

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan pasar modal menunjukkan bahwa investor tidak hanya menilai perusahaan dari informasi keuangan, tetapi juga dari informasi non keuangan yang dipublikasikan perusahaan. Informasi yang tersedia di pasar dapat memengaruhi keputusan investor dalam membeli, menjual, atau mempertahankan saham. Keputusan tersebut kemudian tercermin dalam perubahan harga saham. Ketika perusahaan merilis informasi baru, investor akan menilai informasi tersebut dan mengambil keputusan investasi, sehingga respons tersebut dapat tercermin pada pergerakan harga saham setelah publikasi informasi (Supawat & Arnat, 2023). Reaksi pasar dalam penelitian ini merupakan respons investor yang tercermin dalam pergerakan harga saham setelah publikasi laporan keberlanjutan perusahaan. Harga saham digunakan sebagai indikator reaksi pasar karena mencerminkan penilaian investor terhadap informasi yang tersedia di pasar (Wei et al., 2022).

Informasi non keuangan menjadi semakin penting karena laporan keuangan belum sepenuhnya menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang. Krisis iklim, ketimpangan sosial, dan berbagai kasus kegagalan tata kelola perusahaan telah mengubah cara investor dalam menilai kinerja dan keberlanjutan perusahaan. Penilaian perusahaan tidak lagi hanya berdasarkan pada informasi keuangan, tetapi juga pada kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko lingkungan, sosial, dan tata

kelola yang tercermin melalui *Environmental, Social, and Governance* (ESG) (Bani-Khaled et al., 2025). *Environmental, Social, and Governance* (ESG) merupakan informasi non keuangan yang menggambarkan bagaimana perusahaan mengelola isu lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam aktivitas operasional serta pengambilan keputusan (Shaikh, 2022). Perkembangan tersebut membuat ESG semakin dipandang sebagai tolok ukur penting bagi investor, regulator, dan pemangku kepentingan untuk mengevaluasi kualitas dan tanggung jawab perusahaan (Putri et al., 2024).

Perkembangan tersebut membuat ESG tidak hanya dipahami sebagai konsep keberlanjutan, tetapi juga sebagai informasi yang perlu diungkapkan perusahaan kepada publik. Pengungkapan ESG merupakan penyampaian informasi mengenai kebijakan, program, target, capaian, dan strategi perusahaan dalam mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Informasi tersebut umumnya disajikan melalui laporan keberlanjutan, laporan tahunan, atau bentuk pelaporan lain yang memuat informasi non keuangan perusahaan. Melalui pengungkapan ESG, investor dapat menilai risiko jangka panjang, kualitas pengelolaan, serta komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan (da Silva, 2025). Dengan demikian, pengungkapan ESG menjadi penting karena informasi tersebut dapat dipertimbangkan investor dalam pengambilan keputusan dan berpotensi tercermin pada reaksi pasar setelah laporan dipublikasikan.

Penguatan isu ESG juga sejalan dengan agenda pembangunan berkelanjutan global melalui 17 tujuan *Sustainable Development Goals (SDGs)* yang menekankan keseimbangan pertumbuhan ekonomi, perlindungan lingkungan, dan kesejahteraan sosial (Wicaksono, 2023). Komitmen tersebut diterjemahkan di Indonesia melalui Peta Jalan TPB SDGs 2023-2030 yang menekankan perlunya keterlibatan banyak pihak, termasuk sektor usaha, dalam pencapaian target. Arah pembangunan jangka panjang menuju Indonesia Emas 2045 melalui RPJPN 2025-2045 juga menekankan pembangunan yang maju dan berkelanjutan, sehingga perusahaan semakin dituntut menjalankan praktik bisnis yang transparan dan bertanggung jawab (Budiman et al., 2024).

Kebutuhan transparansi tersebut tercermin dari meningkatnya pelaporan keberlanjutan dan pengungkapan ESG, karena ESG digunakan untuk menjelaskan bagaimana perusahaan mengelola dampak serta risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola. Informasi ini berpotensi dipertimbangkan investor sebagai bahan penilaian tambahan, sehingga relevan untuk dikaitkan dengan dinamika reaksi pasar setelah laporan perusahaan dipublikasikan. Dalam skala nasional, praktik pelaporan keberlanjutan di Indonesia menunjukkan peningkatan dari tahun ke tahun, sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 1.1.



Gambar 1.1 Tren Jumlah Laporan Keberlanjutan Emiten di Bursa Efek Indonesia (Tahun Pelaporan 2021-2023)

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan Gambar 1.1, Bursa Efek Indonesia menyampaikan bahwa jumlah laporan keberlanjutan yang diajukan emiten meningkat dari 661 laporan pada tahun pelaporan 2021 menjadi 842 laporan pada 2022, dan kembali meningkat menjadi 882 laporan pada 2023. Peningkatan ini menegaskan bahwa praktik pelaporan keberlanjutan semakin meluas dan menjadi bagian penting dari keterbukaan informasi emiten. Berdasarkan siaran pers (Bursa Efek Indonesia (BEI) (2025), hingga Desember 2024, sebanyak 882 perusahaan atau sekitar 94% dari total perusahaan tercatat di BEI telah menerbitkan laporan keberlanjutan untuk tahun pelaporan 2023. Kondisi ini menunjukkan bahwa praktik pengungkapan ESG semakin berkembang dalam pelaporan emiten di pasar modal Indonesia.

Peningkatan jumlah perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan menunjukkan bahwa informasi ESG semakin banyak tersedia bagi investor. Namun, meningkatnya ketersediaan informasi tersebut belum tentu diikuti oleh respons pasar yang konsisten. Investor dapat memberikan respons yang berbeda terhadap informasi ESG karena setiap perusahaan mengungkapkan isi, kualitas, dan kedalaman informasi yang tidak sama. Oleh karena itu, penting untuk melihat bagaimana pasar merespons publikasi laporan keberlanjutan yang memuat pengungkapan *Environmental*, *social*, dan *governance*.

Kondisi tersebut dapat dilihat dari perubahan harga saham sebelum dan sesudah publikasi laporan keberlanjutan pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024 yang disajikan pada Gambar 1.2.



Gambar 1.2 Rata-rata persentase perubahan harga saham sebelum dan sesudah publikasi laporan keberlanjutan

Sumber: Data harga saham dari Yahoo Finance

Sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 1.2, rata-rata persentase perubahan harga saham sebelum dan sesudah publikasi laporan keberlanjutan pada periode 2022-2024 cenderung berfluktuasi. Pada tahun 2022, rata-rata persentase perubahan harga saham tercatat sebesar 1,74%, kemudian menurun menjadi 1,31% pada tahun 2023, dan kembali meningkat menjadi 1,97% pada tahun 2024. Pola ini menunjukkan bahwa respons pasar terhadap publikasi laporan keberlanjutan tidak selalu konsisten pada setiap periode pengamatan.

Fenomena fluktuasi reaksi pasar tersebut juga dapat ditemukan pada beberapa emiten LQ45 non keuangan. Salah satunya adalah PT Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG) yang mempublikasikan *Sustainability report* tahun 2023 pada tanggal 6 Maret 2024. Pada periode yang berdekatan, industri batu bara sedang menghadapi tekanan akibat penurunan harga komoditas dibandingkan periode sebelumnya (Suryahadi, 2024). Kondisi tersebut menunjukkan bahwa investor menerima berbagai informasi secara bersamaan sehingga sulit mengidentifikasi apakah perubahan harga saham terutama dipengaruhi oleh pengungkapan ESG atau oleh informasi lain yang berkembang di pasar. Sehingga, hubungan antara pengungkapan ESG dan reaksi pasar masih memerlukan pembuktian empiris.

Kondisi tersebut menunjukkan bahwa informasi ESG belum tentu direspons dengan kekuatan yang sama oleh investor, sehingga diperlukan pengujian empiris untuk menilai apakah pengungkapan *Environmental*, *social*, dan *governance* benar-benar memengaruhi reaksi pasar saham pada konteks pasar modal Indonesia.

Pengungkapan *Environmental* menggambarkan informasi perusahaan mengenai kebijakan dan aktivitas dalam mengelola dampak lingkungan. Informasi ini dapat mencakup penggunaan energi, emisi, pengelolaan limbah, penggunaan air, efisiensi sumber daya, kepatuhan terhadap regulasi lingkungan, serta program pengurangan dampak lingkungan. Informasi *Environmental* penting bagi investor karena aktivitas perusahaan dapat menimbulkan risiko lingkungan yang berdampak pada biaya, reputasi, kepatuhan, dan keberlanjutan operasional (Bhuiyan & Man, 2025). Perusahaan yang mengungkapkan informasi lingkungan secara jelas dapat dinilai memiliki kesiapan dalam mengelola risiko lingkungan (Bhuiyan & Man, 2025). Oleh karena itu, pengungkapan *Environmental* dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kualitas pengelolaan perusahaan.

Pengungkapan *social* menunjukkan informasi perusahaan mengenai hubungan dan tanggung jawabnya terhadap karyawan, pelanggan, pemasok, masyarakat, dan pemangku kepentingan lainnya. Informasi sosial dapat mencakup kesehatan dan keselamatan kerja, pelatihan karyawan, keberagaman, hak asasi manusia, tanggung jawab produk, perlindungan konsumen, serta program pemberdayaan masyarakat. Informasi *social* menjadi relevan karena hubungan perusahaan dengan pihak-pihak tersebut dapat memengaruhi stabilitas operasional, reputasi, kepercayaan konsumen, dan kelangsungan usaha (Murashima, 2024). Perusahaan yang mampu mengungkapkan tanggung jawab sosial secara jelas, investor dapat menilai bahwa perusahaan tersebut

memiliki komitmen dalam menjaga hubungan dengan pemangku kepentingan (Nguyen, 2025).

Pengungkapan *governance* menggambarkan informasi perusahaan mengenai tata kelola, pengawasan, dan transparansi pengambilan keputusan. Informasi ini dapat mencakup struktur dewan, komite audit, etika bisnis, kebijakan antikorupsi, kepatuhan, manajemen risiko, hak pemegang saham, serta transparansi perusahaan. Informasi *governance* penting karena menunjukkan kualitas pengendalian dan pengawasan dalam perusahaan (Vickneswaran, 2026). Investor dapat menggunakan informasi *governance* untuk menilai apakah perusahaan dikelola secara transparan, akuntabel, dan mampu mengurangi risiko konflik kepentingan. Dengan demikian, pengungkapan *governance* dapat menjadi salah satu sinyal yang memengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan.

Pengukuran reaksi pasar yang dilihat dari pergerakan harga saham perlu mempertimbangkan tingkat aktivitas perdagangan saham. Aktivitas perdagangan yang tinggi membuat perubahan harga lebih cepat terbentuk dan lebih mudah diamati sebagai respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan (Dewa & Sundari, 2025). Saham dengan aktivitas perdagangan yang tinggi cenderung lebih likuid, karena lebih mudah dibeli dan dijual di pasar. Bursa Efek Indonesia menyediakan indeks yang berisi kelompok saham paling aktif diperdagangkan, dan salah satu indeks yang paling dikenal adalah LQ45. Indeks LQ45 merupakan indeks yang mengukur kinerja harga dari 45 saham dengan likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar free float besar serta

didukung fundamental dan kepatuhan perusahaan yang baik. Karakteristik tersebut membuat saham LQ45 relatif lebih responsif terhadap informasi yang dipublikasikan karena aktivitas transaksinya lebih intens, sehingga pembentukan harga dinilai lebih mencerminkan respons pasar dibanding saham yang kurang likuid (Afriani & Tjakrawala, 2025).

