

Reaksi Pasar Modal Terhadap Penetapan Bencana Skala Nasional Wabah COVID-19

Mega Chyntia¹; Agus Munandar^{2*}

¹Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Esa Unggul

²Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Esa Unggul²

*Corresponding author email: agus.munandar@esaunggul.ac.id

Abstract

The COVID-19 outbreak in the city of Wuhan, China began at the end of 2019 and spread to several countries in 2020 indicating a state of emergency not only for health but also for the global economy. The purpose of this study is to test whether the official determination of the COVID-19 disaster nationally can affect the capital market in Indonesia. The research method used is quantitative research using an event study approach. Samples were taken from companies listed on the Indonesian Capital Market belonging to the LQ45. The event period for calculating abnormal return and trading volume activity is 7 days (3 days before and 3 days after, including event date), with abnormal return and trading volume activity as a measure of market reaction. The results showed that there were differences in the average abnormal return (AAR) and trading volume activity (ATVA) on the 3 days before and after the determination. This finding shows that the official designation of Covid 19 as a national disaster by the Indonesian government is seen as bad news for capital market players in Indonesia.

Keywords: Covid-19, abnormal return, trading volume activity, event study.

Abstrak

Wabah COVID-19 di kota Wuhan, China yang dimulai pada akhir tahun 2019 dan menyebar ke beberapa negara pada tahun 2020 menandakan keadaan darurat tidak hanya bagi kesehatan tetapi juga bagi perekonomian global. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah penetapan resmi bencana COVID-19 secara nasional dapat mempengaruhi pasar modal di Indonesia. Metode penelitian yang digunakan adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan pendekatan event study. Sampel diambil dari perusahaan yang terdaftar di Pasar Modal Indonesia yang tergabung dalam LQ45. Periode peristiwa untuk menghitung aktivitas abnormal return dan volume perdagangan adalah 7 hari (3 hari sebelum dan 3 hari setelah, termasuk tanggal peristiwa), dengan aktivitas abnormal return dan volume perdagangan sebagai ukuran reaksi pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata abnormal return (AAR) dan trading volume activity (ATVA) pada 3 hari sebelum dan sesudah penetapan. Temuan ini menunjukkan bahwa penetapan resmi Covid 19 sebagai bencana nasional oleh pemerintah Indonesia dipandang sebagai kabar buruk bagi pelaku pasar modal di Indonesia.

Kata Kunci: Covid-19, return abnormal, volume perdagangan saham, studi peristiwa.

1. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan bagian penting bagi suatu negara khususnya sektor keuangan. Peranan tersebut tercermin dalam upaya pemerataan dan hasil atas pembangunan (Pratama, 2019). Dalam pasar modal atau pasar rasional, adanya peristiwa dan informasi dapat mempengaruhi reaksi pasar yang terlihat pada perubahan harga (MacKinlay, 1997). Terjadinya reaksi pasar karena kehadiran informasi baru yang mempengaruhi keyakinan individu pelaku pasar sehingga membuat mereka mengambil suatu keputusan baru (Bertuah, 2017). Misalnya penelitian oleh Yang et al. (2010) menunjukkan peristiwa beberapa penyakit menular memiliki reaksi pada harga saham di bidang bioteknologi industri.

Keterkaitan pasar modal dalam bidang akuntansi dapat berupa pembuktian hubungan kinerja keuangan pada harga saham (Kothari, 2001). Sedangkan pasar modal di bidang kesehatan berupa penyakit menular SARS pada tahun 2003 berdampak perekonomian secara makro berupa penurunan tingkat konsumsi barang dan jasa, serta peningkatan biaya kegiatan operasional (McKibbin dan Fernando, 2021). Adapun peristiwa keuangan lain seperti pengumuman dividen oleh Anwar et al. (2017) dan pengampunan pajak oleh Agustina et al., (2018). Selain itu di bidang politik (Nugraha dan Nugraha, 2020; Saragih et al., 2019), wabah virus SARS (Chen et al., 2007) dan beberapa penyakit menular (Pendell dan Cho, 2013; Wang et al., 2013), serta peristiwa hari raya idul fitri dan natal (Jatmiko et al., 2014).

Pada penelitian ini, peristiwa yang diambil adalah wabah COVID-19 khususnya di negara Indonesia. Mewabahnya COVID-19 memberikan dampak pada perekonomian global dan pasar modal (Liu et al., 2020; Saputra et al., 2021; Singh et al., 2020). Sekitar akhir tahun 2019, penyakit *Coronavirus* yang nama ilmiahnya dikenal COVID-19 awal mula terdeteksi di Kota Wuhan, China (McKibbin dan Fernando, 2021). Dalam beberapa bulan, COVID-19 ini sudah mewabah hingga ke beberapa negara (Liu et al., 2020). Situasi darurat mulai terlihat dari tanggal 11 Maret 2020 yang hari itu ditetapkan *Global Pandemic* oleh *World Health Organization (WHO)* sehingga dampak tidak hanya pada bidang kesehatan melainkan perekonomian yang sudah melibatkan banyak negara (*World Health Organization. 2021*). COVID-19 terhadap perekonomian secara global dapat berupa tekanan dari sisi permintaan dan penawaran serta pendapatan dan pengeluaran fiskal (Li et al., 2021).

