

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dinamika berkembangnya ekonomi di Indonesia, melalui berbagai macam perkembangan global yang mengiringi, aspek dan komponen penting yang saling mempengaruhi menjadi faktor untuk mengarahkan perekonomian ke arah yang berkembang dan berkelanjutan. Badan Usaha Milik Negara (BUMN) sebagai lembaga milik negara yang mengatur serta memainkan peran penting yang sangat vital dan strategis dalam sektor bisnis, BUMN tidak hanya memiliki fungsi sebagai mesin penggerak untuk pertumbuhan ekonomi, melainkan juga sebagai penghubung dalam menjalankan misi pembangunan nasional (Firmansyah et al., 2024). Kehadiran BUMN di berbagai sektor penting atau krusial yaitu mulai dari infrastruktur, energi, telekomunikasi, perbankan hingga logistik, menjadikannya sebagai tulang punggung dalam menopang stabilitas dan kemajuan perekonomian bangsa (Negara, 2025).

Fungsi ganda yang dimilikinya yaitu sebagai *agent of development* sekaligus entitas yang berorientasi pada keuntungan menempatkannya pada posisi yang unik, standar keberhasilan BUMN kini bergeser yakni investor dan publik tidak lagi menilai semata dari capaian finansial, melainkan juga dari sejauh mana praktik tata kelola perusahaan dijalankan secara baik, sebuah tuntutan yang muncul seiring posisi BUMN sebagai entitas yang diharapkan dapat menjadi contoh (Vries & Damayanti, 2025).

Integrasi prinsip *environment, social, and governance* (ESG) terbukti mampu mendukung keberlanjutan sosio-lingkungan sekaligus menstimulasi profitabilitas jangka panjang korporasi. Hal ini sejalan dengan tren global yang kian menekankan pentingnya standar ESG bagi investor dalam mengevaluasi perilaku serta proyeksi kinerja keuangan perusahaan di masa depan (Li et al., 2021; Putri et al., 2026). Pemerintah Indonesia secara serius telah menggaris bawahi urgensi ini melalui Peraturan Menteri Badan Usaha Milik Negara Republik Indonesia Nomor PER-2/MBU/03/2023 tentang Pedoman Tata Kelola dan Kegiatan Korporasi Signifikan Badan Usaha Milik Negara, di mana pada pedoman ini didasarkan pada prinsip transparansi, akuntabilitas dan pertanggungjawaban. Namun, ekspektasi ideal terhadap BUMN sebagai teladan dalam melaksanakan tata kelola tersebut seringkali bertolak belakang dengan realitas.

Perhatian investor terhadap isu lingkungan, sosial dan tata kelola atau ESG yang telah menjadi topik global dalam dunia bisnis (Fujianti et al., 2024) realita menunjukkan berbagai kontroversi justru seringkali muncul ke permukaan. Kontroversi yang telah terjadi berkaitan dengan ketiga aspek penting dari ESG merupakan bukanlah sebuah isu yang bisa dianggap sebagai hal yang sepele, melainkan hal tersebut adalah sebuah kejadian yang telah terbukti secara signifikan dapat mengurangi nilai dari perusahaan (Treepongkaruna et al., 2024). Dalam Treepongkaruna (2024) menunjukkan sebuah studi dari *Bank of America* yang bahkan mengestimasi bahwa skandal besar yang memiliki kaitan dengan ESG telah menggerus nilai perusahaan-perusahaan di Amerika hingga USD 534 miliar dalam periode lima tahun. Kegagalan yang telah terjadi dalam praktik ESG tentunya memberikan dampak signifikan yaitu legitimasi perusahaan yang sudah

rusak di mata masyarakat dan para pemangku kepentingan yang pada akhirnya dapat memberikan pemicu reaksi negatif dari pasar (Almulhim et al., 2024).

Salah satu contoh paling ekstrim dan aktual dari kegagalan tata kelola di Indonesia terjadi pada sebuah BUMN di sektor yang memiliki dampak lingkungan signifikan, yaitu pertambangan. Skandal korupsi masif yang terungkap di PT Timah Tbk (TINS) pada awal tahun 2024 telah menjadi bukti nyata dari risiko ini. Mengutip dari Kompas Adriansyah Tiawarman K (2024) akibat kerusakan ekologis yang ditimbulkan, kasus korupsi berskala besar ini ditaksir merugikan keuangan negara hingga Rp 271 triliun, pada aspek sosial ini tentu menimbulkan implikasi serius terhadap reputasi dan keberlanjutan perusahaan, ketidakpastian yang dialami oleh karyawan dari perusahaan serta masyarakat sekitar yang bergantung terhadap PT Timah sebagai tempat untuk mencari pekerjaan juga merasakan dampaknya, akibat dari tata kelola yang kurang baik (Pramitha & Zulfiani, 2024).

Skandal korupsi tersebut tidak hanya menyoroti praktik korupsi yang sistematis yang berpotensi merugikan negara dalam jumlah yang sangat fantastis, tetapi juga mengungkap dampak lain yang sangat masif. Kasus ini telah memberikan representasi kegagalan total pada ESG (*Environment, Social, and Governance*) di mana dalam penelitian ini hal tersebut sebagai kerangka konseptual untuk merepresentasikan skandal tersebut. Rangkaian pengumuman penetapan tersangka sepanjang Februari hingga Mei 2024 merupakan sinyal negatif (*bad news*) yang menciptakan ketidakpastian tinggi bagi para pemegang saham. Meskipun demikian, penelitian ini tidak mengukur kinerja ESG secara kuantitatif, melainkan berfokus pada bagaimana pasar modal merespons informasi publik terkait skandal tersebut.

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap peristiwa non-ekonomi, khususnya skandal tata kelola, telah menjadi perhatian serius bagi para peneliti keuangan. Sebagai contoh, studi yang dilakukan oleh Gede (2020) mengenai kasus penyelundupan di Garuda Indonesia menunjukkan betapa sensitifnya citra perusahaan BUMN terhadap persepsi pasar, meskipun dalam kasus tersebut tidak ditemukan perbedaan signifikan pada *abnormal return* secara jangka pendek. Hal ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia mungkin memiliki tingkat toleransi atau dapat dikatakan sebagai sebuah pola penyerapan informasi yang unik terhadap kasus pelanggaran internal pada sebuah perusahaan.

Perspektif teori keuangan, khususnya hipotesis pasar efisien bentuk semi-*strong* menyatakan bahwa harga saham akan menyesuaikan secara cepat terhadap informasi publik yang relevan dan material (Fama, 1970). Apabila pasar modal Indonesia berada dalam kondisi semi-*strong efficient*, sehingga rangkaian pengumuman skandal PT Timah Tbk seharusnya tercermin dalam perubahan harga saham maupun aktivitas perdagangan di sekitar tanggal pengumuman skandal.

Upaya dalam membuktikan adanya reaksi pasar terhadap rentetan skandal tersebut, diperlukan indikator kuantitatif yang mampu menangkap dampak dari peristiwa tersebut terhadap harga saham perusahaan. Untuk menginvestasikan reaksi pasar modal, dua tolak ukur utama yang lazim digunakan yaitu *abnormal return* dan *trading volume activity* Suganda (2018). Pertama yang dapat menggambarkan besarnya penyimpangan antara imbal hasil aktual yang benar-benar diterima investor dengan imbal hasil yang semestinya diharapkan. Sementara itu, *trading volume activity* (TVA) yang berfungsi sebagai indikator dalam mengukur tingkat likuiditas dan respon investor terhadap informasi baru melalui

fluktuasi volume penawaran dan permintaan saham di pasar. Pendekatan yang lazim digunakan untuk menguji fenomena tersebut adalah metode *event study*, yang memungkinkan peneliti mengidentifikasi adanya reaksi pasar di sekitar periode pengumuman.

Kesenjangan penelitian (*research gap*) dalam kajian ini didasari oleh ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu mengenai efektivitas sinyal informasi ESG terhadap reaksi pasar. Penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Utama & Budhidharma (2022) menemukan bahwa ESG tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, yang menunjukkan hubungan ini tidak selalu kuat dan dipengaruhi oleh tingkat kesadaran investor. Namun dalam studi yang dilakukan oleh Mu & Shi (2023) menemukan bahwa berita negatif terkait ESG memiliki dampak yang signifikan terhadap imbal hasil saham, namun dampaknya bervariasi tergantung pada kapitalisasi pasar dan sektor industri perusahaan tersebut. Hal tersebut sejalan dengan penelitian oleh Ordóñez-Borrillo (2025) yang menegaskan bahwa instrumen keuangan berbasis ESG sangat dipengaruhi oleh persepsi pasar terhadap transparansi dan komitmen keberlanjutan perusahaan. Dengan demikian, skandal ESG di PT Timah tahun 2024 bukan sekedar isu hukum, melainkan sebuah sinyal destruktif yang secara teoritis akan direspon oleh pasar sebagai sebuah representasi penurunan kualitas fundamental perusahaan. Inkonsistensi temuan tersebut membuka ruang untuk menguji kembali bagaimana pasar merespon skandal yang merepresentasikan kegagalan ESG dalam konteks perusahaan BUMN di Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris reaksi pasar modal terhadap rangkaian pengumuman skandal PT Timah Tbk tahun 2024 dengan menggunakan pendekatan *event study*. Secara spesifik, penelitian yang dilakukan bertujuan untuk mengukur secara kuantitatif reaksi investor melalui pola *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA) untuk melihat perubahan nilai saham dan TVA apakah terdapat fluktuasi minat transaksi sebelum dan sesudah pengumuman kunci dalam rangkaian skandal tersebut. Penelitian ini membatasi analisis pada reaksi pasar jangka pendek terhadap pengumuman kunci dalam rangkaian skandal PT Timah Tbk tahun 2024, tanpa melakukan pengukuran langsung terhadap kinerja ESG perusahaan. Melalui kasus skandal PT Timah Tbk sebagai contoh informasi publik yang bersifat ekstrem, penelitian ini diharapkan dapat menyumbangkan bukti empiris mengenai seberapa sensitif pasar modal Indonesia dalam merespon informasi semacam ini.

1.2 Identifikasi Masalah Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan, dapat diidentifikasi beberapa permasalahan utama yang melandasi penelitian ini:

1. Kontradiksi antara regulasi dan implementasi: Terdapat pertentangan yang tajam antara tuntutan regulasi untuk penerapan tata kelola yang baik bagi BUMN, sebagaimana diatur dalam Permen BUMN No. PER-2/MBU/03/2023, dengan realitas terjadinya skandal tata kelola yang masif pada PT Timah Tbk.
2. Inkonsistensi hasil penelitian terdahulu: Terdapat perdebatan dalam literatur akademis mengenai efektivitas sinyal ESG terhadap nilai perusahaan. Beberapa studi menemukan reaksi signifikan terhadap berita negatif ESG, sementara studi lain di Indonesia menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

3. Keterbatasan kajian berbasis peristiwa tunggal di Indonesia: Mayoritas kajian *event study* mengenai skandal tata kelola di Indonesia selama ini berpijak pada satu titik peristiwa saja. Padahal skandal PT Timah Tbk tidak muncul sebagai kejadian tunggal, melainkan meningkat secara bertahap lewat rangkaian pengumuman yang masing-masing membawa muatan informasi berbeda. Jika hanya satu titik peristiwa yang dijadikan acuan, risikonya adalah munculnya *confounding effect* sekaligus hilangnya kemampuan untuk menangkap secara akurat bagaimana respons investor berubah di setiap tahap pengungkapan skandal tersebut. Oleh karena itu, diperlukan pendekatan *multiple key events* untuk menghasilkan analisis reaksi pasar yang lebih valid dan terperinci.

1.3 Pembatasan Masalah

Mengingat luasnya permasalahan yang ada, penelitian ini perlu dibatasi agar lebih fokus dan mendalam. Oleh karena itu, batasan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Objek penelitian: Penelitian ini bersifat *event study* (studi peristiwa) yang hanya berfokus pada PT Timah Tbk (TINS) sebagai perusahaan BUMN di sektor pertambangan yang mengalami skandal pada tahun 2024. Skandal tersebut diposisikan sebagai peristiwa yang merepresentasikan kegagalan pada aspek *environmental, social, dan governance* (ESG), tanpa melakukan pengukuran kinerja ESG secara kuantitatif.
2. Periode penelitian: Analisis reaksi pasar akan difokuskan pada periode jendela (*window period*) di sekitar tanggal-tanggal kunci pengumuman skandal korupsi PT Timah Tbk pada tahun 2024 dengan menggunakan jendela pengamatan selama 11 hari *event window period* yang terdiri dari sebelum dan sesudah di

beberapa pengumuman serangkaian peristiwa skandal yaitu $t-5$ hingga $t+5$. Penelitian ini menggunakan beberapa tanggal pengumuman penting (*multiple key announcements*) sebagai titik peristiwa (*event date*).

3. Variabel penelitian: Penelitian ini akan berfokus pada analisis reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal return* untuk melihat perubahan nilai saham dan *trading volume activity* (TVA) untuk mengukur perubahan aktivitas volume perdagangan.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah yang telah diuraikan, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* saham PT Timah Tbk (TINS) pada periode sebelum dan sesudah empat peristiwa kunci pengumuman skandal tata kelola ESG tahun 2024?
2. Apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* saham PT Timah Tbk (TINS) pada periode sebelum dan sesudah empat peristiwa kunci pengumuman skandal tata kelola ESG tahun 2024?

1.5 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan rumusan masalah di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui perbedaan *abnormal return* saham PT Timah Tbk (TINS) pada periode sebelum dan sesudah empat peristiwa kunci pengumuman skandal tata kelola ESG tahun 2024 menggunakan pendekatan *multiple event study*.

2. Untuk mengetahui perbedaan *trading volume activity* saham PT Timah Tbk (TINS) pada periode sebelum dan sesudah empat peristiwa kunci pengumuman skandal tata kelola ESG tahun 2024 menggunakan pendekatan *multiple event study*.

1.6 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis:

Secara teoritis, penelitian ini bermanfaat dalam memperluas literatur keuangan, khususnya dalam mengkaji integrasi antara Teori Sinyal (*Signaling Theory*) dan Hipotesis Pasar Efisien, ketika dihadapkan pada kasus hukum yang ekstrem di Indonesia. Penelitian ini membuktikan bukti empiris mengenai bagaimana pasar modal merespon sinyal *bad news* non-keuangan berupa skandal tata kelola dan lingkungan hidup pada PT Timah Tbk (TINS). Melalui pendekatan *multiple event study*, penelitian ini berkontribusi secara teoritis dalam memetakan apakah informasi krisis tata kelola BUMN langsung direspon secara instan oleh harga dan volume saham (pasar efisien setengah kuat), atau justru terdapat faktor-faktor lain yang meredam sinyal krisis tersebut.

2. Manfaat Praktis:

- a) Penerapan Teori dalam Praktik Riil: Penelitian ini bermanfaat sebagai sarana implementasi nyata dari ilmu manajemen keuangan yang telah dipelajari selama perkuliahan, khususnya dalam menganalisis reaksi pasar modal secara langsung menggunakan data pergerakan saham harian yang sesungguhnya.

- b) Eksplorasi Metodologis Alternatif dalam Literatur: Riset ini menyajikan contoh aplikasi praktis mengenai modifikasi desain *multiple event study* pada emiten Tunggal yang mengalami krisis bertahap. Naskah ini menjadi referensi ilmiah yang membuka wawasan bagi pembaca dan peneliti berikutnya bahwa analisis pasar berkembang (*emerging market*) tidak boleh melepaskan variabel makro seperti fluktuasi komoditas global.
- c) Dokumentasi Empiris Struktur Perilaku Pasar: Penelitian ini menyediakan basis data historis yang objektif mengenai fluktuasi *abnormal return* (AR) dan *trading volume activity* (TVA) saham PT Timah Tbk selama eskalasi krisis tata kelola tahun 2024. Dokumentasi ini berharga sebagai referensi studi kasus nyata bagi pembaca yang ingin menelaah psikologi dan pola penyerapan informasi oleh investor domestik.

