



**REAKSI PASAR ATAS KEBIJAKAN PERESMIAN  
DANANTARA : ANALISIS STACKED EVENT STUDY  
DENGAN MODERASI ESG PADA BUMN INDONESIA**

*MARKET REACTION TO DANANTARA'S ESTABLISHMENT POLICY: A  
STACKED EVENT STUDY ANALYSIS WITH ESG MODERATION IN  
INDONESIA BUMN*

**TESIS**

**Oleh:**

**Aditya Putra Dewantara**

**NIM 240820101008**

**KEMENTERIAN PENDIDIKAN TINGGI, SAINS DAN TEKNOLOGI  
UNIVERSITAS JEMBER  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JEMBER  
2026**



**REAKSI PASAR ATAS KEBIJAKAN PERESMIAN  
DANANTARA : ANALISIS STACKED EVENT STUDY  
DENGAN MODERASI ESG PADA BUMN INDONESIA**

*MARKET REACTION TO DANANTARA'S ESTABLISHMENT POLICY: A  
STACKED EVENT STUDY ANALYSIS WITH ESG MODERATION IN  
INDONESIA BUMN*

**TESIS**

diajukan untuk memenuhi sebagian persyaratan memperoleh gelar Magister pada  
Program Studi S2 Magister Manajemen

**Oleh:**

**Aditya Putra Dewantara**

**NIM 240820101008**

**KEMENTERIAN PENDIDIKAN TINGGI, SAINS DAN TEKNOLOGI  
UNIVERSITAS JEMBER  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JEMBER  
2026**

## PERSEMBAHAN

Puji syukur kehadiran Allah SWT, yang selalu merahmati kita semua dan memberikan nikmat-Nya dan Shalawat serta salam tidak lupa senantiasa kita haturkan kepada baginda Nabi Muhammad SAW.

Tesis ini saya persembahkan kepada Kedua orang tua saya tercinta yang selalu mendoakan dan memberikan dukungan penuh pada saya dalam segala hal serta yang selalu memberikan kasih sayang yang tak terhingga. Untuk Keluarga yang tak pernah lelah mendampingi dan mencintai saya.

Kepada dosen pembimbing Ibu Dr. Intan Nurul Awwaliyah S.E., M.Sc. dan Bapak Dr. Arnis Budi Susanto S.E., M.Si. yang sudah memberi arahan dan dukungan selama proses tesis ini saya merasa beruntung dan bangga menjadi mahasiswa bimbingan Bapak dan Ibu sekalian. Kepada dosen penguji Ibu Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si., CRA., CMA., dan Bapak Dr. Handriyono, M.Si selaku dosen penguji yang selalu memberikan masukan, kritikan, dan solusi kepada penulis hingga waktunya tesis ini dapat terselesaikan.

Kepada seluruh teman-teman yang telah memotivasi dan membantu penulis dalam menyelesaikan studi di Universitas Jember. Khususnya sahabat-sahabat Jurusan Magister Manajemen yang telah mengorbankan waktu dan memberikan ide-idenya untuk bertukar pikiran hingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

**MOTO**

*Every wound will shape me, every scar will build my throne!*  
(Bring Me The Horizon)



**PERNYATAAN ORISINALITAS**

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Aditya Putra Dewantara

NIM : 240820101008

Menyatakan dengan sesungguhnya dan sebenar-benarnya bahwa Tesis yang berjudul: Reaksi Pasar atas Kebijakan Peresmian Danantara : Analisis *Stacked Event Study* dengan Moderasi ESG pada BUMN Indonesia adalah benar-benar hasil karya saya sendiri, kecuali jika dalam pengutipan substansi disebutkan sumbernya, dan belum pernah diajukan pada institusi manapun, serta bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, tanpa adanya tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata di kemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 15 Juni 2026

Yang menyatakan,

Aditya Putra Dewantara

NIM 240820101008

**HALAMAN PERSETUJUAN**

Tesis berjudul Reaksi Pasar atas Kebijakan Peresmian Danantara : Analisis Stacked Event Study dengan Moderasi ESG pada BUMN Indonesia telah diuji dan disetujui oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember pada:

Hari : Senin  
Tanggal : 15 Juni 2026  
Tempat : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember

**Dosen Pembimbing**

1. Pembimbing Utama

Nama : Dr. Intan Nurul Awwaliyah, S.E., M.Sc. (.....)

NIP : 197605082002122003

2. Pembimbing Anggota

Nama : Dr. Arnis Budi Susanto, S.E., M.Si. (.....)

NIP : 198204152023211015

**Dosen Penguji**

1. Penguji Utama

Nama : Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si. (.....)

NIP : 196610201990022001

2. Penguji Anggota

Nama : Dr. Handriyono, M.Si. (.....)

NIP : 196208021990021001

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji reaksi pasar pada peristiwa-peristiwa yang berkaitan dengan Danantara serta menguji peran moderasi ESG dalam memengaruhi Cumulative Abnormal Return. Pendekatan yang digunakan pada penelitian ini adalah dengan metode stacked event study yang memungkinkan mengkaji dampak dari beberapa referensi peristiwa untuk mengetahui pengaruh peristiwa tersebut terhadap pasar modal. Sampel yang digunakan pada penelitian ini meliputi saham-saham yang tergabung dalam indeks BUMN20. Data yang digunakan untuk mengukur dampak peristiwa-peristiwa ini adalah cumulative abnormal return 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa. Dari hasil analisis ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan cumulative abnormal return sebelum maupun sesudah dari peristiwa peresmian Danantara, townhall meeting Danantara, dan MoU dengan ACWA Power. Pada analisis stacked event juga ditemukan hasil yang serupa, bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah peristiwa. Hal ini mengindikasikan bahwa peristiwa masih belum bisa memberikan pengaruh pada investor dalam merespon pergerakan pasar modal. ESG juga tidak terbukti dapat memoderasi peristiwa terhadap perubahan cumulative abnormal return.

Kata kunci : *EMH, Cumulative Abnormal Return, Stacked Event, ESG, Danantara*

**ABSTRACT**

*This study aims to examine market reactions to events related to Danantara and examine the moderating role of ESG in influencing Cumulative Abnormal Return. The approach used in this study is a stacked event study method, which allows for the assessment of the impact of several reference events to determine their influence on the capital market. The sample used in this study includes stocks included in the BUMN20 index. The data used to measure the impact of these events is the cumulative abnormal return 5 days before and 5 days after the event. The analysis found no significant difference in cumulative abnormal return before and after the Danantara inauguration, Danantara townhall meeting, and MoU with ACWA Power. The stacked event analysis also found similar results, indicating no significant difference before and after the events. This indicates that events still cannot influence investors' responses to capital market movements. ESG was also not proven to moderate events on changes in cumulative abnormal return.*

*Keywords : EMH, Cumulative Abnormal Return, Stacked Event, ESG, danantara*

**RINGKASAN**

**Reaksi Pasar atas Kebijakan Peresmian Danantara : Analisis Stacked Event Study dengan Moderasi ESG pada BUMN Indonesia** ;Aditya Putra Dewantara; 240820101008; 2026; 62 halaman; Jurusan Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember

Transformasi ekonomi dapat didorong melalui peningkatan investasi untuk mendukung pengembangan proyek-proyek prioritas. Salah satu bentuk realisasi nyata strategi investasi di 2025 adalah dengan terbentuknya Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara Indonesia) dalam perannya sebagai koordinator untuk memegang dan mengelola dana investasi nasional demi mendukung transformasi ekonomi Indonesia. Peristiwa pembentukan Sovereign Wealth Fund ini memberikan indikasi terdapat perubahan atau pengaruh peristiwa di pasar modal Indonesia. Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap peristiwa Danantara menggunakan pendekatan Event Study dengan menggunakan proksi perubahan harga saham berupa *Cumulative Abnormal Return* pada saham-saham yang tergabung dalam Indeks BUMN20. Selain menganalisis reaksi pasar, penelitian ini juga mengkaji peran moderasi kualitas ESG dalam memperkuat atau memperlemah *Cumulative Abnormal Return* di sekitar peristiwa Danantara.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa (1) Tidak terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan baik sebelum dan sesudah peristiwa peresmian dan aktivitas strategis Danantara. (2) Penelitian ini juga menunjukkan hasil bahwa ESG secara signifikan tidak dapat memoderasi hubungan antara peristiwa terhadap perubahan *Cumulative Abnormal Return*.

**Kata kunci:** EMH, Cumulative Abnormal Return, Stacked Event, ESG, Danantara

**SUMMARY**

**Market Reaction to Danantara's Establishment Policy: A Stacked Event Study Analysis with ESG Moderation in Indonesia BUMN** ; Aditya Putra Dewantara; 240820101008; 2026; Management Department Faculty Economics and Business, University of Jember

Economic transformation can be driven through increased investment to support the development of priority projects. One concrete manifestation of the investment strategy in 2025 is the establishment of the Daya Anagata Nusantara Investment Management Agency (Danantara Indonesia), which will act as a coordinator to hold and manage national investment funds to support Indonesia's economic transformation. The establishment of this Sovereign Wealth Fund indicates changes or the influence of events in the Indonesian capital market. This study examines market reactions to the Danantara event using an event study approach, using Cumulative Abnormal Return as a proxy for stock price changes on stocks included in the BUMN20 Index. In addition to analyzing market reactions, this study also examines the moderating role of ESG quality in strengthening or weakening Cumulative Abnormal Return surrounding the Danantara event.

The results of this study indicate that (1) There was no significant difference in Cumulative Abnormal Return before and after the inauguration and strategic activities of Danantara. (2) This study also shows that ESG cannot significantly moderate the relationship between events and changes in Cumulative Abnormal Return.

**Keywords:** EMH, Cumulative Abnormal Return, Stacked Event, ESG, Danantara

## PRAKATA

Puji syukur ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat dan hidayahNya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis dengan judul “Reaksi Pasar atas Kebijakan Peresmian Danantara : Analisis *Stacked Event Study* dengan Moderasi ESG pada BUMN Indonesia”. Tesis ini diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen Strata Dua (S-2) pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.

Saya sangat menyadari dalam penulisan tesis ini masih memiliki banyak kekurangan yang disebabkan karena keterbatasan kemampuan saya sebagai penulis. Dalam penyusunan tesis ini, tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak, oleh karena itu saya sebagai penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si., CRA, CMA. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.
2. Ibu Dr. Elok Sri Utami, M.Si. selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember
3. Dr.Sri Wahyu Lelly Hana Setyanti, S.E., M.Si selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.
4. Ibu Prof. Dr. Ika Barokah Suryaningsih, S.E., M.M., CPIA., CHRM., CRP., QIA. selaku Dosen Pembimbing Akademik yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan selama proses belajar di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.
5. Ibu Dr. Intan Nurul Awwaliyah, S.E., M.Sc. selaku Dosen Pembimbing Utama dan Bapak Dr. Arnis Budi Susanto S.E., M.Si. selaku Dosen Pembimbing Anggota yang telah banyak memberikan motivasi, semangat, bimbingan, saran yang bermanfaat, serta telah meluangkan waktu sehingga tesis ini mampu terselesaikan.
6. Ibu Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si., CRA, CMA. dan Bapak Dr. Handriyono, M.Si. selaku dosen penguji yang telah memberikan masukan dan bimbingan yang sangat berguna untuk memperbaiki penyusunan tesis ini.

7. Seluruh dosen dan staf administrasi yang telah memberikan ilmu dan bantuannya sampai akhirnya dapat menyelesaikan studi ini di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.
8. Bapak Gatot Suprabowo, Bapak Langgeng Saptono, Bapak Dody Heri Basuki, Bapak Rekly Arief Sidharta Udhayanto dan segenap keluarga SGN Group yang telah memberikan beasiswa sampai terselesaikannya studi Magister ini.
9. Teristimewa untuk orangtuaku tercinta, Bapak Juwardi dan Ibu Siti Muafa, adikku Dwi Ivan Maulana, dan saudara-saudaraku terimakasih atas segala doa, dan dukungan materi maupun non-materi, selama ini hingga saya dapat menyelesaikan tesis ini.
10. Teman-teman seperjuangan Manajemen Keuangan dan Program Studi Magister Manajemen angkatan 2024, yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu, terimakasih atas kebersamaan dan semangatnya dalam berbagai hal.

Semoga Allah SWT selalu memberikan Hidayah dan Rahmat kepada semua pihak yang telah membantu dengan ikhlas sehingga Tesis ini dapat terselesaikan.

Penulis sadar akan keterbatasan dan ketidaksempurnaan penulisan Tesis ini, sehingga, penulis mengharapkan segala saran dan kritik yang bersifat membangun. Semoga Tesis ini dapat bermanfaat dan memberikan tambahan pengetahuan bagi pembaca.

Jember, 15 Juni 2026

Penulis

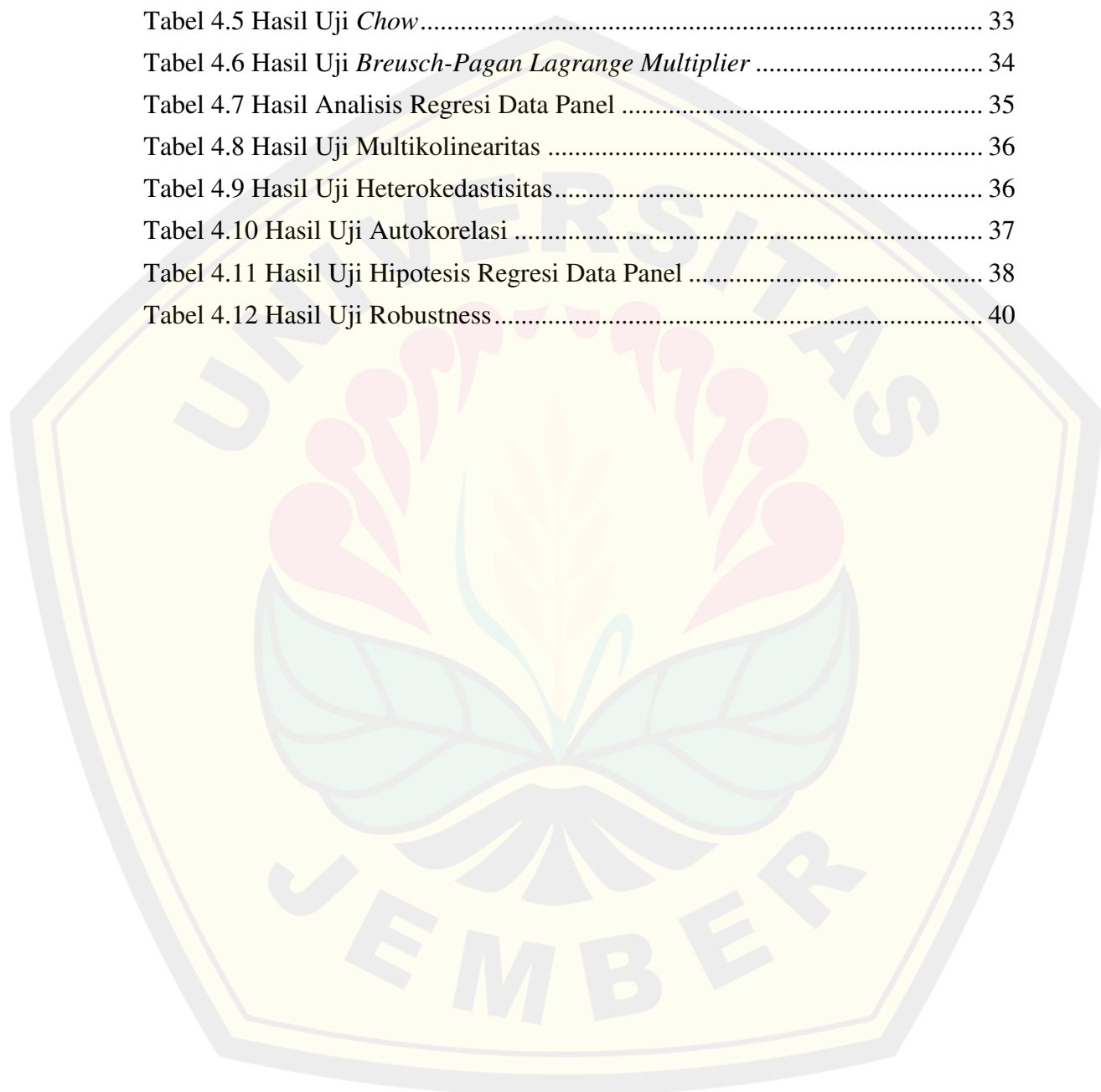
**DAFTAR ISI**

	Halaman
Halaman Sampul Utama .....	i
Halaman Sampul Dalam .....	ii
Persembahan .....	iii
Moto .....	iv
Pernyataan Orisinalitas.....	v
Persetujuan .....	vi
Abstrak.....	vii
Abstract.....	vii
Ringkasan .....	viii
Summary .....	ix
Prakata.....	x
Daftar Isi .....	xii
Daftar Tabel .....	xiv
Daftar Gambar .....	xv
Daftar Lampiran.....	xvi
BAB 1. Pendahuluan.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Penelitian .....	6
1.4 Manfaat Penelitian .....	7
BAB 2. Tinjauan Pustaka.....	8
2.1 Tinjauan Teori .....	8
2.1.1 Efficient Market Hypothesis .....	8
2.1.2 Stakeholder Theory .....	9
2.1.3 Event Study .....	9
2.1.4 Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara Indonesia).....	10
2.2 Penelitian Terdahulu .....	11
2.3 Kerangka Konseptual .....	13
2.4 Hipotesis Penelitian.....	15
BAB 3. Metode Penelitian .....	17

3.1 Rancangan Penelitian .....	17
3.2 Populasi dan Sampel .....	17
3.3 Jenis dan Sumber Data .....	18
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	18
3.5 Identifikasi Variabel .....	18
3.6 Definisi Operasional Variabel .....	19
3.7 Skala Pengukuran Variabel .....	20
3.8 Metode Analisis Data .....	23
BAB 4. Hasil Dan Pembahasan .....	29
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian .....	29
4.2 Deskripsi Statistik Variabel Penelitian.....	30
4.3 Hasil Analisis Data .....	31
4.3.1 Hasil Uji Normalitas Data <i>Event Study</i> .....	31
4.3.2 Pengujian Hipotesis <i>Event Study</i> .....	32
4.3.3 Hasil Uji Pemilihan Model Panel Data .....	33
4.3.4 Hasil Uji Asumsi Klasik .....	36
4.3.5 Interpretasi Hasil Uji Hipotesis.....	38
4.3.6 Hasil Uji Robustness .....	40
4.4 Pembahasan.....	42
4.4.1 Reaksi Pasar terhadap peristiwa pendirian dan kebijakan strategis Danantara .....	42
4.4.2 Efek moderasi Kualitas ESG terhadap Cumulative Abnormal Return pada pendirian dan kebijakan strategis Danantara.....	43
BAB 5. Kesimpulan dan Saran .....	45
5.1 Kesimpulan .....	45
5.2 Saran .....	46
Daftar Pustaka .....	47
Lampiran .....	50

**DAFTAR TABEL**

Tabel 4.1 Event window Danantara .....	29
Tabel 4.2 Tabel Analisis Deskriptif <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	30
Tabel 4.3 Tabel Hasil Uji Normalitas Data <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	31
Tabel 4.4 Hasil Uji Hipotesis <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	33
Tabel 4.5 Hasil Uji <i>Chow</i> .....	33
Tabel 4.6 Hasil Uji <i>Breusch-Pagan Lagrange Multiplier</i> .....	34
Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Data Panel .....	35
Tabel 4.8 Hasil Uji Multikolinearitas .....	36
Tabel 4.9 Hasil Uji Heterokedastisitas .....	36
Tabel 4.10 Hasil Uji Autokorelasi .....	37
Tabel 4.11 Hasil Uji Hipotesis Regresi Data Panel .....	38
Tabel 4.12 Hasil Uji Robustness .....	40



**DAFTAR GAMBAR**

Gambar 1.1 Pergerakan Saham BUMN.....	2
Gambar 1.2 Pergerakan Indeks BUMN20 .....	3
Gambar 2.1 Kerangka Konseptual .....	14



**DAFTAR LAMPIRAN**

Lampiran 1 Penelitian Terdahulu.....	50
Lampiran 2 Populasi dan Sampel Saham Anggota IDXBUMN20.....	52
Lampiran 3 Hasil Uji Deskriptif <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	53
Lampiran 4 Hasil Uji Normalitas Data <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	54
Lampiran 5 Hasil Uji Hipotesis <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	55
Lampiran 6 Hasil Uji <i>Chow</i> .....	56
Lampiran 7 Hasil Uji <i>Breusch-Pagan Lagrange Multiplier</i> .....	57
Lampiran 8 Hasil Uji Regresi Data Panel .....	58
Lampiran 9 Hasil Uji Multikolinearitas .....	59
Lampiran 10 Hasil Uji Heterokedastisitas .....	60
Lampiran 11 Hasil Uji Autokorelasi .....	61
Lampiran 12 Hasil Uji <i>Robustness</i> .....	62

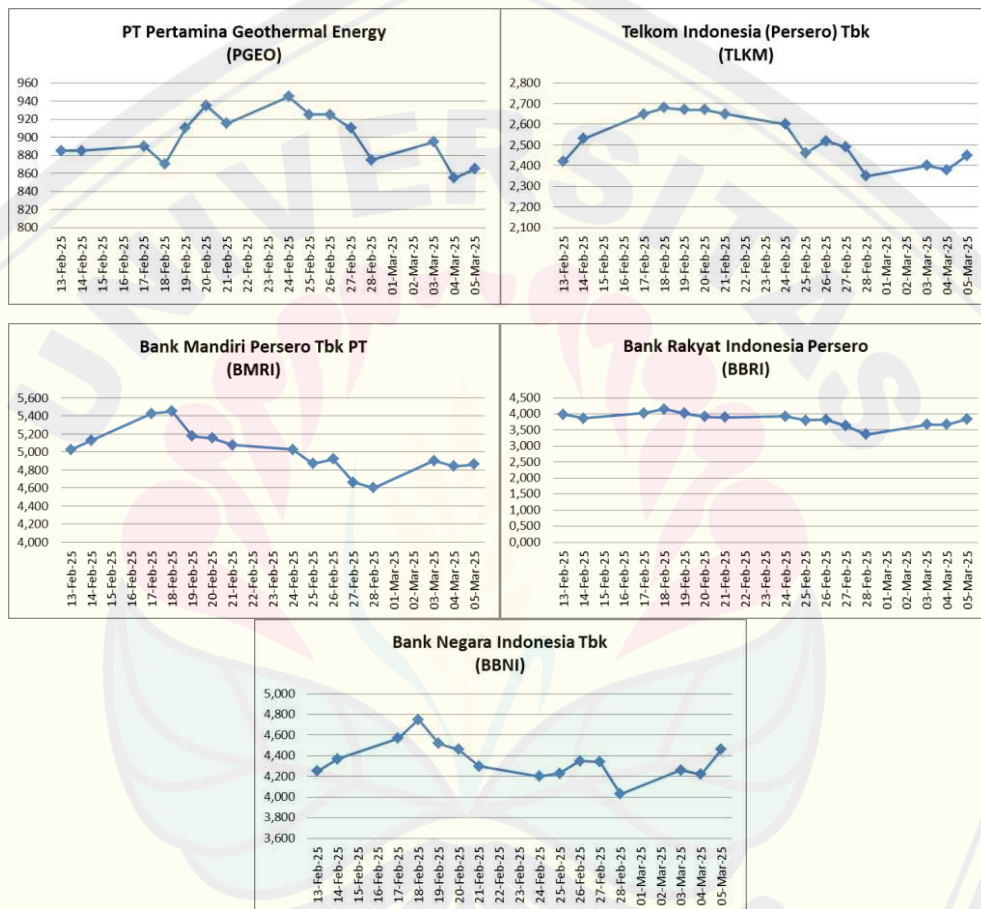


## BAB 1. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar belakang

Hilirisasi SDA serta penguatan riset inovasi dan produktivitas tenaga kerja merupakan tahapan pertama dari Penguatan Transformasi Indonesia menuju Perwujudan Indonesia Emas 2045. Dalam tahap Penguatan Transformasi ini pertumbuhan ekonomi diharapkan dapat mencapai 8 persen dalam periode 2025-2029. Transformasi ekonomi dapat didorong melalui peningkatan investasi untuk mendukung pengembangan proyek-proyek prioritas. Salah satu bentuk realisasi nyata strategi investasi di 2025 adalah dengan terbentuknya Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara Indonesia) dalam perannya sebagai koordinator untuk memegang dan mengelola dana investasi nasional demi mendukung transformasi ekonomi Indonesia. Pembentukan Danantara sendiri juga menimbang bahwa pelaksanaan peran Badan Usaha Milik Negara dalam perekonomian nasional sudah tidak sesuai dengan perkembangan ekonomi saat ini dan ke depan, sehingga dibutuhkan pengelolaan Badan Usaha Milik Negara yang terencana, terpadu, dan berkelanjutan dalam membangun daya saing nasional serta memberikan kesempatan, dukungan, perlindungan, dan kemitraan dalam pengembangan usaha mikro, kecil, menengah, dan koperasi sebagai pilar utama pengembangan ekonomi nasional (UU Nomor I Tahun 2025 Perubahan Ketiga atas Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara). Pasar modal Indonesia, terutama saham-saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN), telah menunjukkan volatilitas yang meningkat sejak awal tahun 2025. Misalnya, data dari IDX menunjukkan bahwa indeks BUMN20 yang menggambarkan kinerja 20 BUMN terbesar mengalami lonjakan signifikan sekitar 10–12 % pada akhir Februari hingga Maret, diikuti fluktuasi tajam lagi pada Juli. Hal ini terjadi bersamaan dengan rentetan pengumuman penting terkait pembentukan dan aktivitas Danantara. Grafik pergerakan harga saham BUMN besar seperti BBRI, TLKM, dan ANTM selama periode ini dapat diperoleh dari situs resmi IDX atau Bloomberg sebagai visualisasi dampak kebijakan publik terhadap pasar modal.

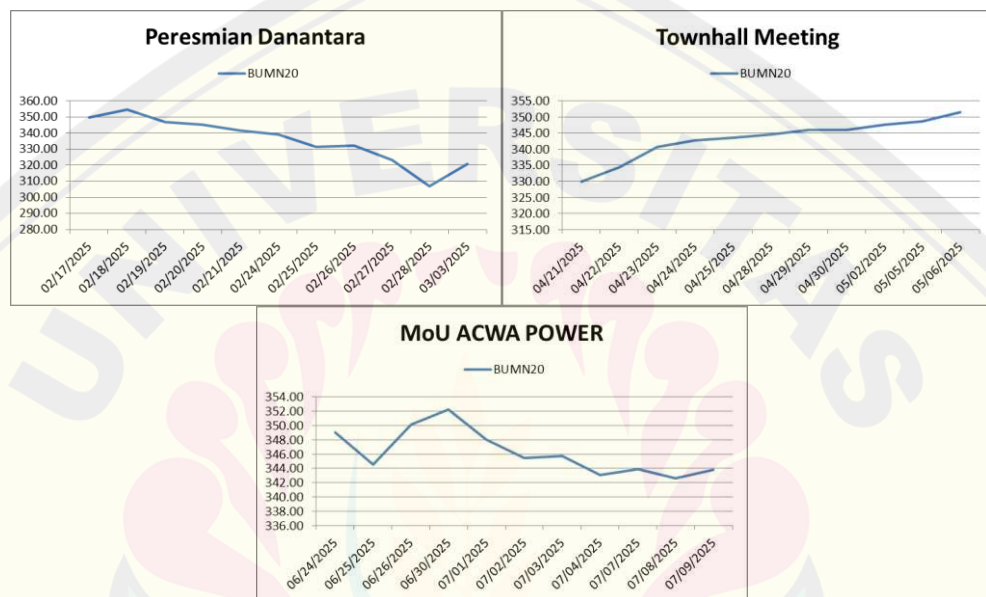
Akan tetapi terbentuknya Danantara memunculkan polemik di masyarakat. Menurut paparan Guru Besar Fakultas Ekonomi dan Manajemen IPB University, Prof Bambang Juanda mengatakan bahwa Danantara dirancang sebagai badan pengelola investasi yang bertujuan untuk mengoptimalkan aset strategis negara dan menarik investasi, baik domestik maupun asing, namun muncul sejumlah kekhawatiran terutama terkait struktur pengawasan dan transparansi (ipb.ac.id).



Gambar 1.1 Pergerakan Saham BUMN  
 Sumber: yahoo.finance.com

Dalam gambar 1.1 menunjukkan pergerakan harga saham BUMN yang asetnya akan dikelola oleh Danantara. Dikutip dalam laman Kompas.com, terdapat 7 BUMN yang asetnya akan dikelola Danantara antara lain, PT Bank Mandiri (Persero) Tbk, PT Bank BRI (Persero) Tbk, PT Bank BNI (Persero) Tbk, PT Pertamina, PT Telekomunikasi Indonesia, dan Mining Industry Indonesia (MIND ID) (kompas.com). Berdasarkan Gambar 1.1, rata-rata saham dari lima

perusahaan tersebut mengalami penguatan sebelum peresmian Danantara, dimulai tanggal 14 Februari 2025 hingga 18 Februari 2025, dan mengalami pelemahan dimulai tanggal 19 Februari 2025 hingga hari peresmian Danantara, serta pelemahan paling tajam di tanggal 28 Februari 2025. Ini menandakan bahwa terdapat indikasi pengaruh dari peresmian Danantara terhadap saham di pasar modal Indonesia khususnya pada saham yang nanti asetnya dikelola oleh Danantara.



Gambar 1.2 Pergerakan Indeks BUMN20  
 Sumber: idx.co.id

Dikutip dari laman resmi Bursa Efek Indonesia yang dikonversikan melalui diagram garis pada gambar 1.2 pada hari peresmian Danantara, Indeks BUMN20 mengalami penurunan sebesar 2,410 dari capaian indeks di tanggal 23 Februari 2025 sebesar 341,414 menjadi 339,004 di tanggal 24 Februari 2025. Penurunan juga terjadi bahkan sebelum memasuki tanggal Peresmian Danantara mulai tanggal 18 Februari 2025 hingga tanggal 22 Februari 2025. Akan tetapi, pada kegiatan *Town Hall Meeting* Danantara yang pertama diadakan pada tanggal 28 April 2025, indeks BUMN20 cenderung mengalami kenaikan terus-menerus mulai tanggal 21 April 2025 dari poin 334,45 hingga 6 Mei 2025 di poin 351.06. Pada event penandatanganan *MoU* antara Danantara dengan ACWA Power, indeks BUMN 20 justru pergerakannya lebih fluktuatif tidak seperti *event* sebelumnya

yang cenderung turun pada *event* Peresmian atau cenderung naik pada *event Town Hall Meeting*.

Dalam teori *Efficient Market Hypothesis* yang dikemukakan oleh Fama, (1970) secara umum pasar modal dikatakan efisien jika harga tidak hanya merefleksikan informasi harga dari masa lalu dan informasi yang telah dipublikasikan, namun juga informasi yang diperoleh dari analisis-analisis tertentu dan informasi yang tidak atau belum dipublikasikan. Alat untuk menguji ada atau tidaknya sebuah informasi dari sebuah peristiwa disebut dengan *Event Study*. Menurut (Nurjannah, Awwaliyah, & Susanto, 2023) *Event Study* adalah menguji reaksi pasar atas masuknya sebuah kejadian dengan sebuah kandungan informasi yang memengaruhi harga saham. Dari analisis *Event Study* ini, investor mencoba untuk mengkalkulasi *Abnormal Return* sebelum dan sesudah dari sebuah peristiwa. Menurut (Dewantara, Awwaliyah, & Singgih, 2020) *Abnormal Return* adalah selisih dari return yang sebenarnya terjadi terhadap *return* normal. Beberapa penelitian terdahulu telah membuktikan adanya pengaruh sebuah peristiwa terhadap pasar modal. Penelitian yang dilakukan oleh Sun & Hesse, (2009) yang menyebutkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Abnormal Return* pada peristiwa keberadaan lembaga pengelola kekayaan negara (*Sovereign Wealth Funds*) di beberapa negara seperti *Abu Dhabi Investment Authority* milik Uni Emirat Arab, *China Investment Corporation* milik China dan *Temasek* milik Singapura. Namun hasil berbeda yang diperoleh dari penelitian Habermann & Steindl, (2025) yang menyebutkan bahwa terdapat perbedaan *Abnormal Return* yang pada peresmian *SWF Norwegia*.

Namun, pasar tidak semata dipengaruhi peristiwa kebijakan. *Environmental, Social, and Governance* (ESG) kini menjadi faktor reputasi penting. Menurut Kruger (2015) menemukan bahwa pasar memberi reaksi negatif terhadap berita ESG buruk dan cenderung netral pada berita yang positif saja, mencerminkan sifat *insurance like* ESG. Sementara itu, Dyck *et al.* (2019) menunjukkan bahwa investor institusional kerap menilai ESG sebagai indikator legitimasi dan stabilitas jangka panjang. Berg *et al.* (2022) juga menyebutkan perubahan peringkat ESG (*upgrade/downgrade*) dan menemukan bahwa pasar

memberikan respon signifikan, studi ini menjadi acuan penting karena menunjukkan bahwa investor memperhatikan dinamika ESG, bukan hanya levelnya. Dalam konteks BUMN Indonesia, ESG juga menjadi perhatian melalui program penerapan laporan keberlanjutan yang diatur dalam POJK 51/2017 Bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, Dan Perusahaan Publik. Hal ini diperlukan guna mendukung stabilitas perekonomian yang bersifat inklusif dengan mengedepankan keselarasan antara aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan hidup. Belum ada penelitian sebelumnya yang menguji reaksi pasar terhadap pembentukan *Sovereign Wealth Fund* di Indonesia dengan mempertimbangkan ESG sebagai variabel moderasi. Pada penelitian sebelumnya juga lebih sering berfokus pada model *single event*, yang artinya menangkap suatu informasi hanya dari satu kejadian bukan beberapa kejadian atau *stacked event* yang akan diterapkan pada penelitian ini. Kesenjangan penelitian tersebut mendorong perlunya penelitian lanjutan untuk memperoleh temuan baru maupun mengonfirmasi konsistensi hasil penelitian sebelumnya.

Berdasarkan hasil observasi awal dan kesenjangan penelitian yang ditemukan, penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap peristiwa Danantara menggunakan pendekatan Event Study. Peristiwa yang dianalisis meliputi Peresmian Danantara (24 Februari 2025), Town Hall Meeting (28 April 2025), dan penandatanganan MoU dengan ACWA Power (2 Juli 2025). Penelitian ini menggunakan proksi perubahan harga saham berupa *Cumulative Abnormal Return* pada saham-saham yang tergabung dalam Indeks BUMN20. Proksi *Cumulative Abnormal Return* dipilih sebab lebih representatif untuk menilai apakah suatu event memberikan keuntungan atau kerugian keseluruhan selama periode tertentu dibandingkan dengan *Abnormal Return* yang cenderung lebih sensitif sehingga dapat menangkap lonjakan harga di hari tertentu. Selain menganalisis reaksi pasar, penelitian ini juga mengkaji peran moderasi kualitas ESG dalam memperkuat atau memperlemah *Cumulative Abnormal Return* di sekitar peristiwa Danantara.

## 1.2 Rumusan Masalah

Penelitian ini penting dilakukan karena pembentukan Danantara sebagai badan pengelola investasi strategis merupakan peristiwa kebijakan besar yang berpotensi membawa dampak langsung terhadap kinerja pasar modal Indonesia, khususnya saham BUMN. Dari perspektif keuangan, respons pasar terhadap kebijakan pemerintah yang strategis dapat diukur melalui pendekatan *Event Study* yang mendeteksi *Abnormal Return* di sekitar tanggal pengumuman. Namun, dinamika pasar tidak hanya dipengaruhi oleh kebijakan itu sendiri, melainkan juga oleh karakteristik perusahaan yang menerima dampak kebijakan tersebut.

Salah satu faktor yang semakin mendapat perhatian adalah kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG), yang diyakini mampu meningkatkan legitimasi dan kepercayaan investor. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya menguji dampak pengumuman Danantara terhadap return saham BUMN, tetapi juga menganalisis bagaimana ESG memengaruhi kekuatan dampak tersebut. Pendekatan ini memungkinkan untuk menjawab gap literatur terkait peran ESG dalam memoderasi reaksi pasar terhadap kebijakan strategis pemerintah, terutama di konteks negara berkembang. Berdasarkan uraian di atas, maka pertanyaan penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

- a. Apakah terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* pada pengumuman peresmian dan aktivitas strategis Danantara?
- b. Apakah kualitas ESG BUMN dapat memoderasi pengumuman peresmian dan aktivitas strategis Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return*?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, penelitian ini bertujuan untuk:

- a. Untuk menguji dan menganalisis apakah terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* pada pengumuman peresmian dan aktivitas strategis Danantara.
- b. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kualitas ESG BUMN dapat memoderasi pengumuman peresmian dan aktivitas strategis Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return*.

## 1.4 Manfaat Penelitian

### a. Manfaat Teoritis

Penelitian ini memberikan kontribusi pada pengembangan literatur di bidang keuangan, khususnya terkait *Event Study* atas kebijakan pemerintah strategis di pasar modal Indonesia. Dengan memasukkan ESG sebagai variabel moderasi, penelitian ini memperkaya diskursus tentang bagaimana faktor keberlanjutan dapat memengaruhi reaksi pasar terhadap peristiwa kebijakan. Temuan penelitian ini juga menambah bukti empiris di konteks negara berkembang, yang selama ini relatif kurang dieksplorasi dibandingkan negara maju. Penelitian ini juga merupakan kajian pertama di Indonesia yang menggabungkan analisis *stacked Event Study* dan ESG moderasi dalam konteks kebijakan *Sovereign Wealth Fund*.

### b. Manfaat Praktis

Secara praktis, hasil penelitian ini dapat menjadi masukan bagi pembuat kebijakan, khususnya pemerintah dan Badan Pengelola Investasi Danantara, untuk memahami bagaimana pasar merespons kebijakan strategis yang mereka keluarkan. Bagi manajemen BUMN, penelitian ini memberikan gambaran apakah kualitas ESG telah dipertimbangkan pasar dalam merespons kebijakan strategis pemerintah. Sementara bagi investor, penelitian ini membantu dalam pengambilan keputusan investasi yang mempertimbangkan tidak hanya aspek finansial, tetapi juga kinerja keberlanjutan perusahaan.

## BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Tinjauan Teori

#### 2.1.1 *Efficient Market Hypothesis*

Fama (1970) menjelaskan bahwa secara umum pasar modal dikatakan efisien jika harga tidak hanya merefleksikan informasi harga dari masa lalu dan informasi yang telah dipublikasikan, namun juga informasi yang diperoleh dari analisis-analisis tertentu dan informasi yang tidak atau belum dipublikasikan. Dobbins dan Witt (1979) yang juga mengacu pada konsep Fama, juga menjelaskan suatu pasar dikatakan efisien apabila aset dari harga saham sepenuhnya merefleksikan semua informasi baik yang baru atau tiba-tiba yang sangat cepat dan dimasukkan ke dalam harga saham tersebut. Hal ini juga dipertegas oleh Sabbaghi dan Sabbaghi (2018) bahwa pasar keuangan yang kompetitif memanfaatkan semua informasi yang tersedia dalam membentuk harga saham.

Menurut Fama (1970) mengelompokkan pasar efisien dalam tiga hipotesis. Ketiga hipotesis yang dimaksud diuraikan sebagai berikut.

- a. Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*Strong Form*), yang mana hipotesis pasar efisien mengatakan pasar akan efisien jika segala informasi yang berhubungan dengan nilai saham, apakah itu tersedia untuk umum atau tidak, bagi para investor, informasi tersebut akan cepat tersebar dan akurat mencerminkan harga pasar.
- b. Hipotesis pasar efisien bentuk semi-kuat (*Semi-strong Form*), yang mana hipotesis pasar efisien menyimpulkan, bahwa semua informasi yang tersedia untuk umum dengan cepat tercermin dalam harga pasar. Dikatakan pasar akan berubah cepat dengan masuknya informasi publik yang baru dan menggerakkan harga ke tingkat keseimbangan yang baru.
- c. Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*Weak Form*), yang mana Hipotesis pasar efisien bentuk lemah menyatakan hanya satu informasi yang relevan untuk melihat harga saham hanya dengan melihat harga historisnya. Dalam hal ini, investor tidak dapat berharap untuk menemukan pola dalam

urutan historis harga sekuritas yang akan memberikan wawasan tentang pergerakan harga di masa depan dan memberikan mereka *Abnormal Return*.

### **2.1.2 Stakeholder Theory**

Menurut Freeman, (1984) menguraikan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga pemangku kepentingan yang lebih luas. Hal ini juga dipertegas oleh Donaldson & Preston, (1995) yang menyebutkan bahwa organisasi harus menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan yang meliputi, individu, pemegang saham, kelompok sosial, dan lingkungan yang terdampak oleh aktivitasnya, karena mereka dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh tindakan bisnis tersebut. Seiring meningkatnya kesadaran investor terhadap lingkungan, mereka akan lebih memperhatikan kinerja lingkungan perusahaan, dan pengungkapan ESG menyediakan saluran bagi investor untuk memahami aspek ini (Chen, *et al*, 2024).

Hal ini relevan untuk menjelaskan mengapa perusahaan saat ini tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham dalam kaitannya dengan memberikan profit atau deviden melainkan harus memberikan nilai dalam bentuk tanggung jawab kepada lingkungan, sosial dan sistem tata kelola yang baik dalam bentuk praktik nyata yang diukur melalui laporan keberlanjutan yang diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51 /POJK.03/2017 Tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan Bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik.

### **2.1.3 Event Study**

Studi Peristiwa (*Event Study*) merupakan suatu metode atau pendekatan guna menguji sebuah pengumuman, apakah pada pengumuman tersebut terdapat sebuah kandungan informasi atau tidak, yang bertujuan untuk menentukan bentuk efisiensi pasar tersebut. MacKinlay, (1997) menyebutkan bahwa pendekatan metodologis *Event Study* sebagai alat ukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa spesifik. *Event Study* ini digunakan untuk menghitung *Abnormal Return* di sekitar peristiwa. Menurut Rizkianto, *et al* (2024) yang menyebutkan bahwa, tujuan dari

*Event Study* adalah untuk mengevaluasi apakah investor dapat memperoleh keuntungan atau *Abnormal Return* dari informasi baru yang terkandung dalam sebuah peristiwa. Jadi, *Event Study* merupakan suatu metode pengujian informasi dimana, ketika suatu informasi yang baru dan relevan masuk ke dalam pasar modal, maka informasi tersebut akan menggeser harga saham ke ekuilibrium baru.

Seiring berkembangnya kontribusi penelitian *Event Study* dalam mengukur reaksi pasar modal atas sebuah peristiwa, penelitian terbaru mulai mengembangkan *Event Study* yang berbasis data panel. Adapun yang dimaksud dengan *stacked/panel Event Study* menurut Clarke & Schythe, (2021), adalah suatu desain pengembangan dari *Event Study* dengan memperhatikan beberapa peristiwa atau kebijakan berdasarkan wilayah dan waktu dalam bentuk data panel. Jadi dalam hal ini, investor akan bergerak untuk mendapatkan informasi dari beberapa referensi peristiwa sejenis yang muncul di beberapa waktu yang berbeda yang masuk di pasar modal sehingga investor mengetahui peristiwa spesifik yang memberikan reaksi signifikan atau memang peristiwa tersebut tidak memiliki kandungan informasi sama sekali. Penelitian kali ini bertujuan mengidentifikasi peristiwa yang berhubungan dengan Danantara dengan beberapa *event* spesifik antara lain, peresmian Danantara, *Town Hall Meeting* Danantara, dan *MoU* dengan ACWA Power.

#### **2.1.4 Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara Indonesia)**

Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara Indonesia) dalam perannya sebagai koordinator untuk memegang dan mengelola dana investasi nasional demi mendukung transformasi ekonomi Indonesia. Dengan pendekatan profesional dan menerapkan *good governance*, Danantara Indonesia berkomitmen untuk meningkatkan efisiensi aset, menarik investasi global, dan memperkuat daya saing Indonesia di sektor strategis, sehingga menciptakan kemakmuran yang merata bagi seluruh rakyat Indonesia (Danantara, 2025). Visi dari Danantara Indonesia adalah Sebagai pengelola investasi terkemuka, di mana BUMN strategis akan menjadi *enabler* penempatan investasinya, Danantara

Indonesia mendorong transformasi ekonomi Indonesia dengan menumbuhkan badan *Sovereign Wealth Fund* berskala dunia, mendukung pembangunan nasional dan menciptakan kemakmuran bagi seluruh rakyat Indonesia.

Terdapat indikasi bahwa peristiwa yang berkaitan Danantara membawa pengaruh bagi pasar modal Indonesia. Adapun peristiwa yang dimaksud adalah Peresmian dari Danantara itu sendiri. Peresmian Danantara terjadi pada tanggal 24 Februari 2025. Rata-rata dari 5 perusahaan BUMN tersebut sahamnya terjadi penguatan sebelum hari peresmian Danantara, dimulai tanggal 14 Februari 2025 hingga 18 Februari 2025, dan mengalami pelemahan dimulai tanggal 19 Februari 2025 hingga hari peresmian Danantara, serta pelemahan paling tajam di tanggal 28 Februari 2025. Ini menandakan bahwa terdapat indikasi pengaruh dari peresmian Danantara terhadap saham di pasar modal Indonesia khususnya pada saham BUMN yang nanti asetnya dikelola oleh Danantara. Peristiwa lain yang menjadi sorotan adalah *Town Hall Meeting* Danantara yang terjadi pada tanggal 28 April 2025. Dikutip dari [setneg.go.id](http://setneg.go.id), rapat yang dihadiri oleh Presiden Prabowo Subianto dilakukan secara tertutup. Lebih lanjut Presiden memberikan arahan terkait pengelolaan Danantara harus dilakukan secara transparan dan sangat ketat, karena dana yang dikelola Danantara sendiri mencapai USD1 triliun. Presiden juga memerintahkan untuk manajemen mengevaluasi semua direksi, dievaluasi kinerjanya, dan wataknya, akhlaknya, dan prestasinya.

Kebijakan strategis Danantara juga dinilai memberikan dampak pada pasar modal Indonesia. Salah satu langkah strategis yang dibuat Danantara adalah menandatangani beberapa Nota Kesepahaman (*MoU*) untuk proyek-proyek energi salah satunya dengan ACWA Power. Kemitraan strategis yang diteken pada tanggal 2 Juli 2025 dengan perusahaan asal Arab Saudi ini bernilai USD 10 miliar dengan tujuan besar untuk mengembangkan utilitas energi terbarukan di Indonesia.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang menggunakan pendekatan *Event Study*, penelitian-penelitian tersebut dapat digunakan sebagai dasar

gambaran dan pendukung dalam penelitian ini maupun penelitian berikutnya walaupun obyek, variabel, dan metode analisisnya berbeda.

Beberapa penelitian yang menggunakan variabel *Abnormal Return* (AR) penelitian yang dilakukan oleh Purnamasari (2025), Aida, Awwaliyah, & Singgih (2024), Nurjannah, Awwaliyah, & Susanto (2023), Dewantara, Awwaliyah, & Singgih (2020) dan Sun & Hesse (2009), yang menyebutkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa. Hasil serupa juga ditemukan oleh Fadila, *et al* (2026) dengan menggunakan proksi CAAR dan Zaenudin & Syarief (2025) dengan menggunakan proksi AAR yang menyatakan bahwa tidak ditemukan perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa. Namun, hasil berbeda didapat dari penelitian lain, dengan menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang dilakukan oleh Habermann & Steindl (2025) menyebutkan bahwa terdapat perbedaan CAR sebelum dan sesudah sebuah pengumuman. Penelitian dari Rizkianto, *et al* (2024) juga menyebutkan bahwa terdapat perbedaan *Abnormal Return* (AR) yang signifikan baik sebelum dan sesudah sebuah peristiwa.

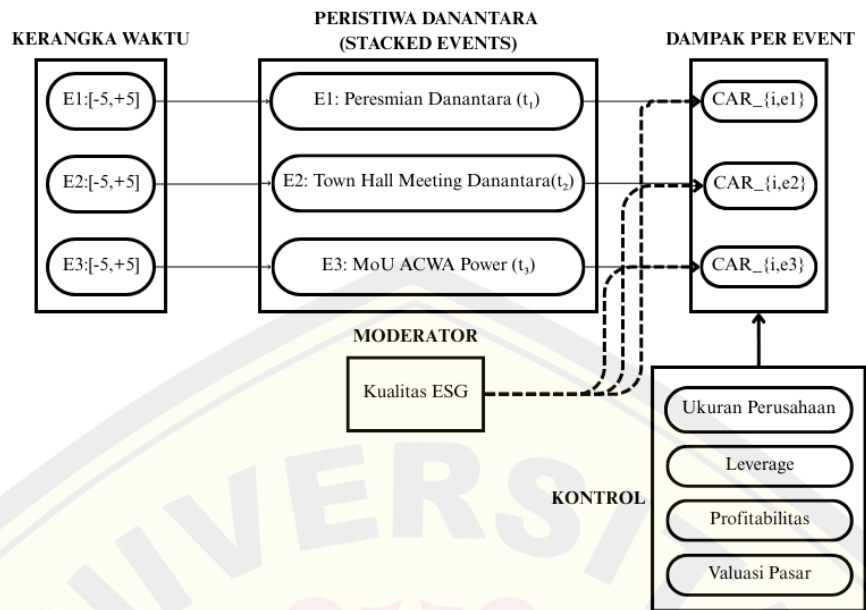
Dalam kaitannya menganalisis peran moderasi ESG, hasil empiris dari Itan, *et al* (2025), Z. Li *et al.* (2022), Dyck, *et al* (2019) dan Kruger. P (2015) menunjukkan bahwa kinerja ESG secara signifikan meningkatkan pengembalian abnormal kumulatif perusahaan dan memiliki efek asimetris selama pandemi. Hasil kuat pada uji *robustness* yang mempertimbangkan penggantian periode jendela peristiwa, pengukuran ESG, dengan menambahkan variabel kontrol lain. Penelitian ini selanjutnya menemukan bahwa ukuran perusahaan dan efek asuransi mendukung mekanisme penting dalam kinerja ESG memengaruhi harga saham. Hasil selaras juga ditunjukkan oleh Nicolas *et al.* (2023), yang menyebutkan bahwa sentimen publik mengenai ESG dapat memengaruhi harga saham, yang mana variabel yang digunakan adalah AR, SAAR, SCAAR dan reputasi ESG dengan menggunakan kumpulan data 114 juta twit tentang perusahaan yang terdaftar di indeks S&P100 antara tahun 2016 dan 2022, dengan mengekstrak percakapan yang membahas isu-isu ESG. Akan tetapi hasil lain ditunjukkan oleh Kutina (2023), yang menyebutkan bahwa Perbedaan ESG tidak

memiliki efek signifikan pada imbal hasil *Cumulative Abnormal Return* dari pengakuisisi Hal ini berarti bahwa pasar saham tidak bereaksi terhadap pengambilalihan perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial dan berkelanjutan dan tidak ada imbalan bagi pihak pengakuisisi atas investasi tersebut. Lalu dengan penggunaan *stacked event* atau penggunaan beberapa peristiwa sebagai referensi, Berg *et al.* (2022) menyebutkan perubahan peringkat ESG (*upgrade/downgrade*) dan menemukan bahwa pasar memberikan respon signifikan, studi ini menjadi acuan penting karena menunjukkan bahwa investor memperhatikan dinamika ESG, bukan hanya levelnya.

Penelitian terdahulu yang telah dijelaskan akan menjadi dasar dilakukannya penelitian ini. Acuan yang digunakan dalam penelitian sebelumnya dengan menggunakan CAR sebagai indikator respon pasar dari sebuah peristiwa akan dikombinasikan dengan kualitas ESG berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51 /POJK.03/2017 sebagai moderasi serta *gap* penelitian yang mana belum ada penelitian sebelumnya yang menguji reaksi pasar terhadap pembentukan *Sovereign Wealth Fund* di Indonesia.

### **2.3 Kerangka Konseptual**

Kerangka konseptual menggambarkan hubungan antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan tinjauan teori dan penelitian terdahulu dijelaskan bahwa sebuah peristiwa dapat memengaruhi perubahan harga saham. Peresmian dan *event* strategis Danantara menjadi peristiwa yang memengaruhi harga saham yang diprosikan dengan *Cumulative Abnormal Return*.



Gambar 2.1. Kerangka Konseptual  
 Sumber: Data diolah, 2026

Keterangan: —————> = Pengaruh Langsung  
 - - - - -> = Pengaruh Moderasi

Gambar 2.1 menunjukkan bagaimana peristiwa Danantara yang meliputi event Peresmian, *Town Hall Meeting* dan *MoU* dengan ACWA Power memengaruhi pergerakan harga saham, yang diwakili oleh variabel *Cumulative Abnormal Return* (CAR) harian dengan *event window* -5+5. Untuk meneliti perbedaan *Cumulative Abnormal Return* pada peristiwa tersebut, diamati melalui Indeks BUMN20 sebelum dan sesudah Peresmian dan *event* strategis Danantara. Dalam kaitannya perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, melainkan juga kepada seluruh pemangku kepentingan, seperti karyawan, pemerintah, masyarakat, dan lingkungan. Kerangka konseptual pada penelitian ini juga bertujuan untuk menganalisis efek moderasi dari *Environmental, Social, Governance (ESG)* yang diprosikan dengan kualitas ESG terhadap *Cumulative Abnormal Return*. ESG yang lebih tinggi diharapkan memperkuat reaksi positif pasar karena investor menilai perusahaan dengan tata kelola baik lebih mampu mengelola kebijakan strategis Danantara secara transparan.

## 2.4 Hipotesis Penelitian

Menurut Lolang (2014), mendefinisikan hipotesis sebagai suatu dugaan sementara dari hubungan peristiwa-peristiwa yang berhubungan dengan penelitian, sampai terbukti data yang terkumpul. Berdasarkan kerangka konseptual yang telah disusun maka dapat dikemukakan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut.

### 2.4.1 Reaksi Pasar terhadap peristiwa pendirian dan kebijakan strategis Danantara

*Event Study* merupakan suatu metode pengujian informasi, dimana ketika suatu informasi yang baru dan relevan masuk ke dalam pasar modal, maka informasi tersebut akan menggeser harga saham ke ekuilibrium baru. Penelitian yang dilakukan oleh Rizkianto, *et al* (2024) menyebutkan bahwa terdapat perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa. Berdasarkan kajian di atas, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>1a</sub>:** Terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa peresmian Danantara pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia.

**H<sub>1b</sub>:** Terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia.

**H<sub>1c</sub>:** Terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa *MoU* dengan ACWA Power Danantara pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia.

### 2.4.2 Efek moderasi Kualitas ESG terhadap *Cumulative Abnormal Return* pada pendirian dan kebijakan strategis Danantara

Seiring meningkatnya kesadaran investor terhadap lingkungan, investor lebih memperhatikan kinerja lingkungan perusahaan, dan pengungkapan ESG menyediakan saluran bagi investor untuk memahami praktik keberlanjutan perusahaan (Chen, *et al*, 2024). Dalam kerangka ini,

ESG dipandang sebagai representasi dari upaya perusahaan dalam memenuhi tuntutan *stakeholder* secara lebih luas. Penelitian yang dilakukan oleh Berg *et al.* (2022) menyebutkan bahwa perubahan peringkat ESG memberikan respon signifikan pada pasar. Berdasarkan kajian di atas, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>2a</sub>:** Kualitas ESG dapat memoderasi pengaruh peristiwa Peresmian Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return* pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia

**H<sub>2b</sub>:** Kualitas ESG dapat memoderasi pengaruh peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return* pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia

**H<sub>2c</sub>:** Kualitas ESG dapat memoderasi pengaruh peristiwa *MoU* dengan ACWA Power Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return* pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia

### BAB 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan rancangan eksplanatori. Tujuan utama penelitian adalah menguji secara empiris reaksi pasar modal terhadap pengumuman kebijakan peresmian dan langkah strategis Danantara sebagai *policy shock* yang memengaruhi BUMN di Indonesia. Pendekatan yang digunakan adalah *panel Event Study*, yaitu desain pengembangan dari *Event Study* dengan memperhatikan beberapa peristiwa atau kebijakan berdasarkan wilayah dan waktu dalam bentuk data panel. Jadi dalam hal ini, investor akan bergerak untuk mendapatkan informasi dari beberapa referensi peristiwa sejenis yang muncul di beberapa waktu yang berbeda yang masuk di pasar modal sehingga investor mengetahui peristiwa spesifik yang memberikan reaksi signifikan atau memang peristiwa tersebut tidak memiliki kandungan informasi sama sekali. Adapun pada penelitian *event window* yang digunakan adalah 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa.

*Panel Event Study* dalam penelitian ini dipadukan dengan analisis regresi lintas-seksional untuk menilai peran kualitas ESG sebagai variabel moderasi serta variabel kontrol yang menggambarkan karakteristik perusahaan. Dengan kombinasi ini, penelitian tidak hanya menilai apakah pasar bereaksi, tetapi juga mengapa tingkat reaksi berbeda antar perusahaan.

#### 3.2 Populasi dan Sampel

##### 3.2.1 Populasi

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) hingga tahun 2025 atau lebih spesifik BUMN yang tergabung dalam indeks IDXBUMN20. BUMN dipilih karena Danantara dirancang sebagai superholding yang mengkonsolidasikan, mengelola, dan mengoptimalkan aset BUMN, sehingga kebijakan ini paling relevan bagi mereka.

### 3.2.2 Sampel

Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah sampling jenuh, dimana semua populasi dalam penelitian ini dijadikan sampel. Menurut Sugiyono (2019) teknik pemilihan sampel apabila semua anggota populasi dijadikan sampel disebut sebagai sampling jenuh. Indeks yang digunakan adalah saham anggota IDXBUMN20 yang menjadi sampel penelitian ini.

### 3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data harga saham harian dan indeks pasar diperoleh dari publikasi resmi Bursa Efek Indonesia (IDX), serta sumber pendukung seperti Yahoo Finance dan investing.com. Data laporan keuangan, laporan tahunan, dan laporan keberlanjutan diperoleh dari situs resmi perusahaan atau portal IDX. Data terkait kualitas ESG melalui pengungkapan ESG berdasarkan laporan keberlanjutan sesuai regulasi POJK 51/2017.

### 3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode Studi pustaka, yaitu pengumpulan data dengan membaca dan mengumpulkan informasi dari data yang mendukung penelitian ini seperti dengan menyelidiki berbagai sumber atau catatan tertulis untuk memperoleh data sekunder yang dapat mendukung analisis masalah dalam penelitian ini. Data harga saham harian dikumpulkan untuk menghitung *return*, *Abnormal Return*, dan *Cumulative Abnormal Return*. Data laporan keuangan digunakan untuk menghitung variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, dan valuasi. Sementara itu, data ESG dikumpulkan dari publikasi tahunan untuk mengukur kualitas praktik keberlanjutan. Seluruh data kemudian disusun dalam basis data panel.

### 3.5 Identifikasi Variabel

Penelitian ini melibatkan empat jenis variabel. Pertama, variabel independen berupa peristiwa pengumuman Danantara yang diukur dengan event dummy. Kedua, variabel dependen berupa *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

Ketiga, variabel moderasi berupa kualitas ESG, yang diukur dengan tingkat pengungkapan ESG berdasarkan POJK 51/2017 . Keempat, variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, dan valuasi pasar. Dengan identifikasi ini, hubungan antar variabel dapat diuji secara lebih komprehensif.

### 3.6 Definisi Operasional Variabel

Menurut, Sugiyono (2018) variabel penelitian adalah suatu atribut, atau sifat atau nilai dari orang, objek, atau kegiatan yang memiliki variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian untuk ditarik kesimpulannya

Variabel penelitian dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

- a. Variabel Independen (X), variabel ini sering disebut sebagai variabel bebas. Pengertian variabel independen (bebas) menurut Sugiyono (2018), Variabel bebas adalah variabel yang memengaruhi atau menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (terikat). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah event Danantara yang diprosikan dengan variabel *dummy*. Menurut, Ghozali (2018) Variabel *dummy* digunakan untuk mengubah data kualitatif menjadi data kuantitatif, agar dapat dimasukkan ke dalam model regresi.
- b. Variabel Dependen (Y), variabel ini sering sebagai variabel output, kriteria, konsekuen. Dalam Bahasa Indonesia sering di sebut dengan variabel terikat. Pengertian variabel dependen (terikat) menurut Sugiyono (2018) variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah *Cumulative Abnormal Return*. Selisih antara return ekspektasi dan return realisasi disebut *Abnormal Return*. Akumulasi dari keseluruhan *Abnormal Return* selama periode pengamatan disebut dengan *Cumulative Abnormal Return*.
- c. Variabel Moderasi (M), menurut Sugiyono (2018) pengertian variabel moderasi adalah variabel yang memengaruhi (memperkuat atau memperlemah) hubungan antara variabel independen (bebas) dengan variabel dependen (terikat). Dalam penelitian yang menjadi variabel moderasi ini adalah kualitas ESG.

d. Variabel Kontrol (Z)

Variabel Kontrol (Z), menurut (Sugiyono, 2019) pengertian variabel kontrol adalah variabel-variabel yang dijaga tetap konstan atau dikendalikan agar tidak memengaruhi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian yang menjadi variabel kontrol adalah ini adalah Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Profitabilitas dan Valuasi Pasar.

1) Ukuran Perusahaan

Menurut Jogiyanto, (2013) Ukuran perusahaan adalah skala yang menggambarkan besar kecilnya perusahaan berdasarkan nilai logaritma total aset

2) *Leverage* (DER)

Menurut Gitman & Zutter (2015) menyebutkan bahwa Rasio Utang terhadap Ekuitas (DER) merupakan proporsi relatif ekuitas dan utang pemegang saham yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Rasio ini menunjukkan *leverage* keuangan dan eksposur risiko.

3) Profitabilitas (ROA)

Menurut Kasmir (2014) menyebutkan ROA merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. Rasio ini mengukur kemampuan manajemen dalam memperoleh laba dari total aset yang tersedia.

4) Valuasi Pasar

Menurut Herawaty (2008) menyebutkan bahwa *Tobin's Q* digunakan untuk menilai sejauh mana pasar memberikan nilai terhadap perusahaan atas kinerja keuangan dan prospek investasinya

### 3.7 Skala Pengukuran Variabel

Skala pengukuran yang digunakan disesuaikan dengan karakteristik variabel. Variabel CAR, ROA, DER, dan Tobin's Q diukur dalam skala rasio karena berupa angka kuantitatif dengan nol absolut. Variabel ukuran perusahaan diukur dalam skala rasio setelah transformasi logaritmik. Variabel Kualitas ESG diukur dalam skala interval karena berupa rasio proporsional. Variabel *dummy*

(*event dummy*) diukur dalam skala nominal. Pengukuran variabel-variabel penelitian diuraikan sebagai berikut:

a. *Cumulative Abnormal Return* (Y)

Selisih antara return ekspektasi dan return realisasi disebut *Abnormal Return*. Akumulasi dari keseluruhan *Abnormal Return* selama periode pengamatan disebut dengan *Cumulative Abnormal Return*. Berikut langkah-langkah untuk menghitung *Abnormal Return* menurut Gumanti (2011) sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3.1)$$

keterangan:

$AR_{it}$  : *Abnormal Return* saham i pada hari t

$R_{it}$  : *Return* saham realisasi (*actual return*)

$E(R_{it})$  : *Return* pasar (*expected return*)

*Cumulative Abnormal Return* dihitung dengan formulasi berikut:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it} \quad (3.2)$$

keterangan:

$CAR_{it}$  : *Cumulative Abnormal Return* saham i pada hari t

$\sum AR_{it}$  : Akumulasi *Abnormal Return* saham i pada hari t

Return sesungguhnya (*Actual Return*) merupakan return yang telah terjadi dan dihitung menggunakan data historis, juga dapat digunakan sebagai salah satu pengukuran dari kinerja perusahaan. Gumanti *et al* (2018) merumuskannya sebagai berikut:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it} - (P_{it-1})}{P_{it-1}}\right) \quad (3.3)$$

keterangan:

$R_{it}$  : *Return* saham i pada periode t

$P_{it}$  : *Closing price* saham i pada hari ke t

$P_{it-1}$  : *Closing price* saham i pada hari t-1

Return harapan (*Expected Return*) merupakan return yang diharapkan oleh investor. *Expected return* pada penelitian ini dihitung dengan menggunakan model penyesuaian pasar (*Market-Adjusted Model*), yaitu model penyesuaian yang menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Formulasinya sebagai berikut.

$$RM = ((BUMN20t - BUMN20t-1)) / (BUMN20t-1) \quad (3.4)$$

keterangan:

RM/ E(Rit) : Return pasar (expected return)

BUMN20t : Indeks BUMN20 pada hari t

BUMN20t-1 : Indeks BUMN20 pada hari t-1

b. Event *dummy* (X)

Indikator peristiwa Danantara diukur melalui *dummy* variabel yang mana diukur dalam skala nominal :

1 = event date

0 = non-event

c. Kualitas ESG (M)

Variabel Kualitas ESG diukur dalam skala interval karena berupa rasio proporsional. Adapun formulasinya adalah

$$\text{Kualitas ESG} = \text{Rasio butir ESG terungkap} / \text{total butir POJK 51}$$

d. Ukuran Perusahaan/size (Z1)

Indikator Ukuran perusahaan diukur dalam skala rasio. Adapun formulasinya menurut Jogiyanto (2013) adalah

$$\text{Size} = \ln \text{ total aset} \quad (3.5)$$

e. Struktur modal/DER (Z2)

Indikator Rasio Utang terhadap Ekuitas (DER) diukur dalam skala rasio. Adapun formulasinya Menurut Gitman & Zutter (2015) adalah

$$\text{DER} = \text{Total Debt} / \text{Equity} \quad (3.6)$$

## f. Profitabilitas/ROA (Z3)

Indikator ROA diukur dalam skala rasio. Adapun formulasinya menurut Kasmir (2014) adalah

$$ROA = \text{Net Income} / \text{Total Assets} \quad (3.7)$$

## g. Valuasi pasar/Tobin's Q (Z4)

Indikator valuasi pasar diukur dalam skala rasio. Adapun formulasinya menurut (Chung & Pruitt, 1994) adalah

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MV Equity} + \text{Debt}) / \text{Assets} \quad (3.8)$$

### 3.8 Metode Analisis Data

a. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis uji beda (*t-test*). Langkah pertama yang dilakukan adalah menentukan nilai variabel yaitu *Abnormal Return*. Selanjutnya, dilakukan uji normalitas dengan uji *Kolmogorov Smirnov* pada tingkat signifikansi 5%. Kemudian dilakukan pengujian hipotesis, dengan menggunakan *Paired Sample T-Test* untuk data yang berdistribusi normal dan uji *Wilcoxon Paired Sample* untuk data yang tidak berdistribusi normal. Penjelasan tahapan-tahapan pengujian sebagai berikut:

## 1) Menentukan nilai variabel

Tahap pertama adalah menentukan selisih antara return ekspektasi dan return realisasi yang disebut *Abnormal Return*. Lalu, mengakumulasikan dari keseluruhan *Abnormal Return* selama periode pengamatan disebut dengan *Cumulative Abnormal Return*.

## 2) Uji Normalitas Data

Uji Normalitas data sebaiknya dilakukan data diolah berdasarkan model-model penelitian (Nugroho, 2005). Uji Normalitas ini bertujuan untuk mengetahui data berdistribusi normal atau tidak. Sampel penelitian ini lebih dari 50 sehingga uji normalitas data yang digunakan adalah Uji *Kolmogorov-Smirnov*, akan tetapi dalam menelaah dampak tiap peristiwa, uji normalitasnya menggunakan Uji Saphiro Wilk, karena sampel masing-masing tiap peristiwa kurang dari 50 sampel. Jika data berdistribusi normal, maka digunakan uji

*Paired Sample t-Test*. Uji *Wilcoxon Paired Sample* digunakan jika data berdistribusi tidak normal. :

- a) Jika  $\text{Sig} > \alpha = 0,05$  maka data tersebut berdistribusi normal
- b) Jika  $\text{Sig} < \alpha = 0,05$  maka data tersebut tidak berdistribusi normal

### 3) Uji Hipotesis

Menurut Siyoto dan Sodik (2015), uji hipotesis merupakan suatu kegiatan mencocokkan atau memverifikasi hipotesis dengan peristiwa yang dapat diamati. Pada penelitian ini menggunakan *Paired Sample Test* untuk data yang berdistribusi normal dan *Wilcoxon Paired Sample* untuk data yang berdistribusi tidak normal. Langkah pertama dalam penelitian ini menentukan rumus hipotesis.

$H_0$  : Tidak terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa peresmian dan kebijakan strategis Danantara pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia.

$H_a$  : Terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa pendirian dan kebijakan strategis Danantara pada saham BUMN di Bursa Efek Indonesia.

Langkah kedua menguji hipotesis dengan 2 uji yang disebutkan di atas yaitu uji-t (*Paired Sample t-test*) untuk data yang berdistribusi normal dan *Wilcoxon Paired Sample* untuk data yang berdistribusi tidak normal. Lalu menghitung *p-value* dan langsung membandingkan dengan tingkat signifikansinya.

$H_0$  diterima jika  $p\text{-value} > \alpha = 0,05$

$H_0$  ditolak jika  $p\text{-value} < \alpha = 0,05$

Dan langkah terakhir menarik kesimpulan hipotesis.

- b. Analisis data dalam penelitian ini juga menggunakan pendekatan analisis regresi lintas-seksional dengan desain *stacked events*. Model regresi digunakan untuk menguji peran kualitas ESG sebagai moderator terhadap *Cumulative Abnormal Return*. Penjelasan tahapan-tahapan pengujian sebagai berikut:

## 1) Uji Pemilihan Model Panel Data

Uji pemilihan model dilakukan untuk memilih model yang paling tepat dalam merepresentasikan model panel data. Data diestimasi menggunakan tiga model utama, antara lain:

- a) *Common Effect*, yaitu semua data digabung tanpa membedakan individu/waktu
- b) *Fixed Effect* (FE), yaitu mengontrol efek khusus tiap individu (*idiosyncratic*)
- c) *Random Effect* (RE), yaitu efek individu dianggap acak dan tidak berkorelasi dengan variabel independen

Setelah ketiga model utama dijalankan dengan menggunakan perangkat pengolah statistik, langkah selanjutnya adalah membandingkan ketiga model dengan beberapa bentuk pengujian, untuk menentukan model yang akan digunakan dalam pengujian hipotesis. Tahapannya antara lain :

- a) Uji Chow (*Fixed Effect vs Common Effect*)

Menurut Ghazali (2020) Uji Chow adalah uji statistik untuk menentukan apakah koefisien regresi pada dua kelompok data atau periode waktu yang berbeda sama, yang sering digunakan dalam analisis data panel untuk memilih antara model *Common Effect* (CEM) atau *Fixed Effect* (FEM). Interpretasi hasil Uji Chow :

$p\text{-value} < 0.05 \rightarrow$  gunakan *Fixed Effect Model*

$p\text{-value} \geq 0.05 \rightarrow$  gunakan *Common Effect Model*

- b) Uji Breusch–Pagan Lagrange Multiplier (*Random Effect vs Common Effect*)

Menurut Gujarati (2012), Uji *Lagrange multiplier* adalah pengujian yang digunakan untuk memilih pendekatan terbaik antara model *Common Effect Model* (CEM) dengan *Random Effect Model* (REM) dalam mengestimasi data panel. Interpretasi hasil uji Breusch–Pagan Lagrange Multiplier :

$p\text{-value} < 0.05 \rightarrow$  gunakan *Random Effect Model*

$p\text{-value} \geq 0.05 \rightarrow$  gunakan *Common Effect Model*

c) Uji Hausman (*Fixed Effect vs Random Effect*)

Menurut Ghazali and Ratmono (2013:289) uji hausman bertujuan untuk memilih apakah model yang digunakan *Fixed Effect Model* (FEM) atau *Random Effect Model* (REM). Dari hasil pengujian ini, maka dapat diketahui apakah Fixed Effect Model lebih baik dari Random Effect Model (REM). Interpretasi hasil uji Hausman

$p\text{-value} < 0.05 \rightarrow$  gunakan *Fixed Effect Model*

$p\text{-value} \geq 0.05 \rightarrow$  gunakan *Random Effect Model*

## 2) Uji Asumsi Klasik

Menurut Ghozali (2018), uji asumsi klasik adalah tahap awal yang penting dalam analisis regresi linear berganda untuk menentukan apakah model regresi yang digunakan sudah memenuhi kriteria yang dipersyaratkan. Uji ini meliputi, uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Uji ini diperlukan sebelum analisis lebih lanjut agar model dapat dianggap baik (BLUE: *Best Linear Unbiased Estimator*) dan hasilnya dapat diandalkan.

## 3) Model Pengujian Uji Hipotesis

Model Pengujian Hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan sebuah regresi data panel yang tersusun atas beberapa individu untuk beberapa periode yang menimbulkan gangguan baru antar data *cross section* dan *time series* tersebut, dimana regresi data panel mampu mendeteksi dan mengukur pengaruh yang tidak dapat diobservasi melalui data murni *time series* atau data murni *cross section*. Menurut Ghozali dan Ratmono (2013) dengan menganalisis data *cross section* dalam beberapa periode maka data panel tepat digunakan dalam penelitian perubahan dinamis. Analisis regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{CAR}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESG}_i + \beta_2 \text{Event} + \beta_3 (\text{ESG}_i \times \text{Event}) + \gamma_1 \text{Size} + \gamma_2 \text{DER} + \gamma_3 \text{ROA} + \gamma_4 \text{Tobin's Q} + \mu_e + \epsilon_i \quad (3.9)$$

Keterangan:

CAR <sub>it</sub>	=	Cumulative Abnormal Return saham i pada hari t
$\alpha$	=	Konstanta
$\beta_{1,2,3}$	=	Koefisien regresi
$\gamma'_{1,2,3,4}$	=	Vektor kontrol
ESG <sub>i</sub>	=	Kualitas ESG saham i
Event	=	Peristiwa Danantara
ESG <sub>i</sub> x Event	=	Interaksi ESG saham i dengan Peristiwa Danantara
Size	=	Ukuran Perusahaan
DER	=	Struktur Modal
ROA	=	Profitabilitas
Tobin's Q	=	Valuasi Pasar
$\mu_e$	=	Event effect
$\epsilon_i$	=	error

#### 4) Interpretasi Hasil Uji Hipotesis

Uji hipotesis ada tiga, terdiri dari uji Parsial (uji t), uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan uji Simultan (Uji F) sebagai berikut:

##### a) Uji Parsial (uji t)

Menurut Ghozali (2018), Uji t dapat digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individual (parsial). Uji t digunakan dengan tingkat signifikan sebesar 0,05 dan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel. dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

- i. Jika nilai probabilitas < 0,05 dan nilai t hitung > t tabel, maka H<sub>0</sub> ditolak. Jadi variabel independen secara individual (parsial) memengaruhi variabel dependen.
- ii. Jika nilai probabilitas > 0,05 dan nilai t hitung < t tabel, maka H<sub>0</sub> diterima. Jadi variabel independen secara individual (parsial) tidak memengaruhi variabel dependen.

b) Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Menurut Ghozali (2018) uji koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara Nol dan satu ( $0 \leq R \leq 1$ ). Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi dependen amat terbatas.

## c) Uji Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji apakah model regresi yang digunakan dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Pengujian hipotesis dengan menggunakan distribusi F, dengan tingkat signifikan  $\alpha = 5\%$ , maka kriteria pengujian dengan uji F adalah:

- i. Jika nilai probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0 =$  diterima jadi semua variabel independen tidak berpengaruh secara simultan dan signifikan terhadap variabel dependen.
- ii. Jika nilai probabilitas  $< 0,05$  maka  $H_0 =$  ditolak jadi semua variabel independen berpengaruh secara simultan dan signifikan terhadap variabel dependen.

5) Uji *Robustness*

Uji *robustness* digunakan untuk menguji ketahanan model, uji ini diperlukan untuk memastikan bahwa hasil regresi tidak bergantung pada satu spesifikasi model tertentu (Gujarati & Porter, 2009). Pada penelitian ini, untuk menguji ketahanan tersebut digunakan alternatif *event window* 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah peristiwa.

## BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini berfokus pada peristiwa-peristiwa seputar Danantara, yang dalam hal ini sebagai *event date* dari tujuan penelitian *Event Study* ini. Konsep *stacked event* menjadi penting, sebab dalam penelitian ini mengkaji beberapa peristiwa tentang Danantara, antara lain Peresmian Danantara (24 Februari 2025), *Town Hall Meeting* Danantara (28 April 2025), dan *MoU* dengan ACWA Power (2 Juli 2025). Danantara yang bertindak sebagai Badan Pengelola Investasi milik negara Indonesia yang berfungsi mengkonsolidasikan, mengelola, dan mengoptimalkan aset strategis pemerintah, termasuk BUMN bertindak sebagai objek pada penelitian ini dan maka dari itu, saham-saham pembentuk indeks BUMN20 akan menjadi sampelnya. Teknik penentuan sampel penelitian ini menggunakan teknik *sampling jenuh* yang artinya 20 saham pembentuk indeks BUMN20 atau seluruh populasi menjadi sampel penelitian. Dikarenakan konsep *stacked event* yang digunakan pada penelitian ini membuat total sampel yang akan diamati dari ketiga peristiwa ini menjadi 60 sampel penelitian. Secara spesifik *event window* dari masing-masing peristiwa pada:

Tabel 4.1 *Event window* Danantara

Peristiwa	<i>Event window</i>		
	Sebelum (-5)	<i>Event date</i>	Sesudah (+5)
Peresmian Danantara	17, 18, 19, 20, 21 Februari 2025	24 Februari 2025	25, 26, 27, 28 Februari 2025 dan 3 Maret 2025
<i>Town Hall Meeting</i> Danantara	21, 22, 23, 24, 25 April 2025	28 April 2025	29, 30 April 2025 dan 2, 5, 6 Mei 2025
<i>MoU</i> dengan ACWA Power	24, 25, 26, 30 Juni 2025 dan 1 Juli 2025	2 Juli 2025	3, 4, 7, 8, 9 Juli 2025

Sumber: data diolah, 2026

Selain menelaah kandungan informasi dari peristiwa Danantara terhadap pasar modal di Indonesia, penelitian ini juga mencoba untuk mengkaji pengaruh dari penerapan *Environmental, Social, and Governance* dari saham-saham perusahaan pembentuk indeks BUMN 20 terhadap pasar modal. Proksi yang digunakan dalam menilai penerapan ESG dari perusahaan tersebut adalah *Sustainability Report* yang formatnya diatur oleh POJK 51/2017 serta variabel

kontrol yang menggambarkan karakteristik perusahaan yang meliputi Size, DER, ROA dan Tobins Q pada tahun 2024.

#### 4.2 Deskripsi Statistik Variabel Penelitian

Analisis deskriptif pada penelitian ini digunakan untuk menggambarkan data sampel penelitian dengan mengukur *mean*, *min*, *max* dan standar deviasi variabel utama dalam penelitian ini yaitu *Cumulative Abnormal Return* di masing-masing *event*. Berikut analisis deskriptif *Cumulative Abnormal Return*.

Tabel 4.2 Tabel Analisis Deskriptif *Cumulative Abnormal Return*

Peristiwa	N	Mean		Min		Max		Std. Dev	
		Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
Peresmian Danantara	20	0.0022	-0.0106	-0.0511	-0.1137	0.0503	0.0939	0.0263	0.0489
<i>Town Hall Meeting</i> Danantara	20	0.0164	-0.0008	-0.0379	-0.0841	0.0949	0.1618	0.0397	0.0546
<i>MoU</i> dengan ACWA Power	20	0.0082	0.0197	-0.0746	-0.0343	0.0807	0.1181	0.0400	0.0369
<i>Stacked event</i> Danantara	60	0.0089	0.0029	-0.0746	-0.1137	0.0949	0.1618	0.0358	0.0483

Sumber: lampiran 3 (data diolah)

Hasil analisis deskriptif pada tabel 4.2 menjelaskan bahwa pada peristiwa Peresmian Danantara, nilai rata-rata sesudah peristiwa tersebut menuai respon negatif dari pelaku pasar modal, dengan nilai rata-rata sebesar -0,0106. Hal ini menggambarkan bahwa secara umum peresmian Danantara memiliki sinyal yang buruk bagi investor. Hal serupa juga terjadi pada peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara, meskipun pada peristiwa tersebut dihadiri oleh Presiden Prabowo Subianto, tidak membuat pelaku pasar memperoleh *Cumulative Abnormal Return* yang positif dari hasil investasinya di perusahaan-perusahaan BUMN. Meskipun indeks BUMN20 memiliki tren positif pada peristiwa ini, nilai -0,0008 menjadi bukti bahwa secara umum pasar merespon negatif pada peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara.

Hasil berbeda ditemukan pada peristiwa *MoU* dengan ACWA Power, nilai rata-rata sesudah peristiwa mendapat respon positif dari pelaku pasar modal. *Cumulative Abnormal Return* menunjukkan kenaikan dari sebelum peristiwa ke sesudah peristiwa dengan kenaikan sebesar 140%. Namun jika diukur dengan konsep *stacked event*, secara keseluruhan dari ketiga peristiwa rata-rata nilai yang didapat baik sebelum dan sesudah peristiwa mendapat respon positif, akan tetapi respon tersebut mengalami penurunan sebesar 67,42% dari nilai 0.0089 ke nilai 0,0029. Untuk nilai standar deviasi *Cumulative Abnormal Return*, baik secara keseluruhan maupun *breakdown per event* menunjukkan nilai yang lebih besar dari *mean Cumulative Abnormal Return*, yang artinya sebaran data untuk variabel *Cumulative Abnormal Return* cukup besar.

### 4.3 Hasil Analisis Data

#### 4.3.1 Hasil Uji Normalitas Data *Event Study*

Uji Normalitas ini bertujuan untuk mengetahui data berdistribusi normal atau tidak. Sampel penelitian ini lebih dari 50 sehingga uji normalitas data yang digunakan adalah Uji *Kolmogorov-Smirnov*, akan tetapi dalam menelaah dampak tiap peristiwa, uji normalitasnya menggunakan Uji *Saphiro Wilk*, karena sampel masing-masing tiap peristiwa kurang dari 50 sampel. Jika data berdistribusi normal, maka digunakan uji *Paired Sample t-Test*. Uji *Wilcoxon Paired Sample* digunakan jika data berdistribusi tidak normal

Tabel 4.3 Tabel Hasil Uji Normalitas Data *Cumulative Abnormal Return*

Peristiwa	N	Uji Normalitas							
		Sebelum (-5)				Sesudah (+5)			
		$\alpha$	<i>p-value</i>	Keputusan	Distribusi Data	$\alpha$	<i>p-value</i>	Keputusan	Distribusi Data
Peresmian Danantara	20	0.05	0.901	$p\text{-value} > \alpha$	Normal	0.05	0.759	$p\text{-value} > \alpha$	Normal
<i>Town Hall Meeting</i> Danantara	20	0.05	0.357	$p\text{-value} > \alpha$	Normal	0.05	0.103	$p\text{-value} > \alpha$	Normal
<i>MoU</i> dengan ACWA Power	20	0.05	0.984	$p\text{-value} > \alpha$	Normal	0.05	0.043	$p\text{-value} < \alpha$	Tidak Normal
<i>Stacked event</i> Danantara	60	0.05	0.200	$p\text{-value} > \alpha$	Normal	0.05	0.200	$p\text{-value} > \alpha$	Normal

Sumber: lampiran 4 (data diolah)

Berdasarkan tabel 4.3 dijelaskan bahwa pada *event* Peresmian Danantara nilai *p-value* dari *Cumulative Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa adalah lebih dari 0,05. Hal ini dapat diartikan bahwa kesimpulan atau pola distribusi data dari Peresmian Danantara berdistribusi normal, sehingga uji hipotesis yang digunakan adalah Uji *Paired Sample t Test*. Hal serupa dengan *event Town Hall Meeting*, nilai *p-value* sebelum peristiwa adalah 0,357 dan nilai *p-value* sesudah peristiwa adalah 0,103. Hal ini berarti bahwa pola distribusi data dari *event Town Hall Meeting* adalah berdistribusi normal, dan uji hipotesis yang digunakan adalah Uji *Paired Sample t Test*.

Hasil berbeda ditemukan pada peristiwa *MoU* dengan ACWA Power, pada sebelum peristiwa nilai *p-value* lebih dari 0,05 atau lebih tepatnya di angka 0,984 yang artinya data berdistribusi normal, namun pada sesudah peristiwa nilai *p-value* adalah 0,043 yang artinya data tidak berdistribusi normal. Jadi, kesimpulan untuk pola distribusi data yang digunakan adalah data tidak berdistribusi normal dan untuk menguji hipotesis adalah dengan Uji *Wilcoxon Paired Sample*. Untuk *stacked event* Danantara, nilai *p-value* baik sebelum dan sesudah peristiwa bernilai lebih dari 0,05 sehingga pola distribusi datanya adalah berdistribusi normal, dan pengujian hipotesisnya menggunakan Uji *Paired Sample t Test*.

#### 4.3.2 Pengujian Hipotesis *Event Study*

Uji hipotesis merupakan suatu kegiatan mencocokkan atau memverifikasi hipotesis dengan peristiwa yang dapat diamati. Pengujian hipotesis menggunakan taraf signifikansi sebesar 5%. Jika *p-value* > 0,05 maka  $H_0$  diterima yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah *event*. Jika *p-value* < 0,05 maka  $H_0$  ditolak yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah *event*. Uji *Paired Sample t Test* digunakan untuk menguji hipotesis apabila data berdistribusi normal. Uji *Wilcoxon Paired Sample* digunakan untuk menguji hipotesis apabila data berdistribusi tidak normal. Hasil uji hipotesis selengkapnya disajikan pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Hasil Uji Hipotesis *Cumulative Abnormal Return*

Peristiwa	Variabel	N	Uji Hipotesis			Kesimpulan
			$\alpha$	$p$ -value	Keputusan	
<b>Peresmian Danantara</b>		20	0.05	0.342	$p$ -value > $\alpha$	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan
<b>Town Hall Meeting Danantara</b>	CAR	20	0.05	0.185	$p$ -value > $\alpha$	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan
<b>MoU dengan ACWA Power</b>	Sebelum-Sesudah	20	0.05	0.100	$p$ -value > $\alpha$	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan
<b>Stacked event Danantara</b>		60	0.05	0.399	$p$ -value > $\alpha$	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan

Sumber : lampiran 5 (data diolah)

Keterangan : Angka cetak tebal = uji hipotesis menggunakan *Wilcoxon Paired Sample* berdasarkan pola distribusi data

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada tabel 4.4 dijelaskan bahwa pada *event* peresmian Danantara, *Town Hall Meeting* Danantara dan *MoU* dengan ACWA Power tidak terdapat perbedaan yang signifikan CAR yang diterima investor pada hari sebelum dan sesudah peristiwa tersebut dengan tingkat signifikansi  $p$ -value > 0,05. Analisis secara *stacked event* juga menjelaskan bahwa tidak terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan baik sebelum dan sesudah peristiwa dengan tingkat signifikansi  $p$ -value > 0,05.

#### 4.3.3 Hasil Uji Pemilihan Model Panel Data

Uji pemilihan model dilakukan untuk memilih model yang paling tepat dalam merepresentasikan model panel data. Data diestimasi menggunakan tiga model utama, antara lain *Common Effect*, *Fixed Effect*, dan *Random Effect*. Hasil uji pemilihan model panel data disajikan pada tabel 4.5 sebagai berikut.

Tabel 4.5 Hasil Uji *Chow*

Peristiwa	Indikator	CEM	FEM	Uji Chow
<b>Peresmian Danantara</b>	f-statistic	1,46	1,21	0,69
	Prob.	0,2024	0,3082	0,7682
<b>Town Hall Meeting Danantara</b>	f-statistic	1.15	0.33	0.66
	Prob.	0.3485	0.7190	0.7957
<b>MoU dengan ACWA Power</b>	f-statistic	1.72	1.97	0.72
	Prob.	0.1239	0.1531	0.7438

Sumber : lampiran 6 (data diolah)

Berdasarkan hasil uji *Chow* pada Tabel 4.5 pada peristiwa Peresmian Danantara, diperoleh nilai *f-statistic* sebesar 0,69 dengan probabilitas  $0,7682 > 0,05$ . Nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 5 persen, sehingga hipotesis nol tidak ditolak, sehingga model CEM (*Common Effect Model*) dipilih. Dua peristiwa juga menunjukkan hasil yang serupa, dengan peristiwa Town Hall Meeting Danantara memiliki *f-statistic* sebesar 0,66 dan probabilitasnya  $0,7957 > 0,05$  serta peristiwa MoU dengan ACWA Power menunjukkan *f-statistic* sebesar 0,72 dan probabilitasnya  $0,7438 > 0,05$ . Hasil ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan intersep yang signifikan antar unit *cross-section*. Dengan demikian, *Common Effect Model* dinilai lebih tepat dibandingkan Fixed Effect Model dalam menjelaskan hubungan antar variabel penelitian. Oleh karena itu model ini akan dilanjutkan dengan uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* yang akan disajikan dalam tabel 4.6

Tabel 4.6 Hasil Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier*

Event	Hasil				
		var	sqrt(var)	chibar <sup>2</sup>	Prob.
Peresmian Danantara	y	0.0023	0.0483	0.00	1.000
	e	0.0024	0.0491		
	u	0	0		
Town Hall Meeting Danantara	y	0.0023	0.0483	0.00	1.000
	e	0.0025	0.0502		
	u	0	0		
MoU dengan ACWA Power	y	0.0023	0.0483	0.00	1.000
	e	0.0023	0.0482		
	u	0	0		

Sumber : lampiran 7 (data diolah)

Berdasarkan hasil uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* pada Tabel 4.6 seluruh peristiwa Danantara memiliki *p-value*  $1,00 > 0,05$ . Hal ini mengindikasikan bahwa varian efek individual tidak signifikan secara statistik, sehingga *Random Effect Model* tidak lebih tepat dibandingkan *Common Effect Model*. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan *Common Effect Model* sebagai spesifikasi utama analisis data panel dengan hasil analisis regresi yang digunakan pada tabel 4.7.

Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Data Panel

Peristiwa	Variabel	Coefficient	Std err
<b>Peresmian Danantara</b>	Event (X1)	-0.0203	0.0076
	Kualitas ESG (M)	0.0011	0.0048
	Interaksi (X*M)	0.0053	0.0076
	Size (Z1)	0.0027	0.0011
	DER (Z2)	-0.0008	0.0017
	ROA (Z3)	-0.1548	0.0912
	Tobin's Q (Z4)	0.0710	0.0175
	_cons	-0.0580	0.0304
<b>Town Hall Meeting Danantara</b>	Event (X2)	-0.0056	0.0076
	Kualitas ESG (M)	0.0062	0.0049
	Interaksi (X*M)	-0.0098	0.0077
	Size (Z1)	0.0027	0.0011
	DER (Z2)	-0.0008	0.0017
	ROA (Z3)	-0.1548	0.0926
	Tobin's Q (Z4)	0.0027	0.0178
	_cons	-0.0630	0.0309
<b>MoU dengan ACWA Power</b>	Event (X3)	0.0259	0.0079
	Kualitas ESG (M)	0.0015	0.0051
	Interaksi (X*M)	0.0045	0.0079
	Size (Z1)	0.0027	0.0011
	DER (Z2)	-0.0008	0.0018
	ROA (Z3)	-0.1548	0.0954
	Tobin's Q (Z4)	0.0027	0.0183
_cons	-0.0734	0.0318	

Sumber lampiran 8 (data diolah)

Berdasarkan tabel di atas di atas dapat dideklarasikan model penelitian sebagai berikut.

– Peresmian Danantara

$$CAR_{it} = -0.058 + 0.001ESG_i - 0.020Event + 0.005 (ESG_i \times Event) + 0.002Size - 0.000DER - 0.154ROA + 0.071Tobin's Q \quad (4.1)$$

– Town Hall Meeting Danantara

$$CAR_{it} = -0.063 + 0.006ESG_i - 0.005Event - 0.009 (ESG_i \times Event) + 0.002Size - 0.000DER - 0.154ROA + 0.071Tobin's Q \quad (4.2)$$

– MoU dengan ACWA Power

$$CAR_{it} = -0.073 + 0.001ESG_i - 0.025Event + 0.004 (ESG_i \times Event) + 0.002Size - 0.000DER - 0.154ROA + 0.071Tobin's Q \quad (4.3)$$

#### 4.3.4 Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah tahap awal yang penting dalam analisis regresi linear berganda untuk menentukan apakah model regresi yang digunakan sudah memenuhi kriteria yang dipersyaratkan. Uji ini meliputi, uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Berikut adalah hasil uji multikolinearitas yang akan disajikan pada tabel 4.8.

Tabel 4.8 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	1/VIF
<b>Peresmian Danantara, Town Hall Meeting Danantara, MoU dengan ACWA Power (X1, X2, X3)</b>	1.00	1.000
<b>Kualitas ESG (M)</b>	1.82	0.548
<b>Interaksi (X*M)</b>	1.50	0.667
<b>Size (Z1)</b>	1.93	0.519
<b>DER (Z2)</b>	1.92	0.522
<b>ROA (Z3)</b>	2.00	0.500
<b>Tobin's Q (Z4)</b>	2.22	0.445

Sumber : lampiran 9 (data diolah)

Diketahui nilai VIF variabel independen, variabel moderasi dan variabel kontrol < 10.00, maka dapat disimpulkan bahwa asumsi uji multikolinearitas telah lolos atau terpenuhi. Selanjutnya adalah uji heterokedastisitas yang akan disajikan pada tabel 4.9.

Tabel 4.9 Hasil Uji Heterokedastisitas

Peristiwa	Variabel	Coefficient	Std err	Rob std err	t	p-value
<b>Peresmian Danantara</b>	Event (X1)	-0.0203	0.0076	0.0127	-1.59	0.117
	Kualitas ESG (M)	0.0012	0.0048	0.0088	0.13	0.894
	Interaksi (X*M)	0.0053	0.0076	0.0115	0.46	0.646
	Size (Z1)	0.0027	0.0011	0.0018	1.46	0.150
	DER (Z2)	-0.0008	0.0017	0.0029	-0.28	0.783
	ROA (Z3)	-0.1549	0.0912	0.1204	-1.29	0.204
	Tobin's Q (Z4)	0.0710	0.0175	0.0322	2.21	0.032
	_cons	-0.0581	0.0304	0.0500	-1.16	0.251
<b>Town Hall Meeting Danantara</b>	Event (X2)	-0.0056	0.0077	-	0.27	0.786
	Kualitas ESG (M)	0.0062	0.0049	-	0.40	0.688
	Interaksi (X*M)	-0.0098	0.0077	-	-1.79	0.079
	Size (Z1)	0.0027	0.0011	-	-0.32	0.753
	DER (Z2)	-0.0008	0.0017	-	-1.16	0.252
	ROA (Z3)	-0.1549	0.0926	-	-0.79	0.435
	Tobin's Q (Z4)	0.0710	0.0178	-	-0.33	0.746
	_cons	-0.0630	0.0309	-	1.73	0.090

Peristiwa	Variabel	Coefficient	Std err	Rob std err	t	p-value
MoU dengan ACWA Power	Event (X3)	0.0259	0.0079	-	-0.09	0.928
	Kualitas ESG (M)	0.0015	0.0051	-	-0.31	0.761
	Interaksi (X*M)	0.0045	0.0080	-	-0.40	0.689
	Size (Z1)	0.0027	0.0011	-	-0.31	0.759
	DER (Z2)	-0.0008	0.0018	-	-1.13	0.266
	ROA (Z3)	-0.1549	0.0954	-	-0.76	0.448
	Tobin's Q (Z4)	0.0710	0.0183	-	-0.32	0.753
	_cons	-0.0734	0.0318	-	1.71	0.094

Sumber : lampiran 10 (data diolah)

Diketahui dari hasil uji heterokedastisitas di atas dengan menggunakan uji *Glejser* dengan parameter pengujian signifikansi (Sig.) variabel  $> (0,05)$  dengan kesimpulan  $H_0$  tidak terjadi heterokedastisitas. Pada peristiwa Peresmian Danantara ditemukan bahwa enam variabel terbebas dari heterokedastisitas dan satu variabel yang tidak terbebas dari heterokedastisitas yaitu variabel Valuasi Pasar dengan  $p\text{-value } 0,032 < 0,05$ , yang artinya model secara keseluruhan mengalami heterokedastisitas. Akan tetapi, dalam model tersebut telah dilakukan *robust standard error* yang mana seluruh koefisien utama, termasuk variabel independen, variabel moderator, dan variabel interaksi, menjadi tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, hasil regresi yang telah dikoreksi memberikan gambaran yang lebih akurat mengenai kekuatan hubungan antar variabel yang diuji dan lolos uji heterokedastisitas (Wooldridge, 2020). Untuk peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara dan *MoU* dengan ACWA Power seluruh variabel terbebas dari heterokedastisitas dengan signifikansi (Sig.) variabel  $> (0,05)$ . Selanjutnya adalah uji autokorelasi, yang akan disajikan pada tabel 4.10

Tabel 4.10 Hasil Uji Autokorelasi

Peresmian Danantara	F( 1, 19)	=	0.019
	Prob > F	=	0.8929
Town Hall Meeting Danantara	F( 1, 19)	=	0.176
	Prob > F	=	0.6794
MoU dengan ACWA Power	F( 1, 19)	=	0.043
	Prob > F	=	0.8373

Sumber : lampiran 11 (data diolah)

Diketahui dari hasil uji autokorelasi di atas dengan menggunakan uji Wooldridge dengan parameter pengujian  $\text{Prob} > F < 0.05$  dengan kesimpulan terjadi autokorelasi, maka dari hasil tabel tersebut menunjukkan bahwa model tidak terdapat autokorelasi dengan  $p\text{-value}$  sebesar 0.8929 pada peristiwa

Peresmian Danantara, 0,06794 pada peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara, dan 0,8373 pada peristiwa *MoU* dengan ACWA Power. Dengan demikian dari hasil uji asumsi klasik yang telah dilakukan meliputi uji multikolinearitas, uji heterokedastisitas, dan uji autokorelasi, dapat disimpulkan bahwa model telah lolos uji asumsi klasik dan model dapat dianggap baik (BLUE: *Best Linear Unbiased Estimator*) serta hasilnya dapat diandalkan.

#### 4.3.5 Interpretasi Hasil Uji Hipotesis

Interpretasi uji hipotesis pada penelitian ini ada tiga, terdiri dari uji Parsial (uji t), uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan uji Simultan (Uji F) sebagai berikut.

Tabel 4.11 Hasil Uji Hipotesis Regresi Data Panel

Peristiwa	Variabel	Coefficient	t	P> t
Peresmian Danantara	Event (X1)	-0.0203	-1.57	0.121
	Kualitas ESG (M)	0.0012	0.14	0.887
	Interaksi (X*M)	0.0053	0.41	0.683
	Size (Z1)	0.0027	1.44	0.157
	DER (Z2)	-0.0008	-0.28	0.780
	ROA (Z3)	-0.1549	-0.99	0.326
	Tobin's Q (Z4)	0.0710	2.37	0.021
	_cons	-0.0581	-1.12	0.269
	<b>f-statistic</b>	1.46	<b>R<sup>2</sup></b>	0.1642
	<b>Prob &gt; F</b>	0.2024	<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.0517
	Town Hall Meeting Danantara	Event (X2)	-0.0056	-0.42
Kualitas ESG (M)		0.0062	0.74	0.463
Interaksi (X*M)		-0.0098	-0.74	0.461
Size (Z1)		0.0027	1.41	0.164
DER (Z2)		-0.0008	-0.28	0.784
ROA (Z3)		-0.1549	-0.97	0.334
Tobin's Q (Z4)		0.0710	2.33	0.024
_cons		-0.0630	-1.19	0.240
<b>f-statistic</b>		1.15	<b>R<sup>2</sup></b>	0.1338
<b>Prob &gt; F</b>		0.3485	<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.0173
MoU dengan ACWA Power		Event (X3)	0.0259	2.04
	Kualitas ESG (M)	0.0015	0.18	0.859
	Interaksi (X*M)	0.0045	0.35	0.727
	Size (Z1)	0.0027	1.46	0.151
	DER (Z2)	-0.0008	-0.28	0.777
	ROA (Z3)	-0.1549	-1.01	0.319
	Tobin's Q (Z4)	0.0710	2.41	0.020
	_cons	-0.0734	-1.43	0.158
	<b>f-statistic</b>	1.72	<b>R<sup>2</sup></b>	0.1883
	<b>Prob &gt; F</b>	0.1239	<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.0790

Sumber : lampiran 8 (data diolah)

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada tabel 4.11 pada peristiwa Peresmian Danantara secara parsial, kualitas ESG tidak memoderasi hubungan antara peristiwa Peresmian Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return*. Kondisi ini terlihat pada nilai signifikansi sebesar 0,683 lebih besar dari nilai alpha yaitu 5%. Nilai koefisien determinasi juga menjelaskan bahwa sekitar 16,42% variasi variabel *Cumulative Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel dalam model, serta secara simultan variabel independen, variabel moderasi, serta variabel kontrol dalam model belum mampu menjelaskan variasi variabel dependen secara signifikan dengan nilai Prob > F sebesar 0.2024 dengan tingkat signifikansi 5%, oleh karena itu  $H_0$  diterima.

Pada peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara menghasilkan hasil serupa, bahwa secara parsial, kualitas ESG tidak memoderasi hubungan antara peristiwa *Town Hall Meeting* terhadap *Cumulative Abnormal Return*. Kondisi ini terlihat pada nilai signifikansi sebesar 0,461 lebih besar dari nilai alpha yaitu 5%. Nilai koefisien determinasi juga menjelaskan bahwa sekitar 13,38% variasi variabel *Cumulative Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel dalam model, serta secara simultan variabel independen, variabel moderasi, serta variabel kontrol dalam model belum mampu menjelaskan variasi variabel dependen secara signifikan dengan nilai Prob > F sebesar 0.3485 dengan tingkat signifikansi 5%, oleh karena itu  $H_0$  diterima.

Pada peristiwa *MoU* dengan ACWA Power  $H_0$  juga diterima dengan sebab yang sama bahwa secara parsial, kualitas ESG tidak memoderasi hubungan antara peristiwa *MoU* dengan ACWA Power terhadap *Cumulative Abnormal Return* yang dapat dilihat pada nilai signifikansi sebesar 0.727 lebih besar dari nilai acuan alpha sebesar 5%. Nilai koefisien determinasi juga menjelaskan bahwa sekitar 18,83% variasi variabel *Cumulative Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel dalam model, serta secara simultan variabel independen, variabel moderasi, serta variabel kontrol dalam model belum mampu menjelaskan variasi variabel dependen secara signifikan dengan nilai Prob > F sebesar 0.1239 dengan tingkat signifikansi 5%, oleh karena itu  $H_0$  diterima.

**4.3.6 Hasil Uji Robustness**

Uji robustness digunakan untuk menguji ketahanan model, uji ini diperlukan untuk memastikan bahwa hasil regresi tidak bergantung pada satu spesifikasi model tertentu. Pada penelitian ini, untuk menguji ketahanan tersebut digunakan alternatif *event window* 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah peristiwa yang akan disajikan pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.12 Hasil Uji Robustness

Peristiwa	Variabel	Coefficient	t	P> t
Peresmian Danantara	Event (X1)	-0.0260	-1.57	0.124
	Kualitas ESG (M)	0.0015	0.14	0.891
	Interaksi (X*M)	0.0187	1.12	0.270
	Size (Z1)	0.0012	0.50	0.618
	DER (Z2)	-0.0062	-1.65	0.105
	ROA (Z3)	-0.5536	-2.75	0.008
	Tobin's Q (Z4)	0.0519	1.34	0.185
	_cons	-0.0216	0.32	0.749
	<b>f-statistic</b>	2.15	<b>R<sup>2</sup></b>	0.2247
	<b>Prob &gt; F</b>	0.0540	<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.1203
	Town Hall Meeting Danantara	Event (X2)	-0.0103	-0.61
Kualitas ESG (M)		0.0133	1.22	0.230
Interaksi (X*M)		-0.0167	-0.97	0.335
Size (Z1)		0.0012	0.49	0.626
DER (Z2)		-0.0062	-1.61	0.113
ROA (Z3)		-0.5537	-2.69	0.010
Tobin's Q (Z4)		0.0519	1.31	0.195
_cons		0.0163	0.24	0.813
<b>f-statistic</b>		1.74	<b>R<sup>2</sup></b>	0.1901
<b>Prob &gt; F</b>		0.1192	<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.0811
MoU dengan ACWA Power		Event (X3)	0.0363	2.21
	Kualitas ESG (M)	0.0084	0.79	0.431
	Interaksi (X*M)	-0.0020	-0.12	0.903
	Size (Z1)	0.0012	0.51	0.614
	DER (Z2)	-0.0062	-1.67	0.102
	ROA (Z3)	-0.5537	-2.78	0.008
	Tobin's Q (Z4)	0.0519	1.36	0.181
	_cons	0.0007	0.01	0.991
	<b>f-statistic</b>	2.36	<b>R<sup>2</sup></b>	0.2412
	<b>Prob &gt; F</b>	0.0358	<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.1390

Sumber : lampiran 12 (data diolah)

Berdasarkan hasil uji *robustness* pada tabel 4.12, pada *event window* 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah peristiwa Peresmian Danantara secara parsial, kualitas ESG konsisten tidak memoderasi hubungan antara peristiwa Peresmian Danantara terhadap *Cumulative Abnormal Return* di poin 0,270 lebih besar dari nilai alpha. Nilai *R-squared* meningkat menjadi 0,2247 dan Adjusted R-squared

menjadi 0,1203, yang berarti sekitar 12–22% variasi CAR dapat dijelaskan oleh model. Peningkatan ini mengindikasikan bahwa reaksi pasar terhadap peristiwa peresmian Danantara lebih terdistribusi dalam horizon waktu yang lebih panjang, sehingga tidak sepenuhnya tertangkap oleh *window* pendek. Secara simultan nilai  $\text{Prob} > F$  sebesar 0,0540 menjadi bukti bahwa model belum mampu menjelaskan variasi variabel dependen secara signifikan pada tingkat 5%, oleh karena itu secara keseluruhan baik secara parsial maupun simultan  $H_0$  diterima dan *robust*.

Pada peristiwa *Town Hall Meeting* Danantara *robustness check* menghasilkan hasil serupa, bahwa secara parsial, kualitas ESG tidak memoderasi hubungan antara peristiwa *Town Hall Meeting* terhadap *Cumulative Abnormal Return*. Kondisi ini terlihat pada nilai signifikansi sebesar 0,335 lebih besar dari nilai alpha yaitu 5% yang artinya  $H_0$  diterima. Dengan demikian, ESG tidak berfungsi sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara *Town Hall Meeting* dan CAR, baik pada *window* pendek maupun panjang. Nilai koefisien determinasi juga menjelaskan bahwa sekitar 19,01% variasi variabel *Cumulative Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel dalam model, serta secara simultan variabel independen, variabel moderasi, serta variabel kontrol dalam model belum mampu menjelaskan variasi variabel dependen secara signifikan dengan nilai  $\text{Prob} > F$  sebesar 0.1192 dengan tingkat signifikansi 5%, oleh karena itu  $H_0$  secara parsial maupun simultan diterima dan *robust*.

Pada peristiwa *MoU* dengan ACWA Power  $H_0$  juga diterima dengan sebab yang sama bahwa secara parsial, kualitas ESG tidak memoderasi hubungan antara peristiwa *MoU* dengan ACWA Power terhadap *Cumulative Abnormal Return* yang dapat dilihat pada nilai signifikansi sebesar 0.903 lebih besar dari nilai acuan alpha sebesar 5%. Nilai koefisien determinasi juga menjelaskan bahwa sekitar 24,12% variasi variabel *Cumulative Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh seluruh variabel dalam model. Hasil berbeda secara simultan, menunjukkan bahwa secara keseluruhan model mampu menjelaskan variasi CAR secara signifikan dengan nilai 0,0358 lebih kecil dari 5%.

Berdasarkan uji *robustness* dengan menggunakan alternatif *event window*, hasil penelitian menunjukkan bahwa kesimpulan utama bersifat *robust* terhadap

perubahan spesifikasi model. Pengaruh peristiwa yang bersifat strategis (MoU ACWA Power) terhadap *Cumulative Abnormal Return* tetap konsisten dan signifikan, sementara peristiwa simbolik dan komunikatif tidak menunjukkan reaksi pasar yang berarti. Selain itu, variabel ESG tidak terbukti berperan sebagai variabel moderasi dalam seluruh spesifikasi model, yang menegaskan stabilitas dan keandalan temuan penelitian ini.

#### 4.4 Pembahasan

##### 4.4.1 Reaksi Pasar terhadap peristiwa pendirian dan kebijakan strategis Danantara

Penelitian ini memiliki tujuan menguji hipotesis, apakah terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* baik sebelum maupun sesudah peristiwa pendirian dan kebijakan strategis Danantara pada saham yang terdaftar dalam indeks BUMN20. Adapun secara spesifik, peristiwa yang dijadikan referensi adalah peristiwa Peresmian Danantara, *Town Hall Meeting*, aktivitas strategis MoU dengan ACWA Power dan agregasi *stacked event*. Hasil uji beda *Cumulative Abnormal Return* (CAR) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa, baik secara individual maupun secara *stacked event*. Secara statistik, seluruh p-value berada di atas tingkat signifikansi 5%, yang mengindikasikan bahwa pasar tidak merespons peristiwa tersebut dalam bentuk *Abnormal Return* yang signifikan.

Dalam perspektif *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, hasil ini mengindikasikan bahwa informasi publik terkait pembentukan dan aktivitas awal Danantara telah terinternalisasi dalam harga saham, atau dinilai tidak cukup material untuk mengubah ekspektasi arus kas jangka pendek. Temuan ini sejalan dengan penelitian Aida, Awwaliyah, & Singgih (2024), Nurjannah, Awwaliyah, & Susanto (2023), Dewantara, Awwaliyah, & Singgih (2020), serta Sun & Hesse (2009), yang menemukan tidak adanya perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa tertentu. Konsistensi ini memperkuat argumen bahwa tidak semua peristiwa kebijakan atau pengumuman strategis memiliki kandungan informasi yang cukup kuat untuk menghasilkan *Abnormal Return* atau

secara kontekstual, sebagai sovereign wealth fund Indonesia, Danantara memiliki mandat konsolidasi dan optimalisasi aset negara. Namun, pada tahap awal operasionalisasi, pasar mungkin masih berada pada fase *wait and see*. Investor cenderung menunggu implementasi konkret dan dampak fundamental terhadap kinerja keuangan BUMN sebelum melakukan *repricing* saham.

Temuan ini juga memperlihatkan bahwa meskipun MoU dengan ACWA Power menunjukkan koefisien *event* yang signifikan secara parsial ( $p = 0,047$ ), hasil uji beda CAR tetap tidak menunjukkan perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa. Hal ini mengindikasikan bahwa reaksi pasar yang muncul bersifat terbatas dan tidak cukup kuat untuk menciptakan pergeseran *return* kumulatif secara agregat dalam *event window* (-5, +5). Secara metodologis, penggunaan *stacked event* memperkuat validitas temuan karena mengurangi bias idiosinkratik per peristiwa. Konsistensi hasil non-signifikan dalam model individual maupun agregat memperlihatkan bahwa pasar saham BUMN relatif stabil terhadap dinamika kebijakan kelembagaan tersebut dalam jangka pendek.

#### **4.4.2 Efek moderasi Kualitas ESG terhadap *Cumulative Abnormal Return* pada pendirian dan kebijakan strategis Danantara**

Penelitian ini juga menguji apakah kualitas ESG yang diprosikan melalui sustainability report berdasarkan POJK 51/2017 mampu memoderasi hubungan antara peristiwa Danantara dan CAR. Hasil regresi data panel menunjukkan bahwa variabel interaksi antara event dan ESG tidak signifikan pada seluruh peristiwa ( $p > 0,05$ ). Dengan demikian, kualitas ESG tidak terbukti memperkuat maupun memperlemah reaksi pasar terhadap peristiwa-peristiwa tersebut. Hasil penelitian ini selaras dengan Kutina (2023) yang menyatakan bahwa perbedaan ESG tidak memiliki efek signifikan terhadap CAR dalam konteks akuisisi. Artinya, pasar tidak selalu memberikan premi terhadap perusahaan yang lebih bertanggung jawab secara sosial dalam setiap konteks peristiwa. Hasil uji robustness menggunakan *event window* yang lebih panjang (-10, +10) juga memberikan hasil konsisten bahwa kesimpulan utama penelitian bersifat stabil terhadap perubahan spesifikasi model.

Dengan demikian, hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa dalam konteks BUMN Indonesia, ESG belum menjadi faktor diferensiasi yang memperkuat atau memperlemah reaksi pasar terhadap kebijakan kelembagaan negara. Dalam kerangka Stakeholder Theory, perusahaan dengan kualitas ESG tinggi seharusnya memperoleh legitimasi dan kepercayaan lebih besar dari pasar. Investor diharapkan memberikan respons yang lebih positif terhadap perusahaan yang menunjukkan komitmen keberlanjutan. Namun, hasil empiris menunjukkan bahwa kualitas ESG belum mampu memperkuat maupun memperlemah reaksi pasar terhadap peristiwa Danantara. Temuan ini mengindikasikan bahwa, investor kemungkinan masih berorientasi pada indikator keuangan tradisional dibandingkan indikator keberlanjutan dalam konteks event kebijakan publik dan ESG mungkin telah dianggap sebagai kewajiban regulatif (*compliance-based*), bukan *strategic differentiation*.

Menariknya, dari segi vektor kontrol yang diukur, ditemukan bahwa variabel Tobin's Q konsisten secara signifikan positif pada seluruh model. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung menghasilkan CAR yang lebih baik. Temuan ini konsisten dengan teori valuation berbasis ekspektasi pertumbuhan, di mana pasar lebih responsif terhadap perusahaan dengan peluang investasi tinggi. Sebaliknya, Size, DER, dan ROA tidak menunjukkan signifikansi statistik. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam konteks event kebijakan publik, karakteristik keuangan tradisional tidak menjadi determinan utama reaksi pasar jangka pendek.

## BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar atas peristiwa peresmian dan aktivitas strategis Danantara dengan pendekatan *stacked Event Study* serta menguji peran moderasi kualitas ESG pada saham BUMN yang tergabung dalam indeks BUMN20. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji beda *Cumulative Abnormal Return* (CAR), dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa Peresmian Danantara, Town Hall Meeting, maupun MoU dengan ACWA Power. Hasil yang sama juga diperoleh pada analisis *stacked event*. Dengan demikian, hipotesis  $H_{1a}$ ,  $H_{1b}$ , dan  $H_{1c}$  tidak didukung secara empiris. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar saham BUMN tidak memberikan reaksi signifikan dalam jangka pendek terhadap rangkaian peristiwa tersebut.

Selanjutnya, hasil regresi data panel menunjukkan bahwa kualitas ESG tidak mampu memoderasi hubungan antara peristiwa Danantara dan *Cumulative Abnormal Return*. Variabel interaksi antara event dan ESG tidak signifikan pada seluruh model pengujian. Dengan demikian, hipotesis  $H_{2a}$ ,  $H_{2b}$ , dan  $H_{2c}$  juga tidak didukung. Hasil ini mengindikasikan bahwa dalam konteks BUMN Indonesia, kualitas ESG belum berperan sebagai faktor diferensiasi dalam membentuk respons pasar terhadap kebijakan kelembagaan negara. Hasil uji robustness menggunakan *event window* yang lebih panjang (-10, +10) juga memberikan hasil bahwa konsistensi ketidaksignifikanan ini pada uji robustness memperkuat validitas kesimpulan bahwa ESG belum berperan sebagai variabel moderasi dalam konteks kebijakan pembentukan *sovereign wealth fund*. Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa pembentukan dan aktivitas awal Danantara belum menghasilkan reaksi pasar yang signifikan dalam jangka pendek, serta kualitas ESG belum terbukti memperkuat atau memperlemah respons tersebut.

## 5.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan pengujian dan keterbatasan penelitian yang telah diuraikan, saran yang diberikan pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

### 1. Bagi Investor

Investor disarankan untuk tidak melakukan reaksi spekulatif jangka pendek terhadap kebijakan restrukturisasi aset negara yang bersifat makro dan jangka panjang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar tidak merespons secara signifikan dalam horizon waktu pendek, sehingga keputusan investasi sebaiknya berbasis pada fundamental perusahaan daripada sentimen kebijakan sesaat.

### 2. Bagi Peneliti selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya disarankan dua hal. Pertama, memperluas horizon waktu analisis, yang artinya penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan *event window* jangka menengah dan panjang. Hal ini penting untuk menangkap dampak struktural kebijakan *sovereign wealth fund* yang kemungkinan tidak tercermin dalam jangka pendek. Lalu yang kedua, penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan perhitungan estimasi CAR dengan metode *market model* atau *mean adjusted model* dan proksi ESG yang lebih komprehensif, yang artinya menggunakan ESG rating dari lembaga independen, hal ini dapat memperkaya pemahaman mengenai mekanisme bagaimana ESG memengaruhi reaksi pasar.

**Daftar Pustaka**

- Aida, F. N., Awwaliyah, I. N., & Singgih, M. (2024). Asia-Pacific Stock Market Reactions To Silicon Valley Bank's Bankruptcy. *INCOGITE 2024* (hal. 132-144). Advances in Economics.
- Berg, F., Heeb, F., & Kölbel, J. F. (2022). The Economic Impact of ESG Ratings. *Review of Finance*.
- Chen, Z. H., Kang, J., Koedijk, K. G., Gao, X., & Gu, Z. H. (2024). Short-term market reactions to ESG ratings disclosures: An event study in the Chinese stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1-12.
- Clarke, D., & Schythe, K. T. (2021). Implementing the Panel Event Study. *The Stata Journal*, 853-884.
- Dewantara, A. P., Awwaliyah, I. N., & Singgih, M. (2020). The Impact of Constitutional Court Ruled on the 2019 Presidential Election Toward Indonesian Stock Market. *INCOGITE 2020* (hal. 414-425). ADI International Conference Series.
- Dobbins, R., & Witt, S. F. (1979). Some Implications Of The Efficient Market Hypothesis. *Managerial Finance*, 65-79.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 65-91.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financials Economic*.
- Fadila, N., Kusniawati, Sarah, S., Habbe, A. H., & Bandang, A. (2025). Analysis of Investor Reactions to the Launch of Super Holding Danantara: Event Study on Shares of Danantara Member State-Owned Enterprises. *Dinasti Interantional Journal of Digital Business Management*, 50-57.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 383-417.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. . Boston: MA: Pitman.
- Ghozali, & Ratmono. (2013). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika, Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance, Fourteenth Edition*. United States: Pearson Education.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics, 5th Edition*. McGraw-Hill.
- Gumanti, T. A., Savitri, A. E., Wahidatun, N., & Utami, E. S. (2018). Event Study on the Crash of Airasia Plane: A Study on Travel and Leisure Companies Listed at Malaysian Stock Market. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 20-26.
- Habermann, F., & Steindl, T. (2025). Stock market reactions to a sovereign wealth fund's broad-based public sustainability engagement: European evidence. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1-22.

- Herawaty. (2008). Peran praktek corporate governance sebagai moderating variable dari pengaruh earnings management terhadap nilai perusahaan. *Jurnal akuntansi dan keuangan*.
- Itan, I., Sylvia, S., Septiany, S., & Chen, R. (2025). The influence of environmental, social, and governance disclosure on market reaction: Evidence from emerging markets. *Discover Sustainability*, 347.
- Jogiyanto. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan, Edisi Satu, Cetakan Ketujuh*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Kruger, P. (2015). Corporate Goodness and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*.
- Kutina, N. (2023). *The effect of target ESG scores on the acquirer's value, ESG performance, and cumulative abnormal returns*. Rotterdam: Erasmus University.
- Li, Z. G. (2022). ESG performance and stock prices: Evidence from the COVID-19 outbreak. *Humanities and Social Sciences Communications*, 26.
- Lolang, E. (2014). *Hipotesis Nol dan Hipotesis Alternatif*. JKIP.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 13–39.
- Nicolas, M. L. (2023). ESG reputation risk matters: An event study based on social media data. *Finance Research Letters*.
- Nugroho, A. (2005). *Strategi Jitu Memilih Metode Statistik Dengan SPSS*. Yogyakarta: ANDI.
- Nurjannah, U., Awwaliyah, I. N., & Susanto, A. B. (2023). G20 Stock Market Reaction to the G20 New Delhi Summit, 2023. *Proceedings of the 5th International Conference on Global Innovation and Trends in Economy 2024 (INCOGITE 2024)* (hal. 303-2016). INCOGITE 2024.
- Purnamasari, G. D. (2025). Market reaction to the launch of Danantara: An event study of state-owned and non-state-owned companies in Indonesia. *Journal of Accounting, Entrepreneurship and Financial Technology*, 19–40.
- Rizkianto, A. B., Awwaliyah, I. N., Susanto, A. B., Fadah, I., & Paramu, H. (2024). The Stock Market Reaction of Energy Sector to The Regulations Approval and The Carbon Exchange Publishing in Indonesia. *INCOGITE 2024* (hal. 293-302). *Advances in Economics*.
- Sabbaghi, O., & Sabbaghi, N. (2018). Market Efficiency And The Global Financial Crisis: Evidence From Developed Markets. *Studies in Economics and Finance*.
- Siyoto, S., & Sodik, M. A. (2015). *Dasar Metodologi Penelitian. Cetakan 1*. Sleman: Literasi Media Publishing.
- Sugiyono. (2018). *Metode Penelitian Kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sun, T., & Hesse, H. (2009). *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability—An Event Study Analysis*. IMF Working Paper.

