

ANALISIS REAKSI PASAR MODAL TERHADAP KONFLIK PERBATASAN THAILAND-KAMBOJA PADA PERUSAHAAN SAHAM YANG TERDAFTAR DI CAMBODIA STOCK EXCHANGE

STOCK MARKET REACTION ANALYSIS TO THE THAILAND-CAMBODIA BORDER CONFLICT ON LISTED COMPANIES IN THE CAMBODIA SECURITIES EXCHANGE

Oleh:

Kevin S. Frans¹

Priskila B. Rottie²

¹²³Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Sam Ratulangi Manado

Email:

¹kevinfrans062@student.unsrat.ac.id

²priskilabr@unsrat.ac.id

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk marginalizes reaksi pasar modal Kamboja (Cambodia Securities Exchange / CSX) terhadap peristiwa konflik perbatasan bersenjata antara Thailand dan Kamboja pada tanggal 24 Juli 2025. CSX dipilih sebagai objek penelitian karena memiliki karakteristik unik sebagai frontier market dengan jumlah emiten terbatas, kapitalisasi pasar relatif kecil, serta tingkat likuiditas yang rendah. Menggunakan pendekatan event study dengan periode pengamatan (event window) selama 15 hari perdagangan (t-7 hingga t+7), penelitian ini menguji perbedaan Average Abnormal Return (AAR), Average Trading Volume Activity (ATVA), dan Average Market Capitalization (AMC) sebelum dan sesudah peristiwa konflik. Sampel penelitian ditentukan melalui metode purposive sampling yang menghasilkan 9 perusahaan terdaftar di CSX dengan data perdagangan harian yang lengkap. Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan uji statistik parametrik (Paired Sample T-Test) untuk variabel berdistribusi normal dan non-parametrik (Wilcoxon Signed Rank Test) untuk variabel yang tidak berdistribusi normal berdasarkan uji normalitas Shapiro-Wilk. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai efisiensi pasar modal kategori frontier market dalam merespons guncangan geopolitik regional berlandaskan Signaling Theory dan Efficient Market Hypothesis.

Kata Kunci: Event Study, Reaksi Pasar Modal, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Market Capitalization, Cambodia Securities Exchange, Konflik Perbatasan.

Abstract: This study aims to analyze the reaction of the Cambodian stock market (Cambodia Securities Exchange / CSX) to the armed border conflict between Thailand and Cambodia on July 24, 2025. The CSX was selected as the research object due to its unique characteristics as a frontier market with a limited number of listed issuers, relatively small market capitalization, and low liquidity levels. Utilizing an event study approach with a 15-trading-day observation period (event window from t-7 to t+7), this study examines the differences in Average Abnormal Return (AAR), Average Trading Volume Activity (ATVA), and Average Market Capitalization (AMC) before and after the conflict event. The research sample was determined through a purposive sampling method, resulting in 9 CSX-listed companies with complete daily trading data. Hypothesis testing was conducted using parametric statistical tests (Paired Sample T-Test) for normally distributed variables and non-parametric tests (Wilcoxon Signed Rank Test) for non-normally distributed variables based on the Shapiro-Wilk normality test. The findings of this study are expected to provide empirical evidence regarding the efficiency of a frontier stock market in responding to regional geopolitical shocks, grounded in Signaling Theory and the Efficient Market Hypothesis.

Keywords: Event Study, Stock Market Reaction, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Market Capitalization, Cambodia Securities Exchange, Border Conflict.

PENDAHULUAN

Latar Belakang Penelitian

Pasar modal merupakan salah satu indikator penting dalam mencerminkan kondisi perekonomian suatu negara karena berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana bagi perusahaan sekaligus sebagai tempat investasi bagi masyarakat. Pergerakan harga saham di pasar modal dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik yang berasal dari kondisi internal perusahaan maupun faktor eksternal, seperti kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, bencana alam, pandemi, hingga konflik geopolitik. Di antara berbagai faktor tersebut, konflik geopolitik merupakan salah satu

peristiwa yang mampu meningkatkan ketidakpastian sehingga berpotensi memengaruhi perilaku investor dalam mengambil keputusan investasi.

Meskipun kawasan Asia Tenggara dikenal sebagai salah satu pusat pertumbuhan ekonomi paling dinamis global, risiko non-pasar berbentuk konflik geopolitik berpotensi menjadi ancaman laten bagi stabilitas investasi. Hal ini akan diteliti melalui eskalasi konflik bersenjata di perbatasan Thailand dan Kamboja pada 24 Juli 2025. Sentimen sengketa teritorial yang berujung pada kontak senjata, saling serang menggunakan artileri, dan penerapan darurat militer di distrik perbatasan secara instan direspons oleh kedua pemerintah melalui kebijakan penutupan jalur perbatasan perdagangan dan pemberlakuan restriksi ekonomi timbal balik.

