



Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Larangan Ekspor dan Pencabutan Larangan Ekspor Produk CPO: *Event Study* pada Saham Sub-Sektor Perkebunan di BEI

Devina Miranda Sjofian¹, Tafdil Husni², Rida Rahim³

¹Universitas Andalas, Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis, Padang, Indonesia, 2220522005_devina@student.unand.ac.id

²Universitas Andalas, Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis, Padang, Indonesia, tafdilhusni@fekon.unand.ac.id

³Universitas Andalas, Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis, Padang, Indonesia, ridarahim@unand.eb.ac.id

Corresponding Author: 2220522005_devina@student.unand.ac.id¹

Abstract: *This study analyzes the stock market reaction to the announcement of the export ban and the lifting of the export ban on Crude Palm Oil (CPO) products in Indonesia. The research employs the event study methodology to measure Abnormal Return (AR) and Cumulative Abnormal Return (CAR) in the plantation sub-sector stocks listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The event window is divided into two periods: (1) the announcement of the export ban on April 22, 2022, and (2) the announcement of the export ban revocation on May 19, 2022. Three models were used to calculate AR and CAR: the Market Model, Mean-Adjusted Model, and Market-Adjusted Model. The results indicate that in Event 1 (export ban announcement), significant abnormal returns were found before and after the announcement, suggesting that investors anticipated the policy and reacted post-announcement as the market adjusted to the new economic conditions. However, CAR tests showed no significant differences in Market and Market-Adjusted Models, while the Mean-Adjusted Model showed significance. In Event 2 (revocation of the export ban), significant abnormal returns were also observed before and after the announcement, indicating market anticipation and reaction. However, CAR results for Event 2 showed significance only in the Market-Adjusted Model. These findings suggest that investors react dynamically to policy changes, with short-term market volatility but eventual stabilization. The study provides important implications for investors and regulators, highlighting the importance of clear and timely policy communication to minimize market uncertainty.*

Keywords: *Event Study, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, Crude Palm Oil, Export Policy, Indonesia Stock Market*

Abstrak: Penelitian ini menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman larangan ekspor dan pencabutan larangan ekspor produk *Crude Palm Oil* (CPO) di Indonesia. Metode yang digunakan adalah *event study* untuk mengukur *Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative*

Abnormal Return (CAR) pada saham sub-sektor perkebunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode peristiwa dibagi menjadi dua, yaitu (1) pengumuman larangan ekspor pada 22 April 2022, dan (2) pengumuman pencabutan larangan ekspor pada 19 Mei 2022. Perhitungan AR dan CAR dilakukan dengan tiga model, yaitu *Market Model*, *Mean-Adjusted Model*, dan *Market-Adjusted Model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada *Event 1* (pengumuman larangan ekspor), terdapat *abnormal return* yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman, mengindikasikan bahwa investor telah mengantisipasi kebijakan tersebut dan pasar menyesuaikan diri setelah pengumuman. Namun, uji CAR menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan pada *Market Model* dan *Market-Adjusted Model*, sementara *Mean-Adjusted Model* menunjukkan hasil yang signifikan. Pada *Event 2* (pengumuman pencabutan larangan ekspor), *abnormal return* yang signifikan juga ditemukan sebelum dan setelah pengumuman, mencerminkan antisipasi dan reaksi pasar. Namun, hasil CAR untuk *Event 2* hanya signifikan pada *Market-Adjusted Model*. Temuan ini menunjukkan bahwa investor bereaksi secara dinamis terhadap perubahan kebijakan, dengan volatilitas pasar jangka pendek yang kemudian kembali stabil. Penelitian ini memberikan implikasi penting bagi investor dan regulator, terutama dalam pentingnya komunikasi kebijakan yang jelas dan tepat waktu untuk meminimalkan ketidakpastian pasar.

Kata Kunci: *Event Study*, *Abnormal Return*, *Cumulative Abnormal Return*, *Crude Palm Oil*, Kebijakan Ekspor, Pasar Saham Indonesia

PENDAHULUAN

Industri kelapa sawit merupakan salah satu pilar utama ekonomi Indonesia yang memberikan kontribusi signifikan terhadap pendapatan nasional, penciptaan lapangan kerja, dan pembangunan pedesaan. Indonesia merupakan produsen terbesar minyak sawit di dunia, dengan kontribusi sekitar 53% terhadap produksi global (Herdiansyah, 2018). Perkebunan kelapa sawit tersebar luas di berbagai wilayah Indonesia, dengan pusat produksi utama di Sumatra, Kalimantan, dan Sulawesi. Sektor ini menyerap lebih dari 4 juta tenaga kerja, baik secara langsung maupun tidak langsung, termasuk petani kecil, pekerja perkebunan, dan pelaku di rantai pasokan hilir (Saragih & Rahayu, 2022). Produk utama dari sektor kelapa sawit adalah minyak sawit mentah (CPO), yang digunakan dalam berbagai industri, termasuk makanan, kosmetik, dan bahan bakar (biodiesel). Minyak sawit juga menjadi bahan baku penting dalam industri produk rumah tangga seperti sabun dan deterjen. Selain itu, biodiesel yang dihasilkan dari minyak sawit menjadi salah satu bahan bakar nabati utama yang dipromosikan dalam rangka transisi menuju energi yang lebih ramah lingkungan (Abidin, 2023).

Pada bulan April 2022, pemerintah Indonesia memberlakukan larangan ekspor sementara CPO sebagai respons terhadap lonjakan harga minyak sawit di dalam negeri yang memengaruhi ketersediaan dan stabilitas harga minyak goreng. Kebijakan ini diatur dalam Peraturan Menteri Perdagangan Republik Indonesia Nomor 22 Tahun 2022 tentang Larangan Sementara Ekspor *Crude Palm Oil*, *Refined*, *Bleached And Deodorized Palm Oil*, *Refined*, *Bleached And Deodorized Palm Olein*, dan *Used Cooking Oil*. Kebijakan ini diberlakukan dengan tujuan utama menjaga stabilitas pasokan domestik dan menurunkan harga minyak goreng yang telah meningkat tajam akibat gangguan rantai pasok global. Namun, penerapan kebijakan ini membawa dampak yang signifikan, baik secara ekonomi maupun sosial.

Penelitian oleh Wibowo (2023) menunjukkan bahwa selama larangan tersebut, harga CPO domestik mengalami penurunan tajam sebesar 16,77% pada Mei 2022, sementara harga global justru meningkat sebesar 2,03%. Larangan ekspor CPO juga menyebabkan penurunan harga Tandan Buah Segar (TBS) secara drastis, mencapai 40-70% dalam waktu singkat, yang mengakibatkan kerugian sekitar Rp11,40 triliun bagi petani sawit dalam 20 hari pertama

kebijakan diterapkan (Amir et al., 2022). Penurunan harga ini tidak hanya merugikan petani, tetapi juga memengaruhi stabilitas industri kelapa sawit yang menjadi sumber pendapatan bagi jutaan orang (Kusuma, 2024). Selain itu, larangan ekspor berpotensi menurunkan surplus Neraca Pembayaran Indonesia serta memengaruhi nilai tukar rupiah karena ketergantungan ekspor CPO sebagai salah satu komoditas utama (Chairunnisa, 2023). Kebijakan ini juga berdampak pada hubungan perdagangan internasional, terutama dengan negara pengimpor utama seperti India dan China, yang sangat bergantung pada pasokan CPO dari Indonesia (Hidayat, 2024).

Larangan ekspor CPO juga menciptakan ketidakpastian yang signifikan di pasar modal. Saham perusahaan sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mencatatkan *abnormal return* negatif yang signifikan setelah pengumuman kebijakan, mencerminkan pesimisme investor terhadap prospek sektor ini (Farisha & Trisna, 2024). Penelitian oleh Kusuma & Dewi (2024) menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia bereaksi material terhadap kebijakan ini, dengan perbedaan signifikan dalam rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan pemerintah memiliki dampak langsung terhadap ekspektasi pasar, likuiditas perdagangan, dan *daya saing* perusahaan sawit di pasar global.

Namun, kebijakan larangan ekspor ini tidak berlangsung lama. Pada Kamis, 19 Mei 2022 Presiden Joko Widodo melalui akun *YouTube* Sekretariat Presiden mengumumkan pencabutan larangan ekspor yang mulai berlaku pada 23 Mei 2022. Pencabutan ini menjadi langkah krusial bagi stabilitas ekonomi nasional, terutama untuk menjaga keseimbangan antara kepentingan produsen, konsumen, dan pelaku pasar global. Dampaknya terlihat pada beberapa aspek penting yang saling terkait.

Dari sisi petani, pencabutan larangan ekspor memberikan dampak langsung terhadap pemulihan harga TBS, yang sebelumnya mengalami penurunan tajam selama periode larangan. Harga TBS kembali meningkat secara bertahap, memberikan kelegaan bagi petani sawit yang sebelumnya mengalami kerugian besar (Chairunnisa, 2023). Selain itu, pencabutan larangan memperkuat kembali kinerja ekspor Indonesia. Permintaan global yang tinggi, terutama dari India dan China, berkontribusi pada peningkatan surplus neraca perdagangan, yang sebelumnya tertekan akibat pembatasan ekspor (Amir et al., 2022).

Dalam konteks pasar global, harga CPO mengalami penurunan signifikan sebesar 12,57% pada Juni 2022 setelah pencabutan larangan, mencerminkan bagaimana pasar global sangat bergantung pada pasokan dari Indonesia (Wibowo, 2023). Kebijakan pencabutan ini membantu mengembalikan keseimbangan pasokan global yang sebelumnya terganggu akibat larangan mendadak.

Pencabutan larangan menciptakan optimisme baru di pasar modal. Harga saham perusahaan sawit mulai pulih, likuiditas perdagangan meningkat, dan investor kembali menunjukkan minat terhadap sektor ini (Kusuma & Dewi, 2024). Selain itu, perusahaan kelapa sawit mendapatkan kembali akses pasar global yang memungkinkan peningkatan produksi dan investasi dalam sektor hilir, seperti pengolahan produk turunan sawit dengan nilai tambah lebih tinggi (Amir et al., 2022). Meski demikian, tantangan tetap ada, terutama dalam memastikan bahwa pasokan minyak goreng domestik tetap terjaga dan harga tetap terjangkau bagi masyarakat (Yenny, 2023).

Untuk menganalisis dampak dari dua kebijakan ini, pendekatan *event study* digunakan sebagai metode utama. Metode ini memungkinkan evaluasi dampak suatu peristiwa tertentu terhadap harga saham dan aktivitas pasar modal selama periode tertentu. Penelitian oleh Kiroyan, Mangantar & Sumarauw (2022) menunjukkan bahwa *abnormal return* tidak signifikan sebelum dan sesudah pengumuman larangan ekspor minyak goreng, mengindikasikan bahwa pasar mungkin telah mengantisipasi kebijakan ini. Pendekatan ini juga relevan dalam memahami bagaimana pasar modal Indonesia merespons kebijakan pemerintah. Pendekatan *event study* juga digunakan oleh (Rahim et al., 2021) menunjukkan bagaimana

perubahan kebijakan pasar, seperti trading halt, dapat memengaruhi volume perdagangan dan volatilitas harga saham dalam jangka pendek. Penelitian lainnya oleh (Al-Awadhi, 2020) menunjukkan bahwa pasar modal global, baik di negara maju maupun berkembang, bereaksi negatif terhadap peristiwa wabah COVID-19, yang tercermin dalam *abnormal return* yang signifikan selama periode peristiwa. Penelitian ini membuktikan bahwa *event study* adalah metode yang efektif untuk mengukur dampak peristiwa eksternal terhadap pasar modal.

Reaksi pasar terhadap kebijakan larangan ekspor CPO juga relevan untuk dianalisis dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Hipotesis Pasar Efisien menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia, sehingga investor tidak dapat secara konsisten mengalahkan pasar dengan menggunakan informasi yang sudah diketahui (Santoso & Ikhsan, 2020). Teori ini memiliki tiga bentuk: bentuk lemah, semi-kuat, dan kuat, yang masing-masing menjelaskan bagaimana informasi mempengaruhi harga saham. Dalam pasar yang efisien, informasi baru seperti kebijakan pemerintah akan segera diinternalisasi ke dalam harga saham, yang terlihat dari perubahan signifikan pada *abnormal return* dan stabilitas likuiditas. Namun, jika pasar menunjukkan reaksi yang lambat atau volatilitas tinggi, ini mengindikasikan adanya inefisiensi pasar. Hasil penelitian oleh (Farisha & Trisna, 2024) memberikan gambaran bahwa pasar modal Indonesia cenderung bereaksi cepat terhadap peristiwa ini, tetapi dinamika jangka panjang seperti likuiditas tetap stabil.

Larangan ekspor CPO pada April 2022 dan pencabutan larangan ekspor pada Mei 2022 memberikan peluang untuk mempelajari bagaimana pasar modal Indonesia merespons kebijakan publik yang berdampak signifikan pada sektor strategis. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan menggunakan pendekatan *event study*, serta mengeksplorasi tingkat efisiensi pasar modal Indonesia dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi dalam memperluas pemahaman tentang dinamika pasar modal, mendukung diskusi tentang keberlanjutan kebijakan ekonomi yang bertanggung jawab, serta memberikan manfaat praktis bagi pembuat kebijakan dan investor di masa mendatang.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik uji hipotesis untuk menganalisis *abnormal return* & *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman larangan ekspor CPO, serta *abnormal return* & *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman pencabutan larangan ekspor CPO. Pendekatan ini menggunakan metode *event study*, yang dirancang untuk mengisolasi efek dari *event* spesifik terhadap harga saham. Metode ini memungkinkan analisis perubahan harga saham berdasarkan perbandingan antara perilaku harga saham sebelum dan setelah *event*, sehingga menjadi cara yang efektif untuk mengamati bagaimana pasar merespons informasi baru.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

Bab ini membahas temuan utama dari hasil pengujian hipotesis terhadap *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) pada saham sub-sektor perkebunan di sekitar pengumuman larangan ekspor (*Event 1*) dan pencabutan larangan ekspor (*Event 2*) produk CPO. Uji hipotesis bertujuan untuk menilai apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai AR dan CAR sebelum dan sesudah kedua pengumuman tersebut, serta bagaimana reaksi pasar modal terhadap kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah.

Tabel 1. Perbandingan Hasil Uji Hipotesis Event 1

Event 1	1. Market Model		2. Mean-Adjusted		3. Market Adjusted	
t-5	0.028	Signifikan	0.570	Tidak Signifikan	0.088	Tidak Signifikan
t-4	0.123	Tidak Signifikan	0.036	Signifikan	0.123	Tidak Signifikan
t-3	0.115	Tidak Signifikan	0.000	Signifikan	0.178	Tidak Signifikan
t-2	0.000	Signifikan	0.001	Signifikan	0.000	Signifikan
t-1	0.335	Tidak Signifikan	0.051	Tidak Signifikan	0.580	Tidak Signifikan
t0	0.661	Tidak Signifikan	0.009	Signifikan	0.782	Tidak Signifikan
t+1	0.000	Signifikan	0.000	Signifikan	0.000	Signifikan
t+2	0.006	Signifikan	0.006	Signifikan	0.022	Signifikan
t+3	0.125	Tidak Signifikan	0.598	Tidak Signifikan	0.116	Tidak Signifikan
t+4	0.015	Signifikan	0.055	Tidak Signifikan	0.004	Signifikan
t+5	0.027	Signifikan	0.108	Tidak Signifikan	0.001	Signifikan

Tabel 2. Perbandingan Hasil Uji Hipotesis Event 2

Event 2	1. Market Model		2. Mean-Adjusted		3. Market Adjusted	
t-5	0.002	Signifikan	0.003	Signifikan	0.002	Signifikan
t-4	0.372	Tidak Signifikan	0.000	Signifikan	0.088	Tidak Signifikan
t-3	0.042	Signifikan	0.072	Tidak Signifikan	0.036	Signifikan
t-2	0.200	Tidak Signifikan	0.020	Signifikan	0.385	Tidak Signifikan
t-1	0.001	Signifikan	0.356	Tidak Signifikan	0.000	Signifikan
t0	0.465	Tidak Signifikan	0.249	Tidak Signifikan	0.987	Tidak Signifikan
t+1	0.002	Signifikan	0.000	Signifikan	0.010	Signifikan
t+2	0.833	Tidak Signifikan	0.014	Signifikan	0.807	Tidak Signifikan
t+3	0.884	Tidak Signifikan	0.223	Tidak Signifikan	0.408	Tidak Signifikan
t+4	0.356	Tidak Signifikan	0.023	Signifikan	0.178	Tidak Signifikan
t+5	0.011	Signifikan	0.134	Tidak Signifikan	0.000	Signifikan

Berikut adalah pembahasan berdasarkan hasil dari masing-masing hipotesis:

1. Terdapat perbedaan *abnormal return* pada saham sub-sektor perkebunan sebelum dan sesudah pengumuman larangan ekspor produk CPO.

Hasil pengujian AR pada *Event 1* menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan pada beberapa *windows*: 1) *Market Model* menunjukkan hasil signifikan pada t-5, t-2, t+1, t+2, t+4, dan t+5; 2) *Mean-Adjusted Model* menunjukkan hasil signifikan pada t-4, t-3, t-2, t0, t+1, dan t+2; dan 3) *Market Adjusted Model* menunjukkan hasil signifikan pada t-2, t+1, t+2, t+4, dan t+5.

Hasil ini mengindikasikan bahwa investor mulai merespons kebijakan larangan ekspor beberapa hari sebelum pengumuman resmi, yang terlihat dari *abnormal return* signifikan pada t-5 dalam *Market Model* dan pada t-4 serta t-3 dalam *Mean-Adjusted Model*. Hal ini mengindikasikan adanya *informational leakage*, di mana sebagian pelaku pasar telah mengantisipasi kebijakan sebelum diumumkan secara resmi. Studi Kusuma (2024) menemukan bahwa informasi kebijakan ekonomi besar di Indonesia sering kali bocor ke publik sebelum pengumuman resmi, menyebabkan investor melakukan penyesuaian strategi investasi lebih awal. Putra (2023) juga menemukan bahwa dalam konteks kebijakan pemerintah yang kontroversial, investor cenderung bereaksi terhadap rumor dan spekulasi yang muncul sebelum pengumuman resmi.

Pada t-2 (20 April 2022), semua model menunjukkan *abnormal return* signifikan, yang mengindikasikan bahwa pasar mulai bereaksi lebih kuat terhadap kebijakan larangan ekspor. Hal ini dapat dikaitkan dengan berkembangnya pemberitaan mengenai skandal korupsi terkait izin ekspor minyak sawit yang terungkap pada 19 April 2022. Kejadian ini meningkatkan kekhawatiran investor terhadap intervensi pemerintah dalam industri CPO, yang dapat menjelaskan lonjakan volatilitas pasar. Studi Halim (2022) menyebutkan bahwa ketidakpastian

regulasi dan adanya faktor politik sering kali meningkatkan volatilitas harga saham, terutama pada sektor yang terdampak langsung oleh kebijakan tersebut.

Pada hari pengumuman (t_0 : 22 April 2022), hasil pengujian menunjukkan bahwa hanya *Mean-Adjusted Model* yang menunjukkan *abnormal return* signifikan, sementara *Market Model* dan *Market Adjusted Model* tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman tersebut tidak langsung berdampak besar pada harga saham secara keseluruhan, kemungkinan karena pasar telah mengantisipasi kebijakan ini sebelum diumumkan. Studi Purnasari (2015) menemukan bahwa dalam banyak kasus kebijakan ekonomi, pasar sering kali bereaksi lebih kuat terhadap spekulasi dan kebocoran informasi sebelum pengumuman dibandingkan dengan pengumuman itu sendiri.

Setelah pengumuman, terjadi reaksi pasar yang lebih kuat, sebagaimana terlihat dari *abnormal return* yang signifikan pada $t+1$ dan $t+2$ dalam semua model. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar membutuhkan waktu untuk mencerna dampak kebijakan terhadap sektor perkebunan. Studi Pagin et al. (2021) menunjukkan bahwa dalam kasus kebijakan ekonomi besar, reaksi pasar sering kali terjadi secara bertahap, dengan dampak yang lebih signifikan dalam beberapa hari setelah pengumuman daripada pada hari pengumuman itu sendiri. Pada $t+4$ (28 April 2022) dan $t+5$ (9 Mei 2022), *Market Model* dan *Market Adjusted Model* menunjukkan *abnormal return* yang signifikan. Hal ini dapat dikaitkan dengan implementasi kebijakan larangan ekspor CPO yang mulai berlaku efektif pada 28 April 2022. Investor mungkin bereaksi terhadap dampak nyata dari kebijakan tersebut, termasuk laporan penurunan ekspor dan potensi penurunan pendapatan bagi perusahaan di sektor perkebunan. Studi Abidin (2023) menunjukkan bahwa kebijakan larangan ekspor sering kali menimbulkan volatilitas pasar saat kebijakan mulai berlaku, karena investor mulai menyesuaikan ekspektasi terhadap kinerja perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil pengujian *abnormal return* menunjukkan bahwa pasar merespons kebijakan larangan ekspor dengan reaksi yang cukup signifikan, baik sebelum maupun setelah pengumuman. Reaksi sebelum pengumuman dapat dikaitkan dengan informational leakage dan spekulasi investor, sedangkan reaksi setelah pengumuman menunjukkan dampak langsung dari kebijakan tersebut terhadap ekspektasi pasar. Dengan demikian, H_a diterima, yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman larangan ekspor CPO.

2. Terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* pada saham sub-sektor perkebunan sebelum dan sesudah pengumuman larangan ekspor produk CPO.

Hasil pengujian *Cumulative Abnormal Return* (CAR) pada *Event 1* menunjukkan perbedaan hasil di antara model yang digunakan: 1) *Market Model* CAR menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan ($p=0.916$); 2) *Mean-Adjusted* CAR menunjukkan perbedaan signifikan ($p=0.015$); dan 3) *Market Adjusted* CAR menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan ($p=0.962$).

Hasil pengujian model ini menunjukkan bahwa hanya *Mean-Adjusted Model* yang mampu menangkap perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dan sesudah pengumuman. Model ini mengukur deviasi return aktual dari rata-rata historis return saham individu, tanpa mempertimbangkan pengaruh pasar secara keseluruhan. Oleh karena itu, model ini lebih sensitif terhadap perubahan harga individu dan dapat menangkap dampak langsung dari kebijakan terhadap masing-masing saham (Wu & Olson, 2021). Hal ini menjelaskan mengapa model ini mendeteksi perbedaan signifikan dalam CAR.

Sebaliknya, *Market Model* dan *Market Adjusted Model* menggunakan pendekatan yang mempertimbangkan ekspektasi return berdasarkan kinerja pasar secara umum. Ketidaksignifikanan hasil pada kedua model ini menunjukkan bahwa perubahan kumulatif harga saham setelah pengumuman larangan ekspor tidak cukup besar bila dibandingkan dengan

pola pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar telah mengantisipasi kebijakan tersebut lebih awal, dan dampaknya sudah tercermin dalam harga saham sebelum tanggal pengumuman resmi. Temuan ini sejalan dengan teori efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Fama, 1970) yang menjelaskan bahwa informasi publik, termasuk kebijakan pemerintah, cepat diasimilasi ke dalam harga saham.

Penelitian terdahulu mendukung temuan ini. Purnasari (2015) menyebutkan bahwa dampak dari kebijakan ekonomi sering kali hanya bersifat sementara dan tidak cukup kuat untuk menciptakan perbedaan jangka panjang pada return kumulatif. Kusuma (2024) menemukan bahwa pasar sektor perkebunan cenderung mengalami pemulihan harga setelah periode ketidakpastian, sehingga perbedaan CAR menjadi tidak signifikan. Halim (2022) juga menjelaskan bahwa meskipun investor bereaksi emosional terhadap kebijakan restriktif seperti larangan ekspor, pasar cenderung melakukan penyesuaian rasional dalam beberapa hari berikutnya. Pugin et al. (2021) menyatakan bahwa kebijakan larangan biasanya memicu volatilitas jangka pendek tanpa menghasilkan deviasi signifikan terhadap return kumulatif.

Berdasarkan hasil pengujian, H_a ditolak, karena tidak terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan dalam dua dari tiga model yang digunakan. Meskipun Mean-Adjusted Model menunjukkan signifikansi, hasil dari Market Model dan Market Adjusted Model menunjukkan bahwa secara keseluruhan, dampak kumulatif dari larangan ekspor tidak cukup kuat untuk mengubah pola return saham sub-sektor perkebunan dalam jangka pendek.

3. Terdapat perbedaan *abnormal return* pada saham sub-sektor perkebunan sebelum dan sesudah pengumuman pencabutan larangan ekspor produk CPO

Hasil pengujian AR pada *Event 2* menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan pada beberapa *windows*: 1) *Market Model* menunjukkan hasil signifikan pada $t-5$, $t-3$, $t-1$, $t+1$, dan $t+5$; 2) *Mean-Adjusted Model* menunjukkan hasil signifikan pada $t-5$, $t-4$, $t-2$, $t+1$, $t+2$, dan $t+4$; dan 3) *Market Adjusted Model* menunjukkan hasil signifikan pada $t-5$, $t-3$, $t-1$, $t+1$, dan $t+5$.

Hasil ini menunjukkan bahwa investor merespons pencabutan larangan ekspor baik sebelum maupun setelah pengumuman resmi. Pada $t-5$ (11 Mei 2022), semua model menunjukkan *abnormal return* signifikan, yang kemungkinan besar dipengaruhi oleh diskusi strategis yang diselenggarakan oleh Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian. Diskusi tersebut membahas dampak dinamika geopolitik global terhadap industri minyak nabati serta potensi Indonesia untuk mengisi kekosongan pasokan global. Pembahasan ini meningkatkan optimisme pasar terhadap industri CPO, sebagaimana didukung oleh studi Abidin (2023), yang menemukan bahwa kebijakan perdagangan internasional dapat mempengaruhi sentimen investor bahkan sebelum pengumuman resmi dilakukan. Pada $t-4$ (12 Mei 2022), *Mean-Adjusted Model* masih menunjukkan *abnormal return* signifikan, sementara *Market Model* dan *Market Adjusted Model* tidak menunjukkan hasil signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam model yang membandingkan *return* aktual dengan rata-rata historis, dampak pencabutan larangan ekspor mulai dirasakan. Studi Halim (2022) menunjukkan bahwa sentimen pasar terhadap kebijakan ekspor dapat muncul bertahap sebelum pengumuman resmi, terutama jika sudah ada indikasi kuat dari pemerintah. Pada $t-3$ (13 Mei 2022), *Market Model* dan *Market Adjusted Model* menunjukkan hasil signifikan, yang kemungkinan disebabkan oleh meningkatnya ekspektasi pasar terhadap pencabutan larangan ekspor. Faktor lain yang mempengaruhi adalah tekanan dari berbagai asosiasi industri dan pernyataan para pemangku kepentingan yang meminta pemerintah untuk segera mencabut kebijakan tersebut. Studi Kusuma (2024) menemukan bahwa tekanan dari pelaku industri dapat mempengaruhi harga saham karena investor melihat potensi perubahan kebijakan sebagai faktor yang dapat mengembalikan stabilitas sektor. Pada $t-2$ (17 Mei 2022), *Mean-Adjusted Model* kembali menunjukkan hasil signifikan, yang dapat dikaitkan dengan pernyataan Menteri Perdagangan

pada tanggal yang sama. Dalam wawancara dengan CNBC Indonesia, Menteri Perdagangan menyatakan bahwa pemerintah sedang mempertimbangkan untuk mencabut larangan ekspor. Pernyataan ini memberikan sinyal kuat kepada pasar, yang menyebabkan peningkatan *return* saham sub-sektor perkebunan. Studi Pagin et al., (2021) menyebutkan bahwa pasar cenderung merespons lebih kuat terhadap pernyataan pejabat pemerintah terkait kebijakan perdagangan dibandingkan dengan pengumuman kebijakan yang sebenarnya. Pada $t-1$ (18 Mei 2022), *Market Model* dan *Market Adjusted Model* menunjukkan *abnormal return* signifikan. Ini mengindikasikan bahwa investor semakin yakin bahwa pencabutan larangan ekspor akan segera diumumkan, sehingga mereka mulai menyesuaikan portofolio mereka. Studi Putra (2023) menunjukkan bahwa ketika pasar memiliki kepastian lebih tinggi terhadap suatu kebijakan, investor cenderung lebih agresif dalam mengambil keputusan investasi. Pada hari pengumuman (t_0 : 19 Mei 2022), tidak ada model yang menunjukkan *abnormal return* yang signifikan. Hal ini dapat dijelaskan oleh fakta bahwa pasar telah mengantisipasi pencabutan larangan ekspor sejak beberapa hari sebelumnya, sebagaimana terlihat dari *abnormal return* signifikan pada $t-1$. Selain itu, pasar mungkin menunggu detail lebih lanjut mengenai implementasi kebijakan sebelum melakukan reaksi besar terhadap pencabutan larangan ekspor. Studi Purnasari (2015) menemukan bahwa dalam kebijakan perdagangan, reaksi terbesar pasar sering kali terjadi sebelum pengumuman resmi, bukan pada hari pengumuman itu sendiri.

Pada $t+1$ (20 Mei 2022), semua model menunjukkan *abnormal return* signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa setelah pengumuman resmi, investor mulai merespons dengan lebih kuat, kemungkinan karena mereka telah memperoleh kepastian mengenai mekanisme ekspor yang akan diterapkan. Studi Halim (2022) menunjukkan bahwa kebijakan ekspor yang berubah secara mendadak sering kali menimbulkan reaksi pasar yang signifikan dalam satu atau dua hari setelah pengumuman, seiring dengan penyesuaian investor terhadap dampak kebijakan. Pada $t+2$ (23 Mei 2022), hanya *Mean-Adjusted Model* yang menunjukkan *abnormal return* signifikan. Ini mengindikasikan bahwa meskipun dampak pencabutan larangan ekspor telah diantisipasi oleh pasar secara umum, ketika dibandingkan dengan *return* rata-rata historis, terjadi perbedaan yang signifikan. Studi Kusuma (2024) mencatat bahwa dalam kebijakan ekspor yang kontroversial, reaksi investor cenderung bertahap, dengan beberapa kelompok investor merespons lebih lambat daripada yang lain. Pada $t+3$ (24 Mei 2022), tidak ada model yang menunjukkan *abnormal return* signifikan, menunjukkan bahwa pasar telah mulai mencapai stabilitas setelah pencabutan larangan ekspor. Namun, pada $t+4$ (25 Mei 2022), *Mean-Adjusted Model* kembali menunjukkan hasil signifikan, yang dapat dikaitkan dengan reaksi lanjutan investor yang membutuhkan waktu tambahan untuk menyesuaikan strategi investasi mereka. Pada $t+5$ (27 Mei 2022), *Market Model* dan *Market Adjusted Model* kembali menunjukkan *abnormal return* signifikan. Hal ini kemungkinan besar disebabkan oleh optimisme pasar terhadap kembalinya ekspor CPO, serta penguatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang naik 2,07% ke level 7.026. Kombinasi faktor-faktor ini mendorong harga saham di sektor perkebunan, sebagaimana ditemukan dalam studi Pagin et al. (2021), yang mencatat bahwa optimisme pasar terhadap kebijakan yang menguntungkan industri dapat mendorong *abnormal return* positif beberapa hari setelah pengumuman resmi.

Berdasarkan hasil pengujian, **H_a diterima**, yang menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman pencabutan larangan ekspor CPO. Investor telah mengantisipasi kebijakan ini sebelum pengumuman resmi, sebagaimana terlihat dari *abnormal return* signifikan pada $t-5$, $t-3$, $t-2$, dan $t-1$. Setelah pengumuman, reaksi pasar berlanjut pada $t+1$, dan kembali signifikan pada $t+5$, didorong oleh optimisme terhadap pemulihan ekspor dan penguatan pasar secara keseluruhan. Hasil ini mendukung teori efisiensi pasar bentuk setengah kuat, di mana informasi penting dapat tercermin dalam harga saham sebelum atau beberapa hari setelah pengumuman resmi.

4. Terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* pada saham sub-sektor perkebunan sebelum dan sesudah pengumuman pencabutan larangan ekspor produk CPO.

Hasil pengujian *Cumulative Abnormal Return* (CAR) pada *Event 2* menunjukkan perbedaan hasil di antara model yang digunakan: 1) *Market Model* CAR menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan ($p=0.177$); 2) *Mean-Adjusted* CAR menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan ($p=0.189$); dan 3) *Market Adjusted* CAR menunjukkan perbedaan signifikan ($p=0.028$).

Hasil ini menunjukkan bahwa hanya *Market Adjusted Model* yang mendeteksi perbedaan signifikan antara CAR sebelum dan sesudah pengumuman. Model ini mengukur kinerja relatif saham terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Dengan demikian, ketika CAR dalam model ini menunjukkan signifikansi, hal tersebut berarti return saham sektor perkebunan secara kumulatif memiliki deviasi yang cukup besar dibandingkan kinerja pasar agregat. Wu & Olson (2021) menjelaskan bahwa model ini lebih mampu menangkap kelebihan *return* (*excess return*) yang tidak tercermin dalam pergerakan pasar umum, sehingga menjadi indikator yang sensitif terhadap perubahan yang bersifat sistemik maupun spesifik sektor.

Sementara itu, ketidaksignifikanan hasil pada *Market Model* dan *Mean-Adjusted Model* menunjukkan bahwa perubahan kumulatif harga saham setelah pencabutan larangan ekspor tidak cukup kuat bila dibandingkan dengan return estimasi berbasis historis (*Mean-Adjusted*) maupun ekspektasi pasar (*Market Model*). Hal ini mengindikasikan bahwa pasar telah mengantisipasi pencabutan larangan ekspor sebelum pengumuman resmi, sehingga efek aktual dari pengumuman tidak menciptakan deviasi yang substansial terhadap return saham. Temuan ini sesuai dengan teori efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Fama, 1970) yang menyatakan bahwa informasi publik, termasuk kebijakan pemerintah, cenderung langsung tercermin dalam harga saham sebelum informasi tersebut diumumkan secara resmi.

Penelitian terdahulu juga mendukung interpretasi ini. Putra (2023) menjelaskan bahwa kebijakan ekonomi yang telah banyak diprediksi sebelumnya akan menghasilkan reaksi pasar yang lebih kuat pada fase pra-pengumuman dibandingkan sesudahnya. Dalam studi Kusuma (2024), ditemukan bahwa pasar sektor perkebunan cenderung stabil kembali setelah ketidakpastian kebijakan terkonfirmasi, sehingga perbedaan CAR menjadi tidak signifikan. Purnasari (2015) menambahkan bahwa dalam kasus pencabutan larangan ekspor, lonjakan harga saham cenderung terjadi pada saat spekulasi atau pernyataan awal dari otoritas pemerintah muncul, bukan pada hari pelaksanaan kebijakan. Halim (2022) juga menyatakan bahwa sentimen positif terhadap kebijakan ekspor tidak selalu menyebabkan perubahan besar dalam return kumulatif, karena sebagian besar investor telah melakukan penyesuaian sebelumnya.

Berdasarkan hasil pengujian, H_a ditolak, karena tidak terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman pencabutan larangan ekspor CPO dalam *Market Model* dan *Mean-Adjusted Model*. Meskipun *Market Adjusted Model* menunjukkan hasil yang signifikan, hasil tersebut belum cukup kuat secara keseluruhan untuk menyimpulkan bahwa terdapat perubahan yang konsisten dalam kinerja kumulatif saham sub-sektor perkebunan akibat kebijakan tersebut.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, dapat disimpulkan bahwa pengumuman larangan dan pencabutan larangan ekspor produk CPO memberikan dampak yang signifikan terhadap pasar modal Indonesia, khususnya saham-saham di sub-sektor perkebunan. Hasil pengujian *abnormal return* menunjukkan bahwa pasar bereaksi signifikan di sekitar pengumuman, baik sebelum maupun setelah *event*.

Berdasarkan hasil pengujian *abnormal return* (AR) pada *Event 1*, ditemukan bahwa terdapat *abnormal return* signifikan pada beberapa hari sebelum dan sesudah pengumuman

larangan ekspor CPO. Model *Market Model* menunjukkan signifikansi pada $t-5$, $t-2$, $t+1$, $t+2$, $t+4$, dan $t+5$, sementara *Mean-Adjusted Model* menunjukkan signifikansi pada $t-4$, $t-3$, $t-2$, t_0 , $t+1$, dan $t+2$, dan *Market Adjusted Model* menunjukkan signifikansi pada $t-2$, $t+1$, $t+2$, $t+4$, dan $t+5$. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar telah mengantisipasi pengumuman larangan ekspor sebelum tanggal pengumuman resmi, yang dapat mengindikasikan adanya informational leakage atau kebocoran informasi di pasar. Selain itu, respons pasar setelah pengumuman masih berlangsung selama beberapa hari, yang mengindikasikan bahwa investor membutuhkan waktu untuk menilai dampak kebijakan tersebut.

Pada *Event 2* (Pencabutan Larangan Ekspor CPO), hasil pengujian *abnormal return* juga menunjukkan bahwa pasar bereaksi signifikan terhadap pencabutan larangan ekspor, baik sebelum maupun setelah pengumuman. *Market Model* menunjukkan signifikansi pada $t-5$, $t-3$, $t-1$, $t+1$, dan $t+5$, sementara *Mean-Adjusted Model* menunjukkan signifikansi pada $t-5$, $t-4$, $t-2$, $t+1$, $t+2$, dan $t+4$, dan *Market Adjusted Model* menunjukkan signifikansi pada $t-5$, $t-3$, $t-1$, $t+1$, dan $t+5$. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar mulai bereaksi positif terhadap potensi pencabutan larangan ekspor beberapa hari sebelum pengumuman resmi. Hal ini dapat dikaitkan dengan pernyataan Menteri Perdagangan yang menyebutkan bahwa pemerintah sedang mempertimbangkan pencabutan larangan ekspor, yang menjadi sinyal bagi investor untuk kembali membeli saham-saham sektor perkebunan.

Namun, hasil pengujian *cumulative abnormal return* (CAR) memberikan temuan yang berbeda. Pada *Event 1*, hasil pengujian menunjukkan bahwa CAR tidak signifikan pada *Market Model* dan *Market Adjusted Model* ($p=0.916$ dan $p=0.962$), tetapi signifikan pada *Mean-Adjusted Model* ($p=0.015$). Hal ini menunjukkan bahwa meskipun terdapat reaksi pasar terhadap larangan ekspor, dampak kumulatif kebijakan ini tidak cukup kuat untuk menciptakan perbedaan signifikan dalam *return* kumulatif pada *Market Model* dan *Market Adjusted Model*, namun tetap terlihat dalam *Mean-Adjusted Model* yang lebih sensitif terhadap perbedaan *return* dari rata-rata historis.

Sebaliknya, pada *Event 2*, hasil pengujian CAR menunjukkan bahwa *Market Model* dan *Mean-Adjusted Model* tidak menunjukkan hasil signifikan ($p=0.177$ dan $p=0.189$), sementara *Market Adjusted Model* menunjukkan hasil signifikan ($p=0.028$). Namun, karena hanya satu model yang menunjukkan signifikansi, hasil ini tidak cukup kuat untuk mendukung adanya perbedaan *return* kumulatif yang signifikan secara keseluruhan.

Berdasarkan hasil pengujian ini, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima, yang berarti terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman larangan ekspor CPO, menunjukkan bahwa kebijakan ini berdampak pada ekspektasi pasar. Namun, pada hipotesis kedua ditolak, karena tidak terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan dalam *Market Model* dan *Market Adjusted Model*, meskipun signifikan dalam *Mean-Adjusted Model*. Untuk *Event 2*, pada hipotesis ketiga, menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman pencabutan larangan ekspor CPO, yang mengindikasikan bahwa pasar bereaksi terhadap perubahan kebijakan tersebut. Namun, hipotesis keempat ditolak, karena tidak terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan dalam *Market Model* dan *Mean-Adjusted Model*, meskipun signifikan dalam *Market Adjusted Model*, yang tidak cukup untuk membuktikan bahwa dampak pencabutan larangan ekspor memiliki pengaruh jangka panjang yang signifikan terhadap *return* kumulatif saham.

REFERENSI

Abdullah, A., Hariyanto, D., & Safitri, H. (2024). *Analyzing Stock Market Reaction: The Impact of Crude Palm Oil (CPO) Export Ban in the Plantation Sub-Sector*. <https://doi.org/10.4108/eai.2-8-2023.2340640>

- Abidin, J. Z. (2023). Tata kelola industri kelapa sawit berkelanjutan dalam mendukung ketahanan energi nasional. *JASSU Journal of Agrosociology and Sustainability JASSU*, 1(1). <https://doi.org/10.61511/jassu.v1i1>
- Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100326>
- Farisha, A. K., & Trisna, I. N. (2024). *Mimbar Agribisnis: Jurnal Pemikiran Masyarakat Ilmiah Berwawasan Agribisnis Reaksi Pasar Saham Terhadap Pengumuman Kebijakan Larangan Ekspor CPO dan Turunannya Stock Market Reaction to the Announcement of the CPO and its Derivatives Export Ban Policy*. 10(1), 1497–1507. <https://dx.doi.org/10.25157/ma.v10i1.13213>
- Halim, N. (2022). Stock Market Reaction During Coal Export Ban Policy. 7(10). <https://doi.org/10.36418/syntax-literate.v7i10.13090>
- Herdiansyah, H. (2018). Pengelolaan Konflik Sumber Daya Alam Terbarukan di Perbatasan dalam Pendekatan Ekologi Politik. *Jurnal Hubungan Internasional*, 7(2). <https://doi.org/10.18196/hi.72134>
- Kiroyan, T. C. S., Mangantar, M., & Sumarauw, J. S. B. (2022). Analisis Reaksi Pasar Modal Pada Perusahaan Cpo Sub Sektor Perkebunan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Sebelum Dan Sesudah Larangan Ekspor Minyak Goreng Dan Bahan Baku Di Indonesia. In 490 *Jurnal EMBA* (Vol. 10).
- Kusuma, I. G. N. A. B. D., & Dewi, S. K. S. (2024). Reaksi Pasar Saham Terhadap Pengumuman Kebijakan Larangan Ekspor CPO dan Turunannya. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 13(3), 388. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2024.v13.i03.p02>
- Pandey, D. K., & Kumari, V. (2021). *Event study* on the reaction of the developed and emerging stock markets to the 2019-nCoV outbreak. *International Review of Economics and Finance*, 71, 467–483. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.09.014>
- Rahim, R., Sulaiman, D., Husni, T., & Wiranda, N. A. (2021). Investor Behavior Responding to Changes in Trading Halt Conditions: Empirical Evidence from the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 135–143. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0135>
- Saragih, H. M., & Rahayu, H. (2022). Pengaruh kebijakan Uni Eropa terhadap ekspor kelapa sawit Indonesia. *JPPPI (Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia)*, 8(2), 296. <https://doi.org/10.29210/020221377>
- Suganda, T. Renald. (2018). *Event Study Teori dan Pembahasan Reaksi Pasar Modal Indonesia*.
- Tandelilin, Eduarus. (2017). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta. BPFE.
- Wibowo, H., Adam, H., & Fauziah, M. (2023). Changes in global, domestic, and stock price as a response to Indonesian CPO export ban: An opening door into a worldwide financial distress. In *International Journal of Science and Society* (Vol. 5, Issue 5). <https://doi.org/10.54783/ijsoc.v5i5.868>