



**Analisis Peristiwa Terpilih Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan Platform
Digital Studi Kasus pada PT GoTo Gojek Tokopedia**

*Diajukan untuk memenuhi sebagian persyaratan memperoleh gelar Sarjana pada
program studi Akuntansi*

SKRIPSI

Oleh

Hansen Christian Sijabat

220810301083

**KEMENTERIAN PENDIDIKAN, KEBUDAYAAN, RISET DAN
TEKNOLOGI**

UNIVERSITAS JEMBER

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

PRODI AKUNTANSI

JEMBER

2026

PERSEMBAHAN

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yesus Kristus atas segala kasih, penyertaan, berkat, dan pertolongan-Nya. Atas anugerah dan kehendak-Nya, penulis diberikan kekuatan, kesabaran, serta kemudahan dalam menjalani setiap proses hingga akhirnya skripsi ini dapat diselesaikan. Setiap tahapan yang dilalui dalam penyusunan skripsi ini merupakan bagian dari kasih karunia Tuhan yang patut selalu disyukuri. Dengan penuh rasa syukur, hormat, dan kasih, skripsi ini penulis persembahkan kepada :

1. Kedua orang tua tercinta, Ibunda Rusmaya Hutabalian dan Ayahanda Ermat Sijabat, atas doa yang senantiasa dipanjatkan tanpa henti, dukungan yang diberikan dengan sepenuh hati, serta pengorbanan yang tidak ternilai besarnya dalam mengiringi setiap langkah perjalanan hidup dan studi penulis.
2. Saudara-saudari tercinta, Saudara Tulus Friedel Sijabat, Saudara Septihan Tofler Sijabat, dan Saudari Bou Mida Sijabat, atas kehadiran dan segala bentuk dukungan materiil maupun nonmateriil yang senantiasa diberikan dengan tulus tanpa syarat dalam menemani setiap langkah perjalanan studi penulis hingga terselesaikannya skripsi ini.
3. Dosen Pembimbing, Bapak Dr. Alfi Arif, S.E., M.Ak., Ak., atas ilmu pengetahuan, arahan, dan bimbingan yang dicurahkan dengan penuh kesabaran serta ketulusan yang mendalam selama seluruh proses penyusunan skripsi ini berlangsung dari awal hingga akhir.
4. Dosen Penguji, Ibu Dr. Siti Maria Wardayati, M.Si., Ak., CA., CPA. dan Ibu Septarina Prita Dania Sofianti, M.S.A., S.E., Ak., atas waktu, tenaga, dan pikiran yang dicurahkan dalam memberikan bimbingan serta saran yang konstruktif demi penyempurnaan dan perbaikan skripsi ini.
5. Seluruh dosen dan tenaga pendidik sejak penulis bersekolah hingga berkuliah, atas ilmu yang telah diberikan dengan penuh dedikasi, serta secara khusus kepada Ibu Dewi Ayu Puspita, S.E., M.S.A., Ak., yang melalui mata kuliah Akuntansi Keuangan Menengah dan Analisis Keuangan turut membangkitkan kembali motivasi belajar akuntansi penulis yang sempat memudar drastis.

6. Seluruh teman dan sahabat atas semangat yang senantiasa diberikan, khususnya kepada teman dan sahabat di IMADA (Ikatan Mahasiswa DKI Jakarta dan Sekitarnya) atas ikatan kekeluargaan yang terjalin sejak penulis pertama kali tiba di Jember, serta kepada sahabat-sahabat sejak masa sekolah dahulu yang persahabatannya tetap terjaga hingga kini meski dipisahkan jarak dan waktu, atas dukungan yang tidak pernah putus hingga selesainya penulisan skripsi ini, serta teman dan sahabat di BENEATH, komunitas *scene* musik alternatif Jember, atas kebahagiaan yang tumbuh dan terbagi melalui musik.
7. Seluruh teman dan sahabat di lingkungan kesenian, budaya, dan musik Fakultas Ilmu Budaya serta Sudut Kalisat, atas kehangatan dan wawasan yang turut diberikan sehingga menjadikan Jember sebagai tempat yang selalu terasa nyaman dan senantiasa menghadirkan rasa ingin berlama-lama.
8. GKI Jember, atas setiap kesempatan bertumbuh dalam iman yang penulis terima dengan penuh syukur, serta atas kehadiran keluarga rohani dalam Yesus Kristus yang menjadi tempat bersandar dan bertumbuh selama penulis berdomisili di kota ini.
9. Diri sendiri, yang senantiasa berupaya untuk tetap bersemangat, tidak mudah menyerah, dan selalu bersyukur dalam setiap proses dan tahapan pengerjaan skripsi ini hingga akhirnya dapat terselesaikan dengan baik.

MOTTO

*"Serapah menjalar, hari ini lengkap sudah
Jenuh kan kutelan, demi mereka yang senyum*

*Lebar, di layar gawai
Di dalam kepala dan hati, tentunya
Kan kupersembahkan
Kusediakan dan berulang terus
Lebarkan kesempatan
Bahagia memang, layak dikejar
Rela tamengkan semua rumit yang menyandera,
Esok lanjutkan"*

("Jenuh Kan Kutelan" oleh Perunggu)

PERNYATAAN ORISINALITAS

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Hansen Christian Sijabat

NIM : 220810301083

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa skripsi yang berjudul: *Analisis Peristiwa Terpilih Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan Platform Digital Studi Kasus pada PT GoTo Gojek Tokopedia* adalah benar-benar hasil karya 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, 23 Juni 2026

Yang menyatakan,



Hansen Christian Sijabat

NIM 220810301083

HALAMAN PERSETUJUAN

Skripsi berjudul *Analisis Peristiwa Terpilih Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan Platform Digital Studi Kasus pada PT GoTo Gojek Tokopedia* telah di uji dan disahkan oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember pada:

Hari :

Tanggal :

Tempat : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember

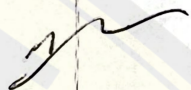
Pembimbing

1. Pembimbing

Nama : Dr. Alfı Arif, SE., M.AK, Ak.

NIP : 197210041999031001

Tanda Tangan

()

Penguji

1. Penguji Utama

Nama : Dr. Siti Maria Wardayati, M.Si, Ak.CA,CPA

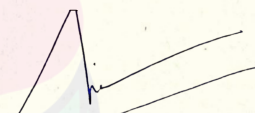
NIP : 196608051992012001

()

2. Penguji Anggota

Nama : Septarina Prita Dania S., S.E., M.SA, Ak

NIP : 198209122006042002

()

ABSTRACT

Digital platform companies derive their valuation from network effects, making their stock prices sensitive to regulations affecting their business models, yet firm-level studies of these reactions remain limited. Minister of Trade Regulation Number 31 of 2023 on social commerce directly affected the business model of PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) through Tokopedia's competition with TikTok Shop. This study descriptively analyzes GOTO's stock market reaction, reflected through abnormal return (AR) and cumulative abnormal return (CAR), around the event. The method is quantitative descriptive research with a case study design through the event study approach and market-adjusted model, using PT Bukalapak.com Tbk (BUKA) as a contextual comparator. The results show GOTO recorded a positive AR of 1.07% on the event day, reflecting price resilience amid a 1.07% decline in the index, while BUKA recorded a negative AR of 1.74% on the same day. GOTO's CAR widened from -0.02% in the [-1,+1] window to -10.70% in the [-5,+5] window due to accumulated confounding events. This divergence in reaction direction is consistent with signaling theory. This study concludes that market reactions to identical regulations depend on a firm's competitive position toward the regulation's substance, rather than solely on sector membership or fundamental condition..

Keywords: *abnormal return, cumulative abnormal return, event study, GOTO, social commerc*

RINGKASAN

Analisis Peristiwa Terpilih Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan Platform Digital Studi Kasus pada PT GoTo Gojek Tokopedia; Hansen Christian Sijabat, 220810301083; 2026; 40 Halaman; Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember.

Ekonomi digital Indonesia tumbuh pesat dalam satu dekade terakhir dan melahirkan sejumlah perusahaan platform digital berskala besar yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Karakteristik valuasi perusahaan jenis ini berbeda secara mendasar dari emiten konvensional. Jika emiten konvensional umumnya dinilai berdasarkan kinerja keuangan jangka pendek, perusahaan platform digital justru bersandar pada *network effects* dan potensi pertumbuhan jangka panjang sebagai penopang nilainya, sehingga harga sahamnya cenderung lebih peka terhadap perubahan kebijakan yang menyentuh model bisnis intinya. PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) dipilih sebagai objek penelitian karena berstatus sebagai emiten platform digital dengan kapitalisasi pasar terbesar di BEI pada periode penelitian, dengan ekosistem *super-app* yang mencakup Tokopedia, layanan transportasi daring, dan layanan keuangan digital. Titik tolak penelitian ini adalah pemberlakuan Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 pada 26 September 2023, yang melarang platform media sosial menjalankan fungsi transaksi jual beli secara langsung. Regulasi tersebut secara langsung menyasar model bisnis TikTok Shop, pesaing utama Tokopedia pada segmen *social commerce*, sehingga berpotensi diartikan pasar sebagai peristiwa yang mengubah persepsi investor terhadap posisi kompetitif GOTO. Meskipun regulasi ini bersifat lintas emiten dan berpotensi memengaruhi ekspektasi investor terhadap seluruh ekosistem *e-commerce* secara bersamaan, kajian akademik di Indonesia yang secara khusus mendalami reaksi pasar satu emiten platform digital utama, disertai konteks perbandingan yang relevan, masih tergolong terbatas. Penelitian terdahulu yang melibatkan GOTO cenderung memperlakukan beberapa emiten sekaligus secara sejajar untuk kepentingan perbandingan lintas saham, sebuah pendekatan yang

berisiko mengaburkan dinamika spesifik yang sesungguhnya dialami satu perusahaan dalam merespons suatu peristiwa regulasi.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini merumuskan permasalahan mengenai bagaimana reaksi pasar saham GOTO, yang tercermin melalui *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR), di sekitar peristiwa pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023. Sejalan dengan rumusan masalah tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis secara deskriptif arah, besaran, dan pola akumulasi reaksi pasar saham GOTO pada peristiwa dimaksud, dengan menyertakan data PT Bukalapak.com Tbk (BUKA) sebagai konteks pembandingan untuk memperkaya interpretasi. Penelitian ini bertumpu pada dua kerangka teori utama yang saling melengkapi. Pertama, *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat yang dikemukakan Fama (1970), yang menjelaskan bahwa informasi publik material akan segera tercermin dalam harga saham begitu informasi tersebut dipublikasikan. Kedua, *signaling theory* yang dikembangkan Spence (1973), yang memandang kebijakan regulasi sebagai sinyal eksternal yang membentuk persepsi investor terhadap nilai dan prospek suatu perusahaan. Jika EMH digunakan untuk menilai kecepatan dan konsentrasi penyerapan informasi oleh pasar, *signaling theory* digunakan untuk memaknai mengapa arah reaksi pasar terhadap satu regulasi yang identik dapat berbeda antaremiten, bergantung pada posisi kompetitif masing-masing perusahaan terhadap substansi regulasi tersebut.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif dengan desain studi kasus melalui metode *event study* dan model *market-adjusted*, yang dipilih karena lebih stabil digunakan pada kondisi *thin trading* dibandingkan model pasar konvensional. Data sekunder yang digunakan meliputi harga penutupan saham GOTO dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang bersumber dari Yahoo Finance dan idx.co.id, dengan tanggal peristiwa ($t=0$) ditetapkan pada 26 September 2023 berdasarkan dokumen resmi Kementerian Perdagangan, serta tiga skenario *event window*, yaitu $[-1,+1]$, $[-3,+3]$, dan $[-5,+5]$. Sebelum masuk ke tahap perhitungan, penelitian ini terlebih dahulu memvalidasi integritas data dan mengidentifikasi sejumlah *confounding events* yang berhimpitan dengan periode

pengamatan, antara lain keputusan *Federal Open Market Committee* (FOMC) bernada *hawkish*, pengumuman *BI Rate*, ancaman *government shutdown* Amerika Serikat, serta tumpang tindih antara *private placement* GOTO dan sentimen penutupan TikTok Shop. Hasil penelitian menunjukkan bahwa GOTO mencatat AR positif sebesar 1,07% pada hari peristiwa, yang terbentuk bukan dari kenaikan harga absolut, melainkan dari harga saham yang bertahan stagnan pada level Rp87 di tengah pelemahan IHSG sebesar 1,07% pada hari yang sama, didukung oleh volume perdagangan lebih dari dua kali rata-rata harian pra-peristiwa serta mekanisme *price discovery* yang tetap aktif berfungsi. Kondisi ini berbeda arah dengan BUKA yang mencatat AR negatif sebesar 1,74% pada hari yang sama, didahului penurunan tajam sebesar 5,88% sehari sebelumnya. Perbedaan arah reaksi ini konsisten dengan kerangka *signaling theory*, mengingat GOTO melalui Tokopedia memiliki eksposur kompetitif langsung terhadap TikTok Shop, sedangkan BUKA tidak, sebuah temuan yang turut diperkuat oleh dominasi kepemilikan asing sebesar 78,40% pada saham GOTO yang tampak bertahan meskipun sentimen *risk-off* global tengah berlangsung. Pada level kumulatif, CAR GOTO melebar tajam dari -0,02% pada jendela tersempit menjadi -10,70% pada jendela terluas, sementara CAR BUKA relatif stabil pada kisaran -7% hingga -9% di ketiga jendela peristiwa, dengan pelebaran CAR GOTO lebih banyak disumbang oleh akumulasi *confounding events* di luar substansi regulasi itu sendiri.

