ULIL ALBAB : Jurnal Ilmiah Multidisiplin
Vol.5, No.10, September 2026

Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa MSCI Freeze pada Indeks Harga Saham Gabungan

Labib Abdul Fattah[1], Heidi Siddiqa[2]
[1,2] Universitas Cipasung Tasikmalaya, Indonesia
E-mail: bib@xsolution.id[1], heidisiddiqa@uncip.ac.id[2]

Article History:
Received: 11 Juli 2026
Revised: 27 Agustus 2026
Accepted: 03 September 2026

Keywords: *MSCI Freeze, abnormal return, cumulative abnormal return, event study, IHSG.*

Abstrak: *Penelitian ini bertujuan menganalisis reaksi pasar modal Indonesia terhadap peristiwa MSCI Freeze tanggal 28 Januari 2026 yang tercermin dari abnormal return (AR) dan cumulative abnormal return (CAR) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Penelitian menggunakan metode event study dengan Mean-Adjusted Return Model, dengan estimation window 100 hari bursa (t = −120 s.d. −21) dan event window 21 hari bursa (t = −10 s.d. +10). Data berupa harga penutupan IHSG harian yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia. Hasil menunjukkan abnormal return negatif yang signifikan pada hari peristiwa dan cumulative abnormal return negatif yang signifikan sepanjang event window, tanpa abnormal return signifikan pada periode pra-peristiwa. Uji beda rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah peristiwa tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan sehingga hipotesis penelitian ditolak; namun varians abnormal return meningkat secara signifikan pasca-peristiwa. Temuan ini mengindikasikan pasar menyerap sinyal negatif hampir seluruhnya pada hari pengumuman, konsisten dengan efisiensi pasar bentuk semi-kuat, sementara dampak yang bertahan pasca-peristiwa termanifestasi pada peningkatan volatilitas, bukan pada level rata-rata return.*

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan instrumen penting dalam sistem keuangan suatu negara yang berfungsi sebagai wahana mobilisasi modal dan alokasi sumber daya secara efisien, dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai indikator yang mencerminkan kondisi pasar modal Indonesia secara keseluruhan (Tandelilin, 2017). Pada hari perdagangan tanggal 28 Januari 2026, IHSG turun sebesar 659,67 poin, dari 8.980,23 pada hari sebelumnya menjadi 8.320,56 pada hari kejadian, atau terkoreksi 7,35% dalam satu hari perdagangan. Koreksi tersebut tercatat sebagai salah satu penurunan harian terbesar yang pernah terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI), dan bertepatan dengan keputusan MSCI (Morgan Stanley Capital International) untuk membekukan status klasifikasi Indonesia dalam indeks pasar berkembang, yang dikenal sebagai MSCI Freeze.

MSCI merupakan penyedia indeks global yang digunakan secara luas oleh manajer investasi

dan dana pensiun internasional sebagai acuan alokasi portofolio. Perlu ditekankan bahwa MSCI Freeze secara definitif bukanlah reklasifikasi, melainkan interim treatment yang berlaku efektif segera sejak 27 Januari 2026 (MSCI, 2026a): MSCI menghentikan seluruh kenaikan *Foreign Inclusion Factor* (FIF) dan *Number of Shares* (NOS), penambahan sekuritas Indonesia ke MSCI Investable Market Indexes, serta *upward migration* lintas *size-segment indexes*, namun belum melakukan pengurangan bobot maupun penurunan status ke *frontier market*. Dengan demikian, reaksi pasar yang muncul bukan respons terhadap outflow dana pasif aktual, melainkan respons antisipatif terhadap sinyal yang terkandung di dalam pengumuman itu sendiri. Perkembangan berikutnya menegaskan bobot peristiwa ini: dalam review aksesibilitas pasar yang dipublikasikan Juni 2026, MSCI memutuskan mempertahankan status emerging market Indonesia dan tidak menurunkannya ke frontier market, namun memperpanjang pembekuan hingga review indeks November 2026 (MSCI, 2026b); sementara itu, IHSG melanjutkan pelemahan hingga bergerak di kisaran 6.000 pada pertengahan Juli 2026.

Dalam kerangka Efficient Market Hypothesis (Fama, 1970), pasar yang efisien dalam bentuk semi-kuat seharusnya menyerap informasi publik secara cepat ke dalam harga, sehingga pengumuman MSCI Freeze semestinya langsung tercermin pada pergerakan IHSG di hari kejadian. Dari perspektif *signalling theory* (Spence, 1973), pengumuman tersebut dapat dikonseptualisasikan sebagai sinyal publik dari penyedia indeks global yang mengindikasikan asimetri informasi terkait kualitas tata kelola dan transparansi *free float* pasar modal Indonesia, sehingga harga direvisi seketika tanpa menunggu terwujudnya konsekuensi buruk, yaitu pengurangan bobot hingga reklasifikasi ke *frontier market*.

Bukti empiris lintas negara menunjukkan bahwa perubahan komposisi dan status indeks MSCI menghasilkan reaksi harga yang signifikan, dengan efek lebih kuat di pasar negara berkembang (Burnham, Gakidis, & Wurgler, 2018; Chakrabarti, Huang, Jayaraman, & Lee, 2005; Hacıbedel, 2014)Di kawasan ASEAN, Widyatmoko & Setiawan (2023) menemukan *cumulative abnormal return* yang signifikan di sekitar peristiwa *rebalancing* MSCI, sementara di Indonesia, Azizah, Inayah, & Nisa (2026) mendokumentasikan peningkatan volatilitas saham BEI pasca-*rebalancing* melalui kerangka GARCH(1,1). Studi terbaru yang paling dekat dengan konteks penelitian ini, Fakhri, Lestari, & Dhiyashavana (2026), menganalisis dampak reklasifikasi MSCI ke *frontier market* pada Jordan, Argentina, dan Maroko sebagai pelajaran bagi Indonesia, namun tetap menggunakan negara lain sebagai proksi, bukan reaksi IHSG terhadap peristiwa *freeze* Indonesia secara langsung.

Berdasarkan uraian tersebut, terdapat dua kesenjangan yang perlu diisi: pertama, kesenjangan empiris berupa ketiadaan studi yang mengkaji reaksi pasar modal Indonesia terhadap peristiwa MSCI Freeze secara kuantitatif; kedua, kesenjangan metodologis karena mayoritas studi MSCI di Indonesia menggunakan unit analisis saham individual atau pendekatan volatilitas, bukan level pasar agregat (IHSG). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan menganalisis reaksi pasar modal Indonesia terhadap peristiwa MSCI Freeze 28 Januari 2026 yang tercermin dari *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) IHSG di sekitar peristiwa, sekaligus menguji perbedaan pola reaksi sebelum dan sesudah peristiwa.

LANDASAN TEORI

Efficient Market Hypothesis

Efficient Market Hypothesis (EMH) yang dikemukakan Fama (1970) menyatakan bahwa dalam pasar yang efisien, harga aset telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Fama membedakan tiga bentuk efisiensi: *weak form*, *semi-strong form*, dan *strong form*. Relevansi EMH

dalam penelitian ini adalah pada bentuk semi-kuat: jika pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk semi-kuat, pengumuman MSCI Freeze sebagai informasi publik seharusnya langsung dan sepenuhnya tercermin pada harga IHSG di hari kejadian, tanpa menyisakan *abnormal return* yang persisten. Literatur domestik menempatkan IHSG sebagai indikator utama sentimen pasar modal Indonesia dan menegaskan bahwa pengujian reaksi IHSG terhadap peristiwa global merupakan bentuk pengujian efisiensi semi-kuat (Samsul, 2015; Tandelilin, 2017), dengan event study sebagai pendekatan standar untuk mengevaluasi kandungan informasi sebuah pengumuman di pasar modal Indonesia (Suganda, 2018).

Signalling Theory dan *Investor Recognition*

Signalling theory (Spence, 1973) menjelaskan bahwa dalam kondisi informasi asimetris, pihak yang memiliki informasi lebih memberikan sinyal melalui tindakan yang teramati dan mahal untuk dipalsukan. Pengumuman dari penyedia indeks global seperti MSCI berfungsi sebagai sinyal publik karena penyedia indeks dipandang memiliki akses istimewa terhadap informasi tentang standar *investability*, tata kelola, dan akses pasar suatu negara. Sebagai pelengkap, Merton (1987) mengajukan *investor recognition hypothesis*: aset yang dikenal oleh lebih sedikit investor menanggung *shadow cost* yang lebih tinggi dan dihargai lebih rendah. Perubahan tingkat pengenalan investor, misalnya akibat perubahan status keanggotaan dalam indeks global, dengan demikian memicu revaluasi harga. Chen, Shiu, & Wei, (2019) mengoperasionalkan kerangka ini sebagai *investor awareness* dalam studi rekonstitusi indeks MSCI. Dalam kerangka penelitian ini, EMH menjelaskan bagaimana sinyal tercermin pada harga, sedangkan *signalling theory* menjelaskan mengapa sinyal memuat kandungan informasi.

Event Study dan *Mean-Adjusted Return Model*

Penelitian ini menggunakan *event study methodology* (MacKinlay, 1997) dengan *Mean-Adjusted Return Model* sebagai model estimasi *expected return*. Model ini dipilih karena unit analisis adalah IHSG sebagai indeks pasar itu sendiri, sehingga penggunaan IHSG sekaligus sebagai benchmark dalam Market Model akan bersifat sirkular dan menghasilkan *abnormal return* yang selalu nol. *Expected return* ditetapkan sebagai rata-rata return harian IHSG selama *estimation window*, $E(Rit) = \bar{R} = (1/T) \times \Sigma Rit$, sehingga *abnormal return* $ARit = Rit - \bar{R}$ mencerminkan deviasi return aktual dari *baseline* historis. *Cumulative abnormal retu*rn dihitung sebagai $CAR(t_1,t_2) = \Sigma ARit$ selama event window (MacKinlay, 1997).

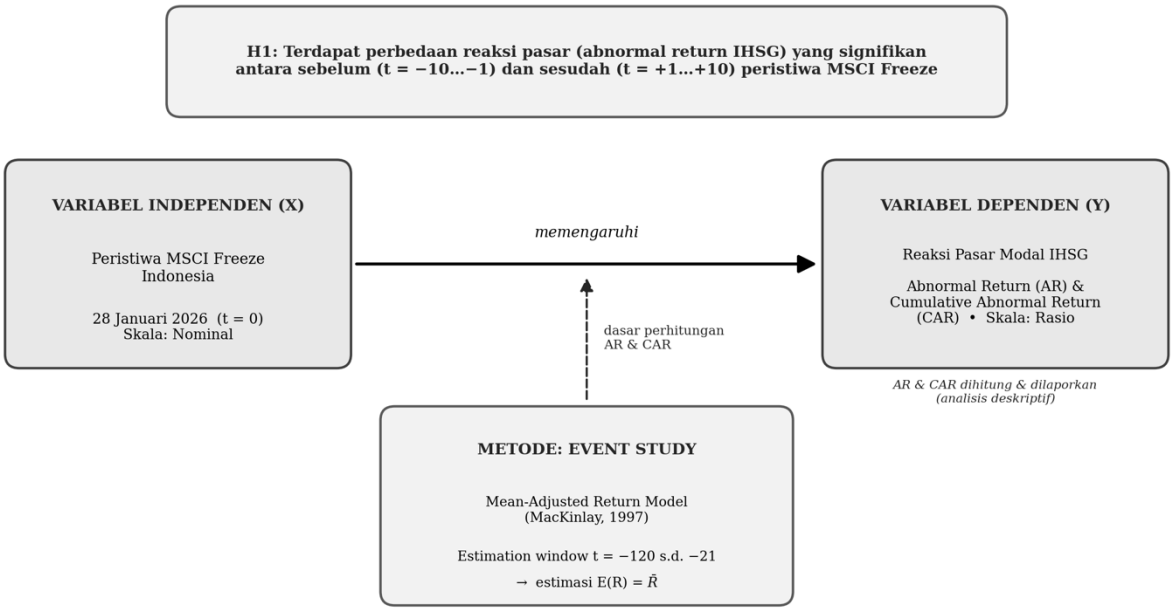
Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Tiga jalur teoretis-empiris membangun dugaan penelitian ini. Pertama, sebagai sinyal publik negatif, pengumuman MSCI Freeze diprediksi menghasilkan *abnormal return* signifikan pada hari peristiwa, sejalan dengan bukti reaksi harga terhadap pengumuman MSCI di pasar berkembang (Chakrabarti et al., 2005; Hacıbedel, 2014). Kedua, penyerapan sinyal tidak selalu tuntas pada hari pengumuman: penyesuaian portofolio investor institusional dan *rebalancing* pasif dana pelacak indeks (Ferreira & Matos, 2008; Hau, Massa, & Peress, 2010) menghasilkan deviasi *return* yang terakumulasi dan terukur lebih tepat melalui CAR, sebagaimana ditemukan di ASEAN-5 (Widyatmoko & Setiawan, 2023) dan sesuai karakteristik pasar Indonesia yang didominasi investor institusional asing pada saham berkapitalisasi besar (Jogiyanto, 2017). Ketiga, dalam praktik *emerging markets* sering ditemukan pola yang lebih kompleks daripada prediksi ketat EMH: *anticipation effect* pra-pengumuman, *overreaction* yang dikoreksi, atau penyesuaian bertahap (Husnan, 2015; Islami & Sarwoko, 2012).

Berdasarkan ketiga jalur tersebut, penelitian ini menduga terdapat perbedaan abnormal return IHSG yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa MSCI Freeze, yang mencerminkan pola reaksi asimetris (H_1). Adapun signifikansi AR pada hari peristiwa dan CAR selama event window dihitung dan dilaporkan sebagai temuan deskriptif.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study* karena tujuannya mengukur dampak suatu peristiwa spesifik terhadap harga aset keuangan secara numerik dan terverifikasi (MacKinlay, 1997). Objek penelitian adalah *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) IHSG di sekitar peristiwa MSCI Freeze Indonesia tanggal 28 Januari 2026, dengan unit analisis IHSG sebagai representasi reaksi pasar modal Indonesia secara keseluruhan. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa harga penutupan IHSG harian yang bersumber dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), diambil secara *purposive* mencakup *estimation window* (t = −120 s.d. −21, 100 hari bursa; 4 Agustus–23 Desember 2025) dan *event window* (t = −10 s.d. +10, 21 hari bursa; 13 Januari–11 Februari 2026), dengan *gap period* (t = −20 s.d. −11) untuk mencegah kontaminasi informasi. Model penelitian divisualisasikan pada Gambar 1, dan desain penelitian dirangkum pada Tabel 1.



Gambar 1. Model Penelitian

Tabel 1. Desain Event Study Penelitian

Komponen	Keterangan
Event date (t = 0)	28 Januari 2026 (Pengumuman MSCI Freeze Indonesia)
Estimation window	t = −120 s.d. −21 (100 hari bursa; 4 Agu–23 Des 2025)
Event window	t = −10 s.d. +10 (21 hari bursa; 13 Jan–11 Feb 2026)
Model estimasi	Mean-Adjusted Return Model: E(Rit) = R̄ (MacKinlay, 1997)
Abnormal return	ARit = Rit − R̄
Cumulative AR	CAR(t_1,t_2) = Σ ARit
Data	Harga penutupan IHSG harian (BEI, www.idx.co.id)
Uji statistik	Uji-t satu sampel: t = ARit / σ(AR); σ(AR) dari estimation window

Sumber: Diadaptasi dari MacKinlay (1997)

Analisis dilakukan dalam empat tahap. Pertama, menghitung expected return ($\bar{R}$) dan standar deviasi return (σ) dari estimation window. Kedua, menghitung AR untuk setiap hari dalam event window. Ketiga, menghitung CAR untuk seluruh event window serta sub-periode sebelum (t = −10 s.d. −1) dan sesudah (t = +1 s.d. +10) peristiwa. Keempat, menguji signifikansi AR dan CAR menggunakan uji-t mengikuti kerangka standar event study (Brown & Warner, 1985; MacKinlay, 1997) pada α = 5% (two-tailed), dengan uji nonparametrik sebagai pemeriksaan kepekaan terhadap event-induced variance dan ketidaknormalan distribusi (Boehmer, Masumeci, & Poulsen, 1991; Corrado, 1989). Hipotesis diuji dengan uji beda dua sampel bebas (independent samples t-test) atas AR sebelum dan sesudah peristiwa menggunakan IBM SPSS, didahului uji normalitas Shapiro - Wilk dan uji homogenitas varians Levene, serta uji Mann - Whitney sebagai uji kepekaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data

Data penelitian mencakup 121 hari bursa yang terbagi dalam *estimation window* 100 hari bursa dan *event window* 21 hari bursa, dengan hari peristiwa (t = 0) jatuh pada 28 Januari 2026. Dari *estimation window* diperoleh *expected return* ($\bar{R}$) sebesar 0,1339% per hari dengan standar deviasi (σ) sebesar 0,8718%. Statistik deskriptif *abnormal return* pada dua sub-periode *event window* disajikan pada Tabel 2. Rata-rata AR sebelum peristiwa (−0,0249%) maupun sesudah peristiwa (−0,1470%) sama-sama berada di sekitar nol, namun sebaran keduanya sangat berbeda: standar deviasi AR sesudah peristiwa (2,2188%) lebih dari tiga kali lipat dibanding sebelum peristiwa (0,6750%). Perbedaan sebaran ini menjadi petunjuk awal bahwa dampak peristiwa lebih terasa pada gejolak (volatilitas) *return* dibandingkan pada level rata-ratanya.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Peristiwa

Periode	N	Mean (%)	Std. Deviasi (%)	Min (%)	Maks (%)
Sebelum (t = −10 s.d. −1)	10	−0,0249	0,6750	−1,4954	0,8080
Sesudah (t = +1 s.d. +10)	10	−0,1470	2,2188	−5,0186	2,3888

Sumber: Output IBM SPSS (2026)

Abnormal Return dan *Cumulative Abnormal Return*

Hasil perhitungan AR harian beserta uji signifikansinya disajikan pada Tabel 3. Pada hari peristiwa (t = 0), IHSG membukukan return aktual −7,3459% sehingga menghasilkan abnormal return −7,4798% dengan t-statistik −8,5794, jauh melampaui nilai kritis ±1,9842 (α = 5%; df = 99). Ini merupakan reaksi negatif terbesar sepanjang event window dan signifikan secara statistik. Selain hari peristiwa, AR signifikan ditemukan pada empat hari pasca-peristiwa, yaitu t = +3 (−5,0186%), t = +4 (+2,3888%), t = +7 (−2,2146%), dan t = +10 (+1,8242%); sebaliknya, pada sepuluh hari sebelum peristiwa tidak ditemukan satu pun AR yang signifikan.

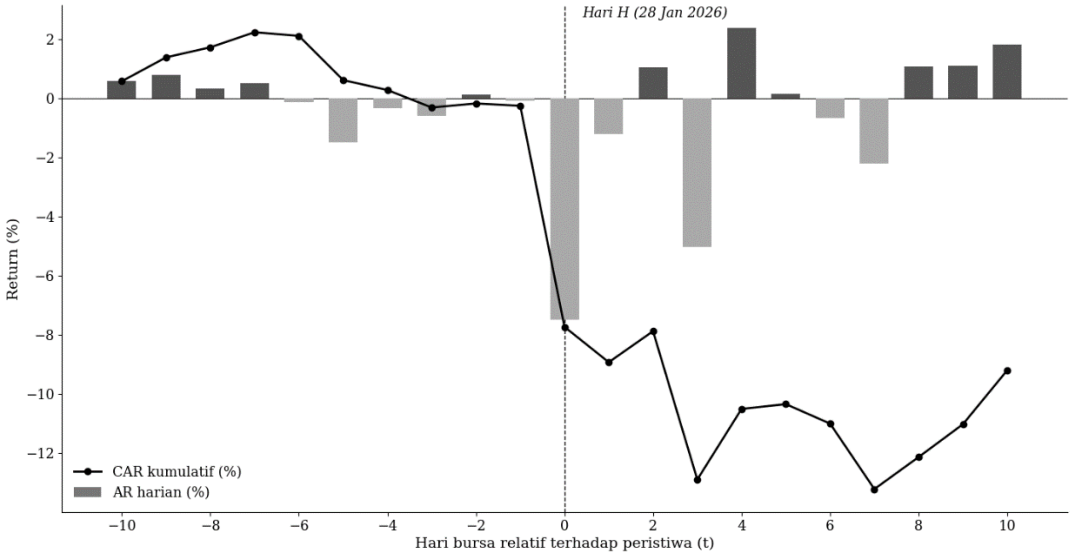
Tabel 3. Abnormal Return, Uji-t, dan Cumulative Abnormal Return selama Event Window

t	Tanggal	AR (%)	t-statistik	CAR (%)
−10	13 Jan 2026	0,5817	0,6672	0,5817
−9	14 Jan 2026	0,8080	0,9267	1,3897
−8	15 Jan 2026	0,3402	0,3902	1,7298
−7	19 Jan 2026	0,5103	0,5853	2,2401
−6	20 Jan 2026	−0,1249	−0,1432	2,1153
−5	21 Jan 2026	−1,4954	−1,7153	0,6199
−4	22 Jan 2026	−0,3353	−0,3846	0,2845
−3	23 Jan 2026	−0,5918	−0,6788	−0,3072
−2	26 Jan 2026	0,1378	0,1581	−0,1694

−1	27 Jan 2026	−0,0794	−0,0910	−0,2488
0	28 Jan 2026	−7,4798	−8,5794*	−7,7285
+1	29 Jan 2026	−1,1958	−1,3716	−8,9243
+2	30 Jan 2026	1,0493	1,2035	−7,8750
+3	02 Feb 2026	−5,0186	−5,7564*	−12,8936
+4	03 Feb 2026	2,3888	2,7400*	−10,5048
+5	04 Feb 2026	0,1630	0,1870	−10,3418
+6	05 Feb 2026	−0,6597	−0,7567	−11,0016
+7	06 Feb 2026	−2,2146	−2,5402*	−13,2162
+8	09 Feb 2026	1,0836	1,2429	−12,1326
+9	10 Feb 2026	1,1094	1,2725	−11,0231
+10	11 Feb 2026	1,8242	2,0924*	−9,1989

Sumber: Data Bursa Efek Indonesia, diolah (2026). *signifikan pada α = 5% (t-kritis ±1,9842)

Pergerakan CAR memperlihatkan dinamika yang sejalan. Berawal dari level hampir netral pada akhir periode sebelum peristiwa (−0,2488% pada t = −1), CAR terjun ke −7,7285% pada hari peristiwa, terus melemah hingga titik terdalam −13,2162% pada t = +7, kemudian pulih sebagian dan ditutup pada −9,1989% di akhir event window. Pengujian signifikansi menunjukkan CAR seluruh event window signifikan secara statistik (t = −2,3025), sedangkan CAR sebelum peristiwa (−0,2488%; t = −0,0902) maupun sesudah peristiwa (−1,4704%; t = −0,5333) keduanya tidak signifikan. Dinamika AR dan CAR selama event window divisualisasikan pada Gambar 2.



Gambar 2. Pergerakan Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return IHSG selama Event Window

Pengujian Hipotesis

Hipotesis diuji dengan uji beda dua sampel bebas atas AR sebelum dan sesudah peristiwa. Uji prasyarat menunjukkan kedua kelompok berdistribusi normal (Shapiro–Wilk Sig. 0,464 dan 0,231; keduanya > 0,05), sedangkan uji Levene menghasilkan F = 7,619 dengan Sig. 0,013 < 0,05 yang berarti varians kedua kelompok tidak homogen, sehingga pembacaan hasil menggunakan baris equal variances not assumed. Hasil uji menunjukkan perbedaan rata-rata AR sebelum dan sesudah peristiwa hanya sebesar 0,1222 poin persentase dengan t = 0,167 (df = 10,652) dan Sig. (2-tailed) = 0,871 > 0,05. Dengan demikian H_0 diterima dan hipotesis penelitian ditolak: tidak

terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata abnormal return IHSG sebelum dan sesudah peristiwa MSCI Freeze. Uji kepekaan Mann–Whitney (U = 42,000; Exact Sig. 0,579) konsisten dengan hasil uji-t. Ringkasan hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Uji	Statistik	Sig.	Keputusan
Levene (homogenitas varians)	F = 7,619	0,013	Varians tidak homogen
Shapiro–Wilk (normalitas)	W = 0,932 / 0,902	0,464 / 0,231	Kedua kelompok normal
Uji-t dua sampel bebas (equal variances not assumed)	t = 0,167; df = 10,652	0,871	H_0 diterima
Mann–Whitney (uji kepekaan)	U = 42,000	0,579	H_0 diterima

Sumber: Output IBM SPSS (2026)

Pembahasan

Temuan *abnormal return* sebesar 7,4798% merupakan nilai signifikan pada hari peristiwa, ini menunjukkan bahwa pengumuman MSCI Freeze berfungsi sebagai sinyal publik negatif yang direspons pasar secara seketika. Dalam kerangka *signalling theory* (Spence, 1973), keputusan MSCI membekukan status Indonesia merupakan sinyal yang kredibel karena berasal dari penyedia indeks global yang dipandang memiliki akses istimewa terhadap informasi mengenai standar investability suatu negara; kandungan informasi negatif tersebut segera tercermin pada harga, sejalan dengan prediksi EMH bentuk semi-kuat (Fama, 1970). Pada saat yang sama, mekanisme *investor recognition* (Chen et al., 2019; Merton, 1987) memperbesar tekanan jual karena pembekuan status menurunkan tingkat pengenalan investor global atas pasar Indonesia. Skala reaksi ini juga luar biasa secara ekonomi: penurunan 659,67 poin dalam satu hari setara dengan penguapan kapitalisasi pasar sekitar Rp1.200 triliun (mengacu pada kapitalisasi pasar BEI Rp15.093 triliun pada penutupan hari peristiwa), dan koreksi 7,35% tersebut melampaui ambang trading halt 5% yang berlaku di BEI. Magnitudo ini jauh melampaui reaksi terhadap rebalancing rutin yang umumnya hanya berkisar satu hingga tiga persen (Chakrabarti et al., 2005; Widyatmoko & Setiawan, 2023), karena MSCI Freeze menyangkut status seluruh pasar, bukan sekadar perubahan konstituen individual. Sifat interim treatment yang berlaku efektif segera (MSCI, 2026a) turut menjelaskan mengapa reaksi terkonsentrasi penuh pada satu hari perdagangan: tanpa jeda implementasi, dana pasif dan investor institusional merespons pada kesempatan perdagangan pertama.

CAR seluruh *event window* sebesar -9,1989% yang signifikan menunjukkan bahwa penyerapan sinyal tidak selesai pada hari pengumuman, melainkan terakumulasi melalui kombinasi penyesuaian portofolio investor institusional dan *rebalancing* pasif dana pelacak indeks (Ferreira & Matos, 2008; Hau et al., 2010) terutama disumbang gelombang tekanan jual lanjutan pada t = +3 dan t = +7. Menariknya, fase pasca-peristiwa tidak bergerak satu arah: tekanan jual diselingi pembalikan positif signifikan pada t = +4 dan t = +10, dan CAR yang sempat menyentuh −13,2162% pulih sebagian di akhir *event window*. Pola penurunan tajam yang diikuti koreksi parsial ini mengindikasikan gejala *overreaction* yang kemudian dikoreksi pasar, konsisten dengan dokumentasi *price reversal* pasca-peristiwa besar di pasar modal Indonesia (Husnan, 2015), meskipun tanpa bukti *drift* sistematis berkepanjangan (Islami & Sarwoko, 2012). Perbandingan lintas negara menegaskan heterogenitas dampak peristiwa klasifikasi MSCI. Fakhri et al., (2026) menemukan penurunan status ke *frontier market* berdampak sangat parah pada Jordan dengan CAR

hingga -54,43%, relatif terbatas pada Maroko, dan justru positif pada Argentina. CAR Indonesia sebesar -9,1989% masih jauh di bawah skenario terburuk tersebut, sewajarnya karena status Indonesia baru dibekukan dan belum diturunkan, meskipun konsentrasi reaksinya berbeda karena hampir seluruh koreksi terjadi dalam satu hari perdagangan. Sementara itu, AR signifikan yang muncul beruntun pasca-peristiwa menyimpang dari prediksi ketat EMH bentuk semi-kuat sehingga lebih tepat dimaknai sebagai efisiensi parsial yang khas emerging market (Jogiyanto, 2017). Kandungan informasi utama diserap seketika pada t = 0, tetapi proses penemuan harga atas implikasi lanjutannya masih berlangsung beberapa hari.

Pengujian hipotesis menghasilkan penolakan hipotesis penelitian, yaitu rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah peristiwa tidak berbeda signifikan. Temuan ini justru informatif ketika dibaca bersama temuan deskriptif. Pertama, ketiadaan perbedaan terjadi karena hampir seluruh reaksi terkonsentrasi pada hari peristiwa, yang memang tidak termasuk dalam kedua sub-periode yang dibandingkan. Kedua, tidak ditemukannya AR signifikan pada sepuluh hari sebelum peristiwa menunjukkan tidak adanya *anticipation effect* maupun kebocoran informasi, sehingga keputusan MSCI benar-benar merupakan kejutan bagi pelaku pasar. Kombinasi keduanya koheren dengan efisiensi pasar bentuk semi-kuat (Fama, 1970), pada dimensi rata-rata *return*.

Meskipun demikian, dampak peristiwa tampak nyata pada momen kedua distribusi return. Varians AR melonjak dari 0,456 menjadi 4,923, atau sekitar sepuluh kali lipat, dan perbedaan ini signifikan berdasarkan uji Levene (F = 7,619; Sig. 0,013). Dengan kata lain, asimetri yang dihipotesiskan memang ada, tetapi bermanifestasi pada volatilitas dan bukan pada level rata-rata abnormal return. Temuan ini selaras dengan peningkatan volatilitas IHSG di sekitar peristiwa rebalancing MSCI yang didokumentasikan Azizah et al. (2026). Secara ekonomi, lonjakan volatilitas pasca-peristiwa dapat dipahami dari sifat MSCI Freeze sebagai *interim treatment*. Status akhir Indonesia dalam indeks belum final sehingga pasar terus menimbang skenario lanjutan, baik dipulihkan, dipertahankan beku, maupun diturunkan, dan ketidakpastian inilah yang menghasilkan perdagangan bergejolak. Ketidakpastian tersebut bukan tanpa dasar: pada *review* aksesibilitas pasar Juni 2026, MSCI mempertahankan status emerging market Indonesia namun memperpanjang pembekuan dan menunda keputusan status hingga review November 2026, dengan tetap membuka kemungkinan reklasifikasi ke frontier market apabila perbaikan dinilai belum memadai (MSCI, 2026b). Implikasi metodologisnya, penilaian dampak peristiwa semacam ini tidak cukup dilakukan pada level rata-rata return semata; dimensi volatilitas perlu diperiksa agar kesimpulan tidak keliru menyatakan pasar "tidak terdampak".

KESIMPULAN

Penelitian ini menghasilkan dua simpulan utama. Pertama, pasar modal Indonesia bereaksi negatif secara kuat dan seketika terhadap peristiwa MSCI Freeze: IHSG membukukan a*bnormal return* negatif yang signifikan pada hari peristiwa dan *cumulative abnormal return* yang negatif dan signifikan selama event window. Kedua, tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa sehingga hipotesis penelitian ditolak; reaksi pasar terkonsentrasi pada hari peristiwa tanpa gejala kebocoran informasi pra-peristiwa, sedangkan dampak yang bertahan pasca-peristiwa termanifestasi pada peningkatan volatilitas return, bukan pada level rata-ratanya.

Secara teoretis, penelitian ini mengonfirmasi relevansi *Efficient Market Hypothesis* bentuk semi-kuat dan signalling theory pada konteks yang belum pernah dikaji sebelumnya, yaitu pembekuan (bukan reklasifikasi) status klasifikasi MSCI, sekaligus menunjukkan bahwa pengukuran reaksi pasar perlu menjangkau momen kedua distribusi *return*. Secara praktis, bagi

investor dan manajer investasi, peristiwa sejenis diserap harga hampir seluruhnya pada hari pengumuman sehingga reaksi panik menjual setelahnya berisiko merealisasikan kerugian tepat sebelum koreksi balik; perhatian perlu diarahkan pada pengelolaan risiko volatilitas yang meningkat beberapa pekan sesudahnya. Bagi otoritas pasar (OJK dan BEI), tidak adanya reaksi dini pra-peristiwa mengindikasikan integritas informasi terjaga, namun lonjakan volatilitas pasca-peristiwa menegaskan pentingnya komunikasi kebijakan yang cepat dan terukur untuk memperpendek periode ketidakpastian.

Keterbatasan penelitian ini terletak pada unit analisis level pasar agregat yang tidak menangkap heterogenitas reaksi antarsaham, serta pemeriksaan dimensi volatilitas yang baru dilakukan melalui uji homogenitas varians. Penelitian selanjutnya disarankan menguji reaksi pada level saham individual, khususnya dengan membandingkan saham konstituen dan non-konstituen MSCI, serta memodelkan dinamika volatilitas secara eksplisit menggunakan kerangka GARCH. Selain itu, kepekaan hasil perlu diuji terhadap panjang event window yang berbeda maupun terhadap resolusi status pembekuan pada review MSCI November 2026.

DAFTAR REFERENSI

Ananda Fakhri, M., Lestari, F., & Dhiyashavana, B. (2026). MSCI Downgrade to Frontier Market: Lessons for Indonesia from Three Countries. *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, *8*(4), 2376–2385. https://doi.org/10.47467/alkharaj.v8i4.11882

Azizah, S. S., Inayah, S., & Nisa, K. (2026). Volatilitas Abnormal Saham BEI Pasca-Rebalancing MSCI. *Jurnal Ilmu Ekonomi, Pendidikan Dan Teknik*, *3*(1), 347–352. https://doi.org/10.70134/identik.v3i1.1298

Boehmer, E., Masumeci, J., & Poulsen, A. B. (1991). Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics*, *30*(2), 253–272. https://doi.org/10.1016/0304-405X(91)90032-F

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

Burnham, T. C., Gakidis, H., & Wurgler, J. (2018). Investing in the presence of massive flows: The case of MSCI country reclassifications. *Financial Analysts Journal*, *74*(1), 77–87. https://doi.org/10.2469/faj.v74.n1.8

Chakrabarti, R., Huang, W., Jayaraman, N., & Lee, J. (2005). Price and volume effects of changes in MSCI indices – nature and causes. *Journal of Banking & Finance*, *29*(5), 1237–1264. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.04.002

Chen, H.-L., Shiu, C.-Y., & Wei, H.-S. (2019). Price effect and investor awareness: Evidence from MSCI Standard Index reconstitutions. *Journal of Empirical Finance*, *50*, 93–112. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.01.002

Corrado, C. J. (1989). A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, *23*(2), 385–395. https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90064-0

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, *88*(3), 499–533. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003

Hacıbedel, B. (2014). Does investor recognition matter for asset pricing? *Emerging Markets Review*, *21*, 1–20. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.07.002

Hau, H., Massa, M., & Peress, J. (2010). Do Demand Curves for Currencies Slope Down? Evidence from the MSCI Global Index Change. *Review of Financial Studies*, *23*(4), 1681–1717. https://doi.org/10.1093/rfs/hhp095

Husnan, S. (2015). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas* (5th ed.). UPP STIM YKPN.

Islami, N. L., & Sarwoko, E. (2012). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Pergantian Menteri Keuangan (Event Study Saham Yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, *8*(1), 44–67. Retrieved from http://ejournal.unikama.ac.id/index.php/JEKO/article/view/206

Jogiyanto, H. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (10th ed.). BPFE Yogyakarta.

MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, *35*(1), 13–39. https://doi.org/10.2307/2729691

Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, *42*(3), 483–510. https://doi.org/10.2307/2328367

MSCI. (2026a, March 17). *MSCI global standard indexes: Interim treatment for Indonesian securities*. Retrieved from https://www.msci.com/indexes/index-resources/index-announcements

MSCI. (2026b, June 23). *MSCI announces the results of the MSCI 2026 Market Classification Review*. MSCI Inc. Retrieved from https://ir.msci.com/news-releases/news-release-details/msci-announces-results-msci-2026-market-classification-review

Samsul, M. (2015). *Pasar modal dan manajemen portofolio* (2nd ed.). Erlangga.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Suganda, T. R. (2018). *Event study: Teori dan pembahasan reaksi pasar modal Indonesia*. CV Seribu Bintang.

Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. PT. Kanisius.

Widyatmoko, A. S., & Setiawan, D. (2023). Reaksi Pasar pada Peristiwa Rebalancing Indeks Msci di Negara Asean-5. *Jurnal Kajian Akuntansi*, *7*(1), 35–55. https://doi.org/10.33603/jka.v7i1.7217