

TESIS

**REAKSI PASAR SAHAM TERHADAP PANDEMI COVID-19
PADA SAHAM LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA:
KEBIJAKAN PEMERINTAH DAN
LIKUIDITAS PASAR SAHAM**

***STOCK MARKET REACTION TO COVID-19 PANDEMIC IN
INDONESIA: STOCK MARKET LIQUIDITY AND
GOVERNMENT POLICY RESPONSES***

**FASTI HERIANTY AKHZAN
A062201005**



**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2024**



TESIS

REAKSI PASAR SAHAM TERHADAP PANDEMI COVID-19 PADA SAHAM LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA: KEBIJAKAN PEMERINTAH DAN LIKUIDITAS PASAR SAHAM

STOCK MARKET REACTION TO COVID-19 PANDEMIC IN INDONESIA: STOCK MARKET LIQUIDITY AND GOVERNMENT POLICY RESPONSES

sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister

disusun dan diajukan oleh

**FASTI HERIANTY AKHZAN
A062201005**



Kepada

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2024**



**REAKSI PASAR SAHAM TERHADAP PANDEMI COVID-19
PADA SAHAM LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA:
KEBIJAKAN PEMERINTAH DAN
LIKUIDITAS PASAR SAHAM**

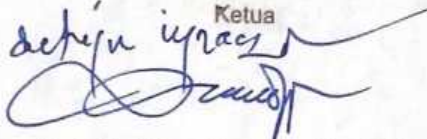
disusun dan diajukan oleh

**FASTI HERIANTY AKHZAN
A062201005**

telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

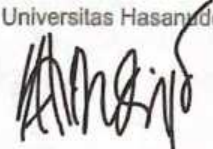
Makassar, Mei 2024

Komisi Penasihat

Ketua

Prof. Dr. Alimuddin, MM., Ak., CPMA
NIP. 195912081986011003

Anggota
18/5-24 
Prof. Dr. Syamsuddin, SE., Ak., M.Si.CA
NIP. 196704141994121001

Ketua Program Studi Magister Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin


Dr. Aini Indrijawati, SE., Ak., M.Si. CA, Asean CPA, CWM
NIP. 196811251994122002



LEMBAR PENGESAHAN TESIS

REAKSI PASAR SAHAM TERHADAP PANDEMI COVID-19 PADA SAHAM LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA: KEBIJAKAN PEMERINTAH DAN LIKUIDITAS PASAR SAHAM

Disusun dan diajukan oleh

FASTI HERIANTY AKHZAN
A062201005

Telah dipertahankan di hadapan Panitia Ujian yang dibentuk dalam rangka
Penyelesaian Studi Program Magister **Akuntansi** Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin
Pada tanggal 24 Juni 2024
dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

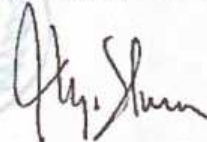
Menyetujui,

Pembimbing Utama



Prof. Dr. Alimuddin, MM., Ak., CPMA
NIP. 195912081986011003

Pembimbing Pendamping



Prof. Dr. Syamsuddin, SE., M.Si., CA
NIP. 196704141994121001

Ketua Program Studi
Magister Akuntansi



Dr. Aini Indrijawati, SE., M.Si., CA.
NIP. 196811251994122002

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si.
NIP. 196402051988101001



PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : Fasti Herianty Akhzan
NIM : A062201005
Jurusan/Program Studi : Magister Akuntansi

Manyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul:

REAKSI PASAR SAHAM TERHADAP PANDEMI COVID-19 PADA SAHAM LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA: KEBIJAKAN PEMERINTAH DAN LIKUIDITAS PASAR SAHAM

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 28 Juni 2024

Yang membuat pernyataan,



Fasti Herianty Akhzan



PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas berkat rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan judul: Reaksi Pasar Saham selama Pandemi Covid-19 pada Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia: Kebijakan Pemerintah dan Likuiditas Pasar Saham. Tesis ini merupakan tugas akhir untuk mencapai gelar Magister Akuntansi pada Program Pendidikan Magister Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

Seiring dengan selesainya tesis ini, penulis mengucapkan terima kasih yang tidak terhingga kepada kedua orang tua penulis, Ayahanda L.M. Akhzan Runi dan Ibunda Hamima atas dukungan dan doa yang diberikan dengan tulus, ikhlas, dan tanpa pamrih, kepada adinda Fardhani Hamiputri Akhzan atas masukan dan saran yang diberikan kepada penulis selama proses penelitian, serta kepada kakanda Fajar Herdian Akhzan dan adinda Farisa Herswandani Akhzan atas dukungan yang diberikan untuk menyelesaikan studi penulis pada Program Pendidikan Magister Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

Dalam penyusunan tesis ini, penulis mendapat bimbingan, masukan, serta dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
2. Ibu Dr. Aini Indrijawati, S.E., Ak., M.Si., CA selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
3. Bapak Prof. Dr. Alimuddin, MM., Ak., CPMA selaku Pembimbing I dan Bapak Dr. Syamsuddin, SE., Ak., M.Si.CA selaku Pembimbing II yang telah



memberikan waktu dengan penuh kesabaran untuk membimbing, memotivasi, dan mengarahkan penulis.

4. Ibu Prof. Dr. Nirwana, S.E., Ak., M.Si., CA, Bapak Prof. Dr. Asri Usman, S.E., Ak., M.Si., CA, dan Ibu Dr. Aini Indrijawati, S.E., Ak., M.Si., CA selaku tim penguji yang telah memberikan kritik, masukan, dan saran kepada penulis sejak seminar usul hingga penyelesaian tesis ini.
5. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen beserta staf lingkup Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
6. Nurkholifah Burhanuddin sebagai teman seperjuangan dalam menyelesaikan studi magister akuntansi sekaligus rekan kerja di kantor sebelumnya yang telah lebih dulu menyelesaikan studi magisternya dan telah banyak memberikan dukungan moral, semangat, dan bantuan dalam penyelesaian tesis ini.
7. Arif Rahman Hasdik sebagai teman seperjuangan dalam menyelesaikan studi magister akuntansi yang telah lebih dulu menyelesaikan studi magisternya dan telah banyak memberikan bantuan kepada penulis dalam penyelesaian studi penulis.

Akhir kata penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan kritik dan saran yang membangun untuk penyempurnaan tesis ini.

Makassar, 28 Juni 2024

Penulis,

Fasti Herianty Akhzan



Optimized using
trial version
www.balesio.com

ABSTRAK

FASTI HERIANTY AKHZAN. *Reaksi Pasar Saham terhadap Pandemi Covid-19 pada Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia: Kebijakan Pemerintah dan Likuiditas Pasar Saham* (dibimbing oleh Alimuddin dan Syamsuddin).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh pandemi Covid-19 terhadap likuiditas pasar saham. Proksi yang digunakan untuk mengukur pandemi Covid-19 adalah kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah untuk mengendalikan penyebaran Covid-19 di Indonesia, sedangkan proksi yang digunakan untuk mengukur likuiditas pasar saham adalah *turnover ratio*. Penelitian ini dilakukan dengan metode kuantitatif, yaitu dengan menggunakan model regresi data panel. Penelitian ini dilakukan pada saham LQ45 pada Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, yaitu April 2020 hingga Agustus 2021. Sampel penelitian ini adalah sebanyak 38 perusahaan dan 12.274 data. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode penyampelan purposive. Analisis regresi data panel dijalankan dengan menggunakan perangkat lunak statistik Stata BE 18.0. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan PSBB, PSBB Transisi, PPKM mikro, dan vaksinasi Covid-19 tidak berpengaruh terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia sedangkan PSBB transisi, dan PPKM berpengaruh positif terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.

Kata Kunci: pandemi Covid-19, kebijakan pemerintah, likuiditas pasar saham



ABSTRACT

FASTI HERIANTY AKHZAN. *Stock Market Reaction to Covid-19 Pandemic in Indonesia: Government Policy Responses and Stock Market Liquidity* (supervised by Alimuddin and Syamsuddin).

This study aims to examine the effect of Covid-19 pandemic on stock market liquidity. The proxy used to measure the Covid-19 pandemic is the policy issued by the government to control the spread of Covid-19 in Indonesia, while the proxy used to measure stock market liquidity is turnover ratio. This research was conducted using quantitative methods using a panel data regression model. This research was conducted on LQ45 shares on the Indonesia Stock Exchange during the research period, i.e. from April 2020 to August 2021. The sample was 38 companies and 12.274 data. The sample was carried out using the purposive sampling method. Panel data regression analysis was run using Stata BE 18.0 statistical software. The results of this research show that the PSBB and Micro PPKM policies and Covid-19 vaccination program have no effect on market liquidity in Indonesia, while Transitional PSBB and PPKM policies have a positive effect on stock market liquidity in Indonesia.

Keywords: Covid-19 pandemic, government policy responses, stock market liquidity



DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN	v
PRAKATA	vi
ABSTRAK	viii
ABSTRACT	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
 BAB I PENDAHULUAN.....	 1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Kegunaan Penelitian.....	11
1.4.1 Kegunaan Teoritis	11
1.4.2 Kegunaan Praktis	11
1.4.3 Kegunaan Kebijakan	12
1.5 Ruang Lingkup Penelitian	12
1.6 Sistematika Penulisan.....	13
 BAB II TINJAUAN PUSTAKA	 15
2.1 Tinjauan Teori dan Konsep.....	15
2.1.1 Teori Pasar Efisien	15
2.1.2 Likuiditas Pasar Saham.....	16
2.1.3 Pasar Saham Indonesia	19
2.1.4 Corona Virus Disease (Covid-19)	23
2.1.5 Covid-19 di Indonesia dan Kebijakan Pemerintah	24
2.2 Tinjauan Empiris.....	31
 BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	 43
3.1 Kerangka Konseptual.....	43
3.2 Hipotesis.....	45
 BAB IV METODE PENELITIAN	 55
4.1 Rancangan Penelitian.....	55
4.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	55
4.3 Jenis dan Sumber Data	58
4.4 Metode Pengumpulan Data	59
4.5 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	60
4.6 Teknik Analisis Data	60
4.6.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	61
4.6.2 Model Regresi Data Panel.....	61
4.6.3 Uji Asumsi Klasik.....	62



	4.6.4 Uji Hipotesis	64
BAB V	HASIL PENELITIAN.....	66
	5.1 Deskripsi Data	66
	5.2 Analisis Statistik Deskriptif	66
	5.3 Uji Asumsi Klasik	68
	5.3.1 Uji Chow.....	69
	5.3.2 Uji Hausman.....	70
	5.3.3 Uji Multikolinearitas	71
	5.3.4 Uji Heteroskedastisitas	72
	5.4 Analisis Regresi Data Panel dan Pengujian Hipotesis.....	72
	5.4.1 Uji Hipotesis	73
	5.5 Uji Signifikansi Parameter Simultan	76
	5.6 Koefisien Determinasi	77
BAB VI	PEMBAHASAN.....	79
	6.1 PSBB terhadap Likuiditas Pasar Saham	80
	6.2 PSBB Transisi terhadap Likuiditas Pasar Saham	82
	6.3 PPKM terhadap Likuiditas Pasar Saham	83
	6.4 PPKM Mikro terhadap Likuiditas Pasar Saham	86
	6.5 Program Vaksin Covid-19 terhadap Likuiditas Pasar Saham	87
	6.6 PSBB, PSBB Transisi, PPKM, PPKM Mikro, dan Program Vaksin Covid-19 terhadap Likuiditas Pasar Saham	89
BAB VII	PENUTUP	91
	7.1 Kesimpulan.....	91
	7.2 Implikasi.....	93
	7.3 Keterbatasan Penelitian.....	94
	7.4 Saran.....	95
	DAFTAR PUSTAKA.....	96
	LAMPIRAN	102



DAFTAR TABEL

Nomor	Halaman
Tabel 2.1 Skedul perpanjangan PPKM Mikro tahun 2021	28
Tabel 2.2 Skedul perpanjangan PPKM Level 3 dan 4 tahun 2021	30
Tabel 5.1 Statistik Deskriptif	67
Tabel 5.2 Hasil Uji Multikolinearitas	71
Tabel 5.3 Hasil Pengujian Hipotesis Regresi Data Panel	73
Tabel 5.4 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R-squared)	77
Tabel 5.5 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R-squared) tanpa variabel kontrol ...	78
Tabel 6.1 Ringkasan hasil penelitian	79



DAFTAR GAMBAR

Nomor	Halaman
Gambar 1.1 Tren Jumlah Investor	3
Gambar 1.2 Tren Indeks Harga Saham Gabungan	4
Gambar 1.3 Tren Volume Transaksi Perdagangan Saham	5
Gambar 2.1 Daftar Saham LQ45 Maret 2020 - Agustus 2021.....	22
Gambar 3.1 Kerangka Pemikiran	43
Gambar 3.2 Kerangka Konseptual	44
Gambar 4.1 Daftar Emiten Saham LQ45 Periode Maret 2020 - Agustus 2021...	57
Gambar 5.1 Output regresi data panel T>N dengan FEM	69
Gambar 5.2 Uji Hausman	70
Gambar 5.3 Uji Signifikansi Parameter Simultan (Uji Statistik F)	76
Gambar 6.1 Cakupan Vaksinasi Covid-19 di Indonesia	89



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1	Statistik Deskriptif 103
2	<i>Variance Inflation Factor</i> 104
3a	Regresi Data Panel 104
3b	Regresi Data Panel tanpa variabel kontrol..... 105
4a	Cakupan Vaksinasi Covid-19 Dosis 1 106
4b	Cakupan Vaksinasi Covid-19 Dosis 2 107
4c	Cakupan Vaksinasi Covid-19 Dosis 3 108



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan tempat bertemunya penawaran jual dan beli efek seperti saham dan surat berharga lainnya. Pasar modal memiliki dua fungsi yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi pasar modal adalah sebagai penyedia fasilitas yang mempertemukan antara dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana, sedangkan fungsi keuangan pasar modal adalah memberikan peluang bagi investor untuk memperoleh imbalan (*return*).

Pasar saham bereaksi terhadap berbagai informasi dan peristiwa yang terjadi seperti pemilihan presiden, perang, bencana alam, hingga kebijakan atau regulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah. Harper (2022) menjelaskan bahwa harga saham ditentukan oleh pasar saham di mana penawaran dan permintaan bertemu, namun tidak ada *clean equation* yang menjelaskan bagaimana pasar saham bereaksi. Walaupun demikian, Harper (2022) menyebutkan bahwa terdapat tiga faktor yang dapat memengaruhi pasar saham, yaitu faktor fundamental, sentimen pasar, dan faktor teknis. Dalam pasar yang efisien, faktor fundamental merupakan faktor utama yang memengaruhi pasar, yang pada level dasar merupakan kombinasi antara *earnings base*, seperti laba per lembar saham, dan *valuation multiple* (rasio yang terdiri dari nilai pasar sebagai pembilang dan *value driver* sebagai penyebut), seperti *P/E ratio*. Sentimen pasar merupakan psikologi pelaku pasar baik secara individu maupun kolektif. Sentimen pasar sering kali

bias, dan sulit diatasi. Faktor teknis merupakan kombinasi dari berbagai eksternal yang mampu memengaruhi penawaran dan permintaan seperti

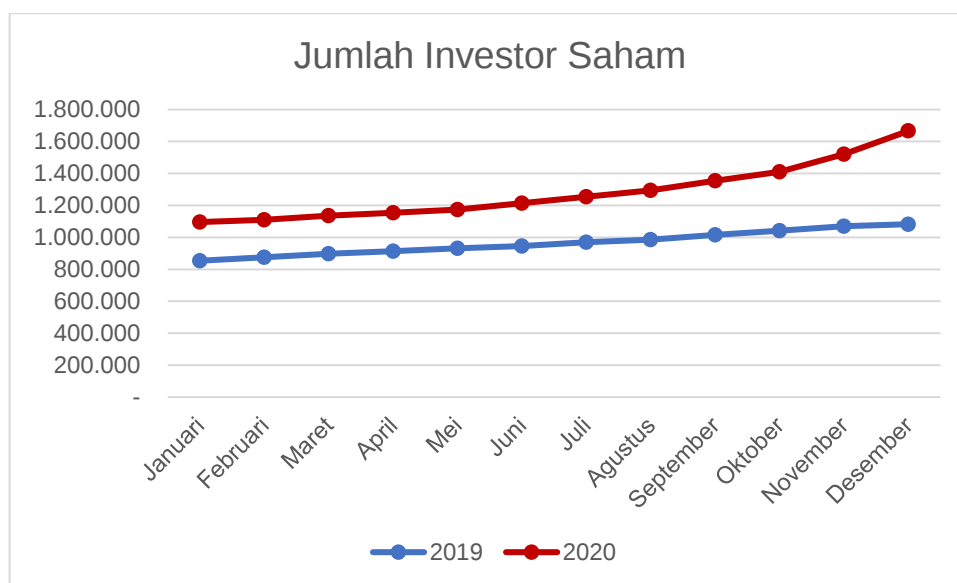


inflasi, kondisi ekonomi pasar dan *peers* (industri), transaksi insidental, demografi, dan berita seperti situasi politik, negosiasi antar negara atau antar perusahaan, merger, akuisisi, dan kejadian-kejadian tidak terduga. Berbagai informasi dan peristiwa yang terjadi seperti pemilihan presiden, perang, bencana alam, hingga kebijakan atau regulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah yang dapat memengaruhi pasar termasuk dalam faktor teknis yang dijelaskan oleh Harper.

Pemerintah memiliki pengaruh yang substansial dan luas terhadap pasar saham melalui hak otoritasnya untuk mengatur berbagai aspek mulai dari kebijakan moneter hingga aturan-aturan dan regulasi-regulasi yang dapat memberikan dampak terhadap semua industri (Hall, 2022). Salah satu contoh kebijakan moneter yang dapat secara langsung memengaruhi pasar adalah tingkat suku bunga. Hall menjelaskan bahwa ketika pemerintah mengubah tingkat suku bunga, hal ini memberikan dampak terhadap perekonomian dan pasar saham karena perubahan tingkat suku bunga menyebabkan biaya pendanaan menjadi lebih mahal atau lebih murah bagi individu dan bisnis. Hal ini dapat berdampak pada laporan keuangan perusahaan yang pada akhirnya juga dapat memengaruhi laba per lembar saham. Selain kebijakan moneter, pemerintah juga dapat memengaruhi pasar melalui kebijakan fiskal seperti penetapan tarif pajak. Negara dengan tarif pajak yang lebih rendah cenderung dapat menarik investor dari negara lain untuk berinvestasi pada pasar di negara tersebut, selain tentu saja didukung oleh kepastian hukum dan iklim bisnis yang baik. Kepastian hukum dan iklim bisnis yang baik ini juga tidak terlepas dari kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah. Kepastian hukum dan iklim bisnis pada suatu negara lahir dari kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah di negara



Berdasarkan data Direktorat Statistik dan Informasi Pasar Modal Otoritas Jasa Keuangan, jumlah investor saham terus mengalami peningkatan sepanjang tahun 2019 dan berlanjut di tahun 2020 meskipun pandemi Covid-19 sedang berlangsung. Pada Januari 2020, jumlah investor saham mengalami kenaikan sebesar 28% yaitu dari 853.539 investor menjadi 1.095.689 investor (yoy). Sedangkan pada Desember 2020, jumlah investor saham meningkat sebesar 54% yaitu dari 1.082.110 investor menjadi 1.666.058 investor (yoy). Pada sepanjang semester pertama 2020 yang merupakan masa-masa awal masuknya pandemi Covid-19 di Indonesia, jumlah investor meningkat dari Januari hingga Juni sebesar 11% yaitu dari 1.095.689 investor menjadi 1.214.358 investor. Berikut grafik yang menunjukkan tren jumlah investor selama tahun 2019 dan 2020.



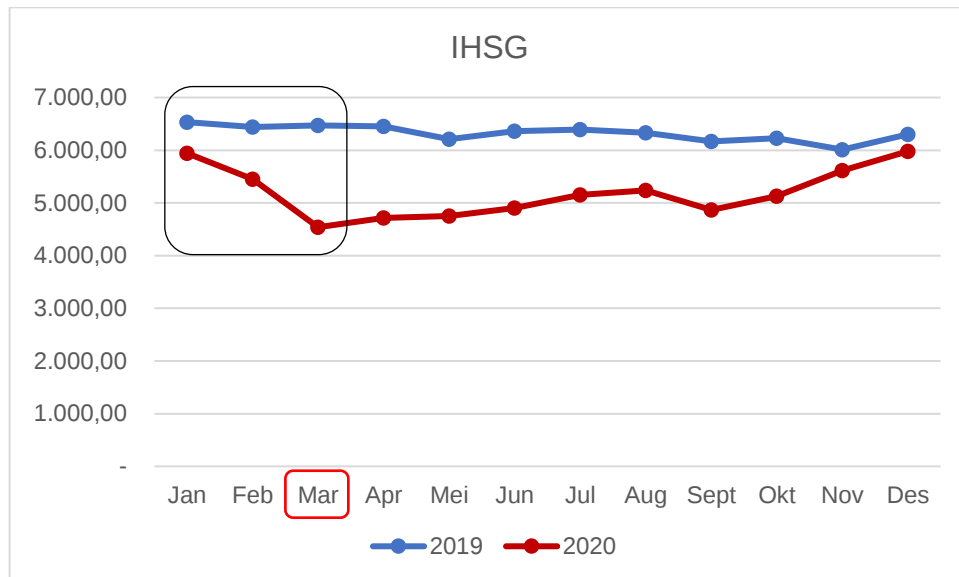
Sumber: Penulis

Gambar 1.1 Tren Jumlah Investor

Di sisi lain, indeks harga saham gabungan (IHSG) justru mengalami koreksi besar-besaran hingga puncaknya pada Maret 2020 yang mengalami penurunan sebesar 24% dari Januari 2020 sebesar 5.940,05 menjadi 4.538,93 di Maret 2020. Selain itu, sepanjang tahun 2020 indeks harga saham gabungan



masih terus berada di bawah IHSG tahun 2019. Berikut grafik yang menunjukkan tren indeks harga saham gabungan sebelum dan setelah pandemi Covid-19 di Indonesia.

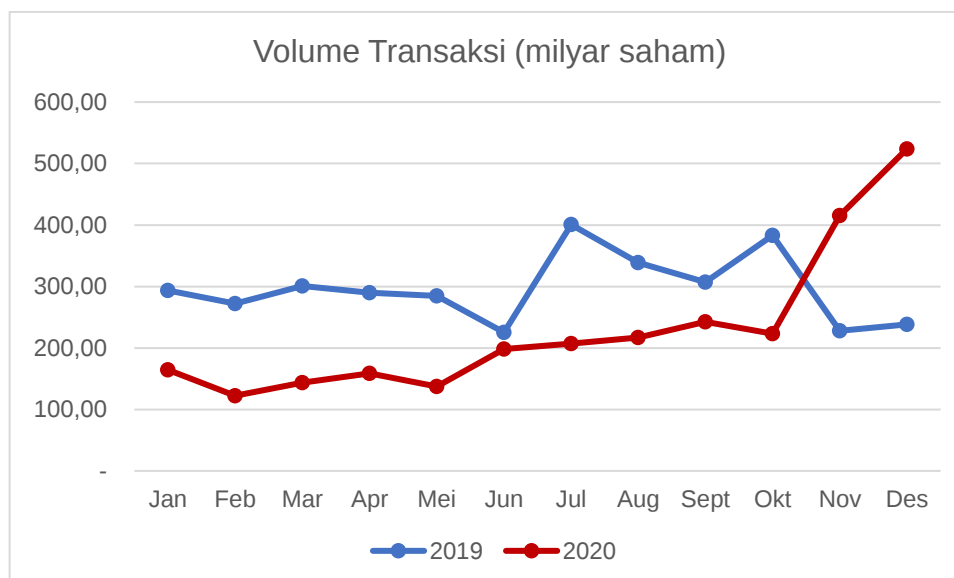


Sumber: Penulis

Gambar 1.2 Tren Indeks Harga Saham Gabungan

Sejalan dengan IHSG, volume transaksi perdagangan juga mengalami penurunan pada awal tahun 2020 bahkan sejak Januari 2020 ketika pandemi Covid-19 sudah mulai diberitakan di media internasional pada Desember 2019. Volume transaksi turun sebesar 31% pada Januari 2020 dibandingkan bulan sebelumnya yaitu Desember 2019 dari 238,18 milyar saham menjadi 164,35 milyar saham, kemudian turun sebesar 26% pada Februari 2020 menjadi 122,32 milyar saham. Hampir sepanjang tahun 2020, volume transaksi perdagangan saham terus berada di bawah tahun 2019 hingga November dan Desember yang mulai meningkat yaitu sebesar 45% dan 55% (yoy). Berikut grafik yang menunjukkan tren volume transaksi perdagangan saham di Indonesia untuk tahun 2019 dan





Sumber: Penulis

Gambar 1.3 Tren Volume Transaksi Perdagangan Saham

Berdasarkan studi empiris yang dilakukan oleh *World Bank* pada tahun 2019, terdapat hubungan yang kuat antara pasar modal dan pertumbuhan ekonomi. Hubungan tersebut didasarkan pada besarnya manfaat pasar modal dalam membiayai berbagai sektor ekonomi strategis seperti ekspansi perusahaan, pengembangan infrastruktur, perumahan, usaha kecil dan menengah, dan perubahan iklim. Dari studi empiris tersebut juga ditemukan bahwa negara dengan pasar modal yang kuat dapat pulih dengan cepat dari resesi ekonomi. Salah satu ciri pasar modal yang kuat adalah pasar yang likuid, yaitu kemampuan pasar untuk memudahkan suatu aset dapat terjual secepat mungkin tanpa banyak mengurangi atau bahkan sama sekali tidak mengurangi harga dari aset tersebut. Likuiditas pasar saham sangat penting bagi stabilitas keuangan dan pertumbuhan ekonomi, khususnya selama kejadian-kejadian luar biasa (Zaremba dkk., 2021). Ellington (2018) menekankan bahwa selama periode krisis, tingkat likuiditas yang rendah



menyebabkan pertumbuhan ekonomi. Pasar dengan likuiditas yang tinggi dapat mengurangi biaya modal ekuitas (Butler dkk., 2005) dan hal ini dapat meringankan

masalah pendanaan perusahaan serta dapat memberikan kontribusi terhadap ketahanan keuangan perusahaan terhadap pandemi Covid-19 (Zaremba dkk., 2021).

Coronavirus disease (Covid-19) melanda dunia pada akhir 2019 dimana kasus pertama muncul di Wuhan, Cina, pada Desember 2019 dan telah dideklarasikan sebagai pandemi pada tanggal 11 Maret 2020 oleh Organisasi Kesehatan Dunia, WHO. Di Indonesia, kasus pertama muncul pada 2 Maret 2020. Pemerintah Indonesia berupaya untuk menekan penyebaran Covid-19 di Indonesia melalui pembatasan mobilitas masyarakat mulai dari Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) pada April 2020 hingga Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) level 3 dan 4 pada Juli 2021 yang diperpanjang hingga akhir Agustus 2021. Selain itu, Pemerintah Indonesia juga menetapkan program vaksinasi Covid-19 sebagai bagian dari upaya pencegahan dan pengendalian Covid-19.

Pembatasan mobilitas masyarakat yang ditetapkan oleh pemerintah untuk menekan penyebaran Covid-19 membatasi ruang gerak masyarakat yang berdampak pada menurunnya aktivitas perekonomian. Hal ini mendorong pemerintah untuk melakukan upaya-upaya untuk mencegah perekonomian menjadi semakin terpuruk melalui kebijakan di berbagai sektor yang bersinergi dengan kebijakan pembatasan mobilitas masyarakat seperti pemberlakuan normal baru (PSBB Transisi).

Secara global, pasar keuangan bereaksi terhadap penyakit wabah (Chen dkk., 2007; Chen dkk., 2009; Chen dkk., 2013; dan Ichev dan Marinc; 2018). Chen dkk., (2007) menemukan bahwa 7 hotel di Taiwan yang terdaftar di bursa efek

ini penurunan laba dan harga saham yang sangat signifikan akibat SARS tahun 2003. Chen dkk., (2009) menemukan bahwa epidemi SARS



berdampak buruk terhadap industri di Taiwan, khususnya terhadap sektor pariwisata dan perdagangan (*wholesale and retail sectors*). Selain itu pada studinya yang lain, Chen dkk., (2017) menemukan bahwa *stock return* pada industri jasa di Filipina dan industri bahan baku di Hongkong dipengaruhi oleh munculnya wabah SARS. Ichev dan Marinc (2018) menemukan bahwa epidemi Ebola menyebabkan tingkat pengembalian saham negatif pada industri di negara-negara Afrika Selatan.

Penelitian mengenai pengaruh pandemi Covid-19 terhadap pasar modal di Indonesia masih relatif sedikit dan belum ada yang fokus pada aspek likuiditas pasar modal. Penelitian-penelitian sebelumnya telah menunjukkan bahwa pandemi Covid-19 memiliki pengaruh terhadap pasar modal di Indonesia (Darmayanti dkk., 2020; Rahmayani dan Oktavilia, 2020; Nugroho dan Robiyanto, 2021; dan Utomo dan Hanggraeni, 2021). Penelitian yang dilakukan oleh Darmayanti dkk. (2020) dan Nugroho dan Robiyanto (2021) fokus pada *return* saham dan volatilitas pasar saham. Penelitian yang dilakukan oleh Rahmayani dan Oktavilia (2020) dan Utomo dan Hanggraeni (2021) fokus pada harga saham dan kinerja pasar saham. Penelitian mengenai pengaruh Covid-19 terhadap pasar modal yang fokus pada aspek likuiditas pasar modal antara lain dilakukan oleh Zhang dkk., (2021) pada pasar modal di Cina, Chebbi dkk., (2021) pada pasar modal di Amerika Serikat, Zaremba dkk., (2021) pada pasar modal di 49 negara *emerging market* dan *developed market*, serta dan Magwedere (2021) pada pasar modal di 10 negara *emerging market* dan *developed market*. Zhang dkk., (2021), Chebbi dkk., (2021), dan Zaremba dkk., (2021) pada umumnya menemukan bahwa pandemi Covid-19 menyebabkan likuiditas pasar menurun, sedangkan dan Magwedere (2021) menemukan hasil yang berbeda dimana likuiditas



pasar justru meningkat selama masa krisis akibat pandemi Covid-19 baik pada *developed market* maupun *emerging market* secara kumulatif.

Melihat pentingnya likuiditas pasar terhadap stabilitas keuangan dan pertumbuhan ekonomi, lahirnya kebijakan-kebijakan pemerintah yang bertujuan untuk menekan penyebaran Covid-19 di Indonesia yang berdampak pada aktivitas ekonomi, dan penelitian-penelitian sebelumnya yang menunjukkan adanya hubungan antara pandemi Covid-19 dan pasar modal serta *research gap* yang ada khususnya atas pengaruh pandemi Covid-19 terhadap likuiditas pasar, maka peneliti tertarik untuk meneliti reaksi pasar saham selama pandemi Covid-19 di Indonesia yang fokus pada aspek likuiditas pasar saham dan kebijakan pemerintah terkait penanganan Covid-19 selama masa pandemi (Januari 2020 - Agustus 2021).

Penelitian ini merujuk pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Zaremba dkk., (2021) yang meneliti pengaruh kebijakan pemerintah terkait upaya pengendalian penyebaran Covid-19 terhadap likuiditas pasar saham global. Zaremba dkk., (2021) mengukur likuiditas pasar saham global dengan menggunakan data saham harian dari 49 negara yang terdiri dari *developed market* dan *emerging market* selama periode Januari - April 2020 dengan menggunakan *turnover ratio* sebagai proksi likuiditas pasar saham. Untuk menjelaskan kebijakan pemerintah yang berbeda-beda dari berbagai negara, Zaremba dkk., (2021) menggunakan data dari *The Oxford Covid-19 Government Response Tracker* (OxCGRT), yaitu penyedia informasi yang sistematis terkait langkah-langkah yang telah diambil oleh berbagai negara untuk mengatasi Covid-19.



Perbedaan penelitian ini dan penelitian yang dilakukan oleh Zaremba dkk., (2021) terletak pada pasar saham yang menjadi objek penelitian dan periode

masa pandemi Covid-19 yang diteliti. Zaremba dkk., (2021) meneliti pasar saham global yang terdiri dari 49 negara *emerging market* dan *developed market* pada masa-masa awal munculnya pandemi yaitu Januari - April 2020, sedangkan penelitian ini fokus pada satu negara yaitu pasar saham Indonesia yang terdiri dari berbagai sektor industri untuk masa pandemi yang lebih panjang yaitu hingga Agustus 2021. Selain itu, kebijakan pemerintah yang digunakan dalam penelitian ini lebih spesifik karena fokus pada satu negara sedangkan Zaremba dkk., (2021) mengacu pada data OxCGRT untuk mengukur kebijakan pemerintah dari berbagai negara.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka rumusan masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Apakah Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?
2. Apakah Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) Transisi memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?
3. Apakah Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?
4. Apakah Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) Mikro memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?
5. Apakah Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) Darurat memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?
6. Apakah Program Vaksinasi Covid-19 memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?



7. Apakah kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah terkait penanganan Covid-19 memengaruhi likuiditas pasar saham di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Mengetahui dan menganalisis pengaruh Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.
2. Mengetahui dan menganalisis pengaruh Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) Transisi terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.
3. Mengetahui dan menganalisis pengaruh Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.
4. Mengetahui dan menganalisis pengaruh Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) Mikro terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.
5. Mengetahui dan menganalisis pengaruh Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) Darurat terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.
6. Mengetahui dan menganalisis pengaruh Program Vaksinasi Covid-19 terhadap likuiditas pasar saham di Indonesia.
7. Mengetahui pengaruh kebijakan pemerintah terkait Covid-19 terhadap likuiditas pasar di Indonesia.



1.4 Kegunaan Penelitian

1.4.1 Kegunaan Teoretis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur mengenai dampak pandemi Covid-19 terhadap pasar modal, khususnya likuiditas pasar saham, serta sebagai referensi atau dasar awal bagi pembaca baik dari akademisi maupun praktisi yang ingin melakukan penelitian lanjutan terkait topik yang sama.

1.4.2 Kegunaan Praktis

a. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan informasi empiris kepada perusahaan, khususnya yang terdaftar di bursa efek, mengenai reaksi likuiditas pasar saham terhadap kebijakan pemerintah terkait penanganan Covid-19 sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil langkah antisipatif untuk memperkuat keuangan perusahaan atau menekan dampak negatif pandemi Covid-19 terhadap keuangan perusahaan.

b. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan informasi empiris kepada para investor mengenai dampak yang dapat diberikan oleh penyakit pandemi seperti pandemi Covid-19 terhadap likuiditas pasar saham sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi mereka.

c. Bagi Peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi wahana bagi peneliti dalam mengimplementasikan pengetahuan konseptual dan teoritikal yang



dimiliki oleh peneliti, khususnya dalam bidang pasar modal terkait kondisi pandemi Covid-19 yang sedang terjadi hingga saat ini.

1.4.3 Kegunaan Kebijakan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan informasi empiris mengenai dampak yang diberikan oleh kebijakan pemerintah terkait penanganan Covid-19 terhadap likuiditas pasar saham yang memiliki peran penting bagi stabilitas keuangan dan pertumbuhan ekonomi, serta menjadi bahan pertimbangan dalam menetapkan kebijakan selanjutnya, memperpanjang kebijakan yang ada, atau mengevaluasi efektivitas kebijakan yang ada dengan memperhatikan dampaknya terhadap likuiditas pasar saham.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Untuk mempermudah penulisan tesis agar terarah dan berjalan dengan baik, maka perlu dibuat suatu batasan masalah. Adapun ruang lingkup permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah peneliti hanya membahas tentang pengaruh kebijakan pemerintah terkait penanganan Covid-19 selama masa pandemi (Januari 2020 - Agustus 2021) terhadap likuiditas pasar saham pada saham-saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia yang akan dikelompokkan berdasarkan sektor usaha.

1.6 Sistematika Penulisan

Penulisan dalam penelitian ini akan disusun berdasarkan sistematika penulisan sebagai berikut:



BAB I PENDAHULUAN

Bab ini mengantarkan pembaca untuk dapat menjawab pertanyaan apa yang diteliti, untuk apa diteliti, dan mengapa penelitian ini penting

dilakukan. Bab ini berisi latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi uraian sistematis tentang teori, konsep, pemikiran, dan hasil penelitian terdahulu yang berhubungan dengan penelitian ini.

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

Kerangka konseptual menggambarkan hubungan antara konsep yang diteliti yang mengarah pada jawaban atas pertanyaan penelitian atau rumusan masalah. Kerangka konseptual disusun secara deskriptif dan dilengkapi dengan bagan hubungan antar variabel. Hipotesis merupakan hubungan logis antar variabel yang dinyatakan dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji dan dibangun berdasarkan landasan kerangka konseptual

BAB IV METODE PENELITIAN

Bab ini berisi rancangan penelitian, populasi, sampel dan teknik pengambilan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, variabel penelitian dan definisi operasional, dan teknik analisis data.

BAB V HASIL PENELITIAN

Bab ini berisi hasil penelitian berupa deskripsi data dan deskripsi hasil penelitian. Data penelitian dijelaskan berbasis statistik deskriptif. Deskripsi hasil penelitian berisi deskripsi sistematis tentang data dan temuan yang diperoleh.



BAB VI PEMBAHASAN

Bab ini berisi jawaban atas pertanyaan penelitian atau rumusan masalah, menafsirkan temuan-temuan, mengintegrasikan hasil dan temuan pada ilmu dan teori yang telah mapan.

BAB VII PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan, yaitu pernyataan singkat dan tepat yang dijabarkan dari hasil penelitian dan pembahasan, serta merupakan hasil pengujian hipotesis atau pencapaian tujuan penelitian.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1 Teori Pasar Efisien

Teori pasar efisien pertama kali dikemukakan oleh Fama (1970) yang menjelaskan bahwa suatu pasar dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas di pasar mencerminkan semua informasi yang tersedia. Sehingga semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Fama (1970) mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu:

a. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah.

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga sekuritas saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga saham di masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga sekarang. Hal ini menunjukkan bahwa pada pasar efisien dalam bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

b. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat.

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Sehingga tidak ada investor yang mampu memperoleh *abnormal return* dengan hanya menggunakan sumber informasi yang dipublikasikan.



c. Efisiensi Pasar bentuk Kuat.

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini maka tidak ada individual atau kelompok dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.

2.1.2 Likuiditas Pasar Saham

Likuiditas pasar saham merupakan karakteristik pasar yang penting yang menunjukkan bahwa fungsi pasar berjalan dengan baik (Naik dan Reddy, 2021). Brennan dkk., (2012) mendefinisikan likuiditas pasar saham sebagai kemampuan pasar untuk menyerap sekuritas dalam jumlah banyak namun dengan biaya eksekusi yang rendah dalam jangka waktu relatif singkat tanpa memberikan pengaruh yang signifikan terhadap harga sekuritas tersebut. Sedangkan Amihud dkk., (2006) menyatakan bahwa likuiditas pasar menunjukkan adanya penjual dan pembeli yang sepakat untuk menukarkan sekuritasnya dengan harga yang telah ditentukan tanpa penundaan waktu.

Likuiditas pasar saham memiliki peran yang sangat penting bagi perekonomian. Pasar saham yang likuid dapat menurunkan biaya modal bagi perusahaan, meningkatkan pengembalian proyek yang lebih tinggi, dan pada akhirnya dapat mendorong produktivitas sehingga mampu menciptakan pertumbuhan ekonomi (Levine, 1991). Nneji (2015) menemukan bahwa likuiditas pasar menggambarkan tingkat kekuatan pasar dalam menghadapi krisis atau guncangan ekonomi. Selama resesi ekonomi tahun 2008, tingkat likuiditas yang rendah menghambat pertumbuhan ekonomi (Ellington, 2018). Brunnermeier dan

1 (2009) menyimpulkan suatu model yang menghubungkan antara saham pendanaan dan likuiditas pasar. Selama periode guncangan ekonomi,



likuiditas pasar menjadi sangat sensitif terhadap syarat-syarat pendanaan (*funding condition*) yang mengakibatkan terjadinya spiral likuiditas, yaitu suatu kondisi dimana biaya untuk mengamankan likuiditas menjadi mahal dan tingkat fleksibilitas keuangan menurun, sehingga hubungan antara likuiditas pasar saham dan kemampuan lembaga perantara keuangan dalam menyediakan dana memaksa para investor institusional untuk mengubah proporsi investasinya ke saham-saham dengan margin rendah (*low margin stocks*). Levine dan Zervos (1998) menyatakan bahwa pasar sekunder yang likuid meningkatkan kecenderungan untuk berinvestasi pada proyek-proyek jangka panjang yang menciptakan produktivitas jangka panjang yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi.

Likuiditas pasar saham dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti kebijakan moneter ekspansif, volatilitas pasar, pengenalan terhadap pajak atas transaksi keuangan, serta variabel-variabel makro seperti jumlah uang beredar, belanja negara, utang sektor privat, tingkat suku bunga, dan pinjaman pemerintah (Naik dan Reddy, 2021). Kebijakan moneter ekspansif adalah kebijakan yang dikeluarkan oleh bank sentral ketika pertumbuhan ekonomi dibutuhkan, yaitu pada saat permintaan ekonomi atas barang dan jasa menurun. Hal ini juga dapat mengindikasikan adanya peningkatan pengangguran dan penurunan inflasi. Pada *emerging market*, likuiditas pasar saham dipengaruhi oleh kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah dan institusi keuangan (Reddy dkk., 2017).

Pasar yang likuid pada umumnya merupakan pasar dimana volume perdagangan tinggi tanpa ada penundaan waktu eksekusi transaksi dan pada biaya transaksi yang rendah dengan dampak harga minimum. Terdapat empat

stik utama dari pasar saham yang likuid, yaitu *trading quantity*, *execution transaction cost*, dan *price impact* (Naik dan Reddy, 2021). Oleh sebab itu,



berbagai studi mengukur likuiditas dengan menggunakan berbagai ukuran yang dapat menggambarkan karakteristik utama likuiditas pasar, yaitu *depth* (ukuran volume dan kuantitas), *breadth* (ukuran dampak terhadap harga saham), *immediacy* (ukuran waktu atau kecepatan), dan *transaction cost* (ukuran biaya transaksi). Ukuran-ukuran ini dapat dihitung dengan menggunakan data *intraday* atau harian (data frekuensi tinggi), data mingguan, bulanan, kuartalan, atau tahunan (data frekuensi rendah). Walaupun pengukuran likuiditas dengan menggunakan data frekuensi tinggi lebih banyak dilakukan, Goyenko dkk., (2009) menemukan bahwa pengukuran likuiditas dengan menggunakan data frekuensi rendah juga tetap dapat digunakan. Selain itu, Lee (2015) juga mengungkapkan bahwa pengukuran likuiditas dengan menggunakan data frekuensi rendah dapat digunakan dalam penelitian-penelitian mengenai likuiditas pasar untuk jangka waktu yang panjang dan antar struktur pasar yang berbeda.

Berbagai studi telah menguji dan menemukan berbagai ukuran likuiditas untuk sistem pasar yang berbeda (Naik dan Reddy, 2021). Pada pasar di negara-negara maju (*developed market*), Marshall dkk., (2013) menemukan bahwa ukuran likuiditas yang paling efektif adalah ukuran likuiditas Amivest, Amihud, dan Gibbs. Sedangkan pada pasar di negara-negara berkembang (*emerging market*), Bedowska-Sojka dan Echaust (2020) menemukan bahwa ukuran *Closing Quoted Spread* dengan menggunakan data harian merupakan ukuran likuiditas terbaik pada saat terjadi likuiditas ekstrim. Di sisi lain, Kang dan Zhang (2014) memperkenalkan versi baru dari ukuran likuiditas Amihud yang dapat digunakan pada *emerging market*. Sedangkan Datar dkk., (1998) memperkenalkan alternatif dari ukuran likuiditas Amihud dan Mendelson dengan menggunakan rasio tingkat

perputaran (*turnover rate*).



Walaupun berbagai ukuran likuiditas telah digunakan dan diperkenalkan dalam berbagai literatur, Chai dkk., (2010) menyimpulkan bahwa tidak ada ukuran likuiditas tertentu yang merupakan ukuran terbaik untuk mengukur likuiditas karena setiap jenis ukuran menangkap aspek yang berbeda dari likuiditas pasar pada sistem dan kondisi pasar yang berbeda. Goyenko (2009) menyarankan para peneliti untuk menggunakan ukuran likuiditas yang sesuai dengan tujuan penelitiannya.

2.1.3 Pasar Saham Indonesia

Pasar saham Indonesia termasuk dalam kategori pasar saham *emerging market*, yaitu negara yang memiliki potensi pertumbuhan ekonomi tinggi namun dengan risiko politik dan ekonomi yang tinggi (Widiatmodjo, 2005). Pasar saham Indonesia saat ini memiliki 40 indeks saham. Indeks saham merupakan suatu ukuran statistik yang mencerminkan keseluruhan pergerakan harga atas sekumpulan saham yang dipilih berdasarkan kriteria dan metodologi tertentu serta dievaluasi secara berkala (<https://www.idx.co.id/produk/indeks/>). Manfaat dari indeks saham antara lain:

- a. Sebagai alat untuk mengukur sentimen pasar atau kepercayaan investor. Perubahan nilai yang tercermin dalam satu indeks dapat dijadikan indikator yang merefleksikan opini kolektif dari seluruh pelaku pasar.
- b. Sebagai acuan produk investasi. Investasi pada reksa dana indeks atau ETF yang menggunakan acuan indeks tertentu memastikan bahwa portofolio yang dikelola oleh manajer investasi sesuai dengan indeks tersebut. OJK mendefinisikan ETF sebagai reksa dana yang kinerjanya mengacu pada indeks tertentu. Investor dapat memilih indeks yang sesuai dengan eksposur maupun profil maupun profil



risiko yang diharapkan. Selain itu, indeks saham juga dapat digunakan untuk produk turunan seperti kontrak berjangka, opsi, dan waran terstruktur.

- c. Sebagai *benchmark* bagi portofolio aktif. Dalam suatu portofolio investasi perlu ditentukan *benchmark* yang paling sesuai dengan mandat atau profil risiko investasi tersebut, sehingga dapat mengukur kinerja produk investasi yang dikelola oleh manajer investasi. Pemilihan indeks yang tepat sebagai *benchmark* sangat menentukan risiko dan kinerja manajer investasi yang diharapkan dari portofolio aktif.
- d. Sebagai proksi dalam mengukur dan membuat model pengembalian investasi (*return*), risiko sistematis, dan kinerja yang disesuaikan risiko.
- e. Sebagai proksi untuk kelas aset pada alokasi aset. Karena indeks saham berisi profil risiko dan pengembalian investasi (*return*) atas sekelompok saham, maka indeks saham dapat dijadikan proksi pada alokasi aset.

Salah satu indeks saham di Indonesia adalah LQ45, yaitu indeks yang mengukur kinerja harga dari 45 saham yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Indeks saham LQ45 terdiri dari saham-saham yang paling aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Pertimbangan yang mendasari pemilihan saham yang termasuk dalam indeks LQ45 adalah likuiditas dan kapitalisasi pasar dengan kriteria sebagai berikut:



- a. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata transaksi sahamnya masuk dalam urutan 60 besar di pasar reguler.

- b. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata nilai kapitalisasi pasarnya masuk dalam urutan 60 besar di pasar reguler.
- c. Telah tercatat di BEI paling tidak selama 3 bulan.

Saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ45 dievaluasi secara berkala oleh Bursa Efek Indonesia. Evaluasi ini terdiri dari evaluasi mayor dan evaluasi minor. Evaluasi mayor dilakukan setiap bulan Januari dan Juli namun mulai efektif pada hari bursa ketiga bulan Februari dan Agustus. Sedangkan evaluasi minor dilakukan setiap bulan April dan Oktober dan mulai efektif pada hari bursa ketiga bulan Mei dan November. Evaluasi mayor dilakukan untuk memilih saham konstituen indeks, sehingga pada evaluasi mayor terdapat pergantian saham yang keluar dan masuk dalam indeks. Sedangkan evaluasi minor dilakukan untuk menyesuaikan bobot-bobot saham tanpa mengeliminasi anggota indeks, sehingga pada evaluasi minor tidak terdapat saham yang keluar dan masuk indeks. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia, indeks LQ45 untuk periode April 2020 hingga Agustus 2021 terdiri dari saham-saham yang berada pada sektor industri, energi, barang baku (*basic materials*), infrastruktur, keuangan, barang konsumen primer, barang konsumen non-primer, kesehatan, dan sektor properti dan real estat. Sepanjang periode tersebut, terdapat 7 saham yang keluar dari indeks LQ45 dan digantikan dengan saham lain, sehingga saham yang tetap berada pada indeks LQ45 sejak April 2020 hingga Agustus 2021 adalah sebanyak 38 saham. Berikut gambar yang menunjukkan daftar saham indeks LQ45 selama periode tersebut.



No.	Kode	Nama Saham	Feb-Jul 2020	Aug 20 - Jan 21	Feb-Jul 2021	Aug 21 - Jan 22
1	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.	v	v	v	v
2	ADRO	Adaro Energy Tbk.	v	v	v	v
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	v	v	v	v
4	ANTM	Aneka Tambang Tbk.	v	v	v	v
5	ASII	Astra International Tbk.	v	v	v	v
6	BBCA	Bank Central Asia Tbk.	v	v	v	v
7	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	v	v	v	v
8	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	v	v	v	v
9	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	v	v	v	v
10	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.	v	v	v	v
11	BRPT	Barito Pacific Tbk.	v	x	v	v
12	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	v	v	v	v
13	BTPS	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Syariah Tbk.	v	v	v	x
14	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	v	v	v	v
15	CTRA	Ciputra Development Tbk.	v	v	v	x
16	ERAA	Erajaya Swasembada Tbk.	v	v	v	v
17	EXCL	XL Axiata Tbk.	v	v	v	v
18	GGRM	Gudang Garam Tbk.	v	v	v	v
19	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.	v	v	v	v
20	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	v	v	v	v
21	INCO	Vale Indonesia Tbk.	v	v	v	v
22	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	v	v	v	v
23	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	v	v	v	v
24	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	v	v	v	v
25	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.	v	v	v	v
26	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.	v	v	v	v
27	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	v	v	v	v
28	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	v	v	v	v
29	LPPF	Matahari Department Store Tbk.	v	x	v	v
30	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	v	v	v	v
31	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.	v	v	v	v
32	PTBA	Bukit Asam Tbk.	v	v	v	v
33	PTPP	PP (Persero) Tbk.	v	v	v	v
34	PWON	Pakuwon Jati Tbk.	v	v	v	v
35	SCMA	Surya Citra Media Tbk.	v	v	x	v
36	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	v	v	v	v
37	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk.	v	v	x	v
38	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk.	v	v	v	v
39	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	v	v	v	v
40	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	v	v	v	v
41	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.	v	v	v	v
42	UNTR	United Tractors Tbk.	v	v	v	v
43	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	v	v	v	v
44	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	v	v	v	v
45	WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk.	v	x	v	v

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Gambar 2.1 Daftar Saham LQ45 Maret 2020 - Agustus 2021

Pasar saham Indonesia yang masuk ke dalam kategori *emerging market* menjadikan pasar saham di Indonesia memiliki karakteristik pasar yang tipis (*thin market*) (Hartono, 2015) dimana sebagian besar saham tidak aktif diperdagangkan. Dengan kondisi pasar seperti ini, saham LQ45 merupakan pilihan terbaik untuk dijadikan objek penelitian pasar modal karena diharapkan reaksi pasar terhadap informasi yang diperoleh akan tercermin melalui pergerakan harga

Q45.



2.1.4 Corona Virus Disease (Covid-19)

Coronavirus disease (Covid-19) adalah penyakit menular yang disebabkan oleh virus SARS-CoV-2 yang menyebabkan penderitanya mengalami gangguan pernapasan ringan hingga sedang yang dapat sembuh tanpa perawatan khusus. Namun pada beberapa kasus, virus ini dapat menyebabkan penyakit serius yang membutuhkan perhatian medis. Virus ini dapat menyebabkan penyakit yang serius pada penderita yang berusia lanjut dan/atau yang memiliki penyakit bawaan seperti penyakit kardiovaskular, diabetes, penyakit pernapasan kronis, dan kanker (WHO, 2019).

Organisasi Kesehatan Dunia (WHO) menyatakan bahwa Covid-19 dapat menyebar melalui partikel cairan kecil yang keluar dari mulut atau hidung orang yang terinfeksi saat mereka berbicara, batuk, bersin atau bernapas. Partikel kecil ini dapat berupa *droplet* atau aerosol yang lebih kecil, sehingga cara terbaik untuk mencegah dan menekan penyebaran virus ini adalah dengan menjaga jarak minimal 1 meter, menggunakan masker, dan mencuci tangan dengan menggunakan sabun. Selain itu, WHO menyatakan bahwa vaksinasi Covid-19 juga diperlukan untuk melindungi diri dari Covid-19 serta membantu mengakhiri pandemi dan menghentikan munculnya varian baru. Meskipun demikian, masih terdapat kemungkinan bagi orang yang telah menerima vaksin untuk terpapar Covid-19 dan menularkannya ke orang lain. Namun, gejala yang muncul pada orang yang telah menerima vaksin cenderung ringan atau tidak menunjukkan gejala. Oleh sebab itu, WHO menyatakan bahwa *social distancing*, penggunaan masker, dan mencuci tangan dengan menggunakan sabun harus tetap dijalankan.



2.1.5 Covid-19 di Indonesia dan Kebijakan Pemerintah

Covid-19 pertama kali muncul di Indonesia pada Maret 2020. Pemerintah berupaya menekan penyebaran Covid-19 di Indonesia melalui kebijakan pembatasan mobilitas masyarakat. Kebijakan pertama yang dikeluarkan oleh Pemerintah Indonesia adalah Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) yang mengacu pada UU Nomor 6 Tahun 2019 tentang Kekarantinaan Kesehatan. Menurut UU ini, pembatasan sosial berskala besar adalah pembatasan kegiatan penduduk dalam suatu wilayah yang diduga terinfeksi atau terkontaminasi penyakit. Kebijakan PSBB ini kemudian ditetapkan pada 31 Maret 2020 dalam PP Nomor 21 Tahun 2020 tentang Kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar Dalam Rangka Percepatan Penanganan Covid-19. Mekanisme terkait pelaksanaan PSBB tersebut diatur dalam Peraturan Menteri Kesehatan Nomor 9 Tahun 2020. Berdasarkan Permenkes ini, setiap pemerintah daerah dapat mengajukan pelaksanaan PSBB di wilayahnya dengan persetujuan pemerintah pusat. Indikator pengajuan PSBB didasarkan pada data peningkatan jumlah kasus atau penyebaran yang terjadi secara cepat dalam kurun waktu tertentu. Pelaksanaan PSBB pertama kali diterapkan oleh Provinsi DKI Jakarta pada 10 hingga 23 April 2020 dan mengalami beberapa kali perpanjangan hingga diberlakukan kondisi normal baru (*new normal*) pada Juni 2020 atau disebut juga dengan istilah PSBB transisi Jakarta. Pelaksanaan PSBB ini disusul oleh Bogor, Depok, dan Bekasi pada 11 April 2020, Tangerang pada 12 April 2020, Kota Bandung, Kota Cimahi, Kabupaten Bandung, Kabupaten Bandung Barat, dan Kabupaten Sumedang pada 18 April 2020, Kota Makassar pada 24 April 2020, Kota Surabaya, Kabupaten Sidoarjo dan Gresik pada 28 April 2020, dan disusul -kota lainnya di Indonesia.



Berdasarkan Peraturan Menteri Kesehatan Nomor 9 Tahun 2020, pelaksanaan PSBB meliputi:

- a. peliburan sekolah dan tempat kerja;
- b. pembatasan kegiatan keagamaan;
- c. pembatasan kegiatan di tempat atau fasilitas umum;
- d. pembatasan kegiatan sosial dan budaya;
- e. pembatasan moda transportasi; dan
- f. pembatasan kegiatan lainnya khusus terkait aspek pertahanan dan keamanan.

Pembatasan mobilitas masyarakat melalui PSBB memberikan dampak terhadap kondisi sosial ekonomi masyarakat. Hal ini disebabkan oleh terhentinya aktivitas perekonomian saat PSBB diterapkan. Pada 20 Mei 2020, pemerintah mengeluarkan panduan normal baru melalui Keputusan Menteri Kesehatan No. HK.01.07/MENKES/328/2020 untuk mendukung keberlangsungan usaha pada situasi pandemi agar kondisi ekonomi tidak semakin terpuruk akibat pemberlakuan PSBB. Berdasarkan peraturan tersebut, normal baru merupakan suatu kondisi dimana masyarakat dapat beraktivitas kembali namun dengan pemantauan ketat protokoler kesehatan seperti menggunakan masker, mencuci tangan dengan sabun, pengukuran suhu tubuh, menjaga jarak, menerapkan etika batuk dan bersin yang benar, serta pembatasan jumlah kerumunan dengan kapasitas maksimal tertentu. Sebelum mengeluarkan panduan normal baru, pada 9 Mei 2020 pemerintah telah menetapkan pelaksanaan program pemulihan ekonomi nasional guna mendukung kebijakan keuangan negara untuk penanganan pandemi Covid-19 menghadapi ancaman yang membahayakan perekonomian

dan/atau stabilitas sistem keuangan, serta Penyelamatan Ekonomi (PEN) yang dituangkan dalam Peraturan Pemerintah Nomor 23 Tahun



2020. Peraturan ini mengatur bahwa pemerintah dapat melakukan program pemulihan ekonomi melalui pengalokasian belanja negara, yang salah satunya adalah dengan memberikan subsidi bunga bagi kelompok pelaku usaha ultra mikro, mikro, kecil dan menengah yang terdampak COVID-19 dan telah melakukan restrukturisasi kredit pada perbankan, Bank Perkreditan Rakyat, dan/atau perusahaan pembiayaan. Program PEN bertujuan untuk melindungi, mempertahankan dan meningkatkan kemampuan ekonomi pelaku usaha baik di sektor riil maupun sektor keuangan, termasuk kelompok usaha mikro, kecil, dan menengah (UMKM).

Pada 6 Januari 2021, dilatarbelakangi oleh hasil pengamatan terhadap perkembangan pandemi Covid-19 dan adanya varian baru virus Covid-19 yang memiliki tingkat penularan yang lebih tinggi, pemerintah mengeluarkan kebijakan Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) yang tertuang dalam Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 01 Tahun 2021. Berdasarkan aturan tersebut, PPKM diberlakukan untuk wilayah Jawa dan Bali pada 11 hingga 25 Januari 2021. Wilayah selain Jawa dan Bali diharuskan untuk tetap memperkuat dan meningkatkan sosialisasi dan penegakan hukum terhadap pelanggaran protokol kesehatan Covid-19. Pelaksanaan PPKM tersebut meliputi:

- a. membatasi tempat/kerja perkantoran dengan menetapkan *work from home* (WFH) sebesar 75% dan *work from office* (WFO) sebesar 25% dengan memberlakukan protokol kesehatan secara lebih ketat;
- b. melaksanakan kegiatan belajar mengajar secara daring;
- c. sektor esensial yang berkaitan dengan kebutuhan pokok masyarakat dapat beroperasi 100% dengan pengaturan jam operasional, kapasitas, dan penerapan protokol kesehatan secara lebih ketat;
- d. melakukan pengaturan perlakuan pembatasan:



1. kegiatan restoran (makan dan/atau minum di tempat) sebesar 25% dan untuk layanan makanan pesan-antar atau dibawa pulang tetap diizinkan sesuai dengan jam operasional restoran; dan
 2. pembatasan jam operasional untuk pusat pembelanjaan sampai dengan pukul 19.00.
- e. mengizinkan kegiatan konstruksi beroperasi 100% dengan penerapan protokol kesehatan secara lebih ketat; dan
- f. mengizinkan tempat ibadah untuk dilaksanakan dengan pengaturan pembatasan kapasitas sebesar 50% dengan penerapan protokol Kesehatan secara lebih ketat.

Berdasarkan hasil pemantauan dan evaluasi pelaksanaan PPKM tahap pertama pada periode 11 hingga 25 Januari 2021, pemerintah memutuskan untuk memperpanjang PPKM selama dua minggu, yaitu 26 Januari hingga 8 Februari 2021. Keputusan tersebut diumumkan oleh pemerintah melalui Menteri Koordinator Bidang Perekonomian pada 21 Januari 2021 dan dituangkan dalam Instruksi Dalam Negeri Nomor 02 Tahun 2021 pada 22 Januari 2021.

Menjelang berakhirnya pelaksanaan PPKM tahap kedua, pemerintah mengeluarkan kebijakan PPKM yang berbasis skala mikro (PPKM Mikro) yaitu hingga tingkat RT/RW untuk pengendalian Covid-19. Kebijakan ini dikeluarkan pada 5 Februari 2021 dalam Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 03 Tahun 2021 dan berlaku pada 9 hingga 22 Februari 2021 untuk wilayah Jawa dan Bali. Penerapan PPKM Mikro disesuaikan dengan data perkembangan kasus untuk menekan kasus positif. Tujuan utama PPKM Mikro adalah untuk menekan kasus positif dan melandaikan kurva sebagai prasyarat utama keberhasilan dalam

an Covid-19 serta sebagai upaya pemulihan ekonomi nasional. ah berpendapat bahwa untuk mencapai tujuan tersebut, perlu disiapkan



skenario pengendalian dengan titik tekan pada level terkecil yaitu RT/RW yang ada di Desa/Kelurahan. PPKM Mikro ini terus mengalami perpanjangan dan perluasan wilayah pemberlakuan yaitu hingga tanggal 20 Juli 2021 dan hingga mencakup seluruh provinsi. Berikut tabel yang menunjukkan skedul perpanjangan dan perluasan pemberlakuan PPKM Mikro di Indonesia.

Tabel 2.1 Skedul perpanjangan PPKM Mikro tahun 2021

Periode Pemberlakuan	Wilayah	Regulasi
9 - 22 Februari	Jawa dan Bali	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 03 Tahun 2021
23 Februari - 8 Maret	Jawa dan Bali	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 04 Tahun 2021
9 - 22 Maret	10 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 05 Tahun 2021
23 Maret - 5 April	15 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 06 Tahun 2021
6 - 19 April	20 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 07 Tahun 2021
20 April - 3 Mei	25 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 09 Tahun 2021
4 - 17 Mei	30 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 10 Tahun 2021
18 - 31 Mei	30 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 11 Tahun 2021
1 - 14 Juni	34 Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 12 Tahun 2021
15 - 28 Juni	Seluruh Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 13 Tahun 2021
22 Juni - 5 Juli	Seluruh Provinsi	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 14 Tahun 2021
6 - 20 Juli	43 Kabupaten/Kota di luar Jawa dan Bali	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 17 Tahun 2021



berbagai Sumber

Pada 2 Juli 2021, dilatarbelakangi oleh terjadinya lonjakan kasus Covid-19 yang signifikan di wilayah Jawa dan Bali, pemerintah menetapkan aturan pemberlakuan PPKM darