setelah pengumuman MSCI Freeze Indonesia. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun informasi MSCI Freeze tidak direspons secara signifikan melalui perubahan return saham, investor tetap memberikan perhatian terhadap informasi tersebut yang tercermin melalui peningkatan aktivitas perdagangan dan volatilitas saham. Dengan demikian, reaksi pasar terhadap pengumuman MSCI Freeze Indonesia lebih banyak tercermin pada perubahan perilaku transaksi dan persepsi risiko investor dibandingkan perubahan harga saham secara langsung.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi yang berasal dari lembaga indeks global seperti MSCI tetap perlu diperhatikan oleh investor, regulator, dan pelaku pasar karena dapat memengaruhi aktivitas perdagangan dan tingkat risiko pasar meskipun tidak selalu berdampak langsung pada return saham. Oleh karena itu, upaya peningkatan kualitas, aksesibilitas, dan daya saing pasar modal Indonesia perlu terus dilakukan untuk menjaga

kepercayaan investor global. Selain itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan periode event window yang lebih panjang, memperluas cakupan sampel pada indeks saham lainnya, serta menambahkan variabel pasar seperti likuiditas, bid-ask spread, atau model volatilitas yang lebih kompleks agar dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai reaksi pasar terhadap kebijakan MSCI maupun peristiwa pasar modal lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). *Investments* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Cerutti, E., Claessens, S., & Puy, D. (2019). Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals. *Journal of International Economics*, 119, 133–149. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2019.04.006>
- Chen, X., Zhang, Y., & Li, J. (2023). The impact of MSCI inclusion on stock liquidity and market performance: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 54, 100985.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Huang, R. D., Shing, Y. M., & Wang, Y. H. (2005). The effects of MSCI index revisions on stock returns and trading volume. *International Review of Financial Analysis*, 14(1), 75–91.
- Jogiyanto, H. M. (2022). *Teori portofolio dan analisis investasi* (13th ed.). BPFE.
- Koepke, R. (2019). What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516–540. <https://doi.org/10.1111/joes.12273>
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Mardhiyah, M., Nisa, C., & Permana, E. (2024). The effect of stock split announcements on abnormal returns and trading volume activity: Case study of companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2021–2022. *Jurnal Ilmiah Manajemen Pancasila*, 4(1), 32–47. <https://doi.org/10.35814/jimp.v4i1.6347>
- Ningtyas, F. Y. P. U., & Azmiyanti, R. (2025). Event study: The impact of Government Regulation Number 47 of 2024 on the stock market reaction of financial sector companies listed on the IDX. *Jurnal Akuntansi, Audit Dan Sistem Informasi Akuntansi (JASa)*, 9(2), 282–292. <https://doi.org/10.36555/jasa.v9i2.2833>
- Reuters. (2026). *MSCI freezes review of Indonesia market accessibility amid concerns over free float and market structure*.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