Kasus pertama virus COVID-19 di Indonesia sebanyak 2 orang muncul pada tanggal 02 Maret 2020. Berdasarkan halaman *cnbcindonesia.com* terdapat penurunan 10 saham pada index LQ45 di BEI pada pengumuman kasus pertama COVID-19 oleh Presiden Joko Widodo. Pada perdagangan sesi pertama sebelum pengumuman IHSG menunjukkan 0,7% pada 5.491,135 setelah pengumuman IHSG ternyata melemah sebesar 1,02% pada 5.397,311. Perkembangan penularan virus berdasarkan sumber data dari halaman *ourworldindata.org* dari tanggal 02 Maret 2020 - 12 April 2020 menunjukkan sebanyak 4.241 kasus terkonfirmasi positif dan 373 kasus kematian akibat virus COVID-19 di Indonesia. Berdasarkan Surat Keputusan Presiden Republik Indonesia Nomor 12 Tahun 2020, Presiden Joko Widodo secara resmi menetapkan COVID-19 sebagai bencana nasional pada tanggal 13 April 2020 (Republik Indonesia, 2020). Keputusan

resmi seperti ini kemungkinan berdampak bagi pasar akibat ketakutan masyarakat, seperti *panic buying* dan panik penjualan (Luo, 2012). Melihat reaksi pasar terhadap suatu pengumuman dapat dilakukan menggunakan variabel *abnormal return* (MacKinlay, 1997). Jika bidang yang diambil mengenai keuangan dan akuntansi maka *abnormal return* digunakan pada peristiwa seperti penawaran saham perdana, permasalahan mengenai ekuitas, dan analisis prediksi jangka panjang (Kothari, 2001). Menurut MacKinlay (1997) pengukuran *abnormal return* terhadap suatu pengumuman dapat menggunakan studi peristiwa (*event study*). Yadav (1992) berpendapat studi peristiwa merupakan studi penelitian empiris yang cukup terkenal dalam dunia keuangan.

Liu et al. (2020) memilih jendela penelitian di awal pandemi COVID-19 pada tanggal 20 Januari 2020, sehingga keterbatasannya hanya meneliti beberapa negara utama yang terkena dampak secara langsung selama peristiwa wabah COVID-19 dan kurangnya data hingga tidak menggunakan variabel demografis seperti usia, jenis kelamin, dsb. Namun demikian, penelitian ini memilih jendela penelitian dari pengumuman resmi mengenai bencana skala nasional akibat COVID-19. Tanggal pengumuman resmi dilakukan pada 13 April 2020. Penelitian ini juga terdapat penambahan pengukuran pada reaksi pasar yaitu *trading volume activity* (TVA). Jumlah perdagangan saham harian juga banyak digunakan untuk melihat reaksi pasar seperti penelitian (Agustina et al., 2018; Chiah dan Zhong, 2020; Jatmiko et al., 2014; Nugraha dan Nugraha, 2020; Saputra et al., 2021; Saragih et al., 2019). Selain itu, perhitungan *abnormal return* penelitian ini berbeda menggunakan metode *market-adjusted model*. Pemilihan didasarkan pada pendapat Brown dan Warner (1980) bahwa pengestimasi return saham model ini sama dengan return pada indeks pasar. Tujuan penelitian ini untuk menunjukkan bagaimana pasar bereaksi yang ditunjukkan dengan perbedaan AAR serta ATVA, sebelum dan sesudah periode pengumuman resmi bencana skala nasional akibat wabah COVID-19.

2. TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Efisiensi Pasar (*Market Efficiency Theory*)

Kondisi pasar efisien merupakan kondisi penyesuaian harga keseimbangan (*equilibrium*) baru atas suatu informasi, akan tetapi harga tersebut harus mengandung informasi sepenuhnya (Fama, 1970). Bentuk-bentuk efisiensi pasar menurut Fama (1970) dapat dibagi menjadi: (1) Bentuk lemah, jika harga saham tercermin pada informasi yang sudah terjadi (masa lalu), sehingga tidak dapat memperkirakan harga saat ini; (2) Bentuk setengah kuat, jika informasi baru terefleksikan ke dalam harga suatu sekuritas dengan cepat; (3) Bentuk kuat, jika seluruh informasi termasuk informasi privat investor (secara individu atau kelompok) terefleksikan ke dalam harga suatu sekuritas. Penelitian ini menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat menggunakan ukuran *abnormal return*. Fama (1970) menyatakan ketika informasi karena akibat reaksi pasar dan langsung menyebar secara luas di pasar disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Jika suatu penetapan resmi seperti bencana COVID-19 mengandung informasi sepenuhnya maka pasar dapat dikatakan efisien, karena terbentuk langsung pada harga saham (Malkiel, 2003).

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal dicetuskan oleh Spence (1973) yang menyatakan sinyal dapat memberikan informasi kepada pihak lain, sehingga dalam keadaan ketidakpastian pihak lain tetap bersedia untuk investasi. Pengertian teori sinyal dijelaskan oleh Handayani dan Karnawati (2021) bahwa fungsi sinyal informasi bagi pihak *eksternal* digunakan untuk penentuan investasi. Chen et al. (2007) berpendapat jika informasi merupakan sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*) akan mempengaruhi pelaku pasar dalam mengambil keputusan. Saputra et al. (2021) berpendapat seandainya informasi dalam pasar termasuk informasi baik (*good news*) maka akan terjadi kenaikan harga, begitupun sebaliknya. Sinyal dari informasi seperti penetapan bencana nasional akibat COVID-19 yang ditetapkan secara resmi akan membuat pelaku pasar mempengaruhi pertimbangan dan pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

Studi Peristiwa (*Event study*)