Pembatasan impor komoditas utama dan gangguan pada jalur logistik darat akibat konflik ini tidak hanya merugikan aktivitas perdagangan bilateral, melainkan juga menciptakan guncangan pada sentimen pasar keuangan regional. Bagi Kamboja yang secara finansial diklasifikasikan sebagai frontier market, konflik bersenjata tersebut memiliki implikasi yang berbeda dibandingkan pada pasar modal yang lebih maju. Frontier market umumnya memiliki jumlah emiten yang relatif terbatas, kapitalisasi pasar yang lebih kecil, likuiditas perdagangan yang lebih rendah, serta partisipasi investor institusional dan asing yang masih berkembang. Karakteristik tersebut menyebabkan pasar modal lebih rentan terhadap perubahan sentimen, namun pada saat yang sama reaksi harga saham dan aktivitas perdagangan tidak selalu sebesar yang terjadi pada emerging market atau developed market karena volume transaksi yang relatif terbatas.

Konflik perbatasan Thailand–Kamboja yang kembali meningkat pada 24 Juli 2025 menjadi salah satu peristiwa geopolitik yang mendapat perhatian masyarakat internasional. Konflik tersebut tidak hanya menimbulkan korban jiwa dan kerusakan infrastruktur di wilayah perbatasan, tetapi juga meningkatkan ketidakpastian terhadap stabilitas kawasan Asia Tenggara. Kondisi tersebut berpotensi memengaruhi persepsi investor terhadap risiko investasi, khususnya pada negara-negara yang berada di kawasan yang sama.

Dampak konflik perbatasan Thailand–Kamboja tidak hanya berpotensi dirasakan oleh kedua negara yang terlibat, tetapi juga dapat memengaruhi pelaku ekonomi internasional. Hal ini disebabkan karena Cambodia Securities Exchange (CSX) tidak hanya mencatat perusahaan yang sepenuhnya dimiliki oleh investor domestik, tetapi juga perusahaan yang memiliki afiliasi dengan investor maupun kelompok usaha asing. Sebagai contoh, Grand Twins International (Cambodia) Plc. merupakan perusahaan yang berada di bawah kelompok usaha asal Taiwan, sedangkan Pestech (Cambodia) Plc. merupakan anak perusahaan dari Pestech International Berhad yang berasal dari Malaysia.

Konflik perbatasan Thailand–Kamboja berpotensi memengaruhi stabilitas ekonomi kawasan ASEAN, terutama pada sektor perdagangan dan logistik. Thailand merupakan salah satu pusat manufaktur dan distribusi di Asia Tenggara, sedangkan Kamboja memiliki ketergantungan pada perdagangan lintas batas untuk pasokan bahan baku, hasil pertanian, dan barang manufaktur. Gangguan terhadap rantai pasok regional akibat penutupan perbatasan dapat meningkatkan ketidakpastian ekonomi dan memengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di Cambodia Securities Exchange (CSX).

Selain merupakan satu-satunya bursa efek di Kamboja, CSX juga memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan sebagian besar bursa saham di kawasan Asia Tenggara karena masih dikategorikan sebagai frontier market. Dibandingkan dengan bursa saham di negara berkembang (emerging market), CSX memiliki jumlah perusahaan tercatat, nilai kapitalisasi pasar, dan aktivitas perdagangan yang relatif lebih kecil. Kondisi tersebut menyebabkan penelitian mengenai reaksi pasar pada CSX menjadi penting karena dapat memberikan gambaran mengenai bagaimana investor pada pasar dengan tingkat likuiditas yang lebih rendah merespons suatu peristiwa geopolitik.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis adanya abnormal return signifikan pada CSX Index selama window event konflik Thailand–Kamboja (24 Juli 2025).
2. Menguji perbedaan trading volume activity sebelum dan sesudah peristiwa konflik.
3. Mengetahui besarnya reaksi pasar modal Kamboja terhadap risiko geopolitik antarnegara di Asia Tenggara.

TINJAUAN PUSTAKA

Efficient Market

Menurut Hartono (2022), *efficient market* atau pasar efisien adalah kondisi dimana harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sehingga investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* secara

konsisten. Tandelilin (2021) menjelaskan pasar efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya mencerminkan seluruh informasi relevan yang tersedia sehingga tidak ada investor yang mampu mengalahkan pasar secara terus-menerus.

Signaling Theory

Menurut Brigham dan Houston (2021), *signaling theory* merupakan tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk atau isyarat bagi investor mengenai bagaimana pihak manajemen memandang prospek masa depan perusahaan tersebut. Dalam konteks pasar modal, konflik geopolitik dapat dipandang sebagai suatu informasi yang berpotensi menjadi sinyal (signal) bagi investor. Informasi mengenai konflik dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi maupun prospek perusahaan, sehingga mendorong perubahan keputusan investasi. Namun demikian, tidak semua konflik akan menghasilkan reaksi pasar yang sama. Kekuatan sinyal yang diterima investor bergantung pada tingkat relevansi informasi, besarnya dampak ekonomi yang ditimbulkan, serta persepsi investor terhadap keberlanjutan konflik tersebut.

Abnormal Return

Hartono (2022) menjelaskan abnormal return adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* yang diharapkan. Menurut Tandelilin (2021), *abnormal return* merupakan kelebihan keuntungan yang diperoleh investor dibandingkan *return normal* yang diharapkan.