Berdasarkan temuan tersebut, penelitian ini menyimpulkan bahwa regulasi yang identik dapat memicu reaksi pasar yang berlawanan arah antaremiten dalam subsektor yang sama, bergantung pada posisi kompetitif masing-masing perusahaan terhadap substansi regulasi, bukan semata pada keanggotaan sektornya. Tidak disertakannya PT Global Digital Niaga Tbk (BELI) sebagai unit analisis akibat ilikuiditas ekstrem turut menegaskan bahwa likuiditas perdagangan yang memadai merupakan prasyarat mendasar bagi berlakunya mekanisme pasar efisien pada level saham individual. Sejumlah implikasi disampaikan kepada berbagai pemangku kepentingan. Bagi investor, disarankan mempertimbangkan eksposur bisnis spesifik suatu perusahaan sebelum mengambil keputusan di sekitar peristiwa kebijakan. Bagi manajemen GOTO dan BUKA, disarankan memperkuat strategi

komunikasi korporasi yang sesuai dengan posisi kompetitif masing-masing. Bagi BEI, disarankan memperkuat pemantauan likuiditas emiten platform digital secara berkelanjutan. Bagi regulator, disarankan mengintegrasikan variasi eksposur kompetitif dalam evaluasi dampak kebijakan sektor digital. Adapun bagi peneliti selanjutnya, disarankan menggunakan model estimasi yang mengontrol risiko sistematis, memperhitungkan kalender peristiwa makroekonomi global secara lebih menyeluruh, serta menetapkan ambang batas likuiditas yang terukur sejak tahap perencanaan penelitian.



PRAKATA

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yesus Kristus atas segala kasih, penyertaan, berkat, dan anugerah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Peristiwa Terpilih Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan Platform Digital Studi Kasus pada PT GoTo Gojek Tokopedia” dengan baik. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember.

Penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari berbagai kendala dan tantangan, baik secara akademik maupun teknis. Namun, berkat bimbingan, arahan, dukungan, serta doa dari berbagai pihak, seluruh proses penelitian dapat diselesaikan dengan sebaik-baiknya. Oleh karena itu, penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah berkontribusi dalam penyusunan skripsi ini, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa skripsi ini masih memiliki keterbatasan dan kekurangan, baik dari segi substansi maupun penyajiannya. Hal tersebut disebabkan oleh keterbatasan kemampuan, waktu, serta sumber daya yang dimiliki penulis. Oleh karena itu, penulis dengan terbuka mengharapkan kritik dan saran yang bersifat konstruktif demi penyempurnaan karya ilmiah ini di masa mendatang.

Akhir kata, penulis berharap agar skripsi ini dapat memberikan manfaat dan kontribusi bagi pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya di bidang akuntansi dan pasar modal, serta dapat menjadi referensi bagi penelitian selanjutnya yang mengkaji topik serupa.

Jember, Senin, 6 Juli 2026



Hansen Christian Sijabat

NIM. 220810301083

**Analisis Peristiwa Terpilih Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan Platform
Digital Studi Kasus pada PT GoTo Gojek Tokopedia**

*Diajukan untuk memenuhi sebagian persyaratan memperoleh gelar Sarjana pada
program studi Akuntansi*

SKRIPSI

Oleh

Hansen Christian Sijabat

220810301083

**KEMENTERIAN PENDIDIKAN, KEBUDAYAAN, RISET DAN
TEKNOLOGI**

UNIVERSITAS JEMBER

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

PRODI AKUNTANSI

JEMBER

2026

DAFTAR ISI

PERSEMBAHAN.....	i
MOTTO.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iv
HALAMAN PERSETUJUAN.....	v
ABSTRACT.....	vi
RINGKASAN.....	vii
PRAKATA.....	xi
LEMBAR JUDUL.....	xii
DAFTAR ISI.....	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR TABEL.....	xvi
BAB 1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	3
1.3 Tujuan Penelitian.....	3
1.4 Manfaat Penelitian.....	3
BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA.....	5
2.1 Pasar Modal.....	5
2.2 <i>Efficient Market Hypothesis</i>	5
2.3 Teori Sinyal (<i>Signaling Theory</i>).....	6
2.4 Metode dan Literatur <i>Event Study</i>	6
2.5 <i>Abnormal Return</i>	7
2.6 <i>Cumulative Abnormal Return</i>	8
2.7 Perusahaan Platform Digital dan Eksposur terhadap Kebijakan Eksternal.....	9
2.8 Penelitian Terdahulu.....	9
2.8.1 Reaksi Pasar terhadap Regulasi Pemerintah	10
2.8.2 Reaksi Pasar pada Saham Perusahaan Platform Digital	10
2.8.3 Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Eksternal	11
2.9 Kerangka Konseptual	12
BAB 3. METODOLOGI PENELITIAN.....	13

3.1	Pendekatan dan Jenis Penelitian.....	13
3.1.1	Alur Penelitian	13
3.2	Unit Analisis dan Penentuan Tanggal Persitiwa	14
3.3	Sumber dan Jenis Data	14
3.4	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	14
3.5	Prosedur Pengolahan Data.....	15
3.5.1	Perhitungan <i>Return</i> Harian.....	16
3.5.2	Perhitungan <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative Abnormal Return</i> ...	16
3.5.3	Prosedur Identifikasi <i>Confounding Events</i>	16
3.6	Teknik Analisis Data.....	16
BAB 4.	HASIL DAN PEMBAHASAN.....	18
4.1	Karakteristik Unit Analisis pada Periode Pra-Peristiwa.....	18
4.2	Validasi Tanggal Peristiwa dan Hasil Identifikasi <i>Confounding Events</i>	19
4.2.1	Konfirmasi Tanggal Peristiwa dan Potensi <i>Anticipation Effect</i>	20
4.2.2	Hasil Identifikasi <i>Confounding Events</i>	21
4.3	Reaksi Pasar PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO)	24
4.3.1	<i>Abnormal Return</i> Harian dan <i>Cumulative Abnormal Return</i> GOTO	24
4.3.2	Analisis Pola Reaksi Pasar GOTO.....	25
4.4	Kaitan Temuan dengan Landasan Teori.....	27
BAB 5.	KESIMPULAN DAN SARAN.....	30
5.1	Kesimpulan.....	30
5.2	Keterbatasan Penelitian	30
5.3	Saran.....	31
DAFTAR PUSTAKA		32
LAMPIRAN		34

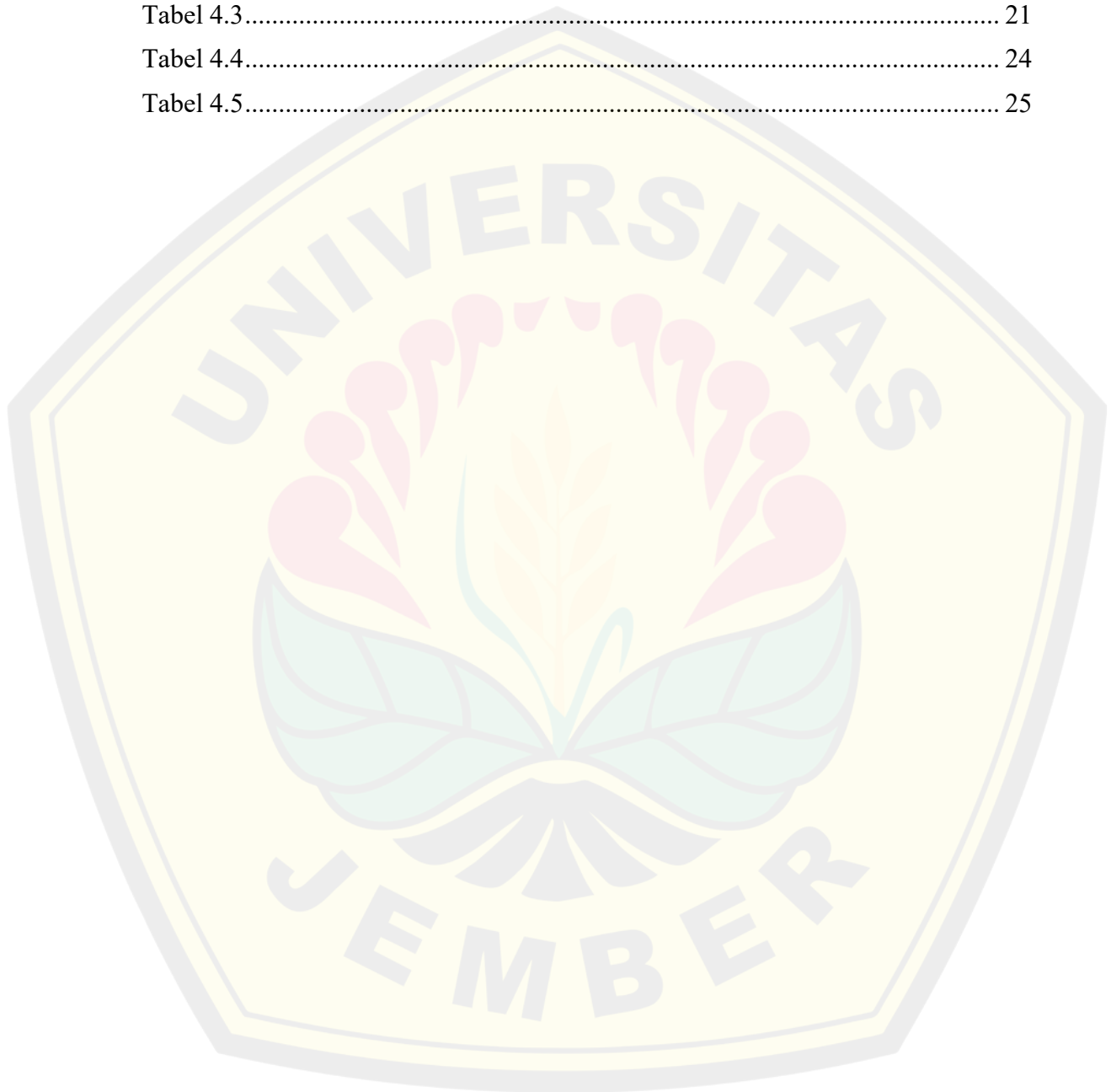
DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1.....	12
Gambar 3.1.....	13



DAFTAR TABEL

Tabel 3.1.....	15
Tabel 4.1.....	18
Tabel 4.2.....	20
Tabel 4.3.....	21
Tabel 4.4.....	24
Tabel 4.5.....	25



BAB 1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan ekonomi digital Indonesia dalam satu dekade terakhir telah melahirkan sejumlah perusahaan platform digital berskala besar yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berbeda dari emiten konvensional yang valuasinya bertumpu pada fundamental keuangan jangka pendek, perusahaan platform digital mengandalkan *network effects* dan potensi pertumbuhan jangka panjang sebagai penopang nilai utama (Rochet & Tirole, 2003). Karakteristik valuasi semacam ini menjadikan harga saham perusahaan platform digital cenderung lebih sensitif terhadap perubahan regulasi yang menyentuh model bisnisnya dibandingkan emiten yang valuasinya berbasis aset atau laba bersih yang stabil, sehingga kebijakan yang mengubah struktur persaingan industri berpotensi memicu reaksi harga saham yang dapat diamati secara empiris melalui pergerakan *return* saham di sekitar tanggal kebijakan tersebut mulai berlaku.

Penelitian ini menjadikan PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) sebagai objek studi kasus. GOTO merupakan perusahaan platform digital dengan kapitalisasi pasar terbesar di antara emiten *e-commerce* yang tercatat di BEI pada periode penelitian, dengan ekosistem *super-app* yang mencakup Tokopedia, transportasi daring, dan layanan keuangan digital. Sejak *initial public offering* (IPO) pada April 2022, saham GOTO menarik antusiasme luas dari investor institusional maupun ritel, sehingga pergerakan harganya kerap dijadikan acuan bagi persepsi pasar terhadap prospek platform digital generasi pertama Indonesia secara keseluruhan.

