

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memainkan peran penting dalam perekonomian sebuah negara dalam menyediakan penghidupan bagi masyarakat. BUMN tidak hanya menyediakan lapangan kerja, tetapi juga berbagai layanan sosial, pendidikan, perawatan medis, dan perlindungan kesehatan serta pensiun (Fan & Hope, 2013). Selain itu, BUMN juga berkontribusi dalam peningkatan ekonomi dan mengurangi risiko anggaran melalui tambahan pendapatan negara (Marrez, 2015). Di Indonesia, BUMN memegang tugas penting dalam mewujudkan kesejahteraan umum yang menjadi cita-cita bangsa dalam Pembukaan Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945. Pencapaian kesejahteraan umum dapat diukur dari tercukupinya kebutuhan dasar masyarakat yang meliputi sandang, pangan, dan papan (Nachrawi, 2021). BUMN diharapkan tidak hanya mencari keuntungan, tetapi juga menjalankan fungsi-fungsi strategis untuk mendukung pembangunan nasional. Rencana Pembangunan Jangka Panjang Nasional (RPJPN) 2025-2045 yang tertuang dalam Undang-Undang Republik Indonesia nomor 59 Tahun 2024 menetapkan arah pembangunan Indonesia dalam jangka panjang, termasuk peran yang diharapkan dari BUMN.

RPJPN 2025-2045 menetapkan visi Indonesia Emas 2045, yaitu Indonesia menjadi negara maju, berdaulat, adil, dan makmur. Untuk mencapai visi ini, RPJPN mengidentifikasi beberapa transformasi yang perlu dilakukan, termasuk transformasi ekonomi. BUMN diharapkan dapat menjadi agen transformasi ekonomi dengan cara :

1. Mendorong Pembangunan Infrastruktur, BUMN karya memiliki peran penting dalam membangun infrastruktur yang dibutuhkan untuk mendukung pertumbuhan ekonomi, seperti jalan, jembatan, pelabuhan, dan bandara. Pembangunan infrastruktur ini tidak hanya meningkatkan konektivitas dan efisiensi, tetapi juga menciptakan lapangan kerja dan mendorong investasi di sektor lain. Contohnya, pembangunan jalan tol Trans-Sumatera oleh Hutama

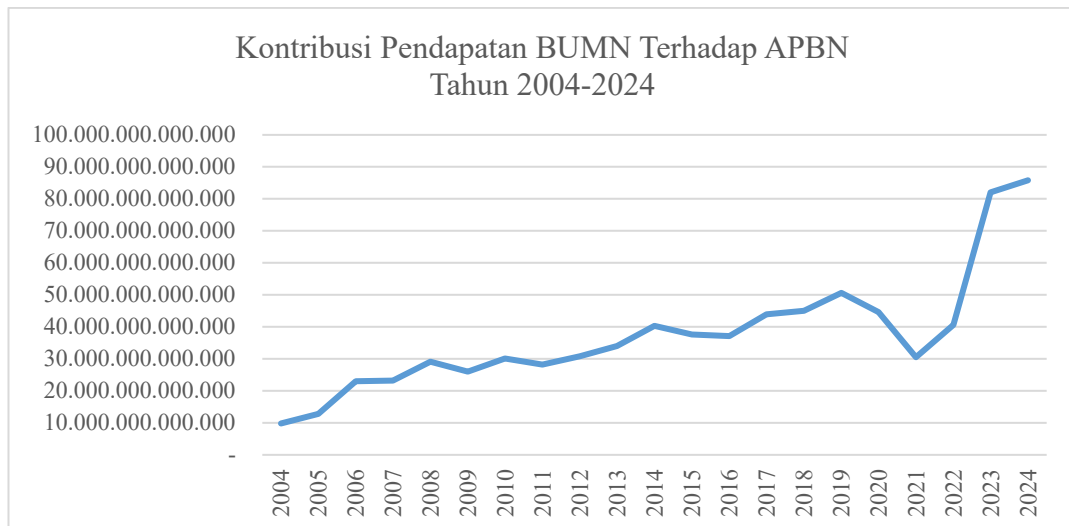
Karya diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi di wilayah Sumatera.

2. Mengembangkan Industri Strategis, BUMN di sektor-sektor strategis seperti energi, pertambangan, dan manufaktur diharapkan dapat meningkatkan daya saing industri nasional dan mengurangi ketergantungan pada impor. Pengembangan industri ini penting untuk menciptakan nilai tambah yang lebih tinggi dan mengurangi defisit neraca perdagangan. Misalnya, pengembangan industri baterai oleh MIND ID diharapkan dapat mendukung pertumbuhan industri kendaraan listrik di Indonesia.
3. Meningkatkan Inklusi Keuangan, BUMN perbankan dan keuangan diharapkan dapat meningkatkan akses masyarakat terhadap layanan keuangan, terutama bagi usaha mikro, kecil, dan menengah (UMKM). Inklusi keuangan yang lebih tinggi dapat membantu UMKM untuk berkembang dan berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi yang lebih inklusif. Contohnya, program Mekaar dari PNM memberikan akses pembiayaan kepada jutaan perempuan pengusaha mikro.
4. Mewujudkan Pembangunan Berkelanjutan, BUMN diharapkan dapat menerapkan praktik bisnis yang berkelanjutan dan berkontribusi pada pencapaian tujuan pembangunan berkelanjutan (SDGs). Pembangunan berkelanjutan penting untuk memastikan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak merusak lingkungan dan dapat dinikmati oleh generasi mendatang. Misalnya, Pertamina berkomitmen untuk mengembangkan energi baru dan terbarukan untuk mengurangi emisi gas rumah kaca.

Peran BUMN dalam pembangunan nasional diwujudkan dengan adanya penugasan oleh negara yang tertuang dalam Peraturan Presiden Republik Indonesia nomor 12 Tahun 2025 tentang Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional Tahun 2025-2029. Saat ini di era pemerintahan Prabowo Subianto peran BUMN berada dibawah Kementerian BUMN dan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara atau Danantara. Penugasan BUMN dibawah koordinasi Kementerian BUMN dengan sasaran mewujudkan tata kelola BUMN yang baik untuk meningkatkan kontribusi BUMN sebagai agen pembangunan dengan indikator *return on asset/ROA* baseline sebesar 3,14 % dan target tahun 2025 sebesar 3,21 %

serta target tahun 2029 sebesar 3,42 %. Peningkatan produktivitas BUMN dengan indikator *profit margin ratio* baseline sebesar 11,15 % dan target tahun 2025 sebesar 10,50 % serta target tahun 2029 sebesar 10,98 %. Peningkatan daya saing BUMN dengan indikator *total asset turnover* baseline sebesar 0,282 kali dan target tahun 2025 sebesar 0,305 kali serta target tahun 2029 sebesar 0,311 kali. Sedangkan penugasan BUMN dibawah Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara atau Danantara dengan sasaran peningkatan investasi strategis negara dengan indikator target tahun 2025 sebesar Rp 100 trilyun dan tahun 2029 sebesar Rp 400 trilyun, optimalisasi portofolio investasi strategis negara dengan indikator *return on investment/ROI* tahun 2025 sebesar 6 % dan tahun 2029 sebesar 8 %, peningkatan investasi strategis negara pada sektor prioritas dengan indikator jumlah investasi strategis negara sektor prioritas yang mencapai *financial close* tahun 2025 sebanyak 2 (dua) proyek dan tahun 2029 sebanyak 10 (sepuluh) proyek.

BUMN di Indonesia melakukan kegiatan produksi dan distribusi yang berkaitan dengan hajat hidup masyarakat. BUMN memiliki beberapa fungsi utama yaitu menyediakan barang dan jasa yang tidak disediakan swasta, mengelola cabang-cabang produksi sumber daya alam untuk masyarakat, membantu pengembangan usaha kecil dan koperasi, berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi nasional melalui pengeluaran operasional dan *capital expenditure*, berperan sebagai agen pembangunan dan penggerak pertumbuhan ekonomi, dan memiliki kontribusi besar dalam sektor kunci, seperti energi, infrastruktur, telekomunikasi, transportasi, dan perbankan (Putniņš, 2014). Sebagai badan usaha, BUMN tidak lepas dari tujuan utama usaha yaitu mendapatkan laba (Benassi & Landoni, 2019). Laba yang didapatkan BUMN akan didistribusikan kepada pemerintah sebagai pemegang saham. Kontribusi pendapatan negara yang berasal dari BUMN tahun 2004-2024 terlihat pada gambar 1.1 berikut (Kementerian Keuangan, 2024).