Selain mempertimbangkan likuiditas saham, karakteristik sektor juga dipertimbangkan agar hasil pengamatan lebih sebanding karena hubungan pengungkapan ESG dan respons pasar dapat berbeda antar sektor. Sektor keuangan memiliki karakteristik bisnis dan pelaporan yang khas karena kegiatan utamanya berkaitan dengan penghimpunan dan penyaluran dana serta pengelolaan risiko, dan sektor ini berada dalam pengawasan regulasi yang lebih ketat dibanding sektor non keuangan (Mandas et al., 2023). Perbedaan karakter tersebut dapat memengaruhi pola pengungkapan ESG maupun cara pasar merespons informasi perusahaan. Penelitian oleh Gholami et al. (2022) menunjukkan bahwa hubungan pengungkapan ESG dan kinerja pasar dapat berbeda antara perusahaan sektor keuangan dan non keuangan, sehingga penggabungan keduanya berisiko menimbulkan bias. Pembahasan difokuskan pada emiten non keuangan karena aktivitas operasionalnya umumnya lebih berkaitan langsung dengan isu lingkungan dan sosial, sehingga informasi ESG dinilai lebih relevan untuk dianalisis pada kelompok emiten ini.

Pengungkapan ESG dipandang sebagai sinyal yang disampaikan perusahaan untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Sueztianingrum, 2024). Berdasarkan *signalling theory*,

pengungkapan ESG dipandang sebagai sinyal yang dikirimkan perusahaan kepada pasar untuk menunjukkan kualitas manajemen serta komitmen terhadap keberlanjutan jangka panjang (Reber et al., 2022). Melalui pengungkapan informasi non keuangan, perusahaan diharapkan mampu meningkatkan transparansi, menurunkan ketidakpastian, serta memperkuat kepercayaan pasar terhadap keberlanjutan kinerja perusahaan (Arifin, 2024). ESG tidak lagi hanya mencerminkan tanggung jawab etis, tetapi juga menjadi bagian dari strategi komunikasi korporasi kepada investor dan pemangku kepentingan di pasar modal.

Hubungan pengungkapan ESG dan reaksi pasar juga dapat dijelaskan melalui *Efficient Market Hypothesis*. Teori ini menjelaskan bahwa harga saham mencerminkan informasi yang tersedia di pasar. Salah satu bentuk efisiensi pasar adalah semi-strong, yaitu kondisi ketika harga saham mencerminkan informasi publik, seperti laporan tahunan, laporan keberlanjutan, dan pengumuman perusahaan. Oleh karena itu, ketika perusahaan mempublikasikan laporan yang memuat pengungkapan *Environmental, social, dan governance*, pasar dapat merespons informasi tersebut melalui perubahan harga saham (Sanjaya & Sianturi, 2024). Jika informasi ESG dianggap relevan, maka reaksi pasar dapat terlihat setelah laporan dipublikasikan. Sebaliknya, apabila informasi ESG tidak dianggap relevan, maka reaksi pasar dapat menjadi lemah atau tidak signifikan.

Hasil penelitian terdahulu terkait pengungkapan ESG dan reaksi pasar masih menunjukkan hasil yang beragam. Studi pada perusahaan unggulan di

Thailand Top50 menemukan bahwa pengungkapan lingkungan dan sosial berkorelasi positif dengan reaksi pasar, sementara pengungkapan tata kelola justru berdampak negatif, sehingga menunjukkan bahwa investor tidak selalu menilai setiap pilar ESG dengan cara yang sama (Suttipun & Yordudom, 2022). Penelitian yang dilakukan di Indonesia juga memberikan hasil yang beragam. Wicaksana & Purwanto (2025) menemukan bahwa tidak semua dimensi ESG otomatis direspons pasar. Aspek *governance* tampak lebih berkaitan dengan reaksi pasar, sedangkan aspek *Environmental* dan *social* belum menunjukkan hasil yang signifikan.