Trading Volume Activity (TVA)

Hartono (2022) menyatakan bahwa *Trading Volume Activity* adalah indikator yang digunakan untuk melihat aktivitas perdagangan saham melalui jumlah saham yang diperdagangkan dibandingkan jumlah saham beredar. Menurut Tandelilin (2021) menyatakan bahwa *Trading Volume Activity* merupakan indikator aktivitas perdagangan saham yang ditransaksikan antar investor dan nilai transaksinya pada satu transaksi ataupun selama satu periode waktu tertentu. *Trading Volume Activity* menunjukkan tingkat aktivitas perdagangan saham selama periode tertentu. Semakin tinggi nilai TVA menunjukkan semakin aktif saham diperdagangkan.

Market Capitalization

Brigham dan Houston (2021) menjelaskan bahwa *market capitalization* adalah nilai pasar perusahaan yang diperoleh dari hasil perkalian harga saham dengan jumlah saham beredar. Menurut Tandelilin (2021), *market capitalization* merupakan total nilai pasar seluruh saham perusahaan yang beredar di pasar modal. Market Capitalization mencerminkan nilai pasar suatu perusahaan yang diperoleh dari hasil perkalian harga saham dengan jumlah saham yang beredar (*outstanding shares*).

Risk Aversion

Brigham dan Houston (2021) menyatakan bahwa *risk aversion* diartikan sebagai kondisi di mana investor mensyaratkan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas kesediaan mereka mengambil risiko yang lebih besar. Ketika kondisi pasar memburuk (seperti ketegangan geopolitik), tingkat risk aversion kolektif akan melonjak mendadak.

Penelitian Terdahulu

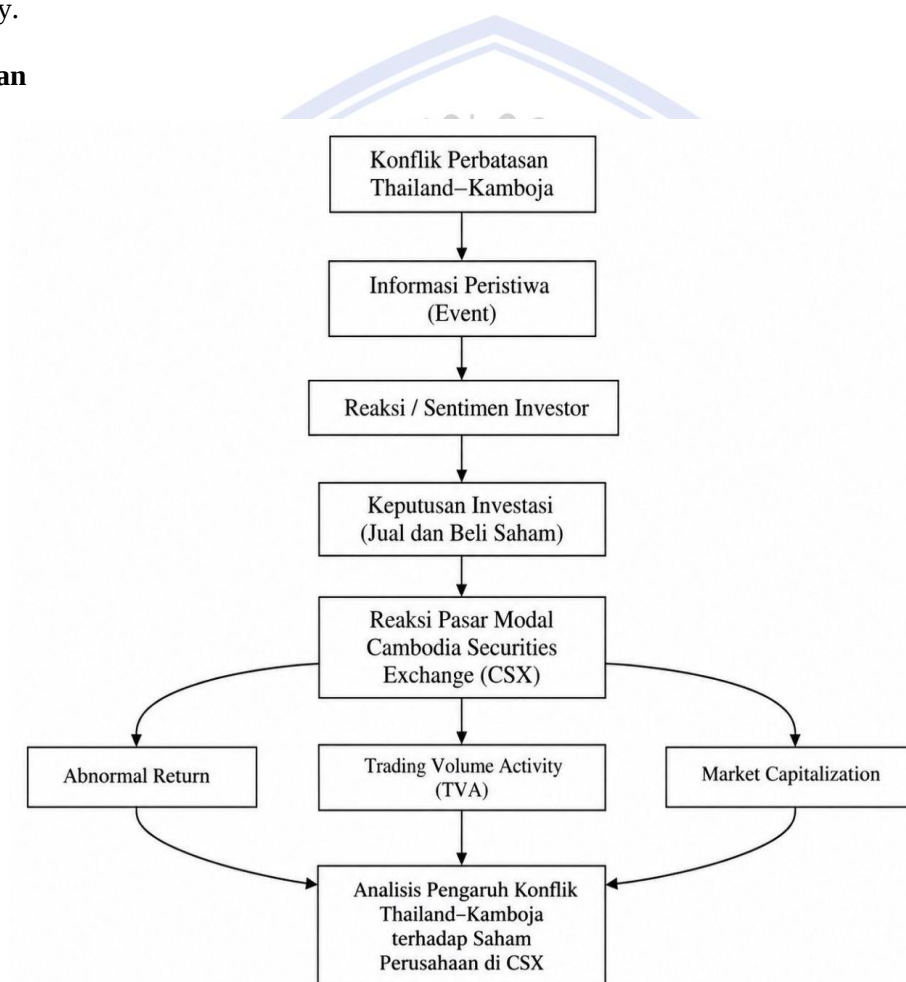
Penelitian Baroleh, Chandra, dan Rottie (2024) bertujuan untuk menganalisis pengaruh nilai tukar mata uang dan indeks saham luar negeri terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Variabel independen yang digunakan meliputi nilai tukar USD/IDR, JPY/IDR, CNY/IDR, serta indeks Dow Jones (DJI), NIKKEI225, dan Shanghai Composite Index (SSEC). Data yang digunakan adalah data bulanan selama periode Mei 2022 hingga April 2025. Metode yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil analisis menunjukkan bahwa secara simultan seluruh variabel independen berpengaruh signifikan terhadap IHSG. Secara parsial, hanya nilai tukar USD/IDR dan indeks SSEC yang berpengaruh signifikan terhadap IHSG, keduanya dengan arah negatif. Variabel lainnya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Penelitian Mekel, Saerang, dan Maramis (2023) bertujuan untuk mengetahui reaksi Pasar Modal Cina atas perang yang terjadi antara Rusia dan Ukraina. Jenis Penelitian yang digunakan adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder. Teknik pengambilan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah sampel jenuh yang mana teknik pengumpulan sampel menggunakan seluruh anggota populasi. Penelitian dalam bentuk Studi Peristiwa ini menggunakan uji-t berpasangan untuk dapat memperoleh hasil pada penelitian ini. Hasil uji yang dilakukan menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata Abnormal Return Market yang signifikan sebelum dan setelah terjadinya perang. Lewat variable tersebut dapat dilihat bahwa pasar tidak memperoleh pengaruh yang