UU Nomor I Tahun 2025 Perubahan Ketiga atas Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara

Zaenudin, W., & Syarief, M. E. (2025). Event Study of State-Owned Bank Stock Prices Before and After the Announcement of Danantara on February 24, 2025. *Indonesian Journal of Economics and Management*, 71–79.



Lampiran 1. Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti (Tahun)	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil (Kesimpulan)
1.	Fadila et al. (2026)	<i>Cumulative Average Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat perbedaan <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
2.	Habermann & Steindl (2025)	<i>Cumulative Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
3.	Itan et al. (2025)	<i>ESG + Cumulative Abnormal Return</i>	<i>Panel Regression</i>	Terdapat pengaruh yang signifikan atas ESG terhadap CAR
4.	Purnamasari (2025)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Tidak terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
5.	Zaenudin & Syarief (2025)	<i>Average Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat perbedaan <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
6.	Aida, Awwaliyah, & Singgih (2024)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Tidak terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
7.	Rizkianto, et al (2024)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
8.	Kutina, N. (2023)	Target ESG, <i>Cumulative Abnormal Return</i>	<i>Event Study + regresi</i>	Tidak terdapat pengaruh yang signifikan atas ESG target terhadap CAR akuisitor
9.	Nicolas et al. (2023)	ESG-risk spike, CAR	<i>Event Study</i>	Terdapat pengaruh yang signifikan atas reputasi ESG rating terhadap CAR
10.	Nurjannah, Awwaliyah, & Susanto (2023)	<i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	<i>Event Study</i>	Tidak terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
11.	Berg et al. (2022)	<i>ESG rating change</i>	<i>Panel Event</i>	Terdapat pengaruh

		<i>global</i>	<i>Study</i>	yang signifikan atas ESG rating terhadap <i>stock ownership</i>
12.	Li <i>et al.</i> (2022)	<i>ESG score, CAR</i>	Event Study + regresi	Terdapat pengaruh yang signifikan atas ESG score terhadap CAR
13.	Dewantara, Awwaliyah, & Singgih (2020)	<i>AR</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa
14.	Dyck <i>et al.</i> (2019)	<i>ESG, ownership</i>	Analisis empiris	Investor global responsif ESG disclosure
15.	Krüger, P. (2015)	<i>ESG news, AR</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat pengaruh yang signifikan atas ESG rating terhadap AR
16.	Sun & Hesse (2009)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Event Study</i>	Tidak terdapat perbedaan <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah peristiwa

## Lampiran 2. Populasi dan Sampel Saham Anggota IDXBUMN20

No	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
2	AGRO	PT Bank Raya Indonesia Tbk
3	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk
4	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
5	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
6	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
7	BJBR	PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk
8	BJTM	PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk
9	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
10	BRIS	PT Bank Syariah Indonesia Tbk
11	ELSA	PT Elnusa Tbk
12	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk
13	MTEL	PT Dayamitra Telekomunikasi Tbk
14	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk
15	PGEO	PT Pertamina Geothermal Energy Tbk
16	PTBA	PT Bukit Asam Tbk
17	PTPP	PT PP (Persero) Tbk
18	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
19	TINS	PT Timah Tbk
20	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk

Lampiran 3. Hasil Uji Deskriptif *Cumulative Abnormal Return*

Peresmian Danantara

<b>Descriptive Statistics</b>					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
peresmianbefore	20	-.0511	.0503	.002180	.0262532
peresmianafter	20	-.1137	.0939	-.010595	.0489942
Valid N (listwise)	20				

Town Hall Meeting Danantara

<b>Descriptive Statistics</b>					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
townhallbefore	20	-.0379	.0949	.016425	.0397360
townhallafter	20	-.0841	.1618	-.000780	.0546548
Valid N (listwise)	20				

MoU dengan ACWA Power

<b>Descriptive Statistics</b>					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
moubefore	20	-.0746	.0807	.008170	.0400552
mouafter	20	-.0343	.1181	.019695	.0369041
Valid N (listwise)	20				

Stacked event Danantara

<b>Descriptive Statistics</b>					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
stackedbefore	60	-.0746	.0949	.008925	.0358021
stackedafter	60	-.1137	.1618	.002930	.0483069
Valid N (listwise)	60				

Lampiran 4. Hasil Uji Normalitas Data *Cumulative Abnormal Return*

Peresmian Danantara

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
peresmianbefore	.099	20	.200*	.978	20	.901
peresmianafter	.138	20	.200*	.970	20	.759

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Town Hall Meeting Danantara

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
townhallbefore	.127	20	.200*	.949	20	.357
townhallafter	.135	20	.200*	.921	20	.103

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

MoU dengan ACWA Power

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
moubefore	.088	20	.200*	.985	20	.984
mouafter	.165	20	.157	.901	20	.043

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Stacked event Danantara

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
stackedbefore	.089	60	.200*	.983	60	.591
stackedafter	.096	60	.200*	.963	60	.068

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Lampiran 5. Hasil Uji Hipotesis *Cumulative Abnormal Return*

Peresmian Danantara

**Paired Samples Test**  
Paired Differences

	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper			
Pair 1 peresmianbefore - peresmianafter	.0127750	.0585761	.0130980	-.0146394	.0401894	.975	19	.342

Town Hall Meeting Danantara

**Paired Samples Test**  
Paired Differences

	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper			
Pair 1 townhallbefore - townhallafter	.0172050	.0559448	.0125096	-.0089780	.0433880	1.375	19	.185

MoU dengan ACWA Power

**Test Statistics<sup>a</sup>**  
mouafter - moubefore

Z	-1.643 <sup>b</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	.100

- a. Wilcoxon Signed Ranks Test
- b. Based on negative ranks.

Stacked event Danantara

**Paired Samples Test**  
Paired Differences

	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper			
Pair 1 stackedbefore - stackedafter	.0059950	.0546171	.0070510	-.0081141	.0201041	.850	59	.399

## Lampiran 6. Hasil Uji Chow

## Peresmian Danantara

$$F(14, 38) = 0.69$$
$$\text{Prob} > F = 0.7682$$

*Town Hall Meeting* Danantara

$$F(14, 38) = 0.66$$
$$\text{Prob} > F = 0.7957$$

*MoU* dengan ACWA Power

$$F(14, 38) = 0.72$$
$$\text{Prob} > F = 0.7438$$

Lampiran 7. Hasil Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier*

## Peresmian Danantara

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
y	.0023336	.0483069
e	.0024134	.049126
u	0	0

Test: Var(u) = 0  
 $\text{chibar2}(01) = 0.00$   
 Prob > chibar2 = 1.0000

*Town Hall Meeting* Danantara

$$y[\text{id\_num},t] = Xb + u[\text{id\_num}] + e[\text{id\_num},t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
y	.0023336	.0483069
e	.0025234	.0502334
u	0	0

Test: Var(u) = 0  
 $\text{chibar2}(01) = 0.00$   
 Prob > chibar2 = 1.0000

## MoU dengan ACWA Power

$$y[\text{id\_num},t] = Xb + u[\text{id\_num}] + e[\text{id\_num},t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
y	.0023336	.0483069
e	.0023261	.0482296
u	0	0

Test: Var(u) = 0  
 $\text{chibar2}(01) = 0.00$   
 Prob > chibar2 = 1.0000

Lampiran 8. Hasil Uji Regresi Data Panel

Peresmian Danantara

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
Model	.022609472	7	.003229925	F(7, 52)	=	1.46
Residual	.115070535	52	.002212895	Prob > F	=	0.2024
				R-squared	=	0.1642
				Adj R-squared	=	0.0517
Total	.137680007	59	.002333559	Root MSE	=	.04704

y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
x1	-.0202875	.0128828	-1.57	0.121	-.0461388	.0055638
m_c	.0011789	.0082704	0.14	0.887	-.0154169	.0177747
x1m_c	.0053306	.0129915	0.41	0.683	-.0207389	.0314
z1	.0026525	.0018471	1.44	0.157	-.001054	.006359
z2	-.0008098	.0028902	-0.28	0.780	-.0066095	.0049898
z3	-.154817	.1561036	-0.99	0.326	-.4680618	.1584279
z4	.0710366	.029914	2.37	0.021	.0110098	.1310635
_cons	-.0580695	.0520106	-1.12	0.269	-.1624364	.0462974

Town Hall Meeting Danantara

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
Model	.018428431	7	.002632633	F(7, 52)	=	1.15
Residual	.119251576	52	.0022933	Prob > F	=	0.3485
				R-squared	=	0.1338
				Adj R-squared	=	0.0173
Total	.137680007	59	.002333559	Root MSE	=	.04789

y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
x2	-.005565	.0131148	-0.42	0.673	-.0318817	.0207517
m_c	.0062317	.0084193	0.74	0.463	-.0106629	.0231263
x2m_c	-.0098278	.0132255	-0.74	0.461	-.0363667	.016711
z1	.0026525	.0018804	1.41	0.164	-.0011207	.0064257
z2	-.0008098	.0029422	-0.28	0.784	-.0067139	.0050942
z3	-.154817	.1589143	-0.97	0.334	-.4737019	.1640679
z4	.0710366	.0304526	2.33	0.024	.009929	.1321443
_cons	-.062977	.0529471	-1.19	0.240	-.1692231	.0432691

MoU dengan ACWA Power

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
Model	.025925686	7	.003703669	F(7, 52)	=	1.72
Residual	.111754322	52	.002149122	Prob > F	=	0.1239
				R-squared	=	0.1883
				Adj R-squared	=	0.0790
Total	.137680007	59	.002333559	Root MSE	=	.04636

y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
x3	.0258525	.0126958	2.04	0.047	.0003765	.0513285
m_c	.0014567	.0081504	0.18	0.859	-.0148982	.0178116
x3m_c	.0044973	.012803	0.35	0.727	-.0211938	.0301883
z1	.0026525	.0018203	1.46	0.151	-.0010002	.0063052
z2	-.0008098	.0028483	-0.28	0.777	-.0065253	.0049056
z3	-.154817	.1538378	-1.01	0.319	-.4635151	.1538812
z4	.0710366	.0294798	2.41	0.020	.0118811	.1301922
_cons	-.0734495	.0512557	-1.43	0.158	-.1763015	.0294026

Lampiran 9. Hasil Uji Multikolinearitas

Peresmian Danantara

Variable	VIF	1/VIF
z4	2.22	0.449701
z3	2.00	0.500373
z1	1.93	0.518673
z2	1.92	0.521986
m_c	1.82	0.548348
x1m_c	1.50	0.666667
x1	1.00	1.000000
Mean VIF	1.77	

Town Hall Meeting Danantara

Variable	VIF	1/VIF
z4	2.22	0.449701
z3	2.00	0.500373
z1	1.93	0.518673
z2	1.92	0.521986
m_c	1.82	0.548348
x2m_c	1.50	0.666667
x2	1.00	1.000000
Mean VIF	1.77	

MoU dengan ACWA Power

Variable	VIF	1/VIF
z4	2.22	0.449701
z3	2.00	0.500373
z1	1.93	0.518673
z2	1.92	0.521986
m_c	1.82	0.548348
x2m_c	1.50	0.666667
x2	1.00	1.000000
Mean VIF	1.77	

Lampiran 10. Hasil Uji Heterokedastisitas

Peresmian Danantara

Linear regression	Number of obs	=	60
	F(7, 52)	=	1.26
	Prob > F	=	0.2869
	R-squared	=	0.1642
	Root MSE	=	.04704

y	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
x1	-.0202875	.0127452	-1.59	0.117	-.0458626	.0052876
m_c	.0011789	.0088141	0.13	0.894	-.0165079	.0188657
x1m_c	.0053306	.0115236	0.46	0.646	-.0177932	.0284543
z1	.0026525	.0018138	1.46	0.150	-.0009872	.0062923
z2	-.0008098	.0029315	-0.28	0.783	-.0066923	.0050726
z3	-.154817	.1204021	-1.29	0.204	-.3964214	.0867874
z4	.0710366	.032215	2.21	0.032	.0063925	.1356807
_cons	-.0580695	.0500221	-1.16	0.251	-.1584461	.0423071

Town Hall Meeting Danantara

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
				F(7, 52)	=	0.80
Model	.004377581	7	.000625369	Prob > F	=	0.5890
Residual	.040528376	52	.000779392	R-squared	=	0.0975
				Adj R-squared	=	-0.0240
Total	.044905957	59	.000761118	Root MSE	=	.02792

abs_resid	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
x2	.0020896	.0076455	0.27	0.786	-.0132523	.0174315
m_c	.0019851	.0049082	0.40	0.688	-.0078639	.0118342
x2m_c	-.0137959	.0077101	-1.79	0.079	-.0292672	.0016755
z1	-.0003473	.0010962	-0.32	0.753	-.002547	.0018524
z2	-.0019865	.0017152	-1.16	0.252	-.0054284	.0014554
z3	-.0729485	.0926426	-0.79	0.435	-.2588494	.1129524
z4	-.0057899	.017753	-0.33	0.746	-.0414139	.0298341
_cons	.0532457	.0308667	1.73	0.090	-.0086928	.1151842

MoU dengan ACWA Power

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
				F(7, 52)	=	0.34
Model	.001964859	7	.000280694	Prob > F	=	0.9318
Residual	.042941098	52	.00082579	R-squared	=	0.0438
				Adj R-squared	=	-0.0850
Total	.044905957	59	.000761118	Root MSE	=	.02874

abs_resid	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
x3	-.0007145	.0078698	-0.09	0.928	-.0165064	.0150775
m_c	-.0015476	.0050522	-0.31	0.761	-.0116856	.0085904
x3m_c	-.0031978	.0079362	-0.40	0.689	-.019123	.0127275
z1	-.0003473	.0011284	-0.31	0.759	-.0026115	.0019169
z2	-.0019865	.0017656	-1.13	0.266	-.0055294	.0015563
z3	-.0729485	.0953603	-0.76	0.448	-.2643029	.1184059
z4	-.0057899	.0182738	-0.32	0.753	-.042459	.0308792
_cons	.0541804	.0317721	1.71	0.094	-.0095751	.1179358

Lampiran 11. Hasil Uji Autokorelasi

Peresmian Danantara

$$F(1, 19) = 0.019$$

$$\text{Prob} > F = 0.8929$$

*Town Hall Meeting* Danantara

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first order autocorrelation

$$F(1, 19) = 0.176$$

$$\text{Prob} > F = 0.6794$$

*MoU* dengan ACWA Power

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first order autocorrelation

$$F(1, 19) = 0.043$$

$$\text{Prob} > F = 0.8373$$

Lampiran 12. Hasil Uji *Robustness* (*alternative window event -10+10*)

Peresmian Danantara

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
Model	.055580178	7	.007940025	F(7, 52)	=	2.15
Residual	.191775816	52	.003687996	Prob > F	=	0.0540
				R-squared	=	0.2247
				Adj R-squared	=	0.1203
Total	.247355994	59	.004192474	Root MSE	=	.06073

y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
x1	-.0260375	.0166313	-1.57	0.124	-.0594106 .0073356
m_c	.0014662	.0106768	0.14	0.891	-.0199584 .0228907
x1m_c	.0187097	.0167716	1.12	0.270	-.0149451 .0523644
z1	.0011961	.0023845	0.50	0.618	-.0035889 .005981
z2	-.006152	.0037312	-1.65	0.105	-.0136391 .0013352
z3	-.5536169	.2015245	-2.75	0.008	-.9580054 -.1492284
z4	.0518199	.038618	1.34	0.185	-.0256727 .1293125
_cons	.0215814	.0671439	0.32	0.749	-.1131528 .1563156

Town Hall Meeting Danantara

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
Model	.04702109	7	.006717299	F(7, 52)	=	1.74
Residual	.200334904	52	.003852594	Prob > F	=	0.1192
				R-squared	=	0.1901
				Adj R-squared	=	0.0811
Total	.247355994	59	.004192474	Root MSE	=	.06207

y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
x2	-.01034	.0169984	-0.61	0.546	-.0444497 .0237697
m_c	.01326	.0109125	1.22	0.230	-.0086374 .0351575
x2m_c	-.016672	.0171418	-0.97	0.335	-.0510695 .0177256
z1	.0011961	.0024372	0.49	0.626	-.0036945 .0060866
z2	-.006152	.0038135	-1.61	0.113	-.0138043 .0015004
z3	-.5536169	.2059725	-2.69	0.010	-.966931 -.1403029
z4	.0518199	.0394703	1.31	0.195	-.0273831 .1310229
_cons	.0163489	.0686259	0.24	0.813	-.1213591 .1540569

MoU dengan ACWA Power

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
Model	.059649997	7	.008521428	F(7, 52)	=	2.36
Residual	.187705997	52	.003609731	Prob > F	=	0.0358
				R-squared	=	0.2412
				Adj R-squared	=	0.1390
Total	.247355994	59	.004192474	Root MSE	=	.06008

y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
x3	.0363775	.0164539	2.21	0.031	.0033604 .0693946
m_c	.0083819	.0105629	0.79	0.431	-.0128141 .029578
x3m_c	-.0020377	.0165927	-0.12	0.903	-.0353334 .031258
z1	.0011961	.0023591	0.51	0.614	-.0035378 .0059299
z2	-.006152	.0036914	-1.67	0.102	-.0135592 .0012553
z3	-.5536169	.1993747	-2.78	0.008	-.9536915 -.1535424
z4	.0518199	.038206	1.36	0.181	-.024846 .1284858
_cons	.0007764	.0664277	0.01	0.991	-.1325204 .1340733