Namun, hasil berbeda ditemukan oleh Suttipun et al. (2025), yaitu *governance* berpengaruh positif, *Environmental* berpengaruh negatif, dan *social* tidak berpengaruh signifikan. Sanjaya & Sianturi (2024) menemukan bahwa pengungkapan ESG serta dimensi E, S, dan G berpengaruh negatif ketika reaksi pasar diukur dengan *Cumulative Abnormal Return (CAR)*, tetapi menunjukkan respons positif ketika diukur dengan *Trading Volume Activity*. Perbedaan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dampak pengungkapan ESG terhadap pasar modal belum bersifat umum dan konsisten. Dampaknya tidak selalu sama karena masih bergantung pada karakteristik sampel, metode pengukuran, serta karakter pasar di masing-masing sektor.

Beragamnya hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa hubungan pengungkapan ESG dan reaksi pasar belum memberikan kesimpulan yang konsisten. Kondisi ini perlu diteliti lebih lanjut karena pelaporan keberlanjutan di Indonesia terus meningkat dari tahun ke tahun, tetapi reaksi pasar pada

periode 2022-2024 tidak selalu menunjukkan arah yang sama. Situasi tersebut menunjukkan bahwa keberadaan laporan ESG tidak otomatis membuat pasar bereaksi secara seragam. Oleh karena itu, relevansi informasi ESG bagi investor masih perlu dibuktikan melalui pengujian empiris.

Keterbaruan penelitian ini terletak pada konteks pengujian dan fokus sampel yang lebih spesifik dibanding banyak penelitian sebelumnya. Beberapa studi terdahulu meneliti hubungan ESG dan reaksi pasar pada sampel lintas sektor, kelompok saham yang kurang likuid, atau menggunakan indikator reaksi pasar yang berbeda. Penelitian ini difokuskan pada emiten non keuangan dalam indeks LQ45 periode 2022-2024, yaitu kelompok saham yang relatif likuid dan banyak dipantau investor, sehingga pembentukan harga dan respons pasar lebih mudah diamati. Hal ini juga sejalan dengan studi rujukan di Thailand yang menggunakan kelompok perusahaan unggulan Top50 dengan saham yang aktif diperdagangkan dan menjadi perhatian investor (Suttipun & Yordudom, 2022). Reaksi pasar dalam penelitian ini dihitung melalui rata-rata harga penutupan saham pada jendela peristiwa lima hari setelah publikasi laporan keberlanjutan, agar respons jangka pendek pascapublikasi dapat terlihat lebih jelas. Pembatasan pada emiten non keuangan dilakukan agar sampel lebih sebanding dan tidak tercampur karakteristik pelaporan serta regulasi sektor keuangan yang berbeda.

Dorongan keberlanjutan tidak hanya datang dari kebutuhan pasar, tetapi juga terkait agenda pembangunan yang lebih luas. SDGs menempatkan isu lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai prioritas global (Ningsih, 2024),

sedangkan Indonesia telah menetapkan RPJPN 2025-2045 melalui Undang-Undang Nomor 59 Tahun 2024 yang membawa arah pembangunan menuju Indonesia Emas 2045 dengan orientasi maju dan berkelanjutan. Arah tersebut membuat transparansi praktik keberlanjutan perusahaan semakin penting, karena perusahaan tidak hanya dituntut menerbitkan laporan, tetapi juga menunjukkan kualitas pengelolaan dampak dan risikonya (Gunawan et al., 2022). Hal tersebut membuat pengujian ini penting untuk dilakukan, karena fokusnya bukan sekadar apakah laporan keberlanjutan diterbitkan, tetapi apakah informasi *Environmental*, *social*, dan *governance* di dalamnya benar-benar dinilai bernilai oleh investor dan tercermin pada reaksi pasar saham setelah publikasi laporan.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah pengungkapan *Environmental*, *social*, dan *governance* berpengaruh terhadap reaksi pasar. Fokus penelitian ini bukan hanya pada meningkatnya praktik pelaporan keberlanjutan, tetapi pada apakah informasi ESG yang diungkapkan perusahaan benar-benar memiliki nilai bagi investor dan tercermin dalam perubahan harga saham setelah laporan dipublikasikan. Oleh karena itu, penelitian ini berjudul “Analisis Pengungkapan *Environmental*, *Social*, dan *Governance* (ESG) terhadap Reaksi Pasar pada Emiten LQ45 Non keuangan 2022-2024”.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah pengungkapan *Environmental (E)* berpengaruh terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024?
2. Apakah pengungkapan *Social (S)* berpengaruh terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024?
3. Apakah pengungkapan *Governance (G)* berpengaruh terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh pengungkapan *Environmental (E)* terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024
2. Untuk mengetahui pengaruh pengungkapan *Social (S)* terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024
3. Untuk mengetahui pengaruh pengungkapan *Governance (G)* terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian, hasil penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut.

1.4.1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat teoritis dengan menambah bukti empiris mengenai pengaruh pengungkapan ESG terhadap reaksi pasar pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022–2024. Hasil

penelitian diharapkan dapat memperkuat penerapan teori sinyal (*signaling theory*) dengan menjelaskan apakah pengungkapan ESG berfungsi sebagai sinyal yang direspons investor melalui perubahan harga saham setelah publikasi laporan.

Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian *Efficient Market Hypothesis (EMH)*, khususnya terkait bagaimana pasar merespons informasi non keuangan yang dipublikasikan perusahaan. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai sejauh mana informasi ESG memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor dan mampu tercermin dalam harga saham perusahaan. Penelitian ini diharapkan dapat memperluas literatur pasar modal terkait peran informasi ESG dalam pembentukan penilaian investor, pengurangan asimetri informasi, serta dinamika reaksi pasar terhadap informasi keberlanjutan yang dipublikasikan perusahaan.

1.4.2. Manfaat Praktis

Manfaat praktis yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan menjadi masukan bagi perusahaan untuk meningkatkan kualitas pengungkapan ESG agar lebih jelas, konsisten, dan relevan bagi investor. Hasil penelitian juga dapat membantu perusahaan memahami bahwa informasi ESG dapat memengaruhi persepsi risiko dan ekspektasi investor, sehingga perusahaan terdorong menyusun strategi

keberlanjutan yang lebih terarah, memperkuat tata kelola, serta meningkatkan transparansi kepada *stakeholder*.

b. Bagi Investor dan Calon Investor

Penelitian ini diharapkan memberi tambahan informasi bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi dengan mempertimbangkan aspek ESG sebagai pelengkap informasi keuangan. Hasil penelitian dapat digunakan sebagai acuan untuk menilai respons pasar terhadap publikasi pengungkapan ESG, sehingga investor dapat memilih emiten yang dinilai lebih kredibel dan memiliki pengelolaan risiko yang lebih baik.

c. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pemahaman dan referensi terkait pengungkapan ESG dan reaksi pasar pada pasar modal Indonesia, khususnya pada emiten LQ45 non keuangan periode 2022-2024. Penelitian ini juga dapat menjadi tambahan literatur untuk pembahasan informasi non keuangan dalam penilaian investor.

d. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat menambah ilmu pengetahuan dan wawasan bagi peneliti selanjutnya untuk dijadikan literatur dan dasar pengembangan penelitian. Peneliti selanjutnya dapat memperluas periode penelitian, memperluas objek penelitian, atau menggunakan proksi reaksi pasar lain seperti return, abnormal return, maupun jendela peristiwa yang berbeda agar hasil penelitian semakin komprehensif.