signifikan atas perang yang terjadi antara Rusia dan Ukraina. Hal tersebut berbanding terbalik dengan hasil uji yang dilakukan pada Kapitalisasi Pasar dan Frekuensi Perdagangan yang menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata Frekuensi Perdagangan dan juga rata-rata Kapitalisasi Pasar sebelum dan setelah terjadinya perang antara Rusia dan Ukraina.

Penelitian Pakederan, Mangantar, dan Rumokoy (2023) bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar modal Indonesia atas Invasi Rusia ke Ukraina diukur dari perbedaan Abnormal Return, Trading Volume Activity, dan Market Capitalization sebelum dan sesudah peristiwa. Periode pengamatan dilakukan selama 30 hari sebelum dan 30 hari setelah peristiwa. Jenis penelitian ini adalah kuantitatif dengan menggunakan metode komparatif. Metode sampling yang digunakan adalah purposive sampling yang memberikan sample penelitian sebanyak 47 perusahaan pada sub sektor food and beverage Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini menunjukkan peristiwa invasi Rusia ke Ukraina tidak mengandung informasi yang membuat pasar bereaksi, hal ini dibuktikan dari tidak adanya perbedaan yang signifikan pada variabel Abnormal Return, dan Market Capitalization sebelum dan sesudah peristiwa Invasi Rusia ke Ukraina, tetapi peristiwa invasi Rusia ke Ukraina mengandung informasi yang membuat pelaku pasar bereaksi pada perdagangan saham, hal ini dibuktikan dari adanya perbedaan yang signifikan pada variabel Trading Volume Activity.

Model Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian

Sumber: Kajian Literatur

Hipotesis Penelitian

- H1: Terdapat perbedaan Average Abnormal Return sebelum dan sesudah konflik perbatasan Thailand–Kamboja pada perusahaan yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange.
- H2: Terdapat perbedaan Average Trading Volume Activity sebelum dan sesudah konflik perbatasan Thailand–Kamboja pada perusahaan yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange.
- H3: Terdapat perbedaan Average Market Capitalization sebelum dan sesudah konflik perbatasan Thailand–Kamboja pada perusahaan yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange.

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif dengan desain *event study* untuk mengukur dampak signifikan konflik Thailand-Kamboja (24 Juli 2025) terhadap *Abnormal Return* (AR), *Trading Volume Activity* (TVA), dan *Market Capitalization* saham CSX.

Populasi, Sampel dan Teknik Sampling

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan saham yang tercatat di dalam CSX yang memiliki populasi 12 perusahaan, total entitas dalam CSX 27 (perusahaan saham juga dihitung entitas) tetapi karena yang dicari perusahaan saham, total populasi yang dipakai 12. Penelitian ini mempergunakan *nonprobability sampling* terlebih khusus dengan Pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dilakukan agar perusahaan yang dianalisis memiliki data perdagangan saham yang lengkap selama periode estimasi maupun periode jendela peristiwa sehingga hasil analisis dapat dilakukan secara konsisten.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Jumlah Entitas Tercatat dalam CSX	27
2	Jumlah Entitas perusahaan yang belum listing pada saat event	-1
3	Jumlah perusahaan saham yang tidak terdapat atau tidak lengkap Dalam data harian estimation dan atau periode window harian	-17
	Jumlah Sampel yang memenuhi kriteria pemilihan sampel	9

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Tabel 2. Sampel Populasi yang Digunakan Dalam CSX Serta Sektor dan Market Cap

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor	Market Cap (Juli 2025)
1	PWSA	Phnom Penh Water Supply Authority	Utilitas Air	US\$150,00 juta
2	PPSP	Phnom Penh SEZ PLC	Kawasan Ekonomi Khusus	US\$120,00 juta
3	PPAP	Phnom Penh Autonomous Port	Jasa Pelabuhan	US\$90,00 juta
4	PEPC	Pestech (Cambodia) PLC	Energi/Infrastruktur	US\$75,00 juta
5	PAS	Sihanoukville Autonomous Port	Jasa Pelabuhan	US\$110,00 juta
6	MJQE	MJQE PLC	Manufaktur	US\$40,00 juta
7	GTI	Grand Twins International PLC	Pakaian/Tekstil	US\$35,00 juta
8	CGSM	Cambodia Gold Star Management PLC	Jasa Telekomunikasi	US\$25,00 juta
9	ABC	ABC Bank PLC	Perbankan/Keuangan	US\$80,00 juta
	Total			US\$725,00 juta

Keterangan: N = 9 perusahaan.

