

BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek dalam penelitian merupakan reaksi pasar modal Indonesia yang tercermin dalam pergerakan *abnormal return* saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai respons terhadap pengumuman kebijakan tarif pajak impor Amerika Serikat pada 2 April 2025. Peristiwa tersebut dipilih karena memiliki potensi dampak global yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan serta keputusan investor di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan proses seleksi sampel yang dilakukan sesuai dengan kriteria penelitian, didapatkan 45 perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam indeks LQ45 selama periode pengamatan. Perusahaan-perusahaan tersebut berasal dari berbagai sektor, antara lain sektor energi, barang baku, barang baku *non-primer*, barang baku konsumen primer, infrastruktur, kesehatan, perindustrian, properti dan real estat, serta teknologi.

Dari 45 perusahaan ini akan dilakukan pembagian menjadi 2 (dua) bagian portofolio *winner* dan portofolio *Loser* yang akan ditentukan berdasarkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Berikut merupakan daftar tabel pengelompokan portofolio perusahaan berdasarkan nilai *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

Tabel 4.1 Pengelompokan Portofolio Perusahaan LQ45 (2025)

No	Portofolio	Jumlah Perusahaan	Persentase dari Total Sampel
1.	<i>Winner</i>	19	42,22%
2.	<i>Loser</i>	26	57,78%
Total		45	100%

Sumber: Data Diolah Peneliti (2025)

Pembagian portofolio menjadi dua bagian ini dilakukan guna untuk memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai perbedaan reaksi pasar antara saham dengan kinerja terbaik dan terburuk di sekitar periode pengumuman, serta

untuk mengamati ada tidaknya indikasi *market overreaction* dan *price reversal* pada saham-saham indeks LQ45. Portofolio *winner* dikuasai oleh perusahaan sektor energi. Perusahaan Semen Indonesia (Persero) Tbk. (SMGR) merupakan salah satu perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 2025 dengan CAR tertinggi yakni sebesar 0,169. Selain perusahaan Semen Indonesia (Persero) Tbk. terdapat delapan belas perusahaan lain dengan nilai CAR teratas menjadi portofolio *winner* di antaranya, BMRI, KLBF, BBTN, ESSA, ASII, PGEO, BBRI, GOTO, SIDO, PTBA, MEDC, JSMR, PGAS, CPIN, ADRO, ADMR, MAPA, UNTR.

Pada potofolio *Loser* terdapat dua puluh enam perusahaan yang memiliki nilai CAR terendah yang didominasi oleh perusahaan sektor barang baku, terdiri dari tujuh kode saham meliputi INKP, MDKA, ANTM, MBMA, BRPT, INCO, dan AMMN. Selain sembilan belas kode perusahaan tersebut terdapat sebelas perusahaan lain diantaranya adalah EXCL, ITMG, TLKM, BBKA, SMRA, BBNI, JPFA, INDF, TOWR, AKRA, BRIS, ICBP, MAPI, UNVR, ISAT, ARTO, CTRA, AMRT, dan ACES. Pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 dapat memicu koreksi di bursa global. Maka dari itu, agar dapat menganalisis lebih detail mengenai dampak dari pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 pembagian sampel menjadi portofolio *winner* dan portofolio *Loser* diperlukan dalam penelitian mengenai *market overreaction* dan *price reversal* ini.

4.2 Analisis Data

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran awal mengenai karakteristik data yang diamati dalam penelitian ini sebelum dilakukan pengujian hipotesis. Statistik deskriptif dalam penelitian ini meliputi jumlah observasi (N), nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), serta standar deviasi dari *Abnormal Return* (AR) dan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) berdasarkan klasifikasi saham *winner* dan *Loser*. Periode pengambilan data dilakukan selama *event window* (t-15 hingga t+15), yaitu mulai dari 18 Maret 2025 hingga 17 April 2025, dengan 2 April 2025 ditetapkan sebagai tanggal peristiwa (t0) pengumuman kebijakan tarif pajak impor Amerika Serikat. Analisis statistik

deskriptif ini bertujuan untuk melihat pola umum dan karakteristik reaksi pasar di sekitar pengumuman kebijakan tarif pajak impor Amerika Serikat. Berikut beberapa tabel secara lengkap memaparkan uji analisis statistik deskriptif data *Abnormal Return* (AR) dan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) perusahaan tiap periodenya.

Statistik deskriptif dalam penelitian ini disajikan menggunakan *abnormal return* untuk menggambarkan variasi respon masing-masing saham terhadap peristiwa yang diuji. Sementara itu, *average abnormal return* digunakan pada tahap pengujian hipotesis untuk mengidentifikasi reaksi pasar secara agregat, sehingga penggunaan *abnormal return* dan *average abnormal return* dalam penelitian ini bersifat saling melengkapi.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif AR Sebelum dan Sesudah Pengumuman

Periode	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
t-15	45	9,4667	31,73727	-116,00	89,00
t-14	45	-11,1111	17,67281	-48,00	27,00
t-13	45	-15,9111	37,18860	-162,00	81,00
t-12	45	-3,5556	30,71982	-70,00	59,00
t-11	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t-10	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t-9	45	2,3111	30,82636	-116,00	75,00
t-8	45	9,2889	32,78416	-28,00	119,00
t-7	45	-1,8889	29,36388	-69,00	58,00
t-6	45	-7,3333	22,26289	-44,00	47,00
t-5	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t-4	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t-3	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t-2	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t-1	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t0	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00

t+1	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+2	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+3	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+4	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+5	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+6	45	-12,6889	42,29540	-79,00	93,00
t+7	45	3,0444	43,75290	-143,00	80,00
t+8	45	22,9778	44,36701	-61,00	174,00
t+9	45	3,2000	27,14908	-47,00	72,00
t+10	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+11	45	0,0000	0,00000	0,00	0,00
t+12	45	27,6889	37,20998	-86,00	133,00
t+13	45	-12,7111	21,64026	-76,00	16,00
t+14	45	0,8889	26,36822	-54,00	97,00
t+15	45	5,4222	30,61082	-39,00	157,00

Sumber: SPSS 29 (2025)

Hasil analisis statistik deskriptif *abnormal return* (AR) harian pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa pada periode sebelum peristiwa, nilai *mean* AR cenderung bernilai negatif pada beberapa hari pengamatan, seperti pada t-14, t-13, t-12, t-7, dan t-6. Kondisi ini mengindikasikan adanya tekanan *return* negatif pada hari-hari tertentu sebelum peristiwa, meskipun tidak terjadi secara konsisten sepanjang periode pengamatan. Nilai standar deviasi yang relatif besar pada beberapa hari tersebut menunjukkan adanya volatilitas *return* yang cukup tinggi menjelang peristiwa.

Pada hari pengumuman (t0), nilai *mean* AR tercatat sebesar 0,0000, yang secara deskriptif menunjukkan tidak adanya reaksi *abnormal* yang menonjol pada hari pengumuman. Selain itu, terdapat beberapa hari pengamatan dengan nilai *mean* AR sebesar 0,0000 yang disebabkan oleh tidak adanya aktivitas perdagangan saham (hari libur bursa), sehingga tidak terjadi perubahan harga saham.

Pada periode setelah peristiwa, nilai AR cenderung lebih positif dibandingkan periode sebelum peristiwa, dengan nilai *mean* tertinggi tercatat pada

t+8 dan t+12. Namun demikian, fluktuasi nilai *mean* setelah peristiwa tidak menunjukkan pola ekstrem yang berkelanjutan. Besarnya nilai standar deviasi AR pada sebagian besar hari pengamatan mengindikasikan bahwa respon investor antar saham bersifat beragam setelah pengumuman peristiwa pengumuman kebijakan tarif pajak impor Amerika Serikat 2025.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif ACAR *Winner*

Periode	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
ACAR <i>Winner Pre</i>	15	33,5333	11,27492	17,00	46,00
ACAR <i>Winner Post</i>	15	47,0000	9,71008	27,00	68,00

Sumber: SPSS 29 (2025)

Pada portofolio *winner*, hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa sebelum peristiwa (*pre-event*), nilai *mean* sebesar 33,5333 dengan rentang nilai antara 17,00 hingga 46,00 dan standar deviasi 11,27492. Setelah peristiwa, nilai *mean* ACAR portofolio *winner* menunjukkan peningkatan menjadi 47,0000 dengan standar deviasi 9,71008 dan rentang nilai 27,00 hingga 68,00.

Peningkatan nilai *mean* ACAR portofolio *winner* ini menunjukkan adanya respon positif pasar terhadap informasi pengumuman tarif pajak impor. Sementara itu, meskipun standar deviasi relatif stabil, nilai maksimum dan minimum yang lebih besar pasca peristiwa mencerminkan adanya keberagaman reaksi investor terhadap informasi baru, sesuai dengan pernyataan Bodie, *et al* (2018) bahwa lonjakan volatilitas mencerminkan perbedaan persepsi investor.