Sumber: Kementerian Keuangan, APBN Indonesia Tahun 2004-2024

Gambar 1.1 Kontribusi Pendapatan BUMN kepada APBN Tahun 2004-2024

Pada tahun 2004, BUMN memberikan kontribusi sebesar Rp9.817.530.700.000 atau 2,4% dari total pendapatan APBN. Sejak tahun 2004 sampai dengan tahun 2024, jumlah pendapatan negara yang berasal dari BUMN mengalami tren positif. Puncak kenaikan pendapatan negara terjadi pada tahun 2023 yang naik sebesar 102 % dari tahun 2022 atau mengalami kenaikan sebesar Rp41.461.651.427.721 dari pendapatan tahun 2022 sebesar Rp 40.597.091.946.149 menjadi sebesar Rp82.058.743.373.870 pada tahun 2023. Pada tahun 2024, pendapatan negara yang berasal dari BUMN sebesar Rp85.800.000.000.000.

Pemerintah pada suatu kondisi memutuskan untuk melakukan privatisasi BUMN (Gakhar & Phukon, 2018). Privatisasi BUMN di Indonesia mulai dilakukan sejak tahun 1977. Namun, privatisasi pada waktu itu baru dalam bentuk kebijakan perekonomian terhadap BUMN, berupa penjualan saham perusahaan. BUMN yang pertama kali terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah PT. Solusi Bangun Indonesia Tbk dengan kode bursa SMCB. Baru setelah krisis ekonomi tahun 1997, gelombang privatisasi BUMN mulai digaungkan kembali. Puncaknya, privatisasi BUMN di Indonesia dilakukan pada tahun 2009 dengan dikeluarkannya Undang-Undang Nomor 59 Tahun 2009. Privatisasi BUMN dilakukan dengan cara menjual saham atau menerbitkan obligasi konversi. Beberapa alasan yang melatarbelakangi privatisasi BUMN di Indonesia, yaitu: kondisi keuangan negara, pemberlakuan kesepakatan perdagangan bebas, dan peningkatan partisipasi masyarakat dalam kepemilikan BUMN. Sampai dengan tahun 2024, jumlah BUMN yang telah

terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebanyak 30 (tiga puluh) perusahaan di sektor keuangan dan perbakan, pertambangan, migas, konstruksi, industri, transportasi, dan telekomunikasi. Berikut daftar BUMN yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai tahun 2024, sesuai dengan tabel 1.1 berikut (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Tabel 1.1 Daftar BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

No	Nama BUMN	Kode	Tanggal Pencatatan
1	PT Solusi Bangun Indonesia Tbk.	SMCB	10/08/1977
2	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk.	SMGR	08/07/1991
3	PT Timah Tbk.	TINS	19/10/1995
4	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk.	TLKM	14/11/1995
5	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	BBNI	25/11/1996
6	PT Aneka Tambang Tbk.	ANTM	27/11/1997
7	PT Indofarma Tbk.	INAF	17/04/2001
8	PT Kimia Farma Tbk.	KAEF	04/07/2001
9	PT Bukit Asam Tbk.	PTBA	23/12/2002
10	PT Pertamina Geotherman Energy Tbk.	PGEO	24/02/2003
11	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk.	BMRI	14/07/2003
12	PT Bank Raya Indonesia (Persero) Tbk.	AGRO	08/08/2003
13	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	BBRI	10/11/2003
14	PT Perusahaan Gas Negara Tbk.	PGAS	15/12/2003
15	PT Adhi Karya (Persero) Tbk.	ADHI	18/03/2004
16	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk.	WIKA	29/10/2007
17	PT Jasa Marga (Persero) Tbk.	JSMR	12/11/2007
18	PT Elnusa Tbk.	ELNUSA	06/02/2008
19	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	BBTN	17/12/2009
20	PP (Persero) Tbk.	PTPP	09/02/2010
21	PT Krakatau Steel (Persero) Tbk.	KRAS	10/11/2010
22	PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk	GIAA	11/02/2011
23	PT Waskita Karya (Persero) Tbk.	WSKT	19/12/2012
24	PT Semen Baturaja Tbk.	SMBR	28/06/2013
25	Wijaya Karya Beton	WTON	08/04/2014
26	PT PP Properti Tbk.	PPRO	19/05/2015
27	PT Waskita Beton Precast Tbk.	WSBP	20/09/2016
28	PT Wijaya Karya Bangunan Gedung Tbk.	WEGE	30/11/2017
29	PT Bank Syariah Indonesia Tbk.	BRIS	09/05/2018
30	PT Asuransi Tugu Pratama Indonesia Tbk.	TUGU	28/05/2018

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2024

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya bahwa PT Solusi Bangun Indonesia Tbk menjadi BUMN yang pertama kali terdaftar pada tahun 1977. Selanjutnya pada dekade 1990-an diikuti oleh 5 (lima) BUMN yang terdaftar pada BEI yaitu PT Semen Indonesia (Persero) Tbk., PT Timah Tbk., PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk., PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk., dan PT Aneka Tambang Tbk. Pada dekade 2000-an gelombang privatisasi BUMN meningkat tajam ditandai dengan lima belas BUMN mendaftarkan diri di bursa pada periode tersebut yaitu PT Indofarma Tbk., PT Kimia Farma Tbk., PT Bukit Asam Tbk., PT Pertamina Geotherman Energy Tbk., PT Bank Mandiri (Persero) Tbk., PT Bank Raya Indonesia (Persero) Tbk., PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk., PT Perusahaan Gas Negara Tbk., PT Adhi Karya (Persero) Tbk., PT Wijaya Karya (Persero) Tbk., PT Jasa Marga (Persero) Tbk., PT Elnusa Tbk., PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk., PP (Persero) Tbk., dan PT Krakatau Steel (Persero) Tbk. Pada dekade 2010-an, terdapat tujuh BUMN yang menyusul terdaftar pada bursa yaitu PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., PT Waskita Karya (Persero) Tbk., PT Semen Baturaja Tbk., Wijaya Karya Beton, PT PP Properti Tbk., PT Waskita Beton Precast Tbk., PT Wijaya Karya Bangunan Gedung Tbk., PT Bank Syariah Indonesia Tbk., PT Asuransi Tugu Pratama Indonesia Tbk. Privatisasi BUMN berimplikasi pada diperjual-belikannya saham BUMN di Bursa Efek Indonesia. Hal ini memungkinkan masyarakat bisa memiliki saham BUMN, namun kepemilikan saham mayoritas tetap di tangan pemerintah.

Penelitian tentang privatisasi BUMN menjadi topik yang hangat dibicarakan di dunia internasional (Boardman et al., 2016; Boubakri et al., 2017; Khan et al., 2019; Z. Li & Yamada, 2015; Sedighikamal & Talebnia, 2014), tidak terkecuali di Indonesia (Armereo & Fitri Rahayu, 2019; Rakhman, 2018; Rossieta, 2017). Hasil penelitian (Boardman et al., 2016; Sedighikamal & Talebnia, 2014) menjelaskan bahwa setelah dilakukan privatisasi BUMN menunjukkan efektifitas dan efisiensi produksi yang meningkat. Dikatakan bahwa hal tersebut disebabkan oleh kontrol dan tuntutan dari pemegang saham menjadi semakin ketat dan meningkat, terutama target kinerja keuangan BUMN. Rossieta (2017) menemukan bahwa dengan privatisasi pada BUMN, pemegang saham selain pemerintah juga memiliki peran dalam menentukan jajaran dewan direksi sehingga meningkatkan

kualitas tata kelola perusahaan BUMN. Meningkatnya kinerja keuangan BUMN dan diperkuat dengan tata kelola perusahaan yang baik, menjadikan saham BUMN dapat bersaing dengan saham perusahaan swasta di bursa saham (C. Chen et al., 2014; Lazzarini & Musacchio, 2018; Rakhman, 2018).

Meskipun telah dikatakan bahwa kinerja pasar saham BUMN dapat bersaing bahkan mengalahkan saham perusahaan swasta, namun harga saham BUMN tidak lepas dari volatilitas. Volatilitas dalam penelitian ini didefinisikan sebagai pergerakan harga saham yang diakibatkan oleh faktor-faktor eksternal dan internal perusahaan (Fung & Yahong, 2002). Pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan tingkat suku bunga memiliki dampak besar. Ekonomi yang tumbuh cenderung meningkatkan kinerja BUMN, sedangkan inflasi tinggi dan suku bunga yang meningkat dapat menekan profitabilitas. Kebijakan fiskal dan moneter pemerintah, serta regulasi yang berkaitan dengan BUMN dapat mempengaruhi kepercayaan investor. Kebijakan yang mendukung dapat menurunkan volatilitas, sementara kebijakan yang ketat atau tidak pasti dapat meningkatkan ketidakpastian sehingga volatilitas saham akan meningkat. Volatilitas saham dapat diukur dari perubahan harga saham. Menurut Taylor (2005), volatilitas harga mengacu pada tingkat perubahan harga. Para ahli mendefinisikan tingkat ini dalam beberapa cara, terutama dengan standar deviasi dari pengembalian yang diperoleh dengan berinvestasi dalam suatu aset. Hal yang mencolok dari harga aset adalah bahwa mereka bergerak lebih cepat selama beberapa bulan daripada yang lain. Harga bergerak relatif lambat ketika kondisinya tenang, sementara bergerak lebih cepat ketika ada lebih banyak berita, ketidakpastian, dan perdagangan. Tingkat volatilitas dapat diukur dan diprediksi dengan beberapa keberhasilan menggunakan baik harga aset historis atau harga opsi saat ini. Fluktuasi harga saham bersifat dinamis, dimana ketika situasi ekstrem seperti pasar yang bergejolak maka akan menimbulkan volatilitas tinggi dan pasar yang tenang akan menimbulkan volatilitas rendah

Hasil penelitian Nam et al (2021) menunjukkan bahwa faktor eksternal, terutama faktor fundamental makro (inflasi dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN di Vietnam. Hasil penelitian di Kenya yang dilakukan oleh (Kirui et al., 2014) mendukung bahwa faktor fundamental makro (nilai tukar dan inflasi) berpengaruh terhadap volatilitas saham

BUMN. Penelitian lintas negara yang dilakukan oleh (Chiu et al., 2018; Fogli & Perri, 2014; Thampanya et al., 2020; Widyantoro et al., 2023) yang dilakukan di negara dengan pasar yang masih berkembang termasuk Indonesia, memperkuat temuan bahwa faktor fundamental makro berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN. Beberapa hasil penelitian di atas dapat digunakan sebagai pijakan pemerintah sebagai pengambil kebijakan terutama kebijakan makro ekonomi yang meliputi kebijakan moneter dan kebijakan fiskal.

Selain faktor fundamental makro, volatilitas saham BUMN juga dipengaruhi oleh faktor fundamental mikro. Faktor fundamental mikro merujuk pada aspek-aspek spesifik yang berkaitan dengan individu perusahaan atau entitas bisnis yang dapat memengaruhi kinerja dan nilai saham. Faktor fundamental mikro diantaranya adalah kinerja keuangan perusahaan, manajemen dan eksekutif, produk dan layanan, struktur biaya, posisi pasar dan daya saing, kebijakan deviden, serta risiko perusahaan (Almeida & Divino, 2015). Kinerja keuangan mencakup analisis laporan laba rugi, neraca, dan arus kas. Angka-angka seperti pendapatan, laba bersih, margin keuntungan, dan pengeluaran operasional memberikan gambaran tentang kesehatan finansial perusahaan. Sedangkan kualitas manajemen dan eksekutif dapat mempengaruhi keputusan strategis dan operasional perusahaan serta kemampuannya untuk mencapai tujuan jangka panjang dengan melakukan inovasi pada produk dan layanan yang diberikan oleh perusahaan. Selain itu struktur manajemen dan eksekutif dapat menentukan kebijakan deviden perusahaan yang menarik bagi investor sehingga meningkatkan volatilitas saham perusahaan (H. K. Baker & Weigand, 2015; Priya & Mohanasundari, 2016)

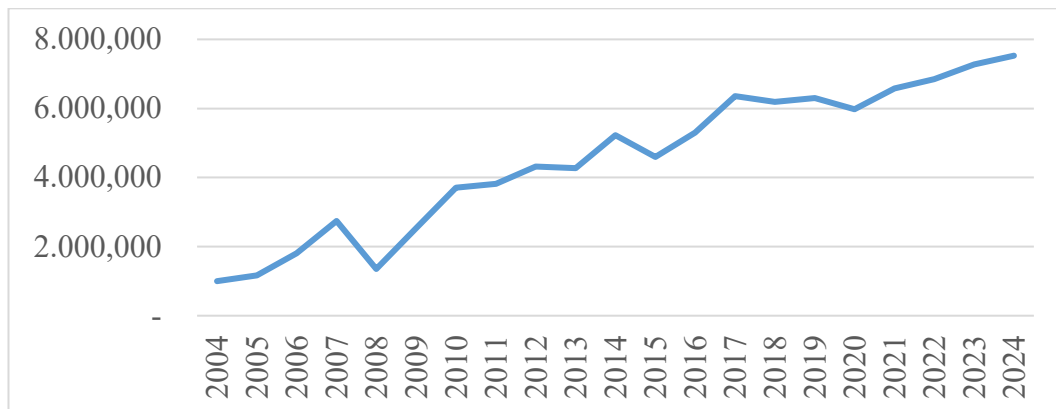
Penelitian yang menganalisis pengaruh faktor fundamental mikro terhadap volatilitas saham telah banyak dilakukan. Misalnya penelitian oleh Mitnik et al (2015) menyatakan bahwa faktor fundamental mikro akan mempengaruhi volatilitas saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Lebih spesifik penelitian yang dilakukan oleh Aloui & Jarboui (2018); (Kurniati, 2019) menyatakan bahwa kinerja keuangan berpengaruh terhadap volatilitas saham di negara-negara ASEAN. Sejalan dengan penelitian klasik oleh (Ball & Brown, 1968) yang menyatakan bahwa investor akan merespon informasi tentang kinerja keuangan yang disajikan oleh perusahaan. Investor akan menghitung rasio-rasio

keuangan seperti *debt to equity ratio (DER)*, *total assets turn over (TATO)*, *return on equity (ROE)*, *return on asset (ROA)*, *net profit margin (NPM)*, *earning per share (EPS)*, *operating profit margin (OPM)*, *price earnings ratio (PER)*, *price to book value (PBV)*, *book value (BV)* untuk menentukan keputusan investasinya (Al Zobi & Al-Dhaimesh, 2021; Buallay et al., 2017; Dewri, 2022; Ibhagui & Olokoyo, 2018; Mubin et al., 2014). Keputusan dari investor akan berdampak pada volatilitas saham sebuah perusahaan. Salah satu faktor fundamental yang tidak berhubungan dengan kinerja perusahaan dan rasio-rasio keuangan adalah kepemilikan perusahaan atau komposisi ekuitas.

Penelitian yang dilakukan oleh G. Zhu et al (2020) menunjukkan bahwa komposisi ekuitas perusahaan berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN. Hasil tersebut diperkuat oleh temuan Maulin et al (2019) yang menemukan bahwa komposisi ekuitas perusahaan mempengaruhi volatilitas saham BUMN di negara-negara ASEAN, namun kepemilikan asing justru menurunkan volatilitas saham BUMN. Penelitian yang dilakukan oleh (Dumrongwong, 2020) yang mengambil objek penelitian BUMN di Thailand menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap volatilitas saham BUMN di negara tersebut. Menurunnya volatilitas saham dipengaruhi oleh kepemilikan asing dan kepemilikan institusional disebabkan karena investor asing dan investor institusional memiliki kecenderungan untuk menahan kepemilikan saham BUMN dan mengharapkan pengembalian investasi dari deviden (Dumrongwong, 2020; Maulin et al., 2019).

Volatilitas saham sebuah perusahaan, selain dipengaruhi oleh faktor fundamental makro dan fundamental mikro, juga dipengaruhi oleh volatilitas pasar (S. R. Baker et al., 2019). Selama periode volatilitas pasar yang tinggi, bahkan saham yang stabil dapat mengalami perubahan harga yang besar (Mittnik et al., 2015). Ketika volatilitas pasar meningkat, maka akan menimbulkan sentimen oleh investor. Investor akan bereaksi secara dramatis untuk mengurangi risiko sehingga menyebabkan perubahan harga saham dalam kurun waktu tertentu (Haritha & Rishad, 2020). Pada volatilitas pasar yang tinggi, investor akan berperilaku gagap dengan mengikuti sentimen pasar dan tidak mempertimbangkan faktor fundamental perusahaan (Rahmayanti et al., 2024). Volatilitas pasar dalam penelitian ini adalah

volatilitas saham Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEI, berikut volatilitas IHSG dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2024 sesuai dengan gambar 1.2.



Sumber: Bursa Efek Indonesia , 2024

Gambar 1.2 Volatilitas IHSG Tahun 2004-2024

IHSG pada tahun 2004 ditutup pada harga Rp1.000,233 dan mengalami tren naik sampai pada tahun 2007 yang ditutup pada harga Rp2.745,826. Pada tahun 2008, IHSG ditutup pada harga Rp 1.355,408 atau turun sebesar 50,64%, penurunan tersebut disebabkan krisis ekonomi global yang melanda pada tahun 2008 (Nugroho & Ramli, 2016). Pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2024, IHSG dapat bangkit dan mencatatkan tren positif hingga menutup harga pada Rp7.527,929 pada tahun 2024. Pada sisi lain, penurunan kenaikan IHSG menjadi sebuah indikator makro ekonomi yang menjadi perhatian berbagai pihak. Kenaikan IHSG merupakan signal akan terjadi pertumbuhan ekonomi termasuk bisnis di masa mendatang. Penurunan IHSG juga memberikan signal bahwa ekonomi akan mengalami penurunan di masa mendatang. Oleh karenanya, IHSG dianggap sebagai *leading indicator economics*, yang memberikan arti IHSG selalu mendahului aktifitas ekonomi dan bisnis (Manurung, 2021).

Selanjutnya, volatilitas saham tidak terlepas dari likuiditas saham. Saham yang likuid akan membuat volatilitas saham dibursa semakin kecil. Lesmond (2005) melakukan investigasi tentang volatilitas pasar dan saham di pasar yang sedang berkembang (*emerging markets*). Brandao-Marques (2016) menyelidiki likuiditas pasar di Bursa Chili. Choi & Munro (2022) mendiskusikan likuiditas pasar dengan volatilitas saham. Oleh karenanya, likuiditas pasar juga menjadi variabel tidak bebas dalam penelitian ini. Likuiditas pasar dapat dijelaskan dengan

menggunakan teori volume perdagangan saham. Kraus and Stoll (1972) yang pertama kali mendiskusikan volume perdagangan khususnya *block trading* dan harga. Kemudian, Epps (1975) mengembangkan teori perubahan harga dan volume perdagangan didasarkan pada fungsi permintaan individu, model perilaku investor, dan implikasi perilaku pasar.

Beberapa penelitian juga memasukkan variabel moderasi sebagai variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan variabel bebas dengan variabel tidak bebas (Sharma et al., 1981 ;Manurung, 2024). Penelitian ini memasukkan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi, seperti (M. S. A. H. Hasan et al., 2020; Manurung et al., 2020) dan (Kim & Burnie, 2002). (Renaldo et al., 2023) menyatakan bahwa ukuran perusahaan bisa dipergunakan sebagai faktor persistennya pendapatan dimasa mendatang. Ukuran perusahaan bisa dilihat dari besar dan kecilnya bisnis yang dijalankan. Bahkan, ada aturan yang mengklasifikasikan ukuran perusahaan berdasarkan jumlah tenaga kerja yang dimiliki, total asset, modal setor yang dimasukkan ke perusahaan. Analis pasar modal mengklasifikasikan perusahaan berdasarkan market kapitalisasinya yaitu hasil jumlah perkalian dari jumlah saham yang diterbitkan dan harga saham di Bursa.

Volatilitas pasar saham merupakan tantangan yang dihadapi oleh banyak negara, termasuk Indonesia. Pada 18 Maret 2025, Bursa Efek Indonesia (BEI) memberlakukan *trading halt* setelah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) turun tajam sebesar 6,12% atau 395,86 poin ke level 6.076,08 pada sesi pertama perdagangan. *Trading halt* adalah penghentian sementara perdagangan saham untuk mencegah penurunan harga yang lebih dalam dan memberikan waktu bagi investor untuk mencerna informasi yang ada. Ketidakstabilan pasar saham dapat berdampak sistemik terhadap sektor keuangan, termasuk perbankan dan investasi. Jika harga saham turun drastis, hal ini dapat menyebabkan kepanikan di kalangan investor dan memperburuk kondisi likuiditas pasar. Dalam kasus ekstrem, volatilitas tinggi dapat memicu krisis keuangan yang lebih luas, seperti yang terjadi pada krisis keuangan 2008 (www.antaraneews.com, 2025). Berbagai faktor dapat menyebabkan kondisi tersebut, hal ini mencerminkan respons pasar terutama dari investor asing terhadap ketidakpastian ekonomi dan politik di Indonesia. Salah satu

pemicu utama adalah ketidakjelasan arah kebijakan fiskal pemerintah, termasuk rencana peningkatan belanja negara yang tidak didukung oleh sumber pendanaan yang solid. Selain itu, aksi jual besar-besaran saham-saham *big cap* di sektor perbankan BUMN turut memperburuk situasi. Dari sisi aliran modal, *net sell* asing pada 18 Maret 2025 mencapai Rp2,48 triliun, sementara *local buyer* memborong saham *big caps* senilai Rp2,5 triliun. Tren penjualan oleh investor asing sudah terlihat sejak Februari, diperburuk oleh penurunan rating saham Indonesia oleh lembaga keuangan global seperti Morgan Stanley dan Goldman Sachs. Lebih lanjut, tercatat bahwa Indeks Harga Konsumen (IHK) mengalami deflasi sebesar 0,48% (mtm) dan 0,09% (yoy) pada februari 2025. Deflasi ini menunjukkan lemahnya daya beli masyarakat, yang berpotensi menekan sektor riil, termasuk properti, otomotif, dan perbankan (www.ugm.ac.id, 2025). Dalam kondisi Bursa Efek Indonesia yang mengalami *trading halt*, Pemerintah Indonesia, dalam hal ini Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dapat mempertimbangkan kebijakan pembatasan *short selling* saat volatilitas tinggi dan Kementerian BUMN mengonsolidasikan perusahaan BUMN atau lembaga keuangan negara untuk melakukan *buyback* saham guna menjaga stabilitas pasar (www.antaranews.com, 2025). Selain itu pemerintah melalui Menteri Keuangan menyatakan bahwa peran BUMN agar memberikan kepastian pengelolaan BUMN secara profesional dan transparan. Manajemen BUMN bertanggungjawab untuk bisa menyampaikan kinerja mereka kepada publik, sehingga masyarakat bisa menaruh kepercayaan terhadap perusahaan milik negara. Pondasi dari perusahaan yang *go public* harus terus dilaporkan kepada pasar, sehingga pasar memiliki asesmen terhadap valuasi yang adil dan baik (www.babel.antaranews.com, 2025).

Berdasarkan uraian di atas, disebutkan bahwa BUMN di Indonesia telah melakukan privatisasi sejak akhir 1990-an, artinya saham BUMN telah terdaftar di bursa efek sehingga dapat dibeli oleh masyarakat. Meskipun telah dilakukan privatisasi, kepemilikan mayoritas saham BUMN tetap berada pada tangan pemerintah. Pemerintah memiliki kepemilikan mayoritas pada BUMN sehingga memberikan kendali atas strategi dan operasi perusahaan yang akan mempengaruhi faktor fundamental mikro (Abramov et al., 2017). Pemerintah juga dapat mengatur kebijakan untuk mendukung kinerja BUMN, termasuk kebijakan bantuan

pendanaan dan investasi terutama pada sektor-sektor strategis (Q. Li et al., 2020a) sehingga BUMN memiliki posisi yang kuat dalam persaingan bisnis (Clegg et al., 2018a). Pemerintah juga sering melibatkan BUMN untuk mencapai tujuan ekonomi yang lebih luas, seperti penciptaan lapangan kerja, pembangunan daerah, atau memastikan penyediaan layanan penting bagi masyarakat (Giuseppe et al., 2015). Pemerintah yang tidak hanya memiliki wewenang dan kekuasaan dalam keputusan operasional dan strategis BUMN, namun juga wewenang untuk mengambil kebijakan makro yang dapat mendukung kinerja BUMN, baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar BUMN. Maka, menjadi penting untuk menganalisis pengaruh faktor fundamental makro, fundamental mikro, struktur modal, dan volatilitas pasar terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.

Berdasarkan fenomena volatilitas saham, penelitian ini dipandang penting untuk dilakukan, berangkat dari fenomena volatilitas saham di Bursa Efek Indonesia yang memiliki pengaruh besar terhadap kondisi perekonomian negara dan peran perusahaan BUMN Indonesia sebagai penggerak perekonomian negara dan kinerja Bursa Saham.

Kebaruan penelitian ini terletak pada merekonstruksi kembali berbagai model penelitian terdahulu yang bersifat parsial, menjadi konsep penelitian baru yang dapat melengkapi *research gap* penelitian terdahulu. Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali pengaruh antar variabel pada model penelitian terdahulu yang sifatnya parsial ke dalam model konsep penelitian baru yang lebih komprehensif. Berbagai faktor dianalisis sebagai variabel yang mendeterminasi volatilitas saham termasuk menyertakan variabel moderasi. Variabel fundamental makro (nilai kurs, tingkat bunga, inflasi dan pertumbuhan ekonomi), fundamental mikro sebagai faktor internal atau rasio keuangan perusahaan yang menunjukkan kinerja perusahaan, struktur modal (*government funding*), volatilitas pasar saham yang dihitung dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan kondisi keseluruhan pasar saham dan likuiditas pasar (volume perdagangan saham). Dalam penelitian ini ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel moderasi, dikarenakan masih sedikit penelitian sebelumnya yang menggunakan variabel moderasi dalam mengukur determinan volatilitas saham. Selain itu penelitian volatilitas saham terhadap keseluruhan BUMN Indonesia di Bursa Efek Indonesia belum banyak

dilakukan dan penelitian sebelumnya menggunakan BUMN hanya berdasarkan sektor.

1.2 Identifikasi Masalah

Masalah penelitian yang dapat diidentifikasi adalah terkait volatilitas saham perusahaan BUMN Indonesia di Bursa Efek Indonesia. Saat ini kinerja pasar saham BUMN dapat bersaing bahkan mengalahkan saham perusahaan swasta, tetapi harga saham BUMN tidak lepas dari volatilitas. Fung & Yahong (2002) menyatakan bahwa volatilitas saham sebagai pergerakan harga saham yang diakibatkan oleh faktor-faktor eksternal dan internal perusahaan. Pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan tingkat suku bunga memiliki dampak besar. Pertumbuhan ekonomi dapat meningkatkan kinerja BUMN, sedangkan inflasi tinggi dan suku bunga yang meningkat dapat menekan profitabilitas. Kebijakan fiskal dan moneter pemerintah, serta regulasi yang berkaitan dengan BUMN, dapat mempengaruhi kepercayaan investor. Intervensi kebijakan yang mendukung dapat menurunkan volatilitas, sementara kebijakan yang ketat atau tidak pasti dapat meningkatkan ketidakpastian sehingga volatilitas saham akan meningkat.

Banyak faktor yang mempengaruhi volatilitas saham, sehingga dalam penelitian ini akan melakukan analisis terhadap determinan volatilitas saham yang nantinya dapat dijadikan sebagai alat untuk mengetahui dan mengambil langkah kebijakan dalam upaya meningkatkan kinerja BUMN di Indonesia yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap volatilitas saham di Bursa Efek Indonesia.

1.3 Pembatasan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan dalam penelitian ini, maka penelitian ini memiliki pembatasan masalah yang diungkapkan. Pembatasan masalah dalam penelitian menggunakan data saham perusahaan BUMN di Indonesia dengan periode data dari tahun 2019 sampai dengan 2024, sementara sebelum periode tersebut kemungkinan mempunyai pengaruh besar dalam penelitian. Selain itu pembatasan masalah penelitian ini terhadap ruang lingkup penelitian agar lebih terfokus. Ruang lingkup penelitian dengan membatasi variabel yang dijadikan penelitian yaitu :

1. Variabel terikat atau *dependent variable* volatilitas saham. Volatilitas merupakan sebuah indikator yang menjelaskan fluktuasi harga saham dari nilai sentral harga saham tersebut, dimana dapat dilihat dari harian, mingguan dan bulanan serta tahunan.
2. Variabel bebas atau *independent variable* yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 5 (lima) variabel. Variabel bebas pertama yaitu faktor fundamental makro yaitu variabel makro ekonomi termasuk nilai kurs, tingkat bunga, inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Variabel bebas kedua yaitu faktor fundamental mikro dan bisa dikatakan sebagai faktor internal atau rasio keuangan perusahaan. Adapun faktor fundamental mikro tersebut termasuk rasio likuiditas yang diukur dengan rasio lancar atau *current ratio*, rasio solvabilitas yang diukur dengan *debt to equity ratio*, rasio aktifitas diukur dengan *total asset turnover*, rasio profitabilitas diukur dengan *net profit margin*, *return on asset*, *return on equity* dan rasio pasar diukur dengan *market to book ratio*. Variabel bebas ketiga penelitian ini juga memasukkan dana pemerintah ke perusahaan sebagai struktur modal perusahaan BUMN (*government funding*). Variabel bebas keempat yaitu volatilitas pasar saham yang dihitung dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan variabel bebas kelima yaitu likuiditas pasar yang dijelaskan dengan volume perdagangan saham.
3. Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan yang diukur dari kapitalisasi pasar atau *market capitalization*. Analisis pasar modal mengklasifikasikan perusahaan berdasarkan market kapitalisasinya yaitu hasil jumlah perkalian dari jumlah saham yang diterbitkan dan harga saham di Bursa Saham.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan sebelumnya dirumuskan permasalahan penelitian yang perlu dijawab melalui penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah faktor fundamental makro berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
2. Apakah faktor fundamental mikro berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?

3. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
4. Apakah volatilitas pasar saham berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
5. Apakah likuiditas pasar saham berpengaruh terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
6. Apakah ukuran perusahaan memoderasi pengaruh faktor fundamental makro terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
7. Apakah ukuran perusahaan memoderasi pengaruh faktor fundamental mikro terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
8. Apakah ukuran perusahaan memoderasi pengaruh struktur modal terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
9. Apakah ukuran perusahaan memoderasi pengaruh volatilitas pasar saham terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?
10. Apakah ukuran perusahaan memoderasi pengaruh likuiditas pasar saham terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia ?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas maka tujuan penelitian ini yaitu:

1. Menganalisis pengaruh faktor fundamental makro terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
2. Menganalisis pengaruh faktor fundamental mikro terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
3. Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
4. Menganalisis pengaruh volatilitas pasar saham terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
5. Menganalisis pengaruh likuiditas pasar saham terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
6. Menganalisis peran moderasi ukuran perusahaan pada pengaruh faktor fundamental makro terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
7. Menganalisis peran moderasi ukuran perusahaan pada pengaruh faktor fundamental mikro terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.

8. Menganalisis peran moderasi ukuran perusahaan pada pengaruh struktur modal terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
9. Menganalisis peran moderasi ukuran perusahaan pada pengaruh volatilitas pasar saham terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.
10. Menganalisis peran moderasi ukuran perusahaan pada pengaruh likuiditas pasar saham terhadap volatilitas saham BUMN di Indonesia.

1.6 Kegunaan Hasil Penelitian

Penelitian ini akan memberikan kegunaan berupa manfaat penelitian yaitu manfaat teoritis, manfaat kepada praktisi dan manfaat kepada regulator. Ketiga manfaat itu akan dijelaskan dibawah ini sebagai berikut:

1. Manfaat teoritis

Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur ilmu manajemen keuangan, khususnya terkait pengembangan literatur keuangan dari pendekatan teori khususnya dari faktor fundamental makro dan mikro, volatilitas pasar, struktur modal dan volatilitas saham.

2. Manfaat praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan salah satu bahan pertimbangan bagi sektor BUMN atau juga pihak lain di Indonesia berkaitan dengan pengambilan keputusan yang berkaitan dengan pembelian dan penjualan saham pada sektor BUMN di Indonesia.

3. Manfaat regulator

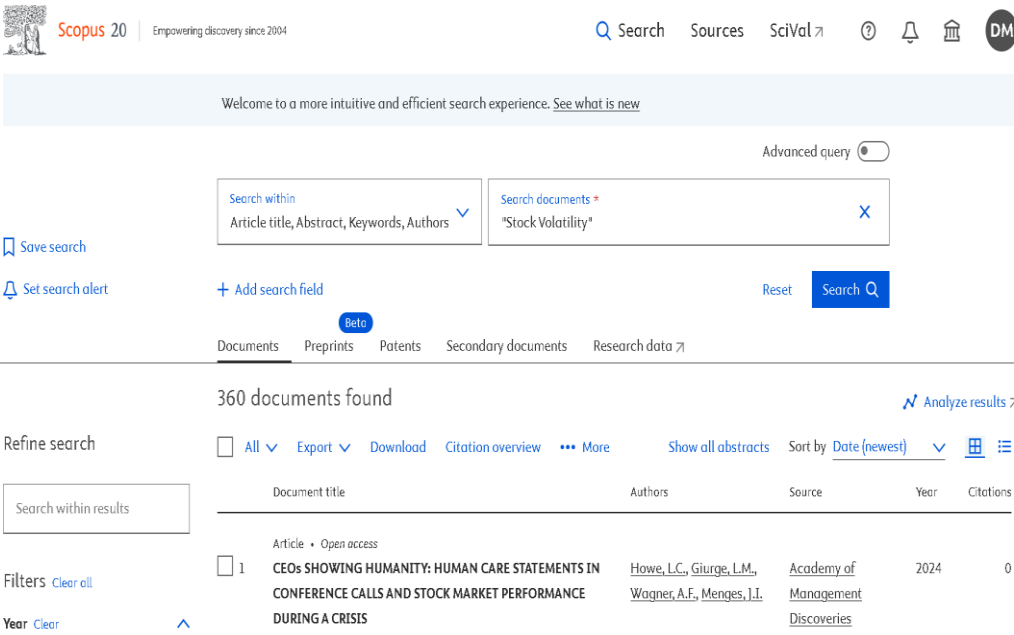
Hasil penelitian diharapkan membantu regulator dalam rangka membuat kebijakan untuk peningkatan kinerja BUMN dalam mendukung peningkatan perekonomian Indonesia.

1.7 State of The Art

State of the art merupakan hal yang penting dalam penelitian, bermanfaat untuk mengetahui bagaimana berkembangnya ilmu pada bidang dan masalah general yang sedang diteliti sampai peneliti dapat menemukan masalah penelitian yang dapat memberikan kontribusi. *State of the art* memiliki peran penting dalam konteks penelitian ilmiah, khususnya dalam pengembangan metodologi dan tinjauan literatur. Peneliti harus memahami dan mengidentifikasi *state of the art*

untuk memastikan bahwa penelitian yang dilakukan tidak hanya didasarkan pada pengetahuan terbaru, tetapi juga menawarkan kontribusi yang signifikan dan inovatif. *State of the art* memberikan pemahaman menyeluruh tentang perkembangan terkini dalam suatu bidang, baik dalam konteks teori maupun aplikasi praktis. Salah satu fungsi utama dari *state of the art* adalah membantu peneliti mengidentifikasi celah penelitian (*research gap*). Dengan meninjau literatur dan studi-studi yang telah ada, peneliti dapat menemukan area-area yang belum dijelajahi secara mendalam atau masih mengandung ketidakpastian. Setiap penelitian diharapkan memberikan kebaruan (*novelty*) atau kontribusi yang signifikan bagi ilmu pengetahuan atau teknologi. Pemahaman yang mendalam tentang *state of the art* sangat penting untuk memastikan bahwa penelitian yang dilakukan memiliki kebaruan, baik dalam aspek teori, metode, atau aplikasi (Arianto, 2024). Dalam penelitian ini untuk mendapatkan *state of the art* menggunakan analisis bibliometrika dengan data yang bersumber dari jurnal ilmiah terindeks scopus dengan bantuan aplikasi vosviewer. Analisis bibliometrika dengan bantuan aplikasi vosviewer memungkinkan peneliti dapat mengetahui topik penelitian yang sedang berkembang, topik penelitian yang sudah banyak diteliti dan topik yang masih kurang mendapat perhatian oleh peneliti lain (Alfitman et al., 2019).

Langkah awal yang dilakukan dalam analisis bibliometrika penelitian ini dengan mencari jurnal ilmiah di website scopus dengan kata kunci sesuai topik penelitian yaitu “*stock volatility*” dalam rentang waktu 5 (lima) tahun dari tahun 2019 sampai dengan tahun 2024. Berdasarkan kondisi pencarian awal dengan judul artikel, abstrak, kata kunci dan penulis diperoleh artikel yang mendiskusikan topik penelitian *stock volatility* sebanyak 438 dokumen. Selanjutnya dilakukan tahap klasifikasi data untuk area penelitian berdasarkan tipe dokumen yaitu dokumen dalam bentuk artikel yang terdapat pada jurnal ilmiah dan berbahasa inggris. Hasil dari klasifikasi data tersebut didapatkan jumlah dokumen dalam bentuk artikel sebanyak 360 dokumen. Dengan 360 artikel scopus, selanjutnya dilakukan analisis melalui aplikasi vosviewer. Berikut disajikan pada gambar 1.3.



Gambar 1.3 Penelusuran Artikel dengan Topik *Stock Volatility*

19



Sumber : Open Refine, Data diolah Peneliti, 2025

Gambar 1.4 *Set Cleaning Data Stock Volatility* dengan Open Refine

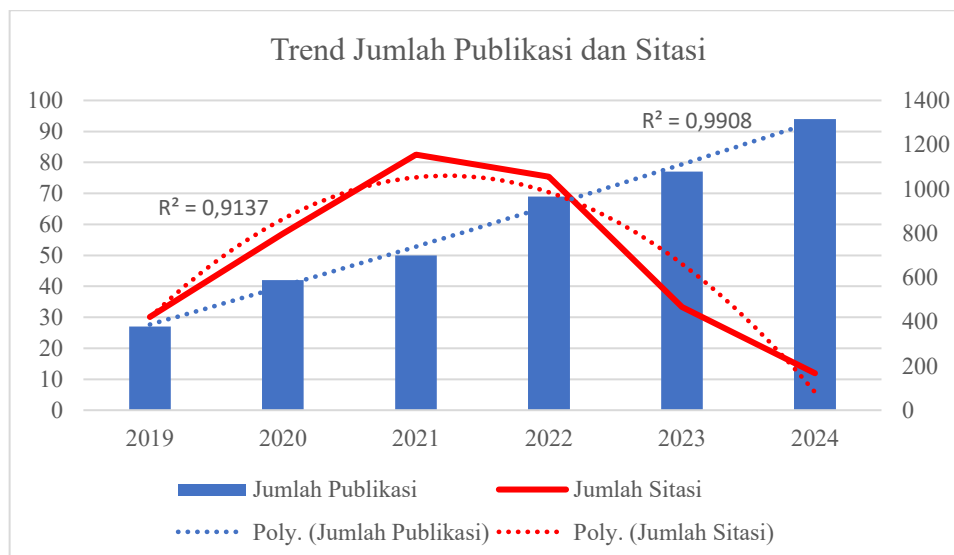
Setelah proses *cleaning* data, selanjutnya dilakukan pengecekan kata kunci dengan hasil yang ditemukan sebanyak 12 *field* kosong seperti pada gambar 1.5 berikut.

Metadata	Description	Missing Counts	Missing %	Status
AB	Abstract	0	0.00	Excellent
C1	Affiliation	0	0.00	Excellent
AU	Author	0	0.00	Excellent
CR	Cited References	0	0.00	Excellent
DT	Document Type	0	0.00	Excellent
SO	Journal	0	0.00	Excellent
LA	Language	0	0.00	Excellent
PY	Publication Year	0	0.00	Excellent
TI	Title	0	0.00	Excellent
TC	Total Citation	0	0.00	Excellent
DI	DOI	7	1.94	Good
DE	Keywords	12	3.33	Good
RP	Corresponding Author	35	9.72	Good
ID	Keywords Plus	268	74.44	Critical
WC	Science Categories	360	100.00	Completely missing

Sumber : Rstudio, Data diolah Peneliti, 2025

Gambar 1.5 *Data Cleaning Keywords*

Setelah dilakukan *cleaning* data dan pengecekan kata kunci, langkah selanjutnya adalah melakukan analisis bibliometrika terhadap performa riset terkait topik *stock volatility* dengan melihat tren publikasi dan sitasi tahunan yang merupakan indikator penting untuk menilai perkembangan penelitian terkait *stock volatility*. Tren ini mengungkapkan bagaimana perhatian akademis terus meningkat terhadap topik ini dan mencerminkan relevansi penelitian terhadap komunitas ilmiah yang lebih luas. Peningkatan jumlah publikasi dan sitasi menunjukkan bahwa penelitian ini menjadi referensi penting bagi peneliti lain, memberikan gambaran tentang kontribusi peneliti dan institusi dalam topik *stock volatility*. Gambar 1.6 berikut menampilkan tren jumlah publikasi dan total sitasi dari tahun 2019 sampai dengan 2024.



Sumber : Rstudio, Data diolah Peneliti, 2025

Gambar 1.6 Trend Jumlah Publikasi dan Sitasi Topik *Stock Volatility*

Tren jumlah publikasi meningkat signifikan sejak 2019 dan mencapai puncaknya pada 2024. Sementara itu, total sitasi yang ditunjukkan dengan garis merah menunjukkan peningkatan yang konsisten hingga mencapai puncak di 2021 sebelum turun secara perlahan, menunjukkan adanya penurunan pengaruh atau relevansi dari publikasi sebelumnya. Nilai R^2 untuk sitasi adalah 0,9137 yang mengindikasikan bahwa sekitar 91,37% dari variabilitas dalam total sitasi dapat dijelaskan melalui model waktu yang digunakan. Ini menunjukkan hubungan yang kuat antara waktu dan jumlah sitasi yang diterima, menegaskan bahwa penelitian yang dilakukan dalam bidang ini memiliki dampak yang signifikan dan terus

menerima perhatian dalam jangka waktu yang ditunjukkan. Di sisi lain, nilai R^2 untuk jumlah publikasi adalah 0,9908 yang menunjukkan bahwa sekitar 99,08% dari variabilitas dalam jumlah publikasi yang dapat dijelaskan melalui model yang sama. Hal ini menandakan bahwa ada faktor-faktor lain yang juga berpengaruh terhadap jumlah publikasi, selain dari waktu, seperti mungkin perubahan dalam prioritas penelitian, pendanaan, atau kebijakan publikasi di bidang yang dipelajari. Analisis nilai R^2 pada grafik tersebut memberikan wawasan tambahan mengenai penerimaan dan potensi topik yang diteliti. Nilai R^2 yang lebih dari 0.51, seperti yang terlihat pada total sitasi (0,9137) dan publikasi (0,9908), menunjukkan bahwa topik ini sangat potensial dan diterima dengan baik dalam komunitas akademis, mencerminkan dampak yang signifikan dan keberlanjutan minat terhadap topik tersebut (Ozili, 2022). Selanjutnya dilakukan penelusuran terhadap artikel penelitian yang memiliki sitasi tinggi terhadap topik *stock volatility* tahun 2019 sampai dengan 2024 yang uraikan dalam tabel 1.2 berikut.

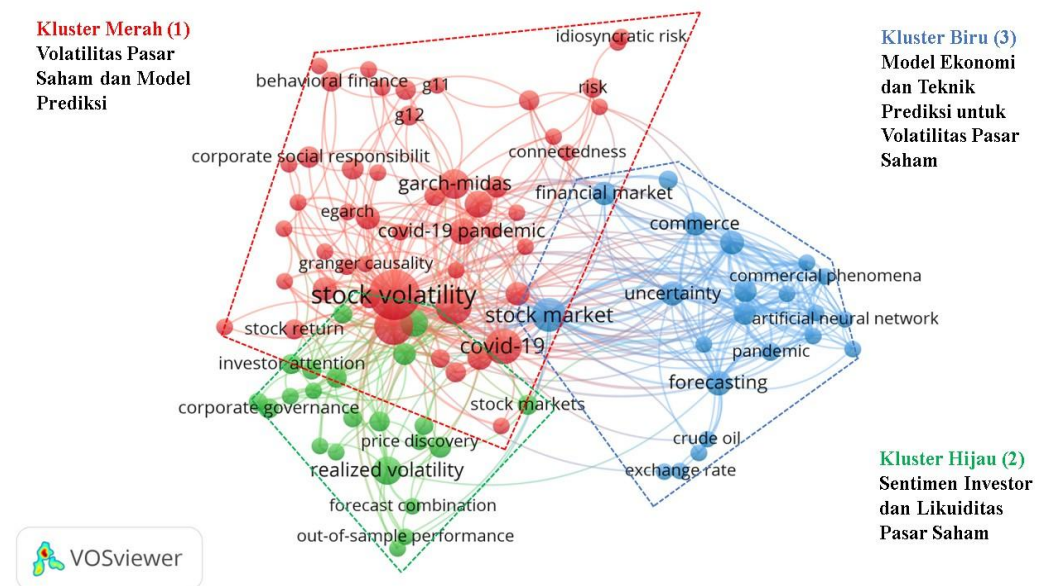
Tabel 1.2 Daftar Sitasi Tinggi Penelitian Topik Stock Volatility 2019-2024

No	Judul	Penulis	Tahun	Total Sitasi	DOI
1	The nexus between COVID-19 fear and stock market volatility	Weiqing Li, Fengsheng Chien, Hafiz Waqas Kamran, Talla M Aldeehani, Muhammad Sadiq, Van Chien Nguyen, Farhad Taghizadeh-Hesary	2022	166	10.1080/1331677X.2021.1914125
2	Forecasting stock price volatility: New evidence from the GARCH-MIDAS model	Lu Wang, Feng Ma, Jing Liu, Lin Yang	2020	126	10.1016/j.ijforecast.2019.08.005
3	Feverish sentiment and global equity markets during the COVID-19 pandemic	Toan Luu Duc Huynh, Matteo Foglia, Muhammad Ali Nasir, Eliana Angelini	2021	113	10.1016/j.jebo.2021.06.016
4	ESG Ratings and Stock Performance during the COVID-19 Crisis	Nils Engelhardt, Jens Ekkenga, Peter Posch	2021	97	10.3390/su13137133
5	How do stock, oil, and economic policy uncertainty influence the green bond market?	Linh Pham, Canh Phuc Nguyen	2022	90	10.1016/j.frl.2021.102128

6	Immunizing markets against the pandemic: COVID-19 vaccinations and stock volatility around the world	Wael Rouatbi, Ender Demir, Renatas Kizys, Adam Zaremba	2021	90	10.1016/j.irfa.2021.101819
7	A hybrid approach of adaptive wavelet transform, long short-term memory and ARIMA-GARCH family models for the stock index prediction	Mehdi Zolfaghari, Samad Gholami	2021	86	10.1016/j.eswa.2021.115149
8	To what extent does COVID-19 drive stock market volatility? A comparison between the U.S. and China	Xue Gao, Yixin Ren, Muhammad Umar	2022	85	10.1080/1331677X.2021.1906730
9	Social media, news media and the stock market	Peiran Jiao, André Veiga, Ansgar Walther	2020	85	10.1016/j.jebo.2020.03.002
10	Efficient predictability of stock return volatility: The role of stock market implied volatility	Zhifeng Dai, Huiting Zhou, Fenghua Wen, Shaoyi He	2020	82	10.1016/j.najef.2020.101174

Sumber : Rstudio, Data diolah Peneliti, 2025

Selain melakukan analisis trend terhadap publikasi dan sitasi, selanjutnya dilakukan analisis terhadap trend dan arah keilmuan menggunakan analisis bibliometrika. Dalam proses melihat tren penelitian pada topik ini, pembagian kluster dalam diagram sangat penting untuk mengidentifikasinya. Setiap kluster mewakili group dari istilah atau konsep yang terkait, dan dengan menganalisis kluster ini, peneliti dapat memperoleh wawasan tentang tema utama dan tren topik tertentu (Mazov et al., 2020). Dalam visualisasi jaringan, masing-masing kata kunci diwakili oleh label berupa lingkaran. Ukuran label dan lingkaran sebuah kata kunci ditentukan oleh bobot tiap-tiap kata kunci tersebut. Semakin tinggi berat item, semakin besar label dan lingkaran item. Jarak antara dua kata kunci dalam visualisasi menunjukkan keterkaitan antar kata kunci dalam dokumen (Van Eck & Waltman, 2010). Gambar 1.7 berikut menampilkan peta visualisasi 3 (tiga) kluster utama terkait dengan topik penelitian *stock volatility*.



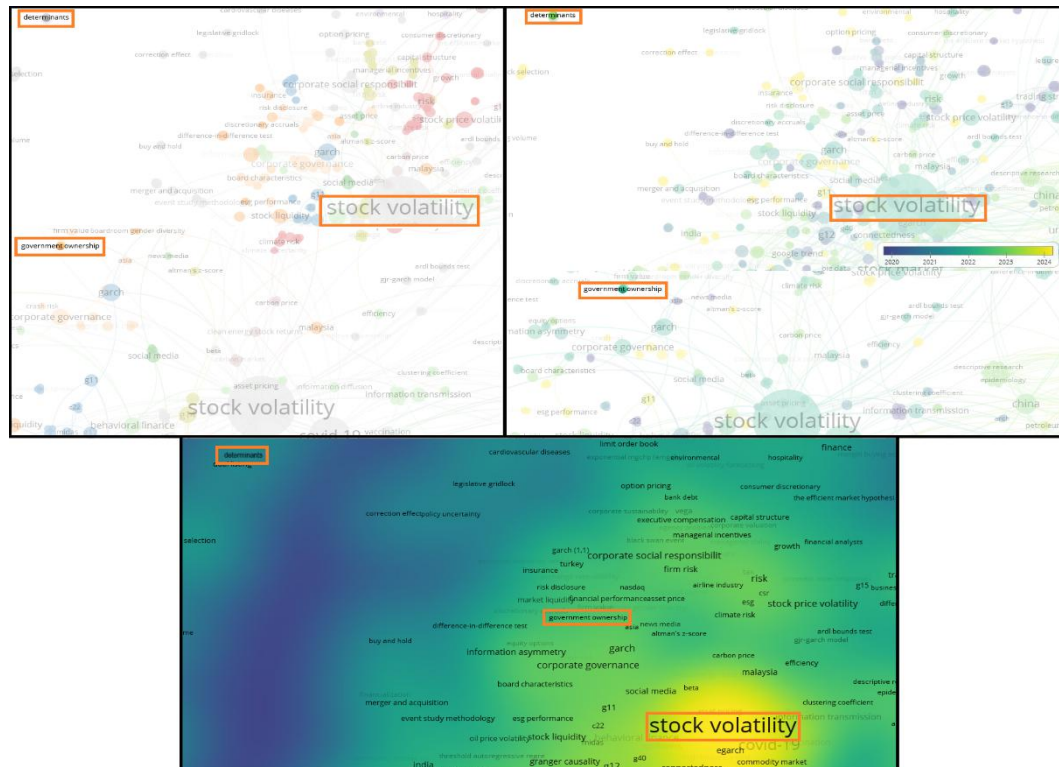
Sumber : Vosviewer, Data diolah Peneliti, 2025

Gambar 1.7 Peta Visualisasi Jaringan Struktur Konseptual

Peta visualisasi menampilkan 3 (tiga) kluster utama, kluster pertama berwarna merah berfokus pada analisis volatilitas pasar saham, terutama terkait dengan ketidakpastian ekonomi global dan krisis seperti pandemi COVID-19. Dalam kluster ini, berbagai teknik model statistik seperti GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) dan GARCH-MIDAS digunakan untuk memprediksi dan menganalisis volatilitas harga saham. Berbagai faktor yang mempengaruhi volatilitas pasar saham, seperti kebijakan ekonomi yang tidak pasti dan peristiwa besar (misalnya, perang Rusia-Ukraina), menjadi fokus utama dalam penelitian ini. Selain itu, metode machine learning, seperti LSTM (Long Short-Term Memory), juga digunakan untuk meningkatkan akurasi prediksi volatilitas dan return saham. Kluster kedua berwarna hijau, membahas dinamika pasar saham dengan fokus pada faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku perdagangan dan likuiditas pasar, terutama di pasar saham China dan pasar negara berkembang. Penelitian dalam kluster ini mengutamakan analisis volatilitas yang direalisasikan, volume perdagangan, dan perhatian investor sebagai indikator kunci dalam memprediksi pergerakan pasar. Model GARCH-MIDAS dan regresi prediktif digunakan untuk memahami hubungan antara sentimen investor, mikrostruktur pasar, dan perilaku jual pendek (*short selling*). Selain itu, konsep seperti asimetri informasi, efek leverage, dan penemuan harga juga dipelajari untuk memahami

efisiensi pasar dan bagaimana harga saham terbentuk di pasar yang lebih likuid maupun yang lebih rentan terhadap fluktuasi besar. Kluster ketiga berwarna biru mengarah pada penelitian tentang prediksi pasar saham dengan menggunakan model ekonomi dan teknik-teknik canggih, seperti jaringan saraf tiruan (*artificial neural network*) dan jaringan saraf berulang (*recurrent neural network*). Fokus utama dari kluster ini adalah pada pemodelan ketidakpastian ekonomi yang dipengaruhi oleh fenomena komersial dan krisis global, seperti pandemi. Penelitian ini mengeksplorasi bagaimana ketidakpastian memengaruhi pergerakan harga saham dan mengembangkan teknik-teknik prediksi untuk memahami volatilitas pasar saham. Selain itu, analisis juga mencakup pengaruh harga komoditas seperti emas dan minyak mentah serta dinamika kurs mata uang terhadap pasar saham global, menawarkan wawasan terkait ketidakpastian dan volatilitas yang terjadi dalam pasar keuangan.

Analisis bibliometrika menggunakan vosviewer selanjutnya untuk mengeksplorasi posisi riset dan potensi kebaruan. Penggunaan vosviewer untuk mengamati node (simbol titik) dalam kajian bibliometrik bisa sangat efektif untuk mengidentifikasi posisi riset dan mengeksplorasi potensi kebaruan. Node yang belum memiliki jaringan sering menunjukkan topik atau sub-topik yang kurang dieksplorasi, menawarkan peluang untuk penelitian inovatif dan mengisi celah dalam literatur. Node dari tahun terbaru mengungkap tren dan perkembangan terkini, penting untuk mengetahui dinamika terkini dalam bidang studi. Sementara itu, node dengan densitas rendah bisa menandakan area dengan sedikit penelitian yang telah dilakukan, menunjukkan potensi untuk eksplorasi lebih lanjut dan inovasi. Analisis seperti ini melalui vosviewer memungkinkan peneliti untuk mengidentifikasi dan memprioritaskan area penelitian yang memiliki potensi besar untuk kontribusi signifikan dan pertumbuhan pengetahuan baru (Van Eck & Waltman, 2010; Waltman & Van Eck, 2013). Berdasarkan gambar 1.8 dapat dilihat posisi riset dan potensi kebaruan dari penelitian dengan topik *stock volatility* sebagai berikut.



Sumber : Vosviewer, Data diolah Peneliti, 2025

Gambar 1.8 Visualisasi Posisi Riset

Analisis visualisasi bibliometrik ini menunjukkan gap riset yang potensial sebagai *novelty* antara kata kunci "*government ownership*", "*determinants*", dan "*stock volatility*". Berdasarkan *network visualization*, tidak terdapat hubungan langsung atau publikasi yang secara eksplisit mengaitkan ketiga kata kunci tersebut, sehingga ini membuka peluang penelitian baru dalam mengeksplorasi bagaimana kepemilikan pemerintah secara khusus dapat menjadi determinan penting dalam mempengaruhi volatilitas saham. *Overlay visualization* menunjukkan bahwa kata kunci "*stock volatility*" masih terus mendapatkan perhatian dalam publikasi terbaru (sekitar tahun 2023-2024), sementara "*government ownership*" dan "*determinants*" tampak relatif kurang dalam penelitian terkini, yang menandakan adanya kesempatan untuk memperbaharui atau memperluas perspektif pada topik ini dengan kajian kontemporer. Sementara itu, *density visualization* mengindikasikan publikasi tentang "*stock volatility*" relatif padat (warna kuning terang), tetapi "*government ownership*" memiliki publikasi yang jarang (warna lebih gelap) dan "*determinants*" menunjukkan publikasi sedang namun tidak dominan. Kombinasi ini menggarisbawahi bahwa menghubungkan ketiga kata kunci tersebut secara

simultan, terutama mengeksplorasi bagaimana peran kepemilikan pemerintah menjadi determinan signifikan dari volatilitas pasar saham adalah kebaruan penelitian yang strategis dan berpeluang memberikan kontribusi substansial dalam literatur terkait pasar saham. Kesimpulannya, analisis visualisasi bibliometrik menunjukkan bahwa belum ada publikasi yang mengaitkan langsung kata kunci "*government ownership*", "*determinants*", dan "*stock volatility*", membuka peluang riset baru. Kata kunci "*stock volatility*" masih aktif dalam publikasi terbaru, sementara "*government ownership*" dan "*determinants*" lebih jarang dibahas, menandakan adanya celah yang dapat diisi dengan penelitian yang menghubungkan ketiganya, khususnya dalam mengkaji pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap volatilitas pasar saham.

Berdasarkan analisis bibliometrika yang digunakan maka *state of the art* yaitu *gap research* dan *novelty* dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis dan mengkaji determinan volatilitas saham perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Indonesia di Bursa Efek Indonesia dengan merekonstruksi kembali berbagai model penelitian terdahulu yang bersifat parsial, menjadi model konsep penelitian baru yang dapat melengkapi *research gap* penelitian terdahulu, dengan menguji berbagai variabel dalam mengukur determinan volatilitas saham.