Sumber: Data informasi perusahaan <https://csx.com.kh/en/company-information/stock/list-of-companies>

Sumber dan Jenis Data

Sumber Data penelitian diperoleh dari data sekunder yang dipublikasikan oleh Cambodia Securities Exchange (CSX). Data yang digunakan meliputi harga penutupan saham (closing price), volume perdagangan saham (trading volume), indeks pasar, dan kapitalisasi pasar perusahaan selama periode pengamatan. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang diperoleh dalam bentuk angka/numerik dan dapat dihitung dan diukur yang diperoleh dari objek penelitian, Dan dalam penelitian ini, data yang diambil bersumber dari website CSX dari *Daily Price*

Teknik Pengumpulan Data

Sugiyono (2022), dokumentasi adalah bagian dari pengumpulan data dengan mencatat peristiwa lampau yang terjadi, baik berbentuk tulisan, gambar, maupun karya *monumental* seseorang. Teknik dokumentasi digunakan untuk memperoleh data sekunder yang relevan dengan penelitian. Dalam penelitian ini Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari situs resmi *Cambodia Stock Exchange* (CSX). Data meliputi harga saham harian, volume perdagangan, dan *market capitalization* untuk 9 perusahaan sampel selama *estimation window* (-120 hingga -55 hari sebelum event (8 Mei - 6 Februari)) dan *event window* (-7 hingga +7 hari sekitar 24 Juli 2025 (17-31 Juli)). Pengumpulan dilakukan secara sistematis melalui *screenshot* atau akses langsung laporan harian CSX untuk memastikan kelengkapan data *time series* kuantitatif.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Tabel 3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Definisi	Pengukuran
Abnormal Return	Abnormal return digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap konflik Thailand–Kamboja pada 391ingkat391n391 yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange	$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ $AR_{i,t}$ = Abnormal Return saham i pada waktu t $R_{i,t}$ = Actual Return saham i pada waktu t $E(R_{i,t})$ = Expected Return saham i pada waktu t $R_{i,t} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$ P_t = Harga saham periode sekarang P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya
Trading Volume Activity (TVA)	Trading Volume Activity digunakan untuk mengukur perubahan aktivitas perdagangan saham akibat konflik Thailand–Kamboja pada 391ingkat391n391 yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange	$TVA = \text{Volume Saham Diperdagangkan} / \text{Jumlah Saham Beredar}$ TVA = Trading Volume Activity Volume Saham Diperdagangkan = jumlah saham yang diperdagangkan pada periode tertentu Jumlah Saham Beredar = total saham yang beredar perusahaan
Market Capitalization	Market capitalization digunakan untuk melihat perubahan nilai pasar 391 ingkat 391 n 391 akibat konflik Thailand–Kamboja pada 391ingkat391n391 yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange	$\text{Market Capitalization} = \text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham Beredar}$ $\text{Harga Saham} = \text{harga penutupan saham}$ $\text{Jumlah Saham Beredar} = \text{total saham yang beredar di pasar}$
Average Abnormal Return (AAR)	AAR dilakukan untuk mengetahui rata-rata reaksi pasar terhadap peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja pada 391ingkat391n391 yang terdaftar di Cambodia Stock Exchange (CSX).	$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$ AAR_t = Average Abnormal Return pada hari ke- t AR_{it} = Abnormal Return 391ingkat391n391 ke- i pada hari ke- t N = jumlah 391ingkat391n391 sampel
Average Trading Volume Activity (ATVA)	Averages Trading Volume Activity (ATVA) merupakan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham seluruh 391ingkat391n391 sampel pada setiap hari selama periode pengamatan	$ATVA_t = \Sigma TVA_{it} / n$ Keterangan: $ATVA_t$ = Average Trading Volume Activity pada hari ke- t ΣTVA_{it} = Trading Volume Activity 391ingkat391n391 ke- i pada hari ke- t N = jumlah 391ingkat391n391 sampel.
Average Market Capitalization (AMC)	Average Market Capitalization (AMC) merupakan rata-rata nilai kapitalisasi pasar seluruh 391 ingkat 391 n 391 sampel pada setiap hari selama periode pengamatan yang digunakan untuk mengetahui perubahan nilai	$AMC_t = \Sigma MC_{it} / n$ AMC_t = Average Market Capitalization pada hari ke- t ΣMC_{it} = Market Capitalization 391ingkat391n391 ke- i pada hari ke- t N = jumlah 391ingkat391n391 sampel.

pasar 392ingkat392n392 sebelum
dan sesudah konflik.

Pengujian Instrumen Penelitian

Uji Normalitas

Ghozali (2021) menyatakan bahwa uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah residual atau kesalahan pengganggu dalam model penelitian mengikuti distribusi normal. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas menggunakan Shapiro–Wilk Test. Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka data dinyatakan berdistribusi normal sehingga pengujian hipotesis dilakukan menggunakan Paired Sample t-test. Sebaliknya, apabila nilai signifikansi kurang dari atau sama dengan 0,05 maka data dinyatakan tidak berdistribusi normal sehingga pengujian hipotesis dilakukan menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test.