Menurut MacKinlay (1997) kemungkinan yang memperkenalkan studi peristiwa pertama kali adalah James Dolley pada tahun 1933. *Event study* bertujuan menguji kecepatan suatu pasar ketika menerima informasi untuk pembentukan ekuilibrium pasar (Yulazri, 2017). Biasanya studi peristiwa ini digunakan pada peristiwa aksi korporasi perusahaan seperti pengumuman dividen, *stock split*, merger, dsb (MacKinlay, 1997). Namun, beberapa penelitian juga menggunakan studi peristiwa pada *event* selain aksi korporasi serta faktor non-ekonomi seperti penyakit menular dan wabah virus (Chen et al., 2007; Liu et al., 2020; Pendell dan Cho, 2013; Saputra et al., 2021; Wang et al., 2013). Pemilihan peristiwa pada penelitian ini adalah penetapan bencana darurat akibat wabah COVID-19. Sehingga *event study* digunakan untuk melihat bagaimana pasar modal akan bereaksi terhadap penetapan bencana darurat akibat COVID-19. Reaksi ditunjukkan dari perubahan harga saham atau jumlah perdagangan sekitar waktu peristiwa (Kothari, 2001).

Pasar Modal (*Capital Market*)

Fungsi pasar modal dijelaskan oleh Bertuah (2014) sebagai: pertama, sumber pendanaan, perusahaan mendapatkan tambahan modal dari pelaku pasar. Kedua, sarana investasi, masyarakat yang memiliki dana berlebih dapat menginvestasikan ke pasar modal berupa pembelian surat berharga seperti saham. Pasar akan memberikan reaksi apabila suatu pengumuman memiliki kandungan informasi (*information content*) berupa perubahan suatu harga saham dari sekuritas bersangkutan (MacKinlay, 1997). Faktor non-ekonomi seperti COVID-19 meskipun tidak mempengaruhi kinerja dalam pasar modal, tetapi memiliki faktor yang mempengaruhi aktivitas khususnya pada pasar saham (Jatmiko et al., 2014). Mungkin saja peristiwa COVID-19 dapat memberikan sentimen negatif pada masyarakat karena takut terinfeksi, tapi adanya faktor kebutuhan untuk langkah pencegahan virus dapat memberikan dampak positif bagi pasar saham seperti kebutuhan desinfektan, obat-obatan serta permintaan vaksin (Donadelli et al., 2017).

Return Abnormal (*Abnormal return*)

Penggunaan AR sebagai ukuran reaksi pasar dipelopori oleh Beaver (1968). AR atau disebut juga *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap return normal (MacKinlay, 1997). Berdasarkan 3 metode perhitungan *expected return* dari Brown dan Warner (1980), penelitian ini memilih *market-adjusted model*. Dalam penelitian Kothari (2001) AR dalam bidang keuangan menggunakan peristiwa penawaran saham perdana, permasalahan mengenai ekuitas, dan analisis prediksi jangka panjang. Pasar akan memberikan AR apabila suatu pengumuman memiliki kandungan informasi begitu juga sebaliknya (Fama, 1970).

Jika terdapat kandungan informasi atas penetapan bencana COVID-19, maka harga yang berubah dapat menimbulkan AR yang signifikan pada pasar (Jatmiko et al., 2014). Penetapan bencana dilakukan dari 1 bulan setelah ditemukannya kasus pertama COVID-19. Penetapan tersebut dapat menimbulkan ketakutan dan kekhawatiran karena pasar bisa saja penuh ketidakpastian. Akan tetapi, sebelum penetapan bencana darurat, Presiden Joko Widodo menerbitkan Peraturan Pemerintah Pengganti UU No.1 Tahun 2020 yang berisi kebijakan dalam mencegah ancaman besar pandemi COVID-19. Sehingga ada langkah pencegahan tersebut, pasar diasumsikan tidak menunjukkan reaksi panik berlebihan tetapi tetap waspada setelah diumumkan penetapan darurat bencana COVID-19. Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis dari hubungan AR dengan pengumuman COVID-19 pada penelitian ini adalah:

H1: Rata-rata *abnormal return* sebelum penetapan bencana skala nasional wabah Covid-19 lebih kecil dibandingkan sesudahnya

Volume Perdagangan Saham (*Trading volume activity*)

Beaver (1968) menjelaskan meskipun hanya terdapat sedikit informasi, namun setiap individu memiliki sebuah keyakinan atau harapan sehingga tidak terdapat perubahan pada harga melainkan pergerakan volume. Alasan penggunaan *trading volume activity (TVA)* yang disampaikan oleh Beaver (1968) karena pasar disebabkan oleh banyak hal selain informasi. Pelaku pasar individu menganggap TVA sebagai cerminan perubahan harapan individu seiring dengan datangnya informasi (Yadav, 1992).

Jika suatu peristiwa memiliki kandungan informasi, pelaku pasar akan mengambil keputusan yang berakibat perdagangan saham lebih besar dari perdagangan normal (Saragih et al., 2019). Lee dan Swaminathan (1998) menyatakan kenaikan atas harga dan TVA terjadi bila suatu sekuritas sedang diminati, begitu juga sekuritas yang sedang jatuh maka harga dan TVA menurun dikarenakan tingkat pelaku pasar yang menjual melebihi pembeli. Dapat disimpulkan bahwa suatu penetapan yang memberikan sinyal baik maka pelaku pasar akan mengambil keputusan membeli, sebaliknya jika sinyal buruk maka akan menjual. Setelah penetapan bencana darurat akibat COVID-19, mengakibatkan beberapa pelaku pasar akan mengambil keputusan menjual untuk menghindari resiko ketidakpastian kondisi pasar. Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis dari hubungan TVA dengan pengumuman COVID-19 pada penelitian ini adalah:

H2: Rata-rata *trading volume activity* sebelum penetapan bencana skala nasional wabah Covid-19 lebih besar dibandingkan sesudahnya.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Semua saham yang terdaftar pada BEI merupakan populasi penelitian ini. Pemilihan sampel ditentukan dengan metode *purposive sampling*. Tabel 1 menyajikan prosedur pemilihan sampel. Sampel akhir yang digunakan untuk pengujian hipotesis berjumlah 40 perusahaan.

Tabel 1. Prosedur Pemilihan Sampel

Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kelompok indeks LQ45 selama periode Februari-Juli 2020	45
Perusahaan kelompok indeks LQ45 tidak melakukan <i>delisting</i> selama periode penelitian dari tanggal 8 April 2020 sampai 16 April 2020.	0
Selama periode peristiwa perusahaan tidak melakukan pengumuman dividen, merger, <i>stock split</i> dan pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).	(5)
Jumlah Sampel Akhir	40

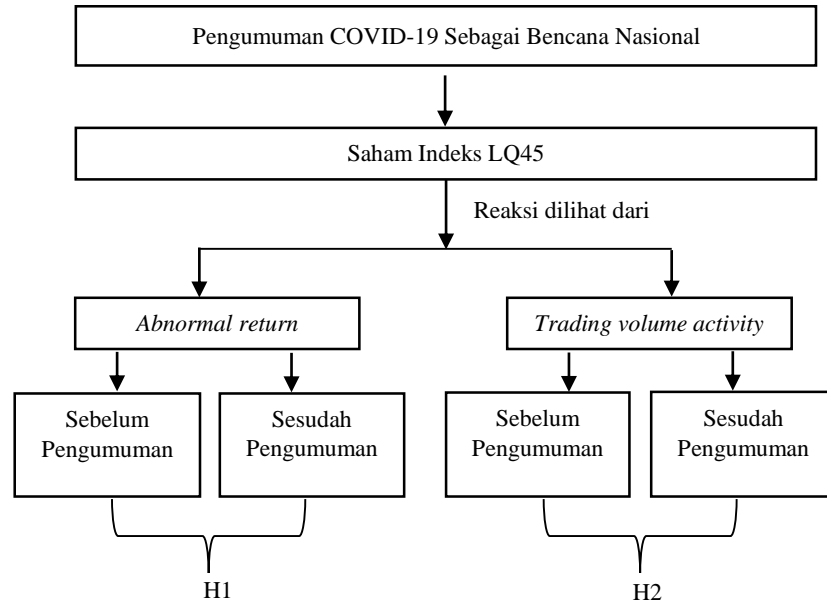
Pengukuran Variabel

Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap peristiwa penetapan COVID-19 sebagai bencana skala nasional pada tanggal 13 April 2020 oleh pemerintah Indonesia. Reaksi pasar akan tercermin dari perubahan *abnormal return* AR dan TVA di sekitar tanggal pengumuman. Pengujian informasi pada peristiwa pengumuman disampaikan dapat menggunakan *event study* seperti yang disarankan Yadav (1992). Perhitungan AR terdiri dari komponen *actual return* dan *expected return*. Return sesungguhnya (*actual return*) dihitung dari selisih harga pada saat ini dengan harga di hari sebelumnya. Perhitungan return ekspektasian (*expected return*) menggunakan *market-adjusted model* mengikuti Brown dan Warner (1980) yaitu ekspektasi return saham para pelaku pasar diasumsikan sama dengan return pasar pada saat periode jendela. Selanjutnya, perhitungan TVA diperoleh dari hasil pembagian saham yang diperdagangkan pada hari ke-*t* (*tradable shares*) dengan jumlah saham yang beredar tercatat pada Bursa Efek Indonesia (Beaver, 1968). Setelah AR dan TVA diperoleh, maka langkah selanjutnya yaitu mencari rata-rata AR dan TVA. Tabel 2 menjelaskan prosedur pengukuran rata-rata AR dan TVA.

Desain Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dan menggunakan pendekatan *event study*. Peristiwa (*event*) yang akan diteliti yaitu pengumuman resmi bencana nasional akibat COVID-19. Pengumuman tersebut disampaikan oleh Presiden Joko Widodo pada tanggal 13 April 2020. Lebih spesifik, penelitian ini menguji apakah pasar bereaksi terhadap peristiwa tersebut dengan membandingkan perbedaan ukuran AR dan TVA sebelum dan sesudah penetapan bencana

nasional. Sumber data yang digunakan adalah situs *www.idx.com* dan *finance.yahoo.com*. Data yang diambil yaitu harga saham penutupan (*closing price*), jumlah saham yang beredar (*listed share*), volume perdagangan saham (*tradable share*) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Desain penelitian secara lengkap disajikan pada Gambar 1.



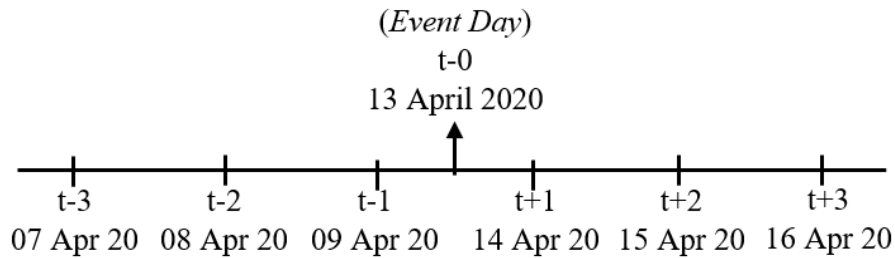
Gambar 1. Model Penelitian

Tabel 2. Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran
<i>Abnormal return</i>	$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$ <p>Keterangan:</p> <p>$AR_{i,t}$: <i>Abnormal return</i> saham perusahaan i pada hari ke-t</p> <p>$R_{i,t}$: <i>Actual return</i> saham perusahaan i pada hari ke-t</p> <p>$E[R_{i,t}]$: <i>Expected return</i> saham perusahaan i pada hari ke-t</p> <p>Penghitungan <i>actual return</i> menggunakan rumus:</p> $R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$