Meskipun *mean* tetap pada tingkat positif, beberapa saham mengalami fluktuasi ACAR yang cukup besar, menunjukkan bahwa saham-saham *winner* tetap sensitif terhadap informasi baru. Hal ini sejalan dengan pandangan De Bondt & Thaler (1985) yang menyatakan bahwa saham dengan kinerja tinggi sebelumnya dapat mengalami penyesuaian harga akibat reaksi investor, sehingga volatilitas meningkat dan membuka peluang terjadinya koreksi harga pada pasca peristiwa.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif ACAR *Loser*

Periode	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
ACAR <i>Loser Pre</i>	15	-50,4667	18,95056	-64,00	00,00
ACAR <i>Loser Post</i>	15	-45,4667	23,77534	-77,00	-6,00

Sumber: SPSS 29 (2025)

Uji statistik deskriptif pada portofolio *Loser* bahwa sebelum peristiwa, nilai *mean* ACAR portofolio *Loser* berada pada tingkat negatif sebesar -50,4667 dengan dengan rentang nilai -64,00 hingga 00,00 dan standar deviasi 18,95056. Pasca pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025, nilai *mean* ACAR portofolio *Loser* meningkat menjadi -45,4667, meskipun masih dalam wilayah negatif, dengan rentang nilai yang bergerak dari -77,00 hingga -6,00 dan standar deviasi meningkat menjadi 23,77534. Peningkatan nilai *mean* ACAR portofolio *Loser* setelah pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 mencerminkan adanya kecenderungan koreksi harga (*price reversal*) pada saham-saham *Loser*. Saham-saham yang sebelumnya mengalami penurunan return cenderung mulai pulih ketika pasar menyadari bahwa tekanan harga sebelumnya tidak sepenuhnya mencerminkan nilai fundamentalnya.

Lonjakan nilai minimum dari 0,00 menjadi -6,00 meskipun sebagian nilai minimum menurun hingga -77,00 menunjukkan adanya sebara return yang lebih luas pasca peristiwa yang mengindikasikan bahwa sebagian saham *Loser* mulai mengalami pemulihan volatilitas dan aksi beli kembali oleh investor yang melihat peluang keuntungan pada saham yang sebelumnya telah terkoreksi.

Secara keseluruhan, hasil analisis statistik deskriptif pada *abnormal return* (AR) harian, serta *average cumulative abnormal return* (ACAR) portofolio *winner* dan *loser*, menunjukkan pengumuman kebijakan tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 memicu reaksi pasar modal yang cenderung melakukan penyesuaian harga secara bertahap setelah pengumuman kebijakan, tanpa menunjukkan reaksi berlebihan yang bersifat ekstrem dan seragam. Temuan ini menunjukkan bahwa

mekanisme pasar sebagian besar sejalan dengan hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat, namun pada saat yang sama masih memperlihatkan perilaku investor yang konsisten dengan teori *behavioral finance*, khususnya dalam bentuk penyesuaian harga dan koreksi pada saham-saham tertentu.

4.2.2 Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah data penelitian terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas merupakan tahapan penting sebelum menentukan metode pengujian statistik lanjutan yang akan digunakan, khususnya dalam membedakan penggunaan uji parametrik atau non-parametrik (Santoso, 2018). Dalam penelitian ini, pengujian normalitas dilakukan menggunakan uji non-parametrik *One Sample Kolmogorov-Smirnov* (K-S), pada tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05 atau 5%.

Pengujian normalitas dilakukan terhadap data *Cumulative Average Abnormal Return* (AAR) serta *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) pada kelompok saham *winner* dan *Loser*, baik pada periode sebelum (*pre-event*) maupun sesudah peristiwa (*post-event*) pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat tahun 2025.

Tabel 4.5 Uji Normalitas AAR, ACAR *Winner*, dan ACAR *Loser*

Keterangan	α	p-value	Distribusi Data
AAR	0,05	< 0,001	Tidak Normal
ACAR <i>Winner</i> Sebelum	0,05	< 0,001	Tidak Normal
ACAR <i>Winner</i> Sesudah	0,05	0,027	Tidak Normal
ACAR <i>Loser</i> Sebelum	0,05	0,002	Tidak Normal
ACAR <i>Loser</i> Sesudah	0,05	0,013	Tidak Normal

Sumber: SPSS 29 (2025)

Dapat dilihat pada tabel 4.5, hasil uji normalitas dari *Average Abnormal Return* (AAR) selama periode penelitian menunjukkan nilai signifikansi < 0,001, semetara *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) *winner* sebelum dan sesudah pengumuman masing-masing menunjukkan nilai signifikansi < 0,001 dan 0,027, serta ACAR *Loser* yang memiliki nilai signifikansi 0,002 sebelum dan 0,013

sesudah pengumuman. Semua nilai signifikansi berada di bawah batas tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$). Hal ini mengindikasikan bahwa data AAR, ACAR *winner*, serta ACAR *Loser* tidak terdistribusi normal. Ketidaknormalan ini sejalan dengan hasil statistik deskriptif yang menunjukkan adanya sebaran data yang lebar dan nilai ekstrem pada periode setelah peristiwa. Oleh karena itu, sesuai dengan kaidah metodologis, pengujian semua hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji non-parametrik *one sample wilcoxon signed ranks test* dan *wilcoxon signed ranks test*.

4.3 Hasil Uji Hipotesis

4.3.1 Hasil Uji Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* pada saham-saham LQ45 di sekitar pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat tanggal 2 April 2025. Hipotesis ini bertujuan untuk menguji apakah peristiwa tersebut mengandung informasi yang direspons oleh pasar modal Indonesia, yang tercermin melalui perubahan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) selama periode jendela peristiwa (*event window*).

Pada tahap perencanaan metode, pengujian hipotesis pertama dirancang menggunakan uji *one sample t-test*, untuk menguji signifikansi *average abnormal return* apabila data terdistribusi normal. Namun, berdasarkan hasil uji normalitas yang telah dilakukan sebelumnya, data AAR tidak berdistribusi normal, sehingga penggunaan uji parametrik tidak memenuhi syarat. Oleh karena itu, pengujian hipotesis pertama diganti menggunakan *wilcoxon signed rank one sample test* sebagai uji non-parametrik alternatif.

Florenza & Ruslim (2022), *wilcoxon signed rank one sample test* digunakan untuk menguji apakah median suatu sampel berbeda secara signifikan dari nilai tertentu ketika asumsi normalitas tidak terpenuhi. Santoso (2018) juga menyatakan bahwa uji *wilcoxon* lebih sesuai digunakan pada data keuangan yang memiliki volatilitas tinggi dan cenderung menyimpang dari distribusi normal.

Tabel 4.6 Hasil Uji Hipotesis 1 (Wilcoxon Signed Ranks Test)

Variabel			N	Asymp. Sig. (2-tailed)	Signifikansi
AAR	selama	event window	31	0,938	Tidak signifikan

Sumber: SPSS 29 (2025)

Hasil uji *wilcoxon signed rank one sample test* terhadap nilai AAR, diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,938, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara nilai AAR dengan nol selama periode pengamatan di sekitar pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat tahun 2025. Oleh karena itu, hipotesis pertama (H1) dinyatakan ditolak.

Penolakan hipotesis ini menunjukkan bahwa pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat tahun 2025 tidak memicu *abormal return* yang signifikan secara agregat pada saham-saham indeks LQ45. Meskipun pada analisis deskriptif terlihat adanya fluktuasi nilai AAR selama *event window*, perubahan tersebut tidak cukup konsisten secara statistik untuk mencerminkan adanya reaksi pasar yang kuat dan seragam.

Dalam perspektif *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat, sebagaimana dikemukakan oleh Hartono (2017), pasar yang efisien akan dengan cepat mengintegrasikan seluruh informasi publik ke dalam harga saham, sehingga peluang untuk memperoleh *abnormal return* yang signifikan menjadi terbatas. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia relatif efisien dalam merespons informasi global, di mana dampak pengumuman kebijakan tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 telah diantisipasi oleh pelaku pasar sebelum atau tepat pada saat pengumuman dilakukan.

4.3.2 Hasil Uji Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua dalam penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) portofolio *winner* sebelum dan

sesudah peristiwa guna mengidentifikasi gejala *market overreaction*. Uji hipotesis kedua dilakukan menggunakan uji *wilcoxon signed ranks test*.

Tabel 4.7 Uji Wilcoxon Signed Ranks Test ACAR *Winner*

Variabel	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Signifikansi
ACAR <i>winner</i> sebelum pengumuman vs ACAR <i>winner</i> sesudah pengumuman	-2,193 ^b	0,028	Signifikan

Sumber: SPSS29 (2025)

Hasil uji hipotesis menunjukkan nilai signifikansi (2-tailed) sebesar 0,028 < 0,05 yang berarti terdapat perbedaan ACAR yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa. Namun, hasil ranking *wilcoxon*, menunjukkan jumlah *positive ranks* lebih dominan dibandingkan *negative ranks*. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan ACAR portofolio *winner* setelah peristiwa justru didominasi oleh peningkatan nilai ACAR portofolio *winner*, bukan penurunan ACAR portofolio *winner*. Oleh karena itu, hipotesis kedua (H2) dinyatakan ditolak, meskipun terdapat perubahan yang signifikan secara statistik, arah perubahan tersebut tidak sesuai dengan hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa saham *winner* mengalami penurunan *return* (koreksi negatif) setelah pengumuman sebagai indikasi *market overreaction*.

Kenaikan standar deviasi setelah peristiwa meningkatnya volatilitas dan ketidakpastian pasar. Ini menunjukkan respon investor yang beragam (heterogen). Namun, peningkatan volatilitas tersebut tidak diikuti oleh penurunan return secara agregat, sehingga belum cukup kuat untuk dikategorikan sebagai *market overreaction*.

Dalam perspektif *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat, hasil ini menunjukkan bahwa harga saham *winner*, khususnya pada saham-saham LQ45 yang memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar tinggi, telah mencerminkan informasi yang tersedia sebelum pengumuman resmi dilakukan. Oleh karena itu, peluang terjadinya koreksi harga akibat reaksi berlebihan (*overreaction*) investor menjadi terbatas. Dengan demikian, meskipun terdapat

fluktuasi harga pasca peristiwa, indikasi *market overreaction* pada saham *winner* tidak terbukti secara statistik dalam penelitian ini.

4.3.3 Hasil Uji Hipotesis Ketiga

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan Average Cumulative Abnormal Return (ACAR) pada portofolio *Loser* sebelum dan sesudah peristiwa. Pengujian ini dilakukan untuk melihat adanya indikasi *price reversal*, yaitu kondisi ketika saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*Loser*) mengalami peningkatan *return* setelah terjadinya peristiwa.

Berdasarkan hasil uji normalitas yang telah dilakukan, diketahui bahwa data ACAR portofolio *Loser* tidak seluruhnya terdistribusi normal, sehingga pengujian hipotesis ketiga tidak dapat dilakukan menggunakan uji parametrik *paired sample t-test*. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan *wilcoxon signed rank test* sebagai metode uji non-parametrik untuk membandingkan nilai ACAR portofolio *Loser* sebelum dan sesudah peristiwa.

Tabel 4.8 Hasil Uji Wilcoxon Signed Ranks Test ACAR *Loser*

Variabel			Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Signifikansi
ACAR <i>Loser</i> sebelum pengumuman	vs	ACAR <i>Loser</i> sesudah pengumuman	-1,021 ^b	0,307	Tidak signifikan

Sumber: SPSS 29 (2025)

Hasil uji *wilcoxon signed rank test* menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,307, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, secara statistik tidak terdapat perbedaan ACAR portofolio *Loser* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa sehingga H3 ditolak. Temuan ini menunjukkan bahwa secara inferensial tidak terdapat bukti kuat terjadinya *price reversal* pada saham-saham *Loser*. Meskipun demikian, hasil *Wilcoxon ranks* menunjukkan adanya kecenderungan arah perubahan ACAR portofolio *Loser* secara deskriptif.

Nilai *positive ranks* yang lebih besar dibandingkan *negative ranks* mengindikasikan bahwa pada sebagian pasangan pengamatan, ACAR portofolio *Loser* setelah peristiwa cenderung lebih tinggi dibandingkan sebelum peristiwa. Temuan ini sejalan dengan statistik deskriptif yang menunjukkan adanya perbaikan nilai rata-rata ACAR portofolio *Loser* dari -50,4667 sebelum peristiwa menjadi -45,4667 setelah peristiwa. Namun, kecenderungan perbaikan tersebut belum cukup konsisten dan tidak signifikan secara statistik, sehingga masih belum dapat dikatakan sebagai indikasi *price reversal*.

Dalam perspektif *behavioral finance*, kecenderungan perbaikan kinerja saham *Loser* pasca peristiwa dapat diinterpretasikan sebagai bentuk penyesuaian ekspektasi investor setelah periode ketidakpastian. Namun karena reaksi korektif tersebut tidak terjadi secara merata dan konsisten, maka mekanisme pembalikan harga yang terbentuk tidak cukup kuat untuk mendukung keberadaan *price reversal* secara empiris dalam penelitian ini.

4.4 Pembahasan

Penelitian ini dilakukan guna mengetahui reaksi pasar modal terhadap pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025, apakah terdapat *abnormal return* pada saham yang terindeks LQ45 di sekitar periode estimasi penelitian, yang mungkin menyebabkan *market overreaction* dan *price reversal* pada saham dengan portofolio *winner* dan *Loser*. Karena peristiwa pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2 April 2025 dipandang sebagai informasi global yang berpotensi memengaruhi sentimen investor di pasar modal Indonesia, mengingat keterkaitan perdagangan internasional dan eksposur sejumlah emiten LQ45 terhadap dinamika perdagangan global.

4.4.1 Respon Pasar Melalui *Average Abnormal Return* (AAR)

Pengujian hipotesis pertama (H1), dianalisis guna mengetahui apakah pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 mengandung informasi yang direspons oleh pasar modal Indonesia, yang tercermin melalui pergerakan *Average Abnormal Return* (AAR). Pengujian awalnya akan dilakukan menggunakan *one sample t-test* namun karena hasil uji normalitas pada data AAR tidak berdistribusi

normal sehingga uji hipotesis dilakukan menggunakan uji *wilcoxon signed ranks one sample test*. Hasil uji menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,938 > 0,055$, secara statistik nilai AAR tidak berbeda secara signifikan dari nol, sehingga hipotesis pertama (H1) dinyatakan ditolak.

Hasil ini menunjukkan bahwa pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025 tidak menimbulkan reaksi *abnormal return* yang signifikan secara agregat pada saham-saham indeks LQ45. Temuan ini sejalan dengan hasil analisis statistik deskriptif *abnormal return*, yang menunjukkan bahwa meskipun terdapat fluktuasi *return* pada tingkat individual saham, nilai AAR selama periode pengamatan cenderung kecil dan tidak konsisten. Hal tersebut mengindikasikan bahwa reaksi pasar terhadap peristiwa ini bersifat terbatas dan tidak terpusat pada hari-hari di sekitar pengumuman.

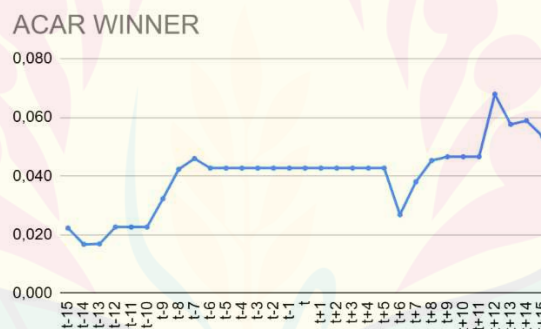
Temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian Soraya (2023) yang menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia, khususnya saham LQ45, tidak selalu merespons peristiwa eksternal berskala global melalui *abnormal return* yang signifikan apabila dampak langsungnya terhadap fundamental perusahaan domestik relatif terbatas. Hasil serupa juga ditemukan oleh Gumanti *et al.*, (2018), yang menegaskan bahwa peristiwa negatif yang bersifat mengejutkan tidak selalu diikuti oleh reaksi *abnormal return* yang signifikan karena investor cenderung bersikap *wait and see*. Namun demikian, hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Nisa & Lestari (2024)(Marfu'atun Nisa & Lestari, 2024) yang menemukan adanya perbedaan *abnormal return* signifikan sebelum dan sesudah peristiwa PEMILU, yang mengindikasikan bahwa peristiwa domestik dengan implikasi kebijakan langsung memiliki kandungan informasi yang lebih relevan bagi investor dibandingkan kebijakan eksternal yang dampaknya bersifat tidak langsung dan gradual.

Kondisi pasar modal Indonesia pada periode Maret hingga April 2025 juga menunjukkan volatilitas yang telah meningkat sebelum tanggal pengumuman, akibat ketidakpastian perdagangan global yang berlangsung sebelumnya. Hal ini mengindikasikan bahwa sebagian informasi kemungkinan telah diantisipasi oleh pelaku pasar sebelum hari pengumuman, sehingga respon pada hari peristiwa

menjadi tidak signifikan. Fenomena ini sejalan dengan konsep pasar efisien bentuk semi-kuat, di mana harga saham telah mencerminkan informasi publik secara cepat.

4.4.2 *Market Overreaction Pada Portofolio Winner*

Penelitian ini dilakukan guna menganalisis pergerakan ACAR *winner* yang mungkin mengindikasikan *market overreaction* di sekitar pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,028 < 0,05$, artinya terdapat perbedaan signifikan pada ACAR portofolio *winner* sebelum dan setelah pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025. Namun karena hasil uji *wilcoxon* menunjukkan kenaikan ACAR portofolio *winner*, yang mana berarti tidak sesuai dengan pernyataan pada hipotesis ke 2 sehingga hipotesis kedua dinyatakan ditolak. Artinya, saham-saham *winner* tidak mengalami penurunan return yang signifikan setelah pengumuman kebijakan tarif impor Amerika Serikat.



Gambar 4.1 Grafik ACAR *Winner* Sebelum dan Sesudah Peristiwa

Data: Diolah Peneliti (2025)

Secara deskriptif, ACAR portofolio *winner* pada periode sebelum pengumuman berada pada nilai positif dan relatif stabil. Pada t-15, ACAR tercatat sebesar 0,022, yang mencerminkan kinerja saham *winner* yang kuat dan ekspektasi pasar yang sudah terbentuk sebelum peristiwa. Pada periode awal pasca pengumuman, ACAR *winner* sempat mengalami pelemahan, terutama pada t+6 dan t+7 dengan nilai masing-masing sebesar 0,027 dan 0,38.

Penurunan ini bersifat terbatas dan tidak berkelanjutan, sehingga tidak berkembang menjadi pola penurunan return yang tajam dan persisten sebagaimana karakteristik *market overreaction*. Hal ini menunjukkan bahwa fluktuasi yang

terjadi lebih merepresentasikan proses penyesuaian harga jangka pendek (*short-term-price adjustment*). Hal ini dapat dijelaskan oleh konteks kebijakan tarif itu sendiri, yaitu adanya penundaan penerapan tarif pajak impor selama 90 hari. Penundaan ini memberikan sinyal bahwa kebijakan tersebut tidak berdampak langsung dan segera terhadap kinerja perusahaan. Kondisi ini membuat investor memiliki waktu untuk melakukan evaluasi ulang terhadap dampak kebijakan, sehingga pasar menjadi lebih terkendali.

Portofolio *winner* didominasi oleh perusahaan-perusahaan dari sektor energi, salah satunya adalah PT Adaro Energy Indonesia Tbk (ADRO) yang masih menjadi konstituen utama melakukan restrukturasi portofolio (*spin-off* dan fokus pada batu bara metalurgi serta inisiatif energi baru) sambil tetap menyalurkan dividen pada 2024/2025, sehingga persepsi pasar terhadap kelangsungan arus kas jangka panjang relatif terjaga. Perusahaan lain ada PT Bukit Asam Tbk (PTBA) yang mempertahankan volume produksi penjualan yang kuat serta membagikan proporsi dividen yang besar dari laba 2024, bukti bahwa kinerja operasional dan manajemen rantai pasoknya mampu meredam dampak fluktuasi harga komoditas global. Kebijakan korporasi semacam efisiensi biaya, diversifikasi lini bisnis, serta kebijakan dividen yang konsisten berperan sebagai sinyal positif bagi investor, sehingga ketika kebijakan tarif diumumkan pasar cenderung memproses informasi yang masuk dengan mempertimbangkan faktor-faktor fundamental tersebut.

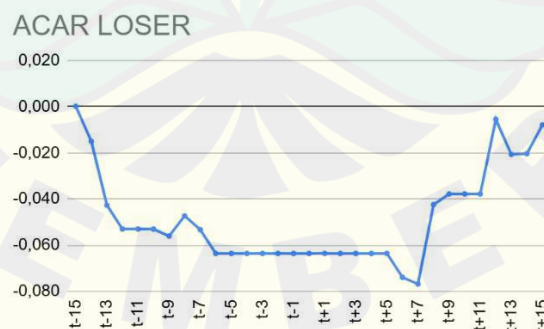
Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Komariah & Andriyani (2022), yang menunjukkan bahwa respon pasar terhadap peristiwa makro tidak selalu memicu pembalikan *return* yang kuat pada saham dengan kinerja baik, karena sebagian saham memiliki ketahanan lebih tinggi terhadap tekanan informasi eksternal. Kusmayadi *et al.*, (2023) juga menemukan bahwa saham-saham berfundamental kuat cenderung lebih stabil sehingga pergerakan harga pasca peristiwa lebih merepresentasikan penyesuaian jangka pendek dibandingkan reaksi berlebihan. Namun demikian, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Hijriahni & Sembiring (2023), yang menemukan adanya *market overreaction* signifikan melalui selisih ACAR *loser-winner* yang positif serta efektivitas strategi kontrarian. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa fenomena *overreaction* bersifat

kontekstual dan dipengaruhi oleh karakteristik sektor, jenis peristiwa, serta kondisi pasar pada periode penelitian.

Perbedaan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa fenomena *market overreaction* bersifat kontekstual, sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar, karakteristik investor, serta kekuatan fundamental saham terkait. Terdapat gap penelitian yang relevan untuk dikaji kembali dalam konteks peristiwa ini. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun terjadi fluktuasi pasca pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025, saham *winner* tidak mengalami penurunan *return* yang signifikan secara akumulatif, yang mengindikasikan bahwa potensi *market overreaction* pada saham *winner* bersifat sementara dan cepat terkoreksi.

4.4.3 Price Reversal Pada Portofolio Loser

Hipotesis ketiga (H3) pada penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah terjadi kenaikan pada portofolio *Loser* yang mengindikasikan *price reversal* setelah pengumuman tarif pajak impor Amerika Serikat 2025. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai ACAR portofolio *Loser* sebelum dan setelah peristiwa menggunakan uji *wilcoxon signed ranks test*. Hasil menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,307 > 0,05$, sehingga hipotesis ketiga ditolak. Artinya, tidak terdapat perbedaan ACAR portofolio *Loser* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan demikian, secara statistik tidak terbukti adanya indikasi *price reversal* yang signifikan pada portofolio *Loser*.



Gambar 4.2 Grafik ACAR Loser Sebelum dan Sesudah Peristiwa

Data: Diolah Peneliti (2025)

Grafik ACAR *loser* menunjukkan bahwa sebelum peristiwa portofolio *loser* berada pada zona negatif dengan tekanan yang cukup dalam. Pasca pengumuman sempat terjadi kenaikan pada beberapa hari tertentu, namun pergerakan tersebut tidak berlanjut menjadi tren pemulihan yang konsisten. Kenaikan yang terjadi bersifat sementara dan tidak membentuk pembalikan harga yang sistematis.

Portofolio *loser* didominasi oleh emiten sektor barang baku dan pertambangan, dalam perspektif ekonomi mikro karakteristik umum sektor ini adalah intensitas modal yang tinggi, ketergantungan pada harga komoditas global, serta sensitivitas terhadap dinamika perdagangan internasional. Penurunan harga saham yang terjadi lebih mencerminkan penyesuaian ekspektasi risiko oleh investor dibandingkan reaksi berlebihan. Hal ini mengakibatkan ruang terjadinya *price reversal* menjadi terbatas karena harga telah mencerminkan risiko yang dinilai relevan.

Nilai perusahaan dalam teori manajemen keuangan ditentukan oleh ekspektasi arus kas masa depan dan tingkat risiko yang menyertai. Ketika kebijakan tarif diumumkan, investor melakukan penyesuaian terhadap persepsi risiko sektor yang memiliki eksposur global tinggi. Tidak akan ada *mispricing* yang signifikan untuk dikoreksi jika perubahan harga mencerminkan peningkatan risiko secara rasional. Tidak terbentuknya *price reversal* menunjukkan bahwa mekanisme pasar bekerja melalui penyesuaian risiko dan *return* yang sejalan dengan prinsip *trade-off* antara risiko dan imbal hasil.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Komariah & Andriyani (2022) serta Puspitasari *et al.*, (2020) yang tidak menemukan *price reversal* signifikan pada saham *loser* setelah peristiwa ekonomi tertentu. Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak semua peristiwa eksternal memicu pembalikan harga, terutama apabila pasar menilai informasi tersebut sebagai faktor risiko yang valid. Berbeda dengan Abiprayu *et al.*, (2022) yang menemukan adanya *reversal* signifikan, sehingga mengindikasikan bahwa respon pasar sangat bergantung pada konteks peristiwa dan karakteristik sektoral masing-masing sampel. Secara keseluruhan, tidak terjadinya *price reversal* pada portofolio *loser* lebih merefleksikan proses penyesuaian risiko yang rasional dan bertahap daripada kelemahan strategi manajerial perusahaan.