Pada 25 September 2023, Kementerian Perdagangan menetapkan Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 tentang Perizinan Berusaha, Periklanan, Pembinaan, dan Pengawasan Pelaku Usaha dalam Perdagangan melalui Sistem Elektronik, yang diundangkan dan berlaku efektif pada 26 September 2023. Regulasi ini melarang platform media sosial menjalankan fungsi transaksi jual beli secara langsung, sebuah ketentuan yang secara langsung menyasar model bisnis TikTok Shop sebagai salah satu kanal *social commerce* terbesar di Indonesia

((Muna & Santoso, 2024) (Dhabitah & Nor, 2024)). Bagi GOTO, peristiwa ini memiliki relevansi yang khas karena Tokopedia, sebagai salah satu pilar ekosistem GOTO, berkompetisi langsung dengan TikTok Shop pada segmen *social commerce*, sehingga regulasi yang membatasi ruang gerak pesaingnya berpotensi dimaknai investor sebagai sinyal yang mengubah persepsi terhadap posisi kompetitif GOTO di pasar.

Reaksi pasar terhadap peristiwa semacam ini lazim diukur melalui *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) dalam kerangka metode *event study* (Mackinlay, 1997). Kedua ukuran ini diperlukan secara bersamaan karena masing-masing menangkap dimensi yang berbeda dari reaksi pasar. AR harian menunjukkan seberapa cepat dan seberapa besar pasar merespons informasi pada hari tertentu, sehingga relevan untuk menguji konsistensi peristiwa ini dengan prinsip *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, yang menyatakan bahwa informasi publik yang material akan segera tercermin dalam harga saham (Fama, 1970). Adapun CAR menunjukkan apakah reaksi tersebut bersifat sesaat atau justru terakumulasi dan bertahan sepanjang periode pengamatan, sehingga relevan untuk memahami durasi dan intensitas penyerapan informasi oleh pasar. Tanpa AR, penelitian hanya dapat menangkap efek kumulatif tanpa mengetahui kapan reaksi tersebut sesungguhnya terjadi; tanpa CAR, penelitian hanya dapat menangkap reaksi harian tanpa mengetahui apakah efek tersebut bertahan atau segera menghilang. Kombinasi keduanya, yang dilengkapi dengan *Signaling Theory* sebagai kerangka pemaknaan atas arah reaksi, memungkinkan penelitian ini menggambarkan pola reaksi pasar GOTO secara lebih utuh (Spence, 1973).

Kajian mengenai dampak regulasi terhadap harga saham di Indonesia selama ini lebih banyak berfokus pada sektor perbankan, manufaktur, dan sumber daya alam, sementara kajian yang secara khusus mendalami reaksi pasar satu emiten platform digital utama terhadap suatu peristiwa regulasi, disertai pembacaan AR dan CAR secara mendalam, masih terbatas. Penelitian terdahulu yang melibatkan GOTO bersama emiten *e-commerce* lain, misalnya kajian mengenai reaksi beberapa emiten sekaligus terhadap peluncuran Papan Ekonomi Baru oleh

BEI, cenderung memperlakukan setiap saham secara sejajar untuk kepentingan perbandingan lintas emiten, bukan untuk mendalami satu emiten sebagai kasus utama (Setiawan et al., 2024). Pendekatan semacam ini berisiko mengaburkan dinamika spesifik yang dialami satu perusahaan, padahal arah dan kekuatan reaksi pasar terhadap suatu regulasi sangat mungkin ditentukan oleh posisi kompetitif emiten yang bersangkutan terhadap substansi regulasi tersebut, bukan semata oleh keanggotaan sektornya (Lam et al., 2019). Kesenjangan inilah yang mendasari penelitian ini untuk memusatkan perhatian pada GOTO sebagai studi kasus tunggal, dengan menelusuri secara mendalam bagaimana AR dan CAR sahamnya terbentuk di sekitar peristiwa pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dipaparkan, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah bagaimana reaksi pasar saham (*abnormal return* dan *cumulative abnormal return*) PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk di sebelum dan setelah peristiwa pemberlakuan Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 tentang *social commerce*.

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dirumuskan, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara deskriptif reaksi pasar saham (*abnormal return* dan *cumulative abnormal return*) PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk di sebelum dan setelah peristiwa pemberlakuan Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 tentang *social commerce*.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, baik dari sisi teoritis maupun praktis, sebagaimana diuraikan berikut ini.

1. Manfaat Teoritis: Penelitian ini memberikan kontribusi empiris terhadap literatur *event study* di pasar modal Indonesia melalui dua kebaruan. Pertama, penelitian ini menghadirkan analisis mendalam mengenai pola *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* pada satu emiten platform digital sebagai studi kasus, sebuah pendekatan yang masih jarang digunakan dibandingkan kajian lintas sektor secara umum. Kedua, temuan penelitian ini memperkaya bukti

empiris terkait *Efficient Market Hypothesis* bentuk semi-kuat dan *Signaling Theory* dalam konteks regulasi digital di Indonesia.

2. Manfaat Praktis: Bagi GOTO, penelitian ini memberikan gambaran empiris mengenai arah dan besaran reaksi pasar terhadap Permendag No. 31 Tahun 2023 sebagai masukan untuk merancang strategi komunikasi korporasi yang lebih efektif dalam mengelola ekspektasi investor. Bagi investor, penelitian ini menyediakan gambaran pola *abnormal return* di sekitar peristiwa regulasi *social commerce* yang dapat dijadikan dasar antisipasi terhadap gejolak harga pada peristiwa kebijakan serupa di masa mendatang. Bagi Bursa Efek Indonesia, temuan ini menjadi salah satu referensi empiris mengenai dinamika reaksi harga saham emiten platform digital atas suatu kebijakan lintas sektor. Bagi regulator, hasil analisis ini menyediakan masukan berbasis data mengenai dampak kebijakan *social commerce* terhadap pergerakan harga saham emiten platform digital, yang dapat dipertimbangkan dalam evaluasi kebijakan sektor digital agar lebih selaras dengan kondisi pasar. Bagi penelitian selanjutnya, temuan ini dapat dijadikan rujukan awal untuk mengembangkan kajian serupa pada emiten platform digital lain atau pada peristiwa regulasi yang lebih mutakhir.

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pasar Modal

Pasar modal merupakan sarana pertemuan antara pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang memiliki kelebihan dana melalui perdagangan instrumen keuangan seperti saham. Mekanisme dalam penelitian ini, harga saham mencerminkan persepsi investor terhadap prospek dan risiko suatu perusahaan, sehingga setiap informasi baru yang dinilai material berpotensi memengaruhi keputusan investor dan menimbulkan perubahan harga di pasar.

Penelitian yang berbasis *event study*, kinerja pasar suatu perusahaan dinilai melalui reaksi pasar jangka pendek yang tercermin dari pergerakan harga saham di sekitar tanggal peristiwa. Reaksi tersebut diukur melalui *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) untuk melihat sejauh mana harga saham menyimpang dari ekspektasi normal (Mackinlay, 1997).

2.2 Efficient Market Hypothesis

Efficient Market Hypothesis (EMH) menjelaskan bahwa harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara cepat dan penuh. EMH dibedakan ke dalam tiga bentuk berdasarkan cakupan informasi yang tercermin dalam harga saham, yaitu bentuk lemah, semi-kuat, dan kuat (Fama, 1970). Penelitian ini beroperasi pada level semi-kuat, di mana EMH menyatakan bahwa seluruh informasi publik, termasuk kebijakan pemerintah yang berdampak langsung pada model bisnis perusahaan, akan segera tercermin dalam harga saham pada saat informasi tersebut dipublikasikan.

EMH bentuk semi-kuat menjadi dasar ekspektasi penelitian ini bahwa reaksi harga saham GOTO terhadap pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023 akan terkonsentrasi pada *event window* yang sempit di sekitar tanggal peristiwa dan menyusut setelah informasi terserap sepenuhnya oleh pasar, bukan berlangsung berkepanjangan. Kerangka ini menjadi acuan utama dalam memaknai pola *abnormal return* harian GOTO sepanjang *event window* yang ditetapkan.

2.3 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal (*signaling theory*) yang dikembangkan oleh Spence pada tahun 1973 menjelaskan bahwa ketidakseimbangan informasi antara manajemen perusahaan dan investor mendorong pihak yang memiliki informasi lebih untuk menyampaikan sinyal melalui tindakan atau pengumuman yang dapat diobservasi secara publik (Spence, 1973). Konteks dalam pasar modal, sinyal tersebut berfungsi mengurangi ketidakpastian investor dan membentuk ekspektasi atas nilai serta prospek perusahaan.

Penelitian ini menyebutkan pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023 dipahami sebagai sinyal eksternal dari regulator yang secara langsung mengubah ruang gerak bisnis perusahaan platform digital, khususnya yang beroperasi dalam ekosistem *e-commerce* dan *social commerce*. Berbeda dari sinyal yang bersumber dari manajemen perusahaan, sinyal regulasi bersifat tidak dapat dikontrol oleh pihak yang menerimanya, sehingga cara pasar memaknainya sangat bergantung pada posisi kompetitif perusahaan terhadap substansi regulasi tersebut, bukan semata pada keanggotaan sektornya. Bagi GOTO, regulasi yang melarang platform media sosial menjalankan fungsi transaksi jual beli secara langsung berpotensi dimaknai investor sebagai sinyal yang menguntungkan posisi Tokopedia dalam persaingan *social commerce* melawan TikTok Shop, mengingat kedua platform tersebut bersaing langsung memperebutkan pangsa transaksi pada segmen yang sama.

2.4 Metode dan Literatur *Event Study*

Event study merupakan metode yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa tertentu melalui pengamatan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* pada jendela peristiwa. Metode ini relevan diterapkan ketika peneliti ingin mengetahui apakah suatu kejadian berdampak terhadap harga saham dalam jangka pendek, sehingga menjadikannya instrumen analisis yang tepat untuk menilai kandungan informasional dari suatu pengumuman maupun kebijakan di pasar modal.

Penelitian yang diteliti secara empiris, *event study* telah digunakan secara luas untuk menilai respons pasar terhadap informasi baru, sebagaimana ditunjukkan oleh Brown dan Warner yang menemukan bahwa *return* harian sangat sensitif terhadap kejadian korporasi maupun kebijakan eksternal, dengan pola *abnormal return* yang dapat diamati bahkan dalam *event window* yang relatif pendek (Brown & Warner, 1985). Temuan tersebut diperkuat oleh Mackinlay yang menunjukkan bahwa reaksi pasar sering kali terkonsentrasi pada hari-hari tertentu di sekitar pengumuman informasi (Mackinlay, 1997). Konteks dalam krisis non-regulasi, penelitian terhadap perusahaan dari berbagai sektor di BEI atas pengumuman pandemi Covid-19 menemukan variasi *abnormal return* antarsektor akibat perbedaan profitabilitas, tingkat utang, dan likuiditas perdagangan saham (Rosman et al., 2022). Ketiga temuan tersebut secara kolektif menegaskan bahwa kebijakan yang berdampak langsung pada model bisnis inti suatu perusahaan cenderung memicu respons yang khas bagi perusahaan tersebut, dengan arah dan besaran yang tidak dapat digeneralisasi begitu saja ke seluruh emiten dalam satu sektor.

Berlandaskan kerangka metodologis dan empiris tersebut, *event study* digunakan dalam penelitian ini untuk mengamati, menghitung, dan mendeskripsikan pola reaksi pasar, baik positif, negatif, maupun netral, terhadap peristiwa pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023 tentang *social commerce* pada saham GOTO sebagai studi kasus tunggal. Pendekatan ini dipilih agar pola *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* GOTO dapat ditelusuri secara mendalam pada beberapa *event window* sekaligus, tanpa tereduksi oleh kebutuhan generalisasi lintas emiten.

2.5 Abnormal Return

Abnormal return adalah selisih antara *return* aktual saham dan *return* yang diharapkan. Apabila *return* aktual lebih tinggi atau lebih rendah dari *return* yang diharapkan, maka selisih tersebut mengindikasikan adanya reaksi pasar terhadap informasi tertentu. Oleh karena itu, AR menjadi indikator utama dalam *event study* karena mampu menunjukkan respons pasar secara langsung pada waktu terjadinya peristiwa. Penelitian dalam ini, AR digunakan untuk mengidentifikasi dan mendeskripsikan pola reaksi harga saham GOTO pada tingkat harian di sekitar

tanggal pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023, dengan nilai AR positif atau negatif mencerminkan adanya penyesuaian harga saham akibat informasi regulasi yang masuk ke pasar.

Pemilihan model estimasi *expected return*, baik *market model* maupun *market-adjusted model*, perlu mempertimbangkan karakteristik likuiditas saham yang diteliti, mengingat kondisi *thin trading* terbukti konsisten memengaruhi stabilitas dan akurasi parameter estimasi, baik pada penelitian klasik maupun kontemporer ((Bartholdy & Riding, 1994); (Brown & Warner, 1985); (Lily et al., 2022)). Pertimbangan inilah yang menjadi dasar pemilihan model *market-adjusted* dalam penelitian ini, mengingat model tersebut tidak memerlukan estimasi parameter beta melalui *estimation window* terpisah sehingga tetap stabil digunakan terlepas dari tingkat likuiditas saham yang diteliti. Pemilihan ini bersifat antisipatif, mengingat karakteristik likuiditas GOTO yang sesungguhnya baru dapat dipastikan melalui penelusuran empiris.

2.6 Cumulative Abnormal Return

Cumulative Abnormal Return (CAR) adalah penjumlahan nilai AR pada periode tertentu dalam *event window* yang digunakan untuk melihat dampak kumulatif suatu peristiwa terhadap harga saham. Melalui CAR, peneliti dapat mengidentifikasi apakah dampak peristiwa bersifat sementara atau berlanjut dalam jangka waktu tertentu. Dalam penelitian ini, CAR digunakan untuk mendeskripsikan pola reaksi pasar GOTO secara akumulatif sepanjang tiga *event window* yang ditetapkan, yaitu $[-1,+1]$, $[-3,+3]$, dan $[-5,+5]$, dengan melihat perubahan kumulatif yang mencerminkan arah, besaran, dan durasi reaksi pasar terhadap peristiwa pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023. Perbandingan nilai CAR antarketiga *event window* tersebut menjadi dasar untuk menilai apakah reaksi pasar GOTO bersifat terkonsentrasi pada periode singkat di sekitar tanggal peristiwa atau justru terus terakumulasi seiring perluasan jendela pengamatan.

2.7 Perusahaan Platform Digital dan Eksposur terhadap Kebijakan Eksternal

Perusahaan platform digital adalah perusahaan yang menyediakan sistem digital untuk mempertemukan berbagai kelompok pengguna dalam satu ekosistem, dengan nilai utama yang terletak pada *network effects*, yaitu manfaat yang meningkat seiring bertambahnya jumlah pengguna dalam ekosistem tersebut. Karakteristik unik perusahaan platform digital yang membedakannya dari emiten konvensional terletak pada model penilaian (*valuation*) yang tidak bergantung semata pada profitabilitas jangka pendek, melainkan pada skala ekosistem pengguna dan potensi pertumbuhan jangka panjang (Rochet & Tirole, 2003), sehingga harga sahamnya lebih rentan terhadap perubahan sentimen investor dan kebijakan eksternal dibandingkan emiten yang valuasinya berbasis aset atau laba bersih yang stabil.

Penelitian ini memberikan konteks bahwa kebijakan regulasi pemerintah menjadi salah satu sumber informasi eksternal yang berdampak material bagi perusahaan platform digital, karena regulasi yang mengubah struktur persaingan atau membatasi ruang gerak bisnis suatu sektor dapat diklasifikasikan sebagai peristiwa yang mengandung informasi relevan bagi investor sehingga berpotensi memicu reaksi harga saham di sekitar tanggal pemberlakuannya. Permendag No. 31 Tahun 2023 merupakan contoh konkret dari kategori peristiwa ini, karena secara langsung membatasi ruang gerak bisnis *social commerce* dan berpotensi mengandung nilai informatif bagi investor GOTO, mengingat Tokopedia sebagai bagian dari ekosistemnya berkompetisi langsung dengan TikTok Shop pada segmen tersebut.

2.8 Penelitian Terdahulu

Bagian ini merangkum penelitian terdahulu yang relevan dengan dua dimensi utama penelitian ini, yaitu reaksi pasar terhadap regulasi pemerintah dan reaksi pasar pada saham perusahaan platform digital, sebagai dasar pemetaan posisi penelitian dan identifikasi celah penelitian yang belum ditelaah secara mendalam pada level emiten individual.

2.8.1 Reaksi Pasar terhadap Regulasi Pemerintah

Irfana melakukan tinjauan literatur sistematis terhadap enam studi *event study* di pasar modal Indonesia periode 2020-2025 dan menemukan bahwa pasar merespons informasi kebijakan publik dengan cepat, selaras dengan prediksi efisiensi pasar bentuk semi-kuat, namun bersifat sektoral dan tidak seragam, dengan kebijakan biodiesel B40 memicu respons positif sementara Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2024 tentang penghapusan kredit macet UMKM memicu respons negatif pada sektor keuangan (Irfana, 2025). Temuan tersebut menegaskan relevansi *signaling theory* dalam menjelaskan bagaimana investor menginterpretasikan kebijakan pemerintah sebagai sinyal yang memengaruhi ekspektasi nilai perusahaan, sebuah prinsip yang menjadi dasar bagi penelitian ini dalam membaca reaksi pasar GOTO secara spesifik, bukan sekadar sebagai representasi sektor *e-commerce* secara umum.

Pada tingkat regulasi yang lebih spesifik, Ningtyas dan Azmiyanti melakukan *event study* terhadap dampak Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2024 pada sektor keuangan di BEI dan menemukan bahwa AR tidak berbeda signifikan antara periode sebelum dan sesudah kebijakan, sementara *trading volume activity* menurun signifikan, yang mengindikasikan investor mengambil sikap *wait and see* di tengah ketidakpastian dampak regulasi. Temuan ini mendukung pemilihan kriteria signifikansi ekonomi alih-alih uji inferensial formal sebagai panduan interpretasi deskriptif dalam penelitian ini, mengingat signifikansi ekonomi pada penelitian deskriptif tidak serta-merta berarti signifikansi statistik akan terkonfirmasi apabila diuji secara inferensial (Ningtyas & Azmiyanti, 2025).

2.8.2 Reaksi Pasar pada Saham Perusahaan Platform Digital

Penelitian yang secara khusus mendalami reaksi pasar pada saham GOTO sebagai objek analisis utama masih sangat terbatas dalam literatur akademik. Setiawan melakukan *event study* terhadap dampak peluncuran Papan Ekonomi Baru oleh BEI pada 5 Desember 2022 terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* GOTO, BUKA, dan BELI menggunakan *event window* sebelas hari, dan menemukan bahwa *abnormal return* signifikan hanya terjadi pada T-5 tanpa perbedaan yang bermakna secara keseluruhan, sehingga peristiwa tersebut

disimpulkan tidak memicu reaksi pasar yang berarti pada ketiga saham (Setiawan et al., 2024). Penelitian tersebut memperlakukan ketiga emiten secara sejajar untuk kepentingan perbandingan lintas saham pada peristiwa kelembagaan yang berdampak terbatas, berbeda dari desain penelitian ini yang memusatkan perhatian penuh pada GOTO sebagai studi kasus tunggal terhadap peristiwa regulasi yang menyentuh model bisnis intinya secara langsung.

2.8.3 Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Eksternal

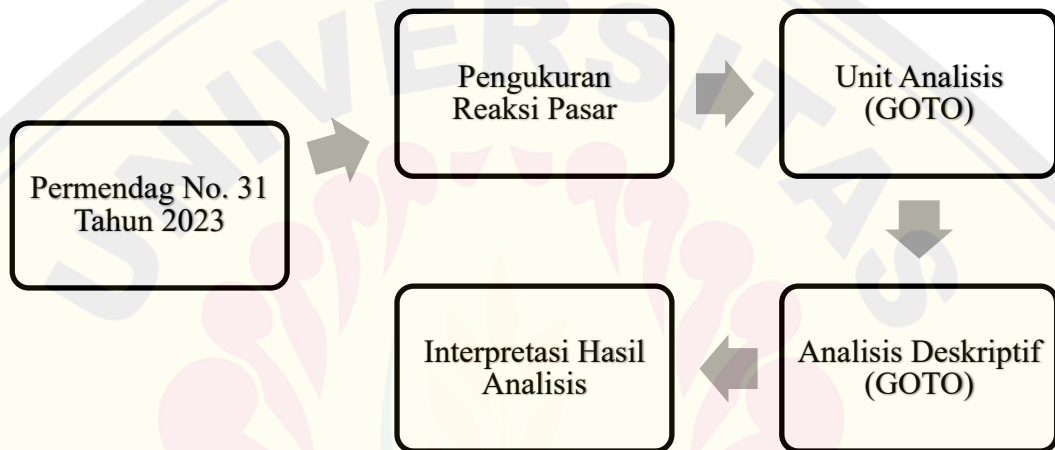
Kajian empiris yang secara langsung menghubungkan kegiatan *social commerce* dengan reaksi harga saham masih tergolong langka, terutama di pasar negara berkembang. Lam melakukan *event study* terhadap dampak pengumuman inisiatif *social commerce* pada *stock return* dan menemukan bahwa secara rata-rata inisiatif tersebut meningkatkan *stock return* secara positif dan signifikan, dengan peningkatan yang lebih besar pada perusahaan berproduk tidak pasti tinggi dan bereputasi kuat. Temuan ini menegaskan bahwa *social commerce* bukan strategi yang berlaku seragam untuk semua konteks bisnis, melainkan bergantung pada karakteristik produk dan reputasi perusahaan (Lam et al., 2019).

Relevansi konseptual temuan Lam terletak pada dua hal. Pertama, apabila inisiatif *social commerce* terbukti meningkatkan *stock return* secara positif, maka regulasi yang membatasi kegiatan tersebut pada pesaing berpotensi mengubah persepsi investor terhadap nilai GOTO melalui Tokopedia, sebagai pihak yang berkompetisi langsung dengan TikTok Shop pada segmen tersebut. Kedua, temuan bahwa respons pasar terhadap *social commerce* tidak seragam dan bergantung pada karakteristik perusahaan turut memperkuat relevansi GOTO sebagai objek yang layak ditelaah secara mendalam.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah dipaparkan, dapat diidentifikasi celah penelitian yang menjadi dasar penelitian ini: reaksi pasar GOTO terhadap peristiwa regulasi yang menyentuh model bisnis intinya secara langsung, khususnya Permendag No. 31 Tahun 2023, belum dikaji secara sistematis dalam kerangka studi kasus tunggal yang mendalam. Penelitian ini mengisi celah tersebut dengan mengidentifikasi, menghitung, dan mendeskripsikan pola AR serta CAR GOTO di sekitar tanggal pemberlakuan regulasi tersebut.

2.9 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual penelitian ini disusun secara berjenjang, dimulai dari Permendag No. 31 Tahun 2023 sebagai titik awal peristiwa yang diamati, dilanjutkan dengan pengukuran reaksi pasar melalui AR dan CAR pada GOTO sebagai unit analisis, hingga bermuara pada interpretasi dan kesimpulan yang didudukkan dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* bentuk semi-kuat dan *Signaling Theory*. Alur keterkaitan antartahapan tersebut divisualisasikan pada Gambar 2.1.



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

BAB 3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Pendekatan dan Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif melalui metode *event study*, karena reaksi pasar saham PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) terhadap pemberlakuan Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 dianalisis dari data numerik berupa harga saham dan indeks pasar yang diolah menjadi nilai *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR), tanpa disertai pengujian hipotesis secara inferensial. Sifat deskriptif ini menjadikan hasil penelitian berupa gambaran empiris atas pola reaksi pasar GOTO terhadap peristiwa regulasi tersebut, bukan simpulan yang digeneralisasi secara statistik.

3.1.1 Alur Penelitian

Alur penelitian ini disajikan dalam Gambar 3.1, dengan tahapan yang dirancang secara berurutan dan saling berkait, mulai dari identifikasi peristiwa hingga penarikan kesimpulan.



Gambar 3.1 Alur Penelitian

3.2 Unit Analisis dan Penentuan Tanggal Persitiwa

Objek penelitian ini adalah saham PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), dianalisis melalui rancangan *event study* dengan memanfaatkan *estimation window* dan *event window* untuk mengamati reaksi pasar saham GOTO di sekitar tanggal pemberlakuan Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 tentang Perdagangan Melalui Sistem Elektronik, yang mengatur aktivitas *social commerce*. *Event date* ditetapkan pada 26 September 2023, yaitu tanggal diundangkan dan mulai berlakunya Permendag No. 31 Tahun 2023 berdasarkan dokumen resmi Jaringan Dokumentasi dan Informasi Hukum (JDIH) Kementerian Perdagangan Republik Indonesia, dengan analisis dilakukan pada tiga skenario *event window*, yaitu $[-1,+1]$, $[-3,+3]$, dan $[-5,+5]$, guna memeriksa konsistensi pola reaksi pasar GOTO pada rentang pengamatan yang berbeda.

3.3 Sumber dan Jenis Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder kuantitatif dari tiga sumber. Harga penutupan harian (*adjusted closing price*) saham GOTO dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diperoleh dari Yahoo Finance sebagai basis perhitungan *return*. Dokumen Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 31 Tahun 2023 dari JDIH Kementerian Perdagangan menjadi dasar penetapan *event date*. Data pendukung, yaitu laba bersih, *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), dan volume perdagangan harian GOTO periode 30 hari pra-peristiwa diperoleh dari idx.co.id, sementara komposisi kepemilikan saham per 30 September 2023 diperoleh dari dokumen keterbukaan informasi resmi GOTO, digunakan untuk menggambarkan karakteristik unit analisis dan eksposur investor terhadap sentimen global.

3.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan indikator pengukuran berupa *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) untuk menggambarkan reaksi pasar terhadap *event date* yang ditetapkan dalam penelitian. Operasionalisasi masing-masing indikator disajikan pada Tabel 3.1

Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi operasional	Indikator	Skala pengukuran
<i>Abnormal Return</i> (AR)	Selisih antara return aktual saham GOTO dan return yang diharapkan berdasarkan <i>market-adjusted model</i> pada setiap hari selama <i>event window</i> .	Nilai AR harian	Rasio
<i>Cumulative Abnormal Return</i> (CAR)	Akumulasi nilai <i>abnormal return</i> selama <i>event window</i> yang mencerminkan reaksi pasar secara keseluruhan terhadap peristiwa yang diamati.	Nilai CAR pada masing-masing skenario <i>event window</i>	Rasio

Sumber: Diolah peneliti, 2026

3.5 Prosedur Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan *market-adjusted model* dalam menghitung *abnormal return*, yang mengasumsikan bahwa *expected return* suatu saham sama dengan *return* pasar pada hari yang sama sehingga tidak memerlukan estimasi parameter alfa dan beta sebagaimana pada *market model*. Tahap perhitungan *return*, AR, dan CAR belum dahulu dilakukan, peneliti terlebih dahulu memvalidasi integritas data sekunder yang digunakan agar hasil perhitungan pada tahap berikutnya tidak dipengaruhi oleh kesalahan teknis pada sumber data. Validasi mencakup pencocokan silang harga penutupan saham antara Yahoo Finance dan Bursa Efek Indonesia (idx.co.id) pada titik-titik tanggal kritis, serta verifikasi hari libur bursa yang berpotensi menggeser urutan hari perdagangan dalam *event window*. Penelitian ini juga menelusuri pola return pasar pada periode sebelum tanggal peristiwa untuk menilai potensi *anticipation effect*, guna memastikan bahwa pemilihan *event window* utama [-1,+1] tetap relevan digunakan.

3.5.1 Perhitungan *Return* Harian

Tahap pertama dalam pengolahan data adalah menghitung *return* harian saham PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) dan *return* harian pasar berdasarkan perubahan harga penutupan (*adjusted closing price*) antarhari perdagangan, menggunakan persamaan yang dipaparkan di Lampiran 1.

3.5.2 Perhitungan *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return*

Return saham dan *return* pasar yang diperoleh pada tahap sebelumnya, nilai *abnormal return* (AR) dihitung sebagai selisih antara *return* aktual saham dan *return* pasar pada hari yang sama, sesuai dengan *market-adjusted model* yang telah dijelaskan. Perhitungan dilakukan menggunakan persamaan yang dipaparkan di Lampiran 2. Nilai AR harian yang diperoleh selanjutnya diakumulasikan pada setiap *event window* untuk memperoleh *cumulative abnormal return* (CAR), menggunakan persamaan yang juga dilampirkan di Lampiran 2.

3.5.3 Prosedur Identifikasi *Confounding Events*

Guna untuk meminimalkan potensi bias dalam interpretasi hasil, penelitian ini melakukan identifikasi terhadap *confounding events*, yaitu peristiwa lain yang berpotensi memengaruhi pergerakan harga saham selama periode pengamatan. Penelusuran dilakukan pada rentang t-5 hingga t+5 melalui keterbukaan informasi Bursa Efek Indonesia, siaran pers PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO), serta publikasi ekonomi yang relevan. Apabila ditemukan *confounding events* selama *event window*, informasi tersebut tidak digunakan sebagai dasar untuk mengeluarkan data dari analisis.

3.6 Teknik Analisis Data

Nilai AR dan CAR dianalisis secara deskriptif dengan mengamati arah dan besaran AR pada setiap hari dalam *event window*, serta nilai CAR pada ketiga skenario *event window* yang telah ditetapkan. Karena penelitian ini tidak disertai pengujian inferensial, interpretasi terhadap nilai AR dan CAR memerlukan kriteria pembacaan yang eksplisit agar hasil analisis tidak bersifat subjektif, sebagaimana dijabarkan dalam dua kriteria berikut.

1. Kriteria signifikansi ekonomi (*economic significance*), yaitu ambang batas $\pm 1\%$ yang digunakan untuk menilai apakah suatu nilai AR harian cukup besar untuk dikategorikan sebagai reaksi pasar yang material. Pendekatan ini konsisten dengan pemilihan signifikansi ekonomi sebagai panduan interpretasi deskriptif, mengingat penelitian ini tidak menggunakan pengujian inferensial (Ningtyas & Azmiyanti, 2025). Nilai AR yang melampaui $\pm 1\%$, baik positif maupun negatif, diinterpretasikan sebagai hari dengan reaksi pasar yang cukup besar untuk diperhatikan, sedangkan nilai di bawah ambang tersebut diperlakukan sebagai fluktuasi harga yang wajar. Interpretasi terhadap ambang ini turut mempertimbangkan struktur fraksi harga saham GOTO yang tergolong dalam kelompok fraksi minimum Rp1, sehingga satu kali pergerakan fraksi harga saja berpotensi menghasilkan return di atas ambang secara mekanis, terlepas dari ada tidaknya penyerapan informasi baru yang bermakna.
2. Kriteria konsistensi pola arah (*direction consistency*), yaitu penilaian terhadap apakah AR pada beberapa hari berturut-turut bergerak pada arah yang sama, baik seluruhnya positif maupun seluruhnya negatif. Pola yang konsisten pada beberapa hari berturut-turut diinterpretasikan sebagai indikasi adanya tekanan sistematis yang memengaruhi harga saham, baik yang bersumber dari peristiwa yang diteliti maupun dari *confounding events* yang teridentifikasi, sedangkan pola yang berfluktuasi tanpa arah yang konsisten diinterpretasikan sebagai pergerakan harga yang lebih mencerminkan dinamika pasar harian yang wajar.

Kedua kriteria tersebut digunakan secara bersamaan dalam menganalisis hasil temuan. Hasil tersebut disajikan dalam bentuk tabel dan grafik, kemudian diinterpretasikan dengan merujuk pada kerangka *Efficient Market Hypothesis* dan *Signaling Theory*. Interpretasi tersebut turut mempertimbangkan *confounding events* yang teridentifikasi selama *event window*, mengingat pergerakan harga saham GOTO berpotensi dipengaruhi oleh peristiwa lain di luar substansi regulasi yang diteliti.

BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Karakteristik Unit Analisis pada Periode Pra-Peristiwa

Karakteristik keuangan GOTO pada periode mendekati tanggal peristiwa perlu dipahami terlebih dahulu sebagai kerangka interpretatif. Tabel 4.1 menyajikan tiga variabel yang relevan, yaitu *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), rata-rata volume perdagangan harian selama 30 hari perdagangan sebelum peristiwa (14 Agustus hingga 25 September 2023), serta harga saham penutupan pada hari peristiwa ($t=0$, 26 September 2023).

Tabel 4.1 Karakteristik GOTO

Variabel	GOTO
<i>Return on Assets</i> (ROA)	-5,5%
<i>Return on Equity</i> (ROE)	-6,2%
Rata-rata Volume Perdagangan Harian 30 Hari Pra-Event (lot)	23.242.451
Harga Saham Penutupan pada $t=0$ (Rp)	87

Sumber: Laporan keuangan GOTO per 30 Juni 2023 (idx.co.id) dan Yahoo Finance. Diolah peneliti, 2026.

GOTO mencatat ROA dan ROE yang negatif pada periode pra-peristiwa. Kondisi ini merupakan karakteristik tipikal perusahaan platform digital pada fase ekspansi ekosistem yang memprioritaskan pertumbuhan skala pengguna atas profitabilitas jangka pendek (Rochet & Tirole, 2003). Implikasinya bagi analisis reaksi pasar, valuasi GOTO yang tidak bertumpu pada profitabilitas stabil menjadikan harga sahamnya berpotensi lebih rentan terhadap informasi eksternal, termasuk kebijakan regulasi yang mengubah struktur persaingan pada segmen bisnis intinya.

Likuiditas perdagangan turut menjadi dimensi penting bagi keandalan data yang digunakan dalam penelitian ini. GOTO mencatat rata-rata volume perdagangan harian sebesar 23.242.451 lot pada periode pra-peristiwa, dengan transaksi yang berlangsung pada setiap hari bursa tanpa jeda perdagangan kosong. Konsistensi volume harian ini penting diperhatikan karena menunjukkan bahwa perubahan sentimen pasar memiliki peluang untuk tercermin melalui transaksi

dalam jumlah yang memadai setiap harinya. Kondisi tersebut memungkinkan proses *price discovery* pada saham GOTO berlangsung secara wajar, sehingga hasil AR yang diperoleh relatif dapat diandalkan sebagai cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya, bukan sekadar artefak dari perdagangan tipis (*thin trading*) yang lazim mengganggu keandalan model estimasi *return* pada saham dengan frekuensi transaksi rendah (Bartholdy & Riding, 1994).

4.2 Validasi Tanggal Peristiwa dan Hasil Identifikasi *Confounding Events*

Perhitungan *return* harian, AR, dan CAR belum dahulu dilakukan, peneliti terlebih dahulu melakukan validasi terhadap integritas data sekunder yang digunakan. Validasi ini ditujukan untuk memastikan bahwa hasil analisis berikutnya tidak dipengaruhi oleh kesalahan teknis pada sumber data maupun kekeliruan dalam penentuan hari perdagangan. Validasi dilakukan melalui dua tahap.

1. Peneliti melakukan pencocokan silang antara harga penutupan saham GOTO yang diperoleh dari Yahoo Finance dengan data resmi yang tersedia pada situs Bursa Efek Indonesia (idx.co.id), pada beberapa titik tanggal kritis, yaitu $t-5$, $t-1$, $t=0$, $t+1$, dan $t+5$, serta titik tambahan di sekitar tanggal *private placement* GOTO. Hasil pencocokan menunjukkan bahwa nilai harga penutupan pada kedua sumber tersebut konsisten tanpa selisih yang material, sehingga data Yahoo Finance yang digunakan dalam penelitian ini dapat dinyatakan andal untuk keperluan perhitungan *return* harian.
2. Peneliti memverifikasi apakah hari libur nasional peringatan Maulid Nabi Muhammad SAW pada 28 September 2023 benar-benar tidak menghasilkan baris data perdagangan pada kedua seri data yang digunakan, yaitu GOTO dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hasil verifikasi mengonfirmasi bahwa tidak terdapat baris data untuk tanggal tersebut pada kedua seri data, sehingga urutan hari perdagangan bergeser secara konsisten dari 27 September 2023 langsung ke 29 September 2023. Oleh karena itu, penentuan *offset* $t-1$ hingga $t+5$ tidak memerlukan penyesuaian lebih lanjut dan dapat digunakan sebagaimana mestinya dalam seluruh perhitungan.

4.2.1 Konfirmasi Tanggal Peristiwa dan Potensi *Anticipation Effect*

Tanggal peristiwa ($t=0$) dalam penelitian ini adalah 26 September 2023, yaitu tanggal Permendag No. 31 Tahun 2023 diundangkan dan berlaku efektif berdasarkan dokumen resmi JDIH Kementerian Perdagangan Republik Indonesia. Tanggal penutupan TikTok Shop pada 4 Oktober 2023 tidak ditetapkan sebagai $t=0$ karena merupakan tindakan kepatuhan korporasi yang bersifat turunan, bukan peristiwa regulasi itu sendiri. Untuk menilai potensi *anticipation effect*, analisis dilakukan terhadap pola *return* harian IHSG pada periode $t-5$ hingga $t-1$ sebagaimana disajikan pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Return Harian IHSG (Pra-Peristiwa)

Hari	Tanggal	Penutupan IHSG	Return Harian
t-6	18 September 2023	6.936,08	-0,67%
t-5	19 September 2023	6.980,32	+0,64%
t-4	20 September 2023	7.011,68	+0,45%
t-3	21 September 2023	6.991,47	-0,29%
t-2	22 September 2023	7.016,84	+0,36%
t-1	25 September 2023	6.998,38	-0,26%

Sumber: Yahoo Finance (kode saham: JKSE). Diolah Peneliti, 2026.

Berdasarkan Tabel 4.2, pola *return* IHSG selama periode pra-peristiwa tidak menunjukkan pergerakan yang secara konsisten negatif, melainkan bergantian arah. Satu-satunya titik yang mengandung indikasi *anticipation* adalah $t-1$ (-0,26%), yang dapat dimaknai sebagai antisipasi awal investor menjelang tanggal pemberlakuan regulasi, meskipun besarnya berada di bawah ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$ sehingga tidak cukup kuat dikategorikan sebagai sinyal *anticipation* yang material. Pergerakan IHSG pada $t-4$ dan $t-3$ tidak dapat digunakan sebagai indikator murni *anticipation effect* karena kedua hari tersebut berhimpitan dengan keputusan FOMC dan pengumuman BI Rate yang diidentifikasi sebagai *confounding events*.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menyimpulkan bahwa potensi *anticipation effect* terhadap Permendag No. 31 Tahun 2023 bersifat terbatas, tidak material secara agregat, dan jika ada, kemungkinan hanya terkonsentrasi pada $t-1$. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar tidak mengantisipasi secara luas pemberlakuan regulasi ini jauh sebelum tanggal resminya, sehingga asumsi konsentrasi reaksi pasar di sekitar $t=0$ yang mendasari pemilihan *event window* utama $[-1,+1]$ tetap dapat dipertahankan.

4.2.2 Hasil Identifikasi *Confounding Events*

Penelusuran sistematis terhadap portal berita ekonomi dan bisnis, sistem keterbukaan informasi Bursa Efek Indonesia, serta siaran pers resmi GOTO pada periode $t-5$ hingga $t+5$ mengidentifikasi empat *confounding events* yang berpotensi memengaruhi pergerakan harga saham GOTO terlepas dari pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023. Tabel 4.3 merangkum keempat *confounding events* tersebut beserta atribut utamanya.

Tabel 4.3 *Confounding Events*

No	Peristiwa	Tanggal (Hari)	Relevansi <i>Event Window</i>
1	Keputusan FOMC " <i>Higher for Longer</i> "	21 September 2023 ($t-3$)	$[-3,+3]$, $[-5,+5]$
2	Pengumuman BI Rate dengan Nada <i>Hawkish</i>	21 September 2023 ($t-3$)	$[-3,+3]$, $[-5,+5]$
3	Ancaman <i>Government Shutdown</i> Amerika Serikat	26-29 September 2023 ($t=0$ s.d. $t+2$)	$[-1,+1]$, $[-3,+3]$, $[-5,+5]$
4	<i>Private Placement</i> GOTO dan Sentimen Penutupan TikTok Shop	3 Oktober 2023 ($t+4$)	$[-5,+5]$

Sumber: Hasil penelusuran berita dan keterbukaan informasi BEI. Diolah Peneliti, 2026.

Keputusan FOMC "*Higher for Longer*" dan Pengumuman BI Rate (t-3)

Federal Open Market Committee (FOMC) pada pertemuan 19-20 September 2023 waktu Amerika Serikat memutuskan mempertahankan suku bunga *federal funds* di kisaran 5,25%-5,50%, disertai proyeksi *dot plot* yang mengisyaratkan lebih sedikit penurunan suku bunga pada 2024 dari yang semula diperkirakan pasar. Karena perbedaan zona waktu, pengumuman tersebut baru dapat direspons pasar Indonesia pada 21 September 2023 (t-3), selaras dengan data IHSG yang mencatat *return* negatif pertama kali pada t-3 (-0,29%) setelah positif pada t-4 (+0,45%). Pada hari yang sama, Bank Indonesia melalui Rapat Dewan Gubernur mengumumkan keputusan mempertahankan BI *Rate* pada level 5,75% dengan nada *hawkish*. Karena kedua peristiwa ini tidak dapat dipisahkan pengaruhnya secara empiris dan t-3 berada di luar *event window* utama [-1,+1], relevansinya sebagai *confounding event* terbatas pada *event window* [-3,+3] dan [-5,+5].

Ancaman *Government Shutdown* Amerika Serikat (t=0 hingga t+2)

Pada periode 26-29 September 2023 (t=0 hingga t+2), Kongres Amerika Serikat menghadapi tenggat pengesahan anggaran belanja federal dengan risiko penghentian operasional pemerintah federal yang meningkat tajam akibat kegagalan konsensus politik. Ketidakpastian ini umumnya memicu sentimen *risk-off* global yang mendorong investor institusional menarik eksposur dari aset berisiko, termasuk pasar saham negara berkembang seperti Indonesia, terlepas dari kondisi fundamental emiten yang bersangkutan.

Relevansi *confounding event* ini bagi GOTO dapat didudukkan dengan mempertimbangkan struktur kepemilikan sahamnya pada periode tersebut. Berdasarkan dokumen resmi Komposisi Kepemilikan Saham GOTO per 30 September 2023, kepemilikan saham GOTO didominasi oleh pemodal asing sebesar 78,40%, sementara pemodal nasional hanya menguasai 21,60% dari total saham beredar (PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk, 2023). Dominasi kepemilikan asing yang sangat besar ini menjadi konteks penting bagi pembacaan AR GOTO pada t=0. Apabila ancaman *government shutdown* Amerika Serikat memicu sentimen *risk-off* yang signifikan di kalangan investor asing, pelemahan atau

tekanan jual yang besar semestinya turut tercermin pada pergerakan harga GOTO, mengingat mayoritas kepemilikannya berada di tangan investor asing. Sebaliknya, temuan bahwa harga GOTO justru bertahan stagnan pada $t=0$ sementara IHSG melemah -1,07% mengindikasikan bahwa investor asing yang mendominasi kepemilikan GOTO tetap mempertahankan posisinya dan tidak melakukan aksi jual yang signifikan, meskipun sentimen *risk-off* global tengah berlangsung. Kondisi ini memperkuat interpretasi bahwa AR positif GOTO pada $t=0$ kemungkinan besar lebih dipengaruhi oleh persepsi investor terhadap posisi kompetitif Tokopedia dalam menghadapi regulasi *social commerce*, ketimbang oleh tekanan jual yang bersumber dari sentimen fiskal Amerika Serikat.

Temuan ini memiliki tingkat urgensi yang lebih tinggi dibandingkan *confounding events* lain karena rentang waktu beririsan langsung dengan *event window* utama $[-1,+1]$, sehingga pergerakan harga saham GOTO pada $t=0$ dan $t+1$ berpotensi mencerminkan campuran antara reaksi terhadap Permendag No. 31 Tahun 2023 dan tekanan sentimen fiskal global, bukan semata-mata respons terhadap regulasi yang diteliti.

Pengumuman *Private Placement* GOTO dan Sentimen Penutupan TikTok Shop ($t+4$)

Pada 3 Oktober 2023 ($t+4$), dua peristiwa material terjadi secara bersamaan yang secara spesifik relevan bagi GOTO. Pertama, GOTO mengumumkan rencana *private placement* yang dapat memengaruhi persepsi investor terhadap struktur permodalan dan potensi dilusi kepemilikan. Kedua, beredar sentimen pasar terkait rencana penghentian operasional TikTok Shop di Indonesia yang terealisasi pada 4 Oktober 2023. Tumpang tindih dua peristiwa material pada $t+4$ menjadikan hari tersebut sebagai titik waktu dengan tingkat kontaminasi informasi tertinggi dalam keseluruhan periode observasi.

Catatan Metodologis: Potensi Bias Asumsi *Beta* pada Model *Market-Adjusted*

Model *market-adjusted* mengasumsikan beta saham bernilai satu, sehingga *expected return* diasumsikan identik dengan return pasar. Asumsi ini dipertahankan karena lebih stabil pada kondisi *thin trading* ((Bartholdy & Riding, 1994); (Brown & Warner, 1985)), tetapi perlu dibaca secara hati-hati mengingat GOTO tergolong

saham *high-growth* yang secara teoretis memiliki beta lebih besar dari satu (Rochet & Tirole, 2003), sehingga pada hari-hari dengan pergerakan IHSG yang tajam akibat sentimen makro eksternal, sebagian nilai AR yang tercatat berpotensi mencerminkan sensitivitas pasar intrinsik saham, bukan semata reaksi terhadap Permendag No. 31 Tahun 2023. Implikasi metodologis ini ditinjau lebih lanjut pada bagian keterbatasan penelitian.

4.3 Reaksi Pasar PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO)

Pola *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) GOTO dianalisis dengan merujuk pada prosedur perhitungan yang telah ditetapkan, serta kerangka *confounding events*, mengingat beberapa hari dalam *event window* GOTO beririsan langsung dengan peristiwa eksternal tersebut.

4.3.1 *Abnormal Return* Harian dan *Cumulative Abnormal Return* GOTO

Perhitungan *return* harian saham GOTO dan *return* harian IHSG menghasilkan nilai AR harian pada *event window* [-5,+5] sebagaimana disajikan pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 *Return* Harian, *Return* Pasar, dan *Abnormal Return* GOTO

Hari	Tanggal	Harga Penutupan GOTO (Rp)	R_it (Return GOTO)	R_mt (Return IHSG)	AR_it
t-5	19 September 2023	90	-2,17%	+0,64%	-2,81%
t-4	20 September 2023	90	0,00%	+0,45%	-0,45%
t-3	21 September 2023	88	-2,22%	-0,29%	-1,93%
t-2	22 September 2023	87	-1,14%	+0,36%	-1,50%
t-1	25 September 2023	87	0,00%	-0,26%	+0,26%
t=0	26 September 2023	87	0,00%	-1,07%	+1,07%
t+1	27 September 2023	86	-1,15%	+0,20%	-1,35%
t+2	29 September 2023	85	-1,16%	+0,03%	-1,19%
t+3	2 Oktober 2023	85	0,00%	+0,31%	-0,31%
t+4	3 Oktober 2023	83	-2,35%	-0,30%	-2,06%
t+5	4 Oktober 2023	82	-1,20%	-0,78%	-0,42%

Sumber: Yahoo Finance, diolah peneliti, 2026.

Berdasarkan Tabel 4.4, nilai AR GOTO didominasi oleh tanda negatif pada sebagian besar hari dalam *event window*, dengan satu pengecualian menarik pada $t-1$ dan $t=0$ yang bertanda positif. Nilai AR_{it} pada hari peristiwa ($t=0$) tercatat sebesar $+1,07\%$, melebihi ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$, sehingga secara formal dapat dikategorikan sebagai reaksi pasar yang material pada tanggal pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023. Pola AR harian tersebut divisualisasikan pada Lampiran 3.

Nilai AR_{it} pada *event window* kemudian diakumulasikan untuk memperoleh CAR pada tiga ukuran *event window* yang telah ditetapkan, sebagaimana disajikan pada Tabel 4.5. Dinamika akumulasi AR GOTO dari hari ke hari disajikan pada Lampiran 3, sedangkan perbandingan besaran CAR pada ketiga *event window* disajikan pada Lampiran 4.

Tabel 4.5 Cumulative Abnormal Return GOTO

<i>Event Window</i>	Periode	CAR GOTO
$[-1, +1]$	3 hari	-0,02%
$[-3, +3]$	7 hari	-4,96%
$[-5, +5]$	11 hari	-10,70%

Sumber: Diolah peneliti, 2026.

4.3.2 Analisis Pola Reaksi Pasar GOTO

Mengacu pada kriteria interpretasi reaksi pasar yang telah ditetapkan, yaitu ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$ dan konsistensi pola arah AR, terdapat dua hal yang dibahas secara berurutan berikut ini, yaitu signifikansi ekonomi AR pada hari peristiwa dan konsistensi pola arah AR sepanjang *event window*.

Signifikansi Ekonomi pada $t=0$

Nilai AR GOTO pada $t=0$ tercatat sebesar $+1,07\%$, melampaui ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$. Nilai positif ini terbentuk bukan dari kenaikan harga absolut, melainkan karena harga saham GOTO bertahan stagnan di level Rp87 sementara IHSG melemah $-1,07\%$ pada hari yang sama, sehingga lebih tepat dimaknai sebagai resiliensi relatif terhadap pelemahan pasar. Kerangka dalam *Signaling Theory* (Spence, 1973), kondisi ini dapat diinterpretasikan sebagai indikasi bahwa regulasi yang melarang fungsi transaksi pada platform media sosial

berpotensi dimaknai investor sebagai sinyal yang menguntungkan posisi kompetitif GOTO melalui Tokopedia di segmen *social commerce*. Interpretasi ini sejalan dengan pembacaan dominasi kepemilikan investor asing dan ketahanannya terhadap sentimen *risk-off* global sebagaimana telah diuraikan, yang memperkuat atribusi resiliensi harga GOTO pada persepsi posisi kompetitif perusahaan, bukan pada faktor eksternal tersebut.

Penting untuk ditegaskan bahwa stagnasi harga GOTO pada $t=0$ terjadi bersamaan dengan volume perdagangan sebesar 5.154.826.100 lembar saham, atau lebih dari dua kali rata-rata volume harian 30 hari pra-peristiwa sebagaimana disajikan pada Tabel 4.1 (23.242.451 lot), dengan rentang harga intrahari yang bergerak dari Rp91 menuju Rp87. Volume yang tinggi disertai rentang harga intrahari yang aktif tersebut mengindikasikan bahwa harga penutupan Rp87 merupakan hasil dari proses tawar-menawar pasar yang berlangsung secara aktif, sehingga mekanisme *price discovery* tetap berfungsi sebagaimana disyaratkan oleh *Efficient Market Hypothesis* bentuk semi-kuat (Fama, 1970). Oleh karena itu, nilai AR positif GOTO pada $t=0$ dapat dimaknai sebagai cerminan resiliensi relatif terhadap pelemahan pasar yang didukung oleh proses *price discovery* yang aktif, bukan sekadar hasil perhitungan matematis dari harga yang tidak bergerak.

Terdapat pula catatan teknis yang relevan. Harga saham GOTO berada pada kelompok fraksi harga di bawah Rp200 dengan fraksi minimum Rp1, sehingga satu kali pergerakan fraksi harga minimum saja menghasilkan *return* harian lebih dari 1%. Kondisi ini menyebabkan ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$ relatif mudah terlampaui secara mekanis pada saham GOTO, terlepas dari ada atau tidaknya penyerapan informasi baru yang bermakna, sehingga perlu menjadi kerangka interpretatif tambahan ketika membaca frekuensi tinggi hari-hari bermuatan AR material pada Tabel 4.4.

Konsistensi Pola Arah AR

Berdasarkan kriteria konsistensi pola, arah AR GOTO menunjukkan dua fase konsistensi negatif yang jelas, yaitu $t-5$ hingga $t-2$ (empat hari berturut-turut negatif) dan $t+1$ hingga $t+5$ (lima hari berturut-turut negatif), diselingi fase singkat positif pada $t-1$ dan $t=0$. Pada fase pertama, tekanan negatif di $t-3$ dan $t-2$ lebih tepat

diatribusikan pada sentimen keputusan FOMC dan BI Rate yang baru terserap pasar Indonesia sejak $t-3$ sebagaimana diuraikan pada Tabel 4.2, sementara AR negatif pada $t-5$ dan $t-4$, yang terjadi ketika IHSG justru bergerak positif, lebih mencerminkan pelemahan spesifik pada saham GOTO ketimbang sentimen makro tersebut maupun antisipasi terhadap regulasi *social commerce*. Adapun perbandingan CAR antarwindow menunjukkan pola pelebaran yang mencolok, yaitu dari $-0,02\%$ pada $[-1,+1]$ menjadi $-4,96\%$ pada $[-3,+3]$ dan $-10,70\%$ pada $[-5,+5]$. Pelebaran tajam ini mengindikasikan dominasi *confounding events* di luar *event window* sempit, dengan kontributor utama berupa AR negatif pada $t-3$ dan $t-2$ (dampak FOMC dan BI Rate), AR negatif pada $t+2$ (ancaman *government shutdown*), serta AR pada $t+4$ (tumpang tindih *private placement* dan sentimen TikTok Shop). Sinyal regulasi dengan demikian tampak terkonsentrasi secara sempit pada $t-1$ hingga $t=0$, sementara pola CAR pada *event window* yang lebih luas didominasi oleh akumulasi tekanan dari berbagai *confounding events* yang telah teridentifikasi.

4.4 Kaitan Temuan dengan Landasan Teori

Bagian ini menjawab secara langsung rumusan masalah penelitian, yaitu bagaimana reaksi pasar saham GOTO yang tercermin melalui AR dan CAR di sekitar peristiwa pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023. Sesuai dengan sifat penelitian yang deskriptif tanpa pengujian inferensial, pembahasan berikut disusun berdasarkan dua kriteria yang telah ditetapkan, yang kemudian didudukkan dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat dan *Signaling Theory* agar temuan empiris dapat dimaknai secara teoretis, bukan sekadar dilaporkan sebagai angka.

Reaksi Pasar GOTO pada Hari Peristiwa

Temuan menunjukkan bahwa AR GOTO pada $t=0$ tercatat sebesar $+1,07\%$, melampaui ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$ yang ditetapkan. Resiliensi harga tersebut, yang aktivitas perdagangan dan mekanismenya telah diuraikan, konsisten dengan prediksi EMH bentuk semi-kuat (Fama, 1970), karena informasi regulasi tampak terserap secara cepat dan terkonsentrasi tepat pada tanggal peristiwa, bukan menyebar pada periode yang lebih panjang. Hasil pengujian *anticipation effect*,

yang menunjukkan bahwa pola *return* IHSG pra-peristiwa tidak menjalar secara konsisten negatif, turut memperkuat pembacaan ini, selaras dengan temuan tinjauan literatur sistematis Irfana terhadap pasar modal Indonesia periode 2020-2025 (Irfana, 2025).

Temuan ini turut memperkuat argumen metodologis yang telah diuraikan pada tinjauan pustaka. Kajian terdahulu yang memperlakukan GOTO setara dengan emiten sejenis dalam desain perbandingan lintas saham cenderung tidak menemukan reaksi pasar yang berarti pada peristiwa kelembagaan berdampak terbatas (Setiawan et al., 2024), berbeda dengan temuan penelitian ini yang memusatkan perhatian penuh pada GOTO sebagai studi kasus tunggal dan menemukan AR yang melampaui ambang signifikansi ekonomi tepat pada hari peristiwa, disertai pola konsistensi arah yang cukup jelas pada beberapa hari di sekitarnya. Perbedaan hasil ini menegaskan bahwa pendekatan studi kasus tunggal berpotensi menangkap dinamika reaksi pasar yang dapat kabur apabila emiten diperlakukan setara dengan emiten lain dalam desain perbandingan lintas saham, sebuah argumen yang menjadi salah satu justifikasi metodologis utama penelitian ini.

Peran Signaling Theory dalam Menjelaskan Arah Reaksi GOTO

Regulasi yang melarang fungsi transaksi pada platform media sosial menyasar langsung model bisnis TikTok Shop, pesaing Tokopedia pada segmen *social commerce*. Landasan konseptual bagi pembacaan ini sejalan dengan temuan Lam, yang menunjukkan bahwa inisiatif *social commerce* secara rata-rata meningkatkan *stock return* secara positif dan signifikan (Lam et al., 2019). Apabila inisiatif *social commerce* terbukti meningkatkan nilai perusahaan yang menjalankannya, maka regulasi yang membatasi kegiatan tersebut pada pesaing langsung berpotensi dimaknai investor sebagai sinyal yang menguntungkan posisi kompetitif pihak yang tidak terdampak pembatasan, sebuah logika yang menjadi dasar penerapan *Signaling Theory* (Spence, 1973) dalam membaca arah reaksi GOTO. Konsistensi temuan tersebut dengan pola kepemilikan asing memperkuat pembacaan regulasi ini sebagai sinyal spesifik bagi posisi kompetitif GOTO, bukan semata respons terhadap kondisi makro yang menyeluruh.

Perlu ditegaskan bahwa interpretasi ini bersifat naratif yang didukung oleh konsistensi antarindikator dalam satu unit analisis, bukan bukti komparatif lintas emiten. Tanpa data pembanding dari emiten sejenis yang tidak memiliki eksposur kompetitif serupa, penelitian ini tidak dapat memastikan secara tegas bahwa arah AR positif GOTO murni disebabkan oleh sinyal regulasi dan bukan oleh karakteristik lain yang melekat pada saham GOTO itu sendiri. Keterbatasan ini konsisten dengan sifat penelitian yang menggunakan desain studi kasus tunggal.

Intensitas Reaksi dan Peran Confounding Events

Pelebaran tajam CAR GOTO pada ketiga *event window*, sebagaimana telah diuraikan, tidak dapat dimaknai sebagai representasi murni kekuatan sinyal regulasi yang semakin menguat seiring perluasan jendela pengamatan, melainkan lebih banyak mencerminkan akumulasi *confounding events* yang berhimpitan dengan periode observasi. Sejalan dengan simpulan pada subbab 4.3.2, pemilihan *event window* utama $[-1,+1]$ dengan demikian tetap relevan dipertahankan, mengingat pasar modal Indonesia sebagai pasar negara berkembang cenderung merespons informasi secara cepat namun juga rentan terhadap *noise* dari faktor eksternal, sehingga *event window* yang lebih sempit menghasilkan estimasi AR yang lebih bersih (Brown & Warner, 1985)

BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Reaksi pasar saham GOTO terhadap pemberlakuan Permendag No. 31 Tahun 2023 dapat dideskripsikan sebagai reaksi yang terkonsentrasi di sekitar tanggal peristiwa, bersifat positif, dan sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* bentuk semi-kuat. Pada hari peristiwa ($t=0$), GOTO mencatat *abnormal return* positif 1,07%, terbentuk dari harga saham yang bertahan stagnan di Rp87 saat Indeks Harga Saham Gabungan melemah 1,07%, didukung volume perdagangan aktif dan mekanisme *price discovery* yang tetap berfungsi. Resiliensi ini terjaga meski mayoritas kepemilikan GOTO berada di tangan investor asing yang lazimnya sensitif terhadap sentimen *risk-off* global, sejalan dengan *signaling theory*: regulasi yang membatasi fungsi transaksi pada platform media sosial dimaknai investor sebagai sinyal yang menguntungkan posisi kompetitif Tokopedia terhadap TikTok Shop. Interpretasi ini tetap bersifat naratif dalam satu unit analisis dan belum dapat memastikan secara tegas bahwa arah AR tersebut murni disebabkan oleh sinyal regulasi, bukan oleh karakteristik lain yang melekat pada saham GOTO.

Pada level kumulatif, *cumulative abnormal return* GOTO melebar dari -0,02% pada jendela $[-1,+1]$ menjadi -10,70% pada jendela $[-5,+5]$. Pelebaran ini bukan cerminan murni kekuatan sinyal regulasi, melainkan akumulasi *confounding events* yang berhimpitan dengan periode observasi. Sinyal regulasi yang relatif bersih dengan demikian tetap dianggap terkonsentrasi pada rentang $t-1$ hingga $t=0$, sejalan dengan pemilihan *event window* utama $[-1,+1]$ dalam penelitian ini.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki dua keterbatasan utama yang perlu diperhatikan dalam membaca dan memanfaatkan temuannya.

1. Model *market-adjusted* mengasumsikan beta bernilai satu, padahal GOTO sebagai saham *high-growth* secara teoretis cenderung memiliki beta lebih besar dari satu. Kondisi ini diperparah oleh struktur fraksi harga GOTO yang rendah, sehingga satu kali pergerakan fraksi harga saja sudah menghasilkan *return* di atas ambang signifikansi ekonomi $\pm 1\%$, terlepas dari ada tidaknya informasi

baru yang substantif. Sebagian nilai AR yang tercatat signifikan dalam penelitian ini berpotensi mengandung unsur mekanis, bukan semata cerminan penyerapan informasi.

2. Periode observasi berhimpitan dengan sejumlah *confounding events*, yaitu keputusan *Federal Open Market Committee*, pengumuman *BI Rate* bernada *hawkish*, ancaman *government shutdown* Amerika Serikat, serta tumpang tindih *private placement* GOTO dengan sentimen penutupan TikTok Shop. Sebagian peristiwa tersebut beririsan langsung dengan *event window* utama, sehingga pelebaran CAR pada jendela yang lebih luas tidak sepenuhnya dapat diatribusikan pada substansi Permendag No. 31 Tahun 2023.

5.3 Saran

Berdasarkan dua keterbatasan yang telah diuraikan, saran berikut disampaikan kepada lima pihak, sesuai urutan yang digunakan pada bagian manfaat praktis penelitian.

1. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan model estimasi yang mengontrol risiko sistematis, seperti *market model* dengan estimasi beta terpisah, serta menyesuaikan ambang signifikansi ekonomi terhadap fraksi harga saham yang diteliti. Investor disarankan membaca *abnormal return* bersama level harga nominal saham, sementara Bursa Efek Indonesia disarankan mengevaluasi kembali ketentuan fraksi harga bagi saham berkapitalisasi besar namun bernilai nominal rendah.
2. Penelitian selanjutnya disarankan mengintegrasikan kalender peristiwa makroekonomi global sejak tahap perencanaan untuk meminimalkan tumpang tindih *confounding events* dengan *event window*. GOTO disarankan menghindari penjadwalan aksi korporasi strategis pada periode bersentimen tinggi, sementara regulator disarankan mempertimbangkan kalender makroekonomi global dalam penetapan waktu pemberlakuan kebijakan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bartholdy, J., & Riding, A. (1994). THIN TRADING AND THE ESTIMATION OF BETAS: THE EFFICACY OF ALTERNATIVE TECHNIQUES. *Journal of Financial Research*, 17(2), 241–254.
<https://doi.org/10.1111/J.1475-6803.1994.TB00189.X;ISSUE:ISSUE:DOI>
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Dhabitah, J., & Nor, K. A. M. (2024). Analisis Pencabutan Izin Komersial Tiktok: Rekomendasi Ekonomi Digital Indonesia. *Jurnal Magister Ekonomi Syariah*, 2(2 Desember), 49–64.
<https://doi.org/10.14421/jmes.2023.022-03>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383.
<https://doi.org/10.2307/2325486>
- Irfana, D. (2025). Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Kebijakan Pemerintah: Studi Literatur. In *Journal of Comprehensive Science* (Vol. 4, Number 12). Desember.
<https://shorturl.at/ud5og>
- Lam, H. K. S., Yeung, A. C. L., Lo, C. K. Y., & Cheng, T. C. E. (2019). Should firms invest in social commerce? An integrative perspective. *Information & Management*, 56(8), 103164.
<https://doi.org/10.1016/J.IM.2019.04.007>
- Lily, J., Bujang, I., & Karia, A. A. (2022). *The Impact Of Thin Trading Adjustments On Exchange Rate Exposure*. Gadjah Mada International Journal of Business.
<https://search.informit.org/doi/abs/10.3316/informit.491774342853990>
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. In *Source: Journal of Economic Literature* (Vol. 35, Number 1).
<https://www.jstor.org/stable/2729691>

Muna, K., & Santoso, B. (2024). Regulasi Izin Perdagangan TikTok Shop Sebagai Fitur Tambahan Aplikasi TikTok di Indonesia. *JURNAL USM LAW REVIEW*, 7(1), 412–428.

<https://doi.org/10.26623/JULR.V7I1.8950>

Ningtyas, F. Y. P. U., & Azmiyanti, R. (2025). Event Study: The Impact of Government Regulation Number 47 of 2024 on the Stock Market Reaction of Financial Sector Companies Listed on the IDX. *JASa (Jurnal Akuntansi, Audit Dan Sistem Informasi Akuntansi)*, 9(2), 282–292.

<https://doi.org/10.36555/jasa.v9i2.2833>

Rochet, J. C., & Tirole, J. (2003). Platform Competition in Two-Sided Markets. *Journal of the European Economic Association*, 1(4), 990–1029.

<https://doi.org/10.1162/154247603322493212>

Rosman, M., Aries Yudanto, A., Rosman Politeknik Keuangan Negara STAN, M., Selatan Ambang Aries Yudanto Politeknik Keuangan Negara STAN, T., & Selatan, T. (2022). Analisis Event Study antarsektor di Bursa Efek Indonesia terhadap Peristiwa Pandemi Covid-19. *INOBIIS: Jurnal Inovasi Bisnis Dan Manajemen Indonesia*, 5(4), 581–586.

<https://doi.org/10.31842/JURNALINOBIS.V5I4.252>

Setiawan, A., Sudaryo, Y., Hakim, D., Sipahutar, N., & Sofiati, N. A. (2024). Event Study Of The New Economy Board On Abnormal Return And Trading Volume Activity Of Company Shares In The Indonesia Stock Exchange. *Eduvest - Journal of Universal Studies*, 4(8), 6629–6641.

<https://doi.org/10.59188/EDUVEST.V4I8.1767>

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 354–374.

https://doi.org/10.18961/SEIKATSUKEIZAIGAKU.27.0_77

LAMPIRAN

Lampiran 1.

Return Harian Saham:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Return Harian Pasar (IHSG):

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *return* harian saham i pada hari- t

P_{it} = harga penutupan (*adjusted close*) saham i pada hari- t

P_{it-1} = harga penutupan (*adjusted close*) saham i pada hari $t-1$

R_{mt} = *return* harian pasar pada hari- t

$IHSG_t$ = nilai penutupan IHSG pada hari- t

$IHSG_{t-1}$ = nilai penutupan IHSG pada hari $t-1$

Lampiran 2.

Abnormal Return:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Cumulative Abnormal Return:

$$CAR_i[t_1, t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

(penjumlahan dari $t = t_1$ sampai $t = t_2$)

Keterangan:

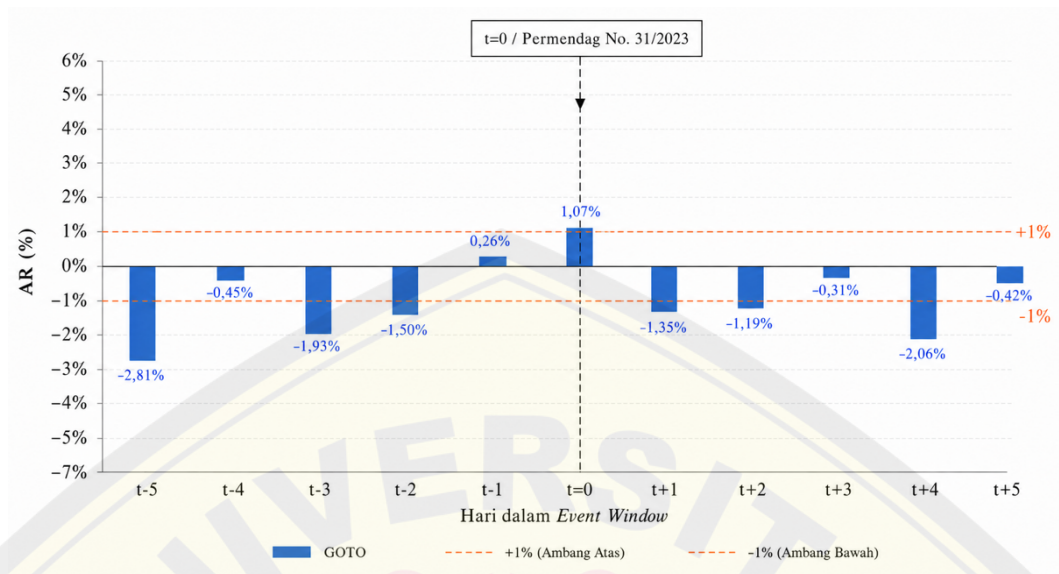
AR_{it} = *abnormal return* saham GOTO pada hari ke- t

R_{it}, R_{mt} = *return* aktual saham GOTO dan *return* pasar pada hari ke- t

$CAR_i[t_1, t_2]$ = *cumulative abnormal return* saham GOTO selama *event window* dari hari t_1 hingga hari t_2

t_1, t_2 = hari pertama dan hari terakhir *event window* (misalnya $t_1 = -1$ dan $t_2 = +1$ untuk *window* $[-1, +1]$)

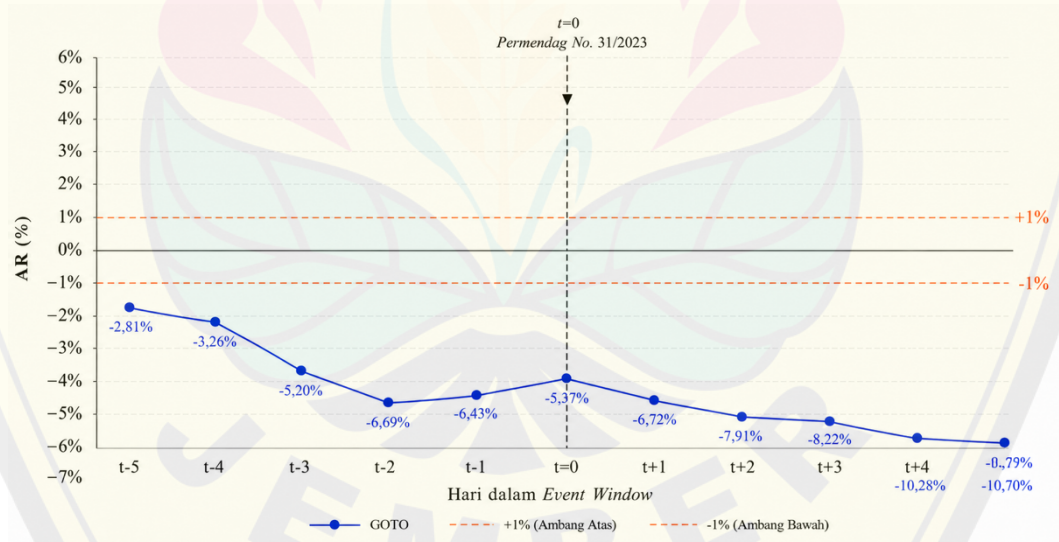
Lampiran 3.



Abnormal Return Harian GOTO pada Event Window [-5,+5]

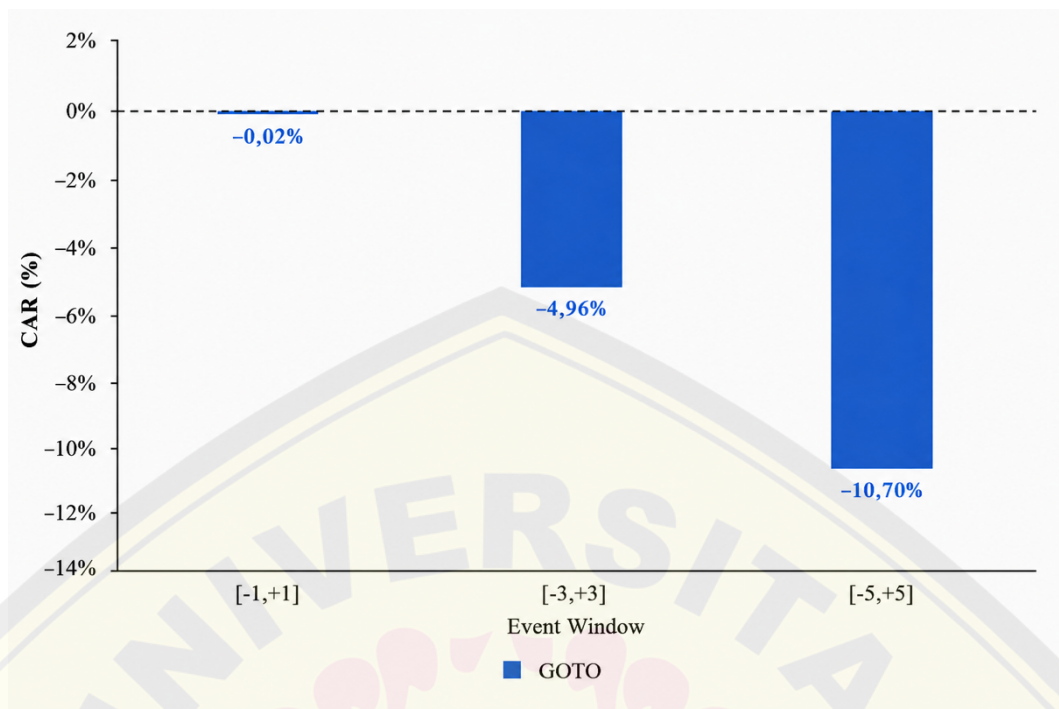
Sumber: Diolah peneliti, 2026.

Lampiran 4.



Pergerakan Cumulative Abnormal Return Progresif Harian GOTO

Sumber: Diolah peneliti, 2026.



Ringkasan CAR pada Tiga Event Window

Sumber: Diolah peneliti, 2026.

Lampiran 5. Data Harga Saham Harian PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO)

Tersedia di: <https://docs.google.com/spreadsheets/d/1UpQx6EBYMBqx7X9YQ-6NGs8iz5IEVExv7HWdImOL-rc/edit?usp=sharing>

Lampiran 6. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Harian

Tersedia di: <https://docs.google.com/spreadsheets/d/1UpQx6EBYMBqx7X9YQ-6NGs8iz5IEVExv7HWdImOL-rc/edit?usp=sharing>

Lampiran 7. Data Fundamental Perusahaan Sampel Penelitian

Emiten	Periode Laporan	Laba Bersih (Rp)	Total Aset (Rp)	Total Ekuitas (Rp)	ROA	ROE
GOTO	30 Juni 2023	(7.264.337.000.000)	133.210.975.000.000	117.320.854.000.000	(5,5%)	(6,2%)