	<p>Penghitungan <i>expected return</i> dengan rumus :</p> $E[R_{i,t}] = R_{m,t}$ <p>Penghitungan <i>market return</i> dengan rumus :</p> $R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$ <p>Penghitungan rata-rata <i>abnormal return</i> dengan rumus:</p> $AAR_{i,t} = \frac{\sum AR_{i,t}}{n}$ <p>Keterangan :</p> <p>$AAR_{i,t}$: Rata-rata <i>abnormal return</i> saham i pada periode</p> <p>$\sum AR_{i,t}$: Total <i>abnormal return</i> saham i pada periode t</p> <p>n : Jumlah Perusahaan</p> <p>AR sebelum penetapan bencana nasional dihitung selama 3 hari yaitu (t-3), (t-2), (t-1) sebelum pengumuman. AR sesudah penetapan dihitung selama 3 hari yaitu (t+1), (t+2), (t+3).</p>
<p><i>Trading volume activity</i></p>	$TVA_{i,t} = \frac{\sum \text{ Saham i yang sedang diperdagangkan pada hari ke-t}}{\sum \text{ Saham i yang tercatat di BEI}}$ <p>Penghitungan rata-rata <i>trading volume activity</i> menggunakan rumus:</p> $RTVA_{i,t} = \frac{\sum TVA_{i,t}}{n}$ <p>Keterangan :</p> <p>$RTVA_{i,t}$: Rata-rata <i>trading volume activity</i> saham perusahaan i pada periode</p> <p>$\sum TVA_{i,t}$: Total <i>trading volume activity</i> saham perusahaan i pada periode t</p> <p>n : Jumlah Perusahaan</p> <p>TVA Sebelum penetapan dihitung selama 3 hari yaitu (t-3), (t-2), (t-1) dan TVA sesudah penetapan juga dihitung selama 3 hari yaitu (t+1), (t+2), (t+3).</p>

Menurut McWilliams dan Siegel (2017) periode pengamatan yang terlalu panjang akan berakibat peristiwa yang terjadi tidak tercermin pada harga saham, Disamping itu juga menyebabkan peristiwa yang terjadi bukan yang diantisipasi pelaku pasar (*unanticipated event*) dan ada kemungkinan berbagai peristiwa lain terjadi di sekitar atau bahkan sama pada peristiwa yang digunakan. Periode pengamatan penelitian ini yaitu selama 7 hari yang terdiri dari 3 hari sebelum penetapan ($t-3$), ($t-0$) hari penetapan bencana COVID-19 dan 3 hari setelah penetapan ($t+3$). Perhitungan AR dan TVA dihitung 6 hari yaitu 3 hari sebelum penetapan dan 3 hari setelah penetapan seperti yang bisa dilihat pada Gambar 2.



Gambar 2. Jendela Peristiwa (Event Windows)

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif *average abnormal return* (AAR) dan *average trading volume activity* (ATVA) seputar peristiwa pengumuman bencana COVID-19 disajikan dalam Tabel 3. Dari tabel dapat dilihat bahwa AAR 40 perusahaan sebelum penetapan bencana nasional wabah COVID-19 memiliki nilai rata-rata -0,002748 yang menunjukkan bahwa sebelum hari penetapan return saat itu (return sesungguhnya) tidak melebihi harapan investor. Selain itu, standar deviasinya sebesar 0,0186792 dengan nilai minimum -0,0374 dan nilai maksimum -0,0530. Sebaliknya, AAR sesudah pengumuman COVID-19 sebagai bencana nasional memiliki nilai rata-rata 0,005068 yang menunjukkan bahwa setelah hari penetapan return saat itu (return sesungguhnya) melebihi harapan investor.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std, Deviation
AAR_Sebelum	40	-0,0374	0,0530	-0,002748	0,0186792
AAR_Sesudah	40	-0,0370	0,1014	0,005068	0,0241003
TVA_Sebelum	40	0,0003	0,0185	0,003545	0,0044628
TVA_Sesudah	40	0,0002	0,0182	0,003068	0,0040923

Sumber: Data Diolah, 2021

Standar deviasi setelah pengumuman sebesar 0,0241003 dengan nilai minimum -0,0370 dan nilai maksimum 0,1014. Dari data *mean* periode sebelum dan sesudah, AAR sesudah menunjukkan nilai perubahan dari yang sebelumnya negatif menjadi positif. Begitu juga nilai minimum dan maksimum AAR. Hasil tersebut mengartikan penetapan bencana skala nasional wabah COVID-19 memiliki reaksi pada ukuran pasar. Selain itu AAR kedua periode pengumuman COVID-19, sama-sama menunjukkan nilai mean lebih kecil dari standar deviasi.

Sementara itu, dari Tabel 2 dapat juga dilihat bahwa TVA dari 40 sampel perusahaan sebelum penetapan bencana COVID-19 memiliki nilai rata-rata 0,003545 dengan standar deviasi 0,0044628 serta nilai minimum 0,0003 dan nilai maksimum 0,0185. Sebaliknya, TVA sesudah penetapan bencana COVID-19 memiliki nilai rata-rata 0,003068. Standar deviasi setelah pengumumannya sebesar 0,0040923 dengan nilai minimum -0,0002 dan nilai maksimum 0,0182. Perbandingan nilai rata-rata TVA sebelum dan sesudah penetapan bencana COVID-19 menunjukkan bahwa nilai rata-rata TVA sebelum hari penetapan lebih kecil dibandingkan sesudahnya.