1. Bila nilai Sig. > 0,05 maka data berdistribusi normal.
2. Bila nilai Sig. < 0,05 maka data tidak berdistribusi normal.

Teknik Analisis Data

Paired Sample T-Test

Menurut Santoso (2022), *Paired Sample T-Test* merupakan pengujian yang dipergunakan agar diketahui apakah terdapat perbedaan rata-rata antara dua sampel yang berpasangan. Pelaksanaan uji ini akan terjadi jika penelitian berdistribusi normal. Dalam penelitian ini, *Paired Sample T-Test* digunakan untuk menguji perbedaan *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *market capitalization* sebelum dan sesudah peristiwa konflik Thailand–Kamboja. Paired Sample t-test digunakan untuk menguji perbedaan rata-rata dua sampel berpasangan yang berdistribusi normal. Dalam penelitian ini, uji tersebut digunakan untuk menguji Average Market Capitalization (AMC) karena berdasarkan hasil uji normalitas data dinyatakan berdistribusi normal. Dasar pengambilan 392ingkat392n dalam *Paired Sample T-Test* yaitu:

1. Bila nilai Sig. (2-tailed) < 0,05 maka H₀ ditolak dan H_a diterima.
2. Bila nilai Sig. (2-tailed) > 0,05 maka H₀ diterima dan H_a ditolak.

Wilcoxon Signed Rank Test

Menurut Ghozali (2021), *Wilcoxon Signed Rank Test* merupakan alat uji non-parametrik yang dipergunakan agar mengetahui perbedaan dua sampel berpasangan apabila data tidak berdistribusi normal. Pengujian ini sebagai alternatif dari *Paired Sample T-Test*. Wilcoxon Signed Rank Test digunakan untuk menguji perbedaan dua sampel berpasangan yang tidak memenuhi asumsi normalitas. Dalam penelitian ini, uji Wilcoxon digunakan untuk menguji Average Abnormal Return (AAR) dan Average Trading Volume Activity (ATVA). Dalam penelitian ini, Wilcoxon *Signed Rank Test* digunakan untuk menguji perbedaan *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *market capitalization* sebelum dan sesudah peristiwa konflik Thailand–Kamboja apabila data tidak berdistribusi normal. Dasar pengambilan 392ingkat392n dalam Wilcoxon Signed Rank Test yaitu:

1. Bila nilai Sig. (2-tailed) < 0,05 maka H₀ ditolak dan H_a diterima.
 2. Bila nilai Sig. (2-tailed) > 0,05 maka H₀ diterima dan H_a ditolak.
- Seluruh pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan 392ingkat signifikansi (α) sebesar 5 persen (0,05). Keputusan pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi (p-value) terhadap 392ingkat signifikansi yang telah ditetapkan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Uji Normalitas

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Data (Shapiro-Wilk)

Variabel	Statistik W	Nilai P-Value (Sig.)	Kriteria Signifikansi	Distribusi Data	Uji Beda yang Digunakan
AAR	0,6116	p < 0,001\$	p < 0,05\$	Tidak Normal	Wilcoxon Signed Rank Test
ATVA	0,4423	p < 0,001\$	p < 0,05\$	Tidak Normal	Wilcoxon Signed Rank Test
AMC	0,9677	0,8222	p > 0,05\$	Normal	Paired Sample T-Test

Sumber: Data Sekunder Diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4, variabel *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Average Trading Volume Activity* (ATVA) memiliki nilai $p\text{-value} < 0,001$, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa data variabel AAR dan ATVA berdistribusi tidak normal, sehingga pengujian hipotesis H1 dan H2 dilakukan menggunakan uji statistik non-parametrik *Wilcoxon Signed Rank Test*. Sementara itu, variabel *Average Market Capitalization* (AMC) memiliki nilai $p\text{-value} = 0,8222 > 0,05$, yang mengindikasikan bahwa data berdistribusi normal. Oleh karena itu, pengujian hipotesis H3 dilakukan menggunakan uji statistik parametrik *Paired Sample T-Test*.

Pengujian Hipotesis

Tabel 5. Hasil Uji Hipotesis Sebelum dan Sesudah Peristiwa Konflik

Hipotesis	Variabel	Alat Uji Statistik	Nilai Statistik Hitung	Nilai p-value (Sig.)	Kriteria ($\alpha=0,05$)	Keputusan Hipotesis
H1	AAR	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i>	$Z=1,2299$	0,2188	$p > 0,05$	H1 Ditolak
H2	ATVA	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i>	$Z=1,2299$	0,2188	$p > 0,05$	H2 Ditolak
H3	AMC	<i>Paired Sample T-Test</i>	$t = 0,7885$	0,4432	$p > 0,05$	H3 Ditolak

Sumber: Data Sekunder Diolah (2026)

1. Pengujian Hipotesis 1 (AAR): Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, diperoleh nilai $Z=1,2299$ dengan nilai $p\text{-value}=0,2188$. Karena nilai $p\text{-value}(0,2188) > 0,05$, maka H1 ditolak. Hasil ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* (AAR) yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa konflik perbatasan Thailand-Kamboja pada perusahaan yang terdaftar di Cambodia Securities Exchange (CSX).
2. Pengujian Hipotesis 2 (ATVA): Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, diperoleh nilai $Z = 1,2299$ dengan nilai $p\text{-value} = 0,2188$. Karena nilai $p\text{-value} (0,2188) > 0,05$, maka H2 ditolak. Hasil ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan *Average Trading Volume Activity* (ATVA) yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa konflik perbatasan Thailand-Kamboja pada perusahaan yang terdaftar di CSX.
3. Pengujian Hipotesis 3 (AMC): Berdasarkan hasil uji *Paired Sample T-Test*, diperoleh nilai $p\text{-value} = 0,4432$. Karena nilai $p\text{-value} (0,4432) > 0,05$, maka H3 ditolak. Hasil ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan *Average Market Capitalization* (AMC) yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa konflik perbatasan Thailand-Kamboja pada perusahaan yang terdaftar di CSX.

Pembahasan

Reaksi Bentrokan Perbatasan Thailand–Kamboja terhadap Average Abnormal Return

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *Average Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja. Secara deskriptif, AAR pada periode sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan pola yang berfluktuasi. Pada periode sebelum peristiwa, nilai AAR mengalami perubahan dari nilai negatif hingga positif. Pola yang sama juga terlihat pada periode sesudah peristiwa, ketika nilai AAR mengalami peningkatan dan penurunan selama periode pengamatan. Meskipun terdapat perbedaan pola pergerakan secara visual, hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa perbedaan AAR sebelum dan sesudah peristiwa tidak signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa informasi mengenai peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja belum menghasilkan perubahan yang cukup kuat dan konsisten pada abnormal return perusahaan sampel selama periode pengamatan. Dengan demikian, perubahan return saham yang terjadi sebelum dan sesudah peristiwa belum menunjukkan perbedaan yang cukup besar untuk dinyatakan signifikan secara statistik. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Pakederan, Mangantar, dan Rumokoy (2023) yang menemukan bahwa konflik Rusia–Ukraina tidak menimbulkan perubahan abnormal return yang signifikan pada pasar modal Indonesia. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Smales (2021) yang menemukan bahwa peningkatan geopolitical risk dapat menurunkan return saham pada kondisi tertentu, serta Oyadeyi et al. (2024) yang memperoleh abnormal return negatif yang signifikan akibat konflik Rusia–Ukraina. Dengan demikian, tidak signifikannya perbedaan AAR dalam penelitian ini tidak berarti bahwa peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja tidak memiliki relevansi ekonomi atau geopolitik. Hasil tersebut menunjukkan bahwa dalam event window -7 sampai $+7$ hari perdagangan, dampak peristiwa tersebut belum menghasilkan perubahan abnormal return yang cukup kuat dan konsisten pada perusahaan yang terdaftar di CSX untuk dinyatakan signifikan secara statistik.

Reaksi Average Trading Volume Activity terhadap Peristiwa Bentrokan Perbatasan Thailand–Kamboja

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada Average Trading Volume Activity sebelum dan sesudah peristiwa. Nilai ATVA pada periode sebelum peristiwa menunjukkan pergerakan yang relatif rendah dan berfluktuasi. Pada periode sesudah peristiwa, nilai ATVA juga mengalami perubahan, termasuk peningkatan pada salah satu pengamatan. Namun, secara keseluruhan, perubahan tersebut tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik. Temuan ini menunjukkan bahwa peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja belum menghasilkan perubahan yang cukup kuat dan konsisten pada aktivitas perdagangan saham. Dengan demikian, hasil penelitian tidak menunjukkan adanya perubahan aktivitas perdagangan yang cukup kuat untuk mengindikasikan perubahan perilaku investor secara signifikan selama periode pengamatan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Pakederan, Mangantar, dan Rumokoy (2023) yang menemukan adanya perbedaan signifikan pada Trading Volume Activity setelah invasi Rusia–Ukraina. Dengan demikian, tidak signifikkannya perbedaan ATVA tidak berarti bahwa investor sama sekali tidak memperhatikan peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perubahan aktivitas perdagangan yang terjadi selama event window -7 sampai $+7$ hari perdagangan belum cukup kuat dan konsisten untuk menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik.

Reaksi Average Market Capitalization terhadap Bentrokan Perbatasan Thailand–Kamboja

