

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dalam ekosistem bisnis, *capital market* atau pasar modal berperan sebagai titik temu antara pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dengan pihak yang memerlukan modal. Interaksi ini dilandasi oleh tujuan kolektif untuk mengoptimalkan nilai investasi, baik melalui instrumen keuangan jangka menengah maupun penempatan modal jangka panjang yang berorientasi pada profit.

Segala bentuk sirkulasi efek dan operasional perusahaan publik di tanah air telah diatur secara sistematis melalui Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995. Payung hukum ini tidak hanya memvalidasi proses perdagangan saham dan obligasi, tetapi juga menetapkan standar operasional bagi lembaga serta tenaga ahli profesi yang menjadi bagian tak terpisahkan dari infrastruktur pasar modal Indonesia.

Pasar modal menjalankan peran ganda yang saling berkesinambungan bagi stabilitas bisnis. Di satu sisi, instrumen ini menjalankan mandat ekonomi dengan menjembatani aliran dana dari pihak surplus (investor) menuju pihak defisit yang memerlukan injeksi modal. Di sisi lain, dari perspektif finansial, keberadaan bursa membuka peluang bagi para pemilik modal untuk mengoptimalkan kekayaan mereka melalui perolehan imbal hasil yang disesuaikan dengan profil risiko serta instrumen investasi yang digunakan.

Di pasar modal, investor dapat menempatkan modalnya pada berbagai instrumen seperti misalnya saham (kepemilikan), obligasi (pinjaman), serta instrumen derivatif atau hak seperti *right*, *warrant*, dan *option*. Tujuan investasi pada aset-aset tersebut umumnya adalah mendapatkan keuntungan di masa depan. Secara makro, investasi yang meningkat dapat mendorong permintaan agregat dan memperluas kapasitas produksi perusahaan, sehingga berdampak positif pada perekonomian (lihat Fathoni, 2021). Namun setiap pilihan investasi harus mempertimbangkan *trade-off* antara potensi keuntungan dan tingkat risiko yang menyertainya (Suhardi, 2015).

Manipulasi pasar merupakan bentuk kejahatan finansial yang secara fundamental merugikan investor. Praktik ini bekerja melalui mekanisme transfer kekayaan (*wealth transfer*) secara ilegal, di mana aset investor berpindah ke tangan pelaku melalui skema yang melanggar hukum. Namun, dalam kerangka regulasi nasional, Undang-Undang Pasar Modal (UUPM) tidak memuat definisi terminologi yang eksplisit mengenai apa itu manipulasi pasar. Larangan terhadap praktik ini diatur secara implisit melalui Pasal 91, yang melarang setiap pihak menciptakan 'gambaran semu atau menyesatkan' (*misleading appearance*) terkait aktivitas perdagangan, kondisi pasar, maupun harga efek di bursa.

Permasalahan utama yang melatarbelakangi penelitian ini adalah adanya anomali perilaku investor dalam merespons peringatan risiko. Secara normatif, pengumuman UMA dikeluarkan Bursa Efek Indonesia sebagai sinyal peringatan (*warning*) agar investor berhati-hati terhadap pergerakan

harga yang tidak wajar. Seharusnya, investor merespons dengan menahan diri (*wait and see*) yang tercermin dari penurunan volatilitas. Namun, fenomena di lapangan menunjukkan hal kontradiktif, di mana label UMA justru sering dianggap sebagai sinyal adanya “bandar” yang bermain, sehingga memicu investor spekulatif untuk masuk. Akibatnya, alih-alih menjadi stabil, saham tersebut justru mengalami lonjakan volume dan volatilitas yang semakin liar setelah pengumuman. Tidak konsistennya antara tujuan regulasi UMA dengan respons riil pasar inilah yang menjadi masalah penelitian yang perlu dibuktikan secara empiris.

Dalam ekosistem pasar modal, manipulasi pasar dikategorikan sebagai pelanggaran serius yang mendistorsi mekanisme pasar. Praktik ini pada dasarnya dirancang untuk menciptakan keuntungan sepihak bagi pelaku melalui skema yang merugikan pemodal. Secara esensi, tindakan ini merupakan bentuk transfer kekayaan (*wealth transfer*) secara ilegal dari investor kepada manipulator, yang mencederai integritas pasar keuangan.

Dalam pilar keuangan modern, Hipotesis Pasar Efisien (EMH) memegang peranan sentral melalui premis bahwa harga instrumen investasi senantiasa terintegrasi dengan seluruh data yang tersedia. Dasar pemikiran EMH berpijak pada konsep *random walk*, di mana arus informasi di bursa dipandang sebagai fenomena acak dan spontan. Konsekuensinya, fluktuasi harga menjadi sulit diantisipasi secara sistematis, yang pada akhirnya membatasi kemampuan pelaku pasar dalam memproyeksikan keuntungan di masa mendatang secara konsisten.

Konsep efisiensi pasar secara fundamental dikembangkan oleh Fama (1970) yang menekankan bahwa pasar sekuritas mencapai efisiensi apabila seluruh informasi yang tersedia telah terinkorporasi sepenuhnya ke dalam harga instrumen yang bersangkutan. Perspektif ini dipertegas oleh Beaver (1989), yang memberikan sudut pandang bahwa pasar dianggap efisien terhadap suatu informasi jika pergerakan harga sekuritas mencerminkan kondisi di mana seluruh pelaku pasar memiliki aksesibilitas yang sama terhadap sistem informasi tersebut.

Dalam konteks EMH, informasi dibagi menjadi tiga jenis, di antaranya:

- a) informasi historis mengenai harga saham di masa lalu;
- b) informasi publik; dan
- c) informasi privat yang berasal dari pasar.

Untuk menciptakan kondisi pasar yang efisien, beberapa asumsi berikut harus terbentuk:

- a. terdapat banyak investor rasional yang berusaha memaksimalkan keuntungan.
- b. Investor-investor tersebut adalah *price takers*, yang berarti tindakan satu investor tidak dapat mempengaruhi harga sekuritas.

- c. Semua pelaku pasar memperoleh informasi pada waktu yang sama dan tanpa biaya.
- d. Informasi yang terjadi bersifat acak dan tidak dapat diprediksi.
- e. Investor bereaksi cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai yang sesungguhnya akibat informasi tersebut.

Ketidakmampuan investor dalam mengamankan *abnormal return* secara konsisten merupakan karakteristik utama dari pasar modal yang efisien menurut pemikiran Fama (1970). Fenomena ini terjadi karena harga-harga sekuritas dipandang telah memvalidasi seluruh informasi yang beredar di pasar. Akibatnya, pembaruan data sekecil apa pun akan langsung memicu penyesuaian nilai aset, yang meminimalkan adanya *assymetry* informasi yang biasanya menjadi sumber keuntungan tidak wajar.

Anomali pasar dipahami sebagai kondisi di mana harga sekuritas membentuk pola sistematis yang dapat diprediksi, sebuah fenomena yang menurut Jones (1996) dan Jogiyanto (2017) merupakan antitesis dari pasar efisien. Penyimpangan ini memungkinkan munculnya celah bagi investor untuk memanfaatkan peristiwa tertentu guna menghasilkan imbal hasil yang tidak wajar (*abnormal return*). Oleh karena itu, identifikasi pola pergerakan harga yang konsisten menjadi faktor yang membedakan realitas pasar yang anomali dengan idealisme pasar yang efisien.

Bursa Efek Indonesia (BEI) secara rutin merilis notifikasi *Unusual Market Activity* (UMA) sebagai bentuk transparansi pasar. UMA sendiri merupakan sinyal adanya fluktuasi harga atau pola transaksi instrumen efek yang dinilai tidak wajar dalam kurun waktu tertentu. Publikasi ini bertujuan untuk memitigasi gangguan terhadap integritas bursa, guna menjamin terciptanya ekosistem perdagangan yang selaras dengan prinsip keteraturan, kewajaran, dan efisiensi sebagaimana diamanatkan dalam Peraturan BEI Nomor II-A.

Adopsi mekanisme pengawasan perdagangan di Indonesia dipengaruhi oleh model yang diterapkan Malaysia sejak 2008. Hal ini tercermin dari kebijakan BEI yang merilis notifikasi UMA dengan standar prosedur yang identik dengan bursa Malaysia pada periode tersebut (International Organization of Securities Commissions, 2010). Langkah sinkronisasi ini diambil untuk memperkuat deteksi dini terhadap aktivitas pasar yang menyimpang di Bursa Efek Indonesia.

B. Identifikasi Masalah

Dalam mengidentifikasi masalah penelitian ini, penulis melakukan observasi awal terhadap pergerakan harga saham emiten yang mendapatkan status *Unusual Market Activity* (UMA) sepanjang tahun 2023. Berdasarkan data yang diolah, ditemukan indikasi kuat adanya anomali reaksi pasar yang sangat ekstrem segera setelah pengumuman diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Fenomena ini terangkum dalam Tabel 1.1 yang menyajikan 4

(empat) emiten dengan tingkat volatilitas harga tertinggi dalam periode jendela pengamatan harian ($t - 1$ ke $t + 1$).

Tabel 1. 1
Sampel Fenomena Volatilitas Ekstrem Pasca Pengumuman UMA Tahun 2023

Kode Saham	Tanggal (Pusat Gejolak)	Harga H-1	Harga H+1	Persentase Perubahan (%)
MSKY	2023-08-15	141	256	81,56
TRIN	2023-11-17	111	200	80,18
PSDN	2023-11-15	70	126	80
HITS	2023-05-08	200	336	68

Sumber: Data diolah peneliti 2026

Data di atas menunjukkan bahwa emiten MSKY (PT MNC Sky Vision Tbk) mencatatkan lonjakan harga sebesar 81,56% hanya dalam selisih satu hari perdagangan. Kondisi serupa terjadi pada emiten TRIN dan PSDN dengan kenaikan mencapai 80%.

Penyajian keempat saham ini menggunakan pendekatan "*Extreme Case Sampling*". Berdasarkan teori Michael Quinn Patton, pemilihan kasus ekstrem dilakukan untuk memilih sampel yang paling kaya akan informasi (*information-rich*) guna menonjolkan urgensi masalah penelitian. Maksud utama penulis menampilkan data ini bukanlah untuk melakukan generalisasi terhadap seluruh populasi di awal, melainkan sebagai justifikasi masalah (*problem identification*).

Data ini membuktikan secara empiris bahwa pengumuman UMA, yang secara teoritis (*signaling theory*) seharusnya menjadi sinyal kehati-

hatian guna menjaga stabilitas pasar, dalam realitanya justru berpotensi menjadi katalisator gejolak harga yang menjauhi nilai fundamentalnya.

Dengan adanya "bukti api" (masalah) pada kasus-kasus ekstrem tersebut, maka penelitian ini menjadi sangat penting untuk menguji secara komprehensif menggunakan seluruh populasi (70+ kejadian UMA) guna membuktikan apakah reaksi serupa terjadi secara signifikan pada seluruh saham likuid di BEI selama periode 2023.

Sebagian besar saham yang terkena sorotan *Unusual Market Activity* (UMA) merupakan saham-saham lapis kedua dan ketiga yang tidak memiliki dampak sistematis terhadap pasar secara keseluruhan (Melani, 2012). Meski demikian, fenomena ini tetap tidak boleh dibiarkan berlarut-larut. Pelaku pasar dapat memanfaatkan pengumuman UMA sebagai peringatan untuk lebih waspada dan melakukan evaluasi ulang terhadap portofolio saham yang menjadi objek pengumuman tersebut (Yanuarti dan Mulyono, 2013).

Pengumuman UMA termasuk ke dalam kategori peristiwa yang mengandung informasi penting bagi pasar. Untuk menguji apakah pengumuman tersebut benar-benar memiliki kandungan informasi serta bagaimana tanggapan investor terhadapnya, dapat digunakan pendekatan *event study*. Respons pasar terhadap suatu peristiwa yang mengandung informasi biasanya tercermin dari munculnya imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) di sekitar hari publikasi berita tersebut (Hartono, 2015:624)

Keberadaan *abnormal return* juga membantu mengidentifikasi bentuk efisiensi pasar yang sedang berlaku. Jika terdapat perbedaan signifikan pada *abnormal return* maupun aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman UMA, hal itu menandakan adanya reaksi pasar yang berbeda secara nyata akibat rilis informasi tersebut.

Selain aspek keuntungan (*profit*) dan volume transaksi, reaksi investor terhadap UMA juga perlu ditinjau dari sisi risiko, yang dicerminkan oleh *Stock Return Volatility*. UMA pada dasarnya diterbitkan oleh bursa sebagai mekanisme “peringatan dini” untuk meredam fluktuasi harga yang tidak wajar. Secara teoritis, adanya peringatan ini seharusnya mendorong investor untuk bersikap lebih rasional dan berhati-hati, yang pada akhirnya akan menurunkan volatilitas harga. Namun, jika pengumuman UMA justru ditanggapi sebagai sinyal spekulasi oleh pelaku pasar, maka fluktuasi harga atau *Stock Return Volatility* justru akan meningkat tajam pasca pengumuman. Oleh karena itu, analisis terhadap *Stock Return Volatility* menjadi krusial untuk mengetahui apakah tujuan UMA dalam menstabilkan harga pasar benar-benar tercapai atau tidak.

Penelitian terdahulu mengenai dampak UMA menunjukkan hasil yang tidak konsisten (*research gap*). Penelitian terbaru oleh Putri, Pasaribu, & Hanggraeni (2025) menemukan bahwa pengumuman UMA berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga (*abnormal*) dan risiko likuiditas, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return*. Hal ini mengindikasikan bahwa investor cenderung merespons risiko namun tidak

serta-merta mengubah valuasi harga saham. Sebaliknya, penelitian Rahman, Achsani, & Bandono (2025) yang mengkaji periode 2021-2023 justru menemukan bukti empiris yang berbeda, yaitu UMA berdampak signifikan terhadap *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* (TVA). Adanya perbedaan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa konsensus mengenai dampak UMA belum sepenuhnya tercapai. Selain itu, aspek risiko atau *Stock Return Volatility* masih jarang diteliti secara spesifik sebagai indikator keberhasilan *Unusual Market Activity* dalam menstabilkan harga dibanding variabel dan volume.

Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia, sepanjang tahun 2023 tercatat sebanyak 180 fenomena volatilitas pasar yang tinggi dengan banyaknya saham yang masuk dalam kategori UMA. Penelitian ini memiliki kebaruan (*novelty*) dengan memfokuskan analisis pada tahun 2023 sebagai periode pemulihan ekonomi pasca-pandemi. Penulis menggunakan pendekatan *Purposive Sampling* berbasis representasi waktu (*Time Series Representation*), yaitu memilih saham dengan likuiditas tertinggi dan dengan kriteria tertentu di sepanjang tahun 2023 untuk melihat konsistensi reaksi pasar sepanjang tahun.

Berdasarkan latar belakang penelitian, permasalahan yang dapat diidentifikasi adalah sebagai berikut:

1) **Ketidakkonsistenan Respons Pasar (Normatif vs Empiris):**

Secara teoritis (*Signaling Theory*), pengumuman *Unusual*

Market Activity (UMA) seharusnya menjadi sinyal peringatan (*warning*) agar investor bersikap hati-hati (*wait and see*). Namun, dalam realitanya, pengumuman ini justru sering dianggap sebagai indikasi adanya aktivitas "bandar", sehingga memicu investor spekulatif untuk masuk.

- 2) **Anomali Perilaku Investor:** Terjadi anomali di mana investor memberikan respons kontradiktif terhadap peringatan risiko; alih-alih stabilitas yang tercipta, saham yang terkena status UMA sering kali mengalami lonjakan volume dan volatilitas yang semakin tidak terkendali.
- 3) **Praktik Manipulasi dan Spekulasi:** Adanya fenomena "saham gorengan" dan manipulasi pasar yang menciptakan gambaran semu pada harga efek, yang secara fundamental merugikan investor melalui skema *wealth transfer* yang ilegal.
- 4) **Efektivitas Instrumen Regulasi:** Adanya keraguan mengenai efektivitas kebijakan UMA oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam menjalankan fungsinya sebagai pelindung investor dan penjaga keteraturan pasar, karena berpotensi menjadi katalisator gejolak harga yang menjauhi nilai fundamentalnya.

Dengan demikian, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul: “**Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) Ditinjau dari *Abnormal Return* , *Trading Volume Activity*,**

dan *Stock Return Volatility* (Studi Empiris Saham Likuid BEI Periode 2023).”

C. Ruang Lingkup dan Batasan Masalah

Agar penelitian ini lebih terarah, fokus, dan tidak menyimpang dari tujuan utama, penulis menetapkan ruang lingkup dan batasan masalah sebagai berikut:

- 1) **Objek Penelitian:** Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mendapatkan pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) sepanjang tahun 2023.
- 2) **Periode Pengamatan:** Periode jendela (*window period*) yang digunakan dalam *event study* ini adalah 7 hari bursa, yang terdiri dari 3 hari sebelum pengumuman ($t-3$), 1 hari saat pengumuman ($t=0$), dan 3 hari sesudah pengumuman ($t+3$).
- 3) **Variabel Penelitian:** Variabel yang diteliti terbatas pada reaksi pasar yang diukur melalui tiga indikator, yaitu: *Abnormal Return* (untuk mengukur reaksi harga/keuntungan); *Trading Volume Activity* (untuk mengukur reaksi likuiditas); dan *Stock Return Volatility* (untuk mengukur reaksi risiko/stabilitas harga).
- 4) **Sampel Penelitian:** Sampel dipilih menggunakan teknik *Purposive Sampling* dengan kriteria representasi waktu (*Time-*

Series Representation), yaitu memilih saham dengan likuiditas tertinggi dari Januari hingga Desember 2023, sehingga total sampel berjumlah 70 kejadian UMA dengan 59 perusahaan. Penelitian ini tidak membahas kinerja fundamental keuangan perusahaan.

D. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang sudah diuraikan di atas, penulis merumuskan permasalahan pada penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return saham* sebelum dan sesudah pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) di Bursa Efek Indonesia tahun 2023?
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada *Trading Volume Activity* (TVA) saham sebelum dan sesudah pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) di Bursa Efek Indonesia tahun 2023?
3. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada *Stock Return Volatility* sebelum dan sesudah pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) di Bursa Efek Indonesia tahun 2023?

E. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan di atas, penulis membuat tujuan penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) di Bursa Efek Indonesia tahun 2023.
2. Untuk menganalisis perbedaan *Trading Volume Activity* (TVA) saham sebelum dan sesudah pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) di Bursa Efek Indonesia tahun 2023.
3. Untuk menganalisis perbedaan *Stock Return Volatility* sebelum dan sesudah pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) di Bursa Efek Indonesia tahun 2023.

F. Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, dan tujuan penelitian, manfaat penelitian ini dapat dibagi menjadi dua kategori yaitu manfaat teoritis dan manfaat praktis yaitu sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis (Akademis):

- a. Menambah referensi literatur tentang *Event Study* dan efisiensi pasar modal, khususnya terkait dampak pengumuman UMA di Indonesia.
- b. Memperkaya bukti empiris mengenai perilaku investor terhadap sinyal pasar.

2. Manfaat Praktis:

- a. Bagi Investor: Memberikan gambaran apakah pengumuman UMA sebaiknya direspons dengan menjual saham atau menahan saham, serta memberikan wawasan mengenai tingkat risiko (volatilitas) yang mungkin terjadi pasca pengumuman untuk menghindari kerugian.
- b. Bagi Regulator (BEI): Sebagai bahan evaluasi apakah pengumuman UMA efektif dalam meredam gejolak harga (volatilitas) pasar atau justru memicu spekulasi lebih lanjut.

G. Jadwal Penelitian

Berikut adalah jadwal penelitian yang disajikan dalam bentuk tabel:

Tabel 1. 2
Jadwal penelitian

[illegible]

H. Sistematika Penulisan Skripsi

Guna memberikan kerangka berpikir yang sistematis dan terpadu, riset ini disusun dalam lima bab yang memiliki keterkaitan fungsional satu sama lain. Setiap bagian dirancang untuk menguraikan proses penelitian secara bertahap, mulai dari identifikasi masalah hingga penarikan simpulan, dengan rincian pembahasan sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini merupakan fondasi awal penelitian yang menguraikan urgensi mengapa fenomena *Unusual Market Activity* (UMA) pada tahun 2023 perlu diteliti. Pembahasan dimulai dengan latar belakang masalah yang menyoroti volatilitas pasar dan peran informasi UMA sebagai sinyal bagi investor. Berangkat dari fenomena tersebut, dirumuskan masalah penelitian mengenai apakah terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan ditinjau dari aspek , likuiditas, dan risiko. Bab ini juga menetapkan tujuan penelitian untuk mengukur signifikansi perbedaan tersebut, serta menjelaskan manfaat penelitian bagi akademisi, investor, dan regulator, yang diakhiri dengan sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini memaparkan kerangka teoritis yang menjadi landasan analisis untuk menjawab rumusan masalah. Uraian dimulai dengan penjelasan *Signaling Theory* dan *Efficient Market Hypothesis*

sebagai *grand theory* yang mendasari perilaku investor terhadap informasi pasar. Selanjutnya, bab ini mendeskripsikan konsep *Event Study* serta definisi operasional dari variabel-variabel kunci yaitu *Unusual Market Activity* (UMA), *Average Abnormal return* (AAR), *Trading Volume Activity* (TVA), dan *Security Variability* (SRV). Bab ini juga menyajikan sintesis penelitian terdahulu untuk memetakan posisi penelitian (*state of the art*), kerangka pemikiran yang menggambarkan logika hubungan antar variabel, serta pengembangan hipotesis yang akan diuji.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan desain dan prosedur teknis yang digunakan untuk menguji hipotesis yang telah dibangun pada bab sebelumnya. Penulis menjabarkan pendekatan kuantitatif dengan metode studi peristiwa (*event study*) yang digunakan. Pembahasan mencakup penentuan populasi dan teknik *purposive sampling* yang ketat (eksklusi waran, IPO baru, dan data tidak lengkap) sehingga menghasilkan sampel yang valid. Selain itu, bab ini merinci jenis dan sumber data sekunder, definisi operasional variabel beserta rumus perhitungannya, serta teknik analisis data yang meliputi uji normalitas dan uji beda (*Paired Sample T-Test* atau *Wilcoxon Signed Rank Test*) dengan periode pengamatan (*window period*) selama 7 hari di sekitar tanggal pengumuman.

BAB IV PEMBAHASAN

Bab ini merupakan inti dari penelitian ini yang menyajikan hasil temuan dan pembahasannya secara komprehensif. Bab ini dibagi menjadi empat bagian utama. Bagian pertama adalah gambaran umum objek penelitian, yang menguraikan profil Bursa Efek Indonesia beserta mekanisme pengumuman Unusual Market Activity (UMA), dilanjutkan dengan penjelasan proses seleksi sampel, distribusi sampel berdasarkan sektor industri IDX-IC dan kuartal waktu pengumuman, emiten dengan frekuensi UMA lebih dari satu kali, kondisi makro pasar modal Indonesia tahun 2023, serta daftar lengkap 59 emiten yang menjadi sampel penelitian. Bagian kedua menyajikan analisis deskriptif statistik yang menggambarkan karakteristik data ketiga variabel penelitian, yaitu *Average Abnormal Return (AAR)*, *Average Trading Volume Activity (ATVA)*, dan *Average Stock Return Volatility (ASRV)*, baik pada periode sebelum maupun sesudah pengumuman UMA. Bagian ketiga memuat pengujian dan hasil analisis, yang diawali dengan uji normalitas menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov untuk menentukan jenis statistik yang tepat, kemudian dilanjutkan dengan uji Wilcoxon Signed Rank Test sebagai uji hipotesis utama, serta penyajian hasil pengujian ketiga hipotesis penelitian secara sistematis. Bagian keempat adalah pembahasan, yang menginterpretasikan hasil pengujian hipotesis secara mendalam.

Pembahasan dibagi menjadi tiga sub-bagian sesuai urutan hipotesis. Sub-bagian pertama membahas hasil pengujian H1 terkait perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah pengumuman UMA, yang hasilnya diterima dengan nilai signifikansi 0,000. Sub-bagian kedua membahas hasil pengujian H2 terkait perbedaan Trading Volume Activity, yang hasilnya ditolak dengan nilai signifikansi 0,868, disertai penjelasan teoritis mengapa volume perdagangan tidak menunjukkan perubahan yang berarti. Sub-bagian ketiga membahas hasil pengujian H3 terkait perbedaan Stock Return Volatility, yang hasilnya diterima dengan nilai signifikansi 0,008. Setiap sub-bagian pembahasan diperkuat dengan kerangka teoritis yang relevan serta komparasi dengan hasil penelitian terdahulu yang mendukung maupun yang berbeda.

BAB V KESIMPULAN

Bagian penutup dari keseluruhan penelitian yang terdiri dari tiga bagian. Bagian pertama adalah kesimpulan, yang merangkum secara ringkas jawaban atas ketiga rumusan masalah penelitian berdasarkan hasil uji statistik yang telah dilakukan. Bagian kedua adalah keterbatasan penelitian, yang menguraikan sejumlah hal yang membatasi ruang lingkup dan generalisasi temuan, di antaranya penggunaan Market-Adjusted Model dengan asumsi $\beta = 1$, cakupan periode penelitian yang hanya satu tahun, potensi confounding effect dari peristiwa korporasi lain, serta karakteristik

sampel yang didominasi saham lapis kedua dan ketiga. Bagian ketiga adalah saran, yang dirumuskan berdasarkan temuan penelitian dan ditujukan kepada empat pemangku kepentingan, yaitu investor, regulator (Bursa Efek Indonesia dan OJK), akademisi dan peneliti selanjutnya, serta emiten yang terkena status UMA.