Uji Normalitas

Untuk menentukan alat analisis uji beda yang bersesuaian, terlebih dahulu dilakukan normalitas data. Penentuan data apakah normal atau tidak menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Total data yang akan dilakukan uji normalitas berjumlah 40 dengan periode t-3 (sebelum) dan t+3 (sesudah).

Tabel 4 menunjukkan *average abnormal return* (AAR) sebelum penetapan bencana skala nasional wabah COVID-19 berdistribusi normal karena nilai Sig. 0,200 > 0,05. Sedangkan, data setelah penetapan COVID-19 sebagai bencana nasional tidak berdistribusi normal karena nilai Sig. 0,000 < 0,05. Oleh karena itu, untuk pengujian hipotesisnya menggunakan metode *Wilcoxon Signed Rank Test* karena salah satu data menunjukkan tidak berdistribusi normal. Untuk ATVA, tabel menunjukkan bahwa *average trading volume activity* (ATVA) sebelum dan sesudah penetapan bencana COVID-19 juga tidak berdistribusi normal karena nilai Sig. 0,000 < 0,05. Oleh karena itu, pengujian hipotesisnya juga menggunakan metode *Wilcoxon Signed Rank Test*.

Tabel 4. Uji Normalitas Average Abnormal Return (AAR)

	Kolmogorov Smirnov		
	Statistic	df	Sig.
AAR_Sebelum	0,094	40	0,200*
AAR_Sesudah	0,204	40	0,000
ATVA_Sebelum	0,309	40	0,000
ATVA_Sesudah	0,318	40	0,000

Sumber: Data Diolah, 2021

Hasil Pengujian

Hipotesis pertama memprediksi bahwa AAR sebelum penetapan bencana skala nasional wabah COVID-19 lebih besar dibandingkan sesudahnya. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 5 yang membandingkan AAR 3 hari sebelum ($t-3$, $t-2$, $t-1$) dan 3 hari sesudah ($t+1$, $t+2$, $t+3$) penetapan bencana COVID-19. Nilai Asymp. Sig. (2-tailed) menunjukkan angka 0,044 yang lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian hipotesis pertama diterima.

Tabel 5. Uji Hipotesis 1

	AAR_Sesudah - AAR_Sebelum
Z	-2.016 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.044

a. Wilcoxon Signed Ranks Test

b. Based on negative ranks.

Hipotesis kedua memprediksi ATVA sebelum penetapan bencana skala nasional wabah COVID-19 lebih besar dibandingkan sesudahnya. Hasil pengujian yang disajikan pada tabel 6 menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,045 dan lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, kedua diterima.

Tabel 6. Uji Hipotesis 2

	ATVA_Sesudah - ATVA_Sebelum
Z	-2.008 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.045

Pembahasan

Hipotesis Satu

Hasil pengujian reaksi pasar menggunakan AAR yang disajikan pada pada tabel 5 mendukung hipotesis satu yaitu *average abnormal return* (AAR) sebelum penetapan bencana skala nasional wabah COVID-19 lebih kecil dibandingkan sesudahnya. Terlihat dari rata-rata AAR sebelum dan setelah pengumuman masing-masing -0.002748 dan 0.005068 yang disajikan pada Tabel 3. Nilai AAR yang lebih kecil sebelum pengumuman menunjukkan bahwa pasar memberi respon negatif terhadap peristiwa penyebaran COVID-19 yang diluar ekspektasi pasar. Sementara itu, pengumuman pemerintah yang menetapkan COVID-19 sebagai bencana nasional tidak lagi menimbulkan respon negatif karena pasar telah mengantisipasi efek yang ditimbulkan COVID-19 terhadap kinerja perusahaan di masa depan. Adanya reaksi pasar di seputar periode pengumuman juga mendukung hasil-hasil penelitian selama ini bahwa pasar modal Indonesia merupakan bentuk setengah kuat (*semi-strong form*) karena informasi dari penetapan COVID-19 terbentuk dalam

harga saham (Malkiel, 2003). Berdasarkan teori sinyal peristiwa penetapan bencana skala nasional COVID-19 dikategorikan sebagai *bad news*.

Sama dengan penemuan dari Liu et al. (2020), pasar memiliki reaksi terhadap wabah COVID-19. Selain itu, peristiwa penetapan bencana darurat COVID-19 tidak menunjukkan reaksi kepanikan berlebihan karena dilakukan setelah 1 bulan kemunculan virus di Indonesia. (Saputra et al., 2021). Penyebaran COVID-19 dimulai pada akhir tahun 2019, kemudian menyebar pada awal tahun 2020. Sekitar awal januari 2020 hingga akhir februari 2020, masyarakat dan pelaku pasar di Indonesia sudah mendapatkan informasi penyebaran COVID-19 melalui beberapa media. Sedangkan di Indonesia terdeteksi kasus pertama virus ini pada awal maret 2020. Serta penetapan dilakukan pada bulan April 2020. Sebelum dinyatakan penetapan bencana COVID-19 ada langkah yang diambil oleh pemerintah untuk mencegah ancaman besar COVID-19 pada Peraturan Pemerintah Pengganti UU No.1 Tahun 2020. Kebijakan tersebut berupa perlindungan bidang kesehatan, bidang sosial seperti bantuan sembako dan kebutuhan pokok.

Penemuan lain dari (Agustina et al., 2018; Anwar et al., 2017) mendukung penelitian ini, yaitu sesudah pengumuman AAR menunjukkan hasil lebih besar dibandingkan sebelumnya. Donadelli et al. (2017) berpendapat meskipun peristiwa COVID-19 memberikan sentimen negatif pada masyarakat karena takut terinfeksi, adanya faktor kebutuhan untuk langkah pencegahan virus dapat memberikan dampak positif bagi pasar saham seperti kebutuhan desinfektan, obat-obatan serta permintaan vaksin.

Hipotesis Dua

Tabel 6 membuktikan hipotesis dua diterima, karena *average trading volume* (ATVA) sebelum penetapan bencana skala nasional wabah COVID-19 lebih besar dibandingkan sesudahnya. Sementara dari tabel 3 sebelumnya dapat dilihat bahwa ATVA sebelum dan setelah pengumuman masing-masing 0.003545 dan 0.003068. Sebelum penetapan nilai ATVA lebih besar karena beberapa investor mungkin takut dan kurang yakin sehingga memicu perdagangan saham yang besar. Hal ini sejalan dengan (Agustina et al., 2018; Nugraha dan Nugraha, 2020; Saputra et al., 2021) yang menunjukkan ada perbedaan ATVA sebelum dan sesudah peristiwa. Asumsi dari Saragih et al. (2019) suatu peristiwa yang memberikan sinyal negatif cenderung membuat pelaku pasar untuk menjual sahamnya. Didukung oleh pernyataan Lee dan Swaminathan (1998) bahwa TVA yang menurun dikarenakan tingkat pelaku pasar yang menjual melebihi pembeli.

Saragih et al. (2019) menyatakan bahwa pelaku pasar tidak mengambil tindakan jual dan beli apabila investor menerima informasi bahwa kondisi pasar sedang menurun. Sifat investor *risk averse* akan menjauhi pasar, sedangkan sifat *risk neutral* bersedia membeli saham pada kondisi tersebut meskipun investor jenis lain menjauhi pasar (Do et al., 2014). Luo (2012) menyatakan tidak terjadinya kondisi panik berlebihan, karena ada beberapa investor memilih untuk tidak menjual ataupun membeli karena menunggu waktu yang tepat untuk melakukan transaksi lagi. Asumsi ini dapat menjelaskan ATVA sebelum dan sesudah tidak berbeda terlalu jauh. Tak hanya itu, beberapa pelaku pasar juga mungkin sudah mengetahui kondisi wabah COVID-19 pada

beberapa negara selain Indonesia, sehingga tidak terlalu menunjukkan reaksi yang berlebihan (Saputra et al., 2021).

5. KESIMPULAN

Suatu peristiwa ataupun pengumuman dapat memberikan reaksi pada pasar yang ditunjukkan pada perubahan harga dan jumlah perdagangannya. Penelitian terhadap pengumuman resmi bencana COVID-19 skala nasional di Indonesia memberikan sinyal *bad news* dengan hasil yaitu pertama, ada perbedaan rata-rata *abnormal return* (AAR). Terlihat pada AAR periode sebelum pengumuman bencana COVID-19 lebih kecil dibandingkan sesudahnya. Periode penelitian dalam jangka pendek menunjukkan hasil pasar modal Indonesia berbentuk efisien setengah kuat. Kedua, ada perbedaan *average trading volume activity* (ATVA). Terlihat pada ATVA sebelum penetapan bencana COVID-19 lebih besar dibandingkan sesudahnya. Hasil tersebut mengindikasikan setelah penetapan, terdapat pelaku pasar yang menjual sekuritas sehingga menyebabkan penurunan ATVA. Penelitian ini memiliki kekurangan karena hanya menguji reaksi pasar dalam jangka pendek. Keterbatasan lainnya yaitu pemilihan sampel hanya yang terdaftar pada kelompok LQ45. Untuk itu, studi selanjutnya perhitungan *expected return* dapat menggunakan metode *market model* atau *mean-adjusted model*. Serta dapat menambahkan variabel kontrol seperti ukuran perusahaan dan pemilihan sampel lain yang diasumsikan memiliki peran besar selama peristiwa pandemik COVID-19, seperti sektor farmasi dalam mengembangkan obat-obatan ataupun vaksin.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina, L., Y. Gunawan., and W. Chandra. 2018. The Impact of Tax Amnesty Announcement towards Share Performance and Market Reaction in Indonesia. *Accounting and Finance Research* 7(2): 39–47.
- Anwar, S., S. Singh., and P. K. Jain. 2017. Impact of Cash Dividend Announcements: Evidence from the Indian Manufacturing Companies. *Journal of Emerging Market Finance* 16(1): 29–60.
- Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* 6: 67–92.
- Bertuah, E. 2014. Sensitivitas Kinerja Bursa Efek Indonesia Terhadap Perubahan Indeks Harga Saham Di Bursa Global. *Forum Ilmiah* 11(1): 100–111.
- Bertuah, E. 2017. Model Reaksi Pasar Sebagai Konsekuensi Informasi Kinerja Keuangan Perusahaan. *Repository Universitas Esa Unggul*.
- Brown, S. J., and Warner, J. B. 1980. Measuring security price performance. *Journal of Financial*

Economics 8(3), 205–258.

Bursa Efek Jakarta dan Indonesia | Pasar Keuangan Indonesia. Diakses pada 11 November 2021, dari www.idnfinancials.com/id/

Chen, M.-H., S. Jang., and W. G. Kim. 2007. The Impact of the SARS Outbreak on Taiwanese Hotel Stock Performance : An Event-Study Approach. *International Journal of Hospitality Management* 26(1), 200–212.

Chiah, M., dan Zhong, A. 2020. Trading From Home: The Impact of COVID-19 on Trading Volume Around the World. *Finance Research Letters* 37: 101784.

Do, H. X., R. Brooks., S. Treepongkaruna., and E. Wu. 2014. How Does Trading Volume Affect Financial Return Distributions. *International Review of Financial Analysis* 35: 190–206.

Donadelli, M., R. Kizys., and M. Riedel. 2017. Dangerous infectious diseases: Bad news for Main Street, good news for Wall Street? *Journal of Financial Markets* 35: 84–103.

Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2), 383–417.

Handayani, S., dan Y. Karnawati. 2021. Relevansi Informasi Dalam Pengambilan Keputusan Investor di Pasar Modal. *Jurnal Ekonomi : Journal of Economic* 12(01): 77–92.

Jatmiko, D. P., V. Manahov., and N. Obiosa. 2014. Does Capital Market Reaction to Non-Economic Factors Generate Abnormal Returns? *Investment Management and Financial Innovations* 11(4): 66–76.

Kothari, S. 2001. Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31(1–3): 105–231.

Lee, C. M. C., and B. Swaminathan. 1998. Price Momentum and Trading Volume. *SSRN Electronic Journal*.

Li, Y., X. Zhuang., J. Wang., and Z. Dong. 2021. Analysis of the impact of COVID-19 pandemic on G20 stock markets. *The North American Journal of Economics and Finance* 58: 101530.

Liu, H., Manzoor, A., Wang, C., Zhang, L., dan Manzoor, Z. 2020. The COVID-19 Outbreak and Affected Countries Stock Markets Response. *International Journal of Environmental Research and Public Health* 17(8): 2800.

Luo, N. 2012. *The Impact of Natural Disasters on the Global Stock Market: The Case of the Japanese 2011 Earthquake*. Halifax, Saint Mary's University.

MacKinlay, A. C. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economics Literature* 35(1): 13–39.

- Malkiel, B. G. 2003. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives* 17(1): 59–82.
- McKibbin, W., and R. Fernando. 2021. The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios. *Asian Economic Papers* 20(2): 1–30.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 1997. Event Studies In Management Research: Theoretical And Empirical Issues. *Academy of Management Journal* 40(3): 626–657.
- Nugraha, N. M., and D. N. S. Nugraha. 2020. The Influence of Stock Prices and Trading Volume on Abnormal Return of LQ45 Shares Pre and Post 2019 Election. *Solid State Technology* 63(3): 2523–2534.
- Pendell, D. L., and C. Cho. 2013. Stock Market Reactions to Contagious Animal Disease Outbreaks: An Event Study in Korean Foot-and-Mouth Disease Outbreaks. *Agribusiness* 29(4): 455–468.
- Pratama, G. 2019. Efisiensi Pasar Modal Indonesia Pada Tahun Pemilu 2019. *Jurnal Ekonomi* 10(2): 169–179.
- PT. Bursa Efek Indonesia. Diakses pada 16 Oktober 2021, dari www.idx.co.id
- PT Kustodian Sentral Efek Indonesia - Pengumuman Corporate Action. Diakses pada 11 November 2021, dari www.ksei.co.id
- Republik Indonesia. 2020. *Keputusan Presiden Republik Indonesia Nomor 12 Tahun 2020 Tentang Penetapan Bencana Non Alam Penyebaran Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) Sebagai Bencana Nasional* (pp. 1–2).
- Republik Indonesia. 2020. *KEBIJAKAN PEMERINTAH REPUBLIK INDONESIA TERKAIT WABAH COVID-19*. Dari <https://kemlu.go.id/brussels/id/news/6349/kebijakan-pemerintah-republik-indonesia-terkait-wabah-covid-19>
- Saputra, G, E. F., N. A. F. Pulungan., and B. Subiyanto. 2021. The Relationships between Abnormal Return, Trading Volume Activity and Trading Frequency Activity during the COVID-19 in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8(2), 737–745.
- Saragih, E. M., I. Sadalia., and A. S. Silalahi. 2019. The Impact of Presidential Election on Abnormal Return, Trading Volume Activity, Security Return Variability in Banking Industries Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Research & Review* 6(May): 246–261.
- Singh, B., R. Dhall., S. Narang., and S. Rawat. 2020. The Outbreak of COVID-19 and Stock Market Responses: An Event Study and Panel Data Analysis for G-20 Countries. *Global Business Review* 1–26.

- Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87(3), 355–374.
- Cnbcindonesia.com. 2020. *Virus Corona Masuk Republik Indonesia*. 2020. Diakses dari <https://www.cnbcindonesia.com/market/20200302130049-17-141700/virus-corona-masuk-ri-10-saham-lq45-anjlok-lebih-dari-3>
- Wang, Y.-H., F.-J. Yang., and L. J. Chen. 2013. An Investor's Perspective On Infectious Diseases and Their Influence on Market Behavior. *Journal of Business Economics and Management* 14(Supplement 1): S112–S127.
- World Health Organization. 2021. *Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19-11 March 2020*. Diakses pada 12 November 2021, dari <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>
- Yadav, P. K. 1992. Event Studies Based on Volatility of Returns and Trading Volume: A Review. *The British Accounting Review* 24(2), 157–184.
- Finance.yahoo.com. Diakses pada 12 November 2021, dari <https://finance.yahoo.com/>
- Yang, F. J., Y. H. Wang., and L. J. Chen. 2010. Information Value of The Infectious Diseases Outbreak on Biotechnology. *Journal of Medicinal Plants Research* 4(20): 2103–2107.
- Yulazri. 2017. Analisis Pengaruh Restrukturisasi Hutang Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta yang Melakukan Restrukturisasi Pada Tahun 2003. *Jurnal Ekonomi* 8(2): 116–134.