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada Average Market Capitalization sebelum dan sesudah peristiwa. Nilai AMC pada periode sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan pergerakan yang berfluktuasi. Nilai AMC pada periode sesudah peristiwa mengalami perubahan, namun, perubahan tersebut tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan secara statistik berdasarkan hasil pengujian. Tidak signifikkannya Average Market Capitalization (AMC) juga konsisten dengan karakteristik frontier market. Karena kapitalisasi pasar dipengaruhi oleh harga saham, perubahan harga yang relatif terbatas selama periode pengamatan menyebabkan perubahan nilai kapitalisasi pasar juga relatif kecil. Dengan demikian, stabilitas AMC dalam penelitian ini sejalan dengan hasil AAR yang tidak menunjukkan perubahan signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja belum menghasilkan perubahan yang cukup kuat pada nilai pasar perusahaan sampel. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Mekel, Saerang, dan Maramis (2023) yang menemukan adanya perbedaan signifikan pada kapitalisasi pasar setelah perang Rusia–Ukraina, serta Pakederan, Mangantar, dan Rumokoy (2023) yang juga memperoleh perubahan signifikan pada market capitalization. Perbedaan hasil tersebut dapat dipengaruhi oleh perbedaan karakteristik pasar modal, skala dampak konflik terhadap perekonomian, serta respons investor pada masing-masing negara. Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peristiwa bentrokan perbatasan Thailand–Kamboja belum menghasilkan perubahan Average Market Capitalization yang signifikan pada perusahaan sampel selama event window -7 sampai $+7$ hari perdagangan. Hasil tersebut tidak berarti bahwa konflik tidak memiliki relevansi terhadap nilai perusahaan dalam jangka panjang, tetapi menunjukkan bahwa perubahan nilai pasar yang terjadi selama periode pengamatan belum cukup besar untuk dinyatakan signifikan secara statistik.

PENUTUP**Kesimpulan**

Berdasarkan hasil pengujian statistik dan pembahasan, penelitian ini menyimpulkan bahwa:

1. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa perang perbatasan Thailand–Kamboja. Hasil uji Wilcoxon menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,22 ($> 0,05$). Hasil tersebut menunjukkan bahwa selama event window -7 sampai $+7$ hari perdagangan, belum terdapat bukti statistik yang cukup mengenai perubahan abnormal return yang signifikan pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian.
2. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *Average Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah peristiwa perang perbatasan Thailand–Kamboja. Hasil Paired Sample T-Test menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,22 ($> 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa [selama periode pengamatan, belum terdapat perubahan aktivitas perdagangan saham yang cukup kuat dan konsisten untuk menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik.]
3. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *Average Market Capitalization* (AMC) sebelum dan sesudah peristiwa perang perbatasan Thailand–Kamboja. Hasil Paired Sample T-Test menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,44 ($> 0,05$). Hasil tersebut menunjukkan bahwa selama event window penelitian, belum terdapat

perubahan nilai kapitalisasi pasar perusahaan yang cukup besar untuk menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik.

Saran

1. Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam mengevaluasi dampak konflik geopolitik terhadap pasar modal, khususnya pada pasar modal yang relatif kecil seperti *Cambodia Securities Exchange* (CSX). Investor tetap disarankan mempertimbangkan kondisi fundamental perusahaan dan perkembangan informasi terbaru sebelum mengambil keputusan investasi.
2. Hasil penelitian ini menunjukkan pentingnya menjaga kinerja operasional, transparansi informasi, dan kepercayaan investor agar nilai perusahaan tetap terjaga ketika menghadapi ketidakpastian akibat peristiwa geopolitik. Meskipun penelitian ini tidak menemukan perbedaan yang signifikan pada AAR, ATVA, dan AMC selama periode pengamatan, perusahaan tetap perlu memperhatikan potensi risiko eksternal yang dapat mempengaruhi persepsi investor.
3. Peneliti selanjutnya disarankan menggunakan periode pengamatan (*event window*) yang lebih panjang, memperluas jumlah sampel, membandingkan beberapa bursa saham di kawasan ASEAN, atau menambahkan variabel lain seperti *Cumulative Abnormal Return* (CAR), likuiditas saham, volatilitas return, maupun indikator pasar lainnya agar diperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai reaksi pasar terhadap konflik geopolitik.

DAFTAR PUSTAKA

- Baroleh, Z. F., Chandra, V., & Rottie, P. B. (2024). Pengaruh Nilai Tukar Mata Uang Dan Indeks Saham Luar Negeri Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Pembangunan Ekonomi dan Keuangan Daerah*, 25(3), 276–287. <https://ejournal.unsrat.ac.id/v3/index.php/jpek/article/view/63220>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 26*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, J. (2022). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Mekel, C., Saerang, I. S., & Maramis, J. B. (2023). Reaksi pasar modal Cina (Shanghai Stock Exchange) terhadap peristiwa perang Rusia dan Ukraina. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 11(1), 1040–1049. <https://ejournal.unsrat.ac.id/v3/index.php/emba/article/view/47248>
- Oyadeyi, A., Arogundade, K., & Biyase, M. (2024). Geopolitical Conflicts and Emerging Stock Markets. *International Review of Economics and Finance*, 89, 210–225. <https://www.nature.com/articles/s41599-024-02599-0>
- Pakederan, F., Mangantar, M., & Rumokoy, L. J. (2023). The Reaction Of Indonesian Capital Market To The Russian Invasion On Ukraine (Event Study On Companies Listed In The Food And Beverage Sector Of The Indonesia Stock Exchange). *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 11(3), 1468–1477. <https://ejournal.unsrat.ac.id/v3/index.php/emba/article/view/49853/43445>
- Smales, L. A. (2021). Geopolitical Risk and Financial Market Volatility. *Finance Research Letters*, 39, 101–110. https://www.researchgate.net/publication/334386206_Geopolitical_Risk_and_Volatility_Spillovers_in_Oil_and_Stock_Markets
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Tandelilin, E. (2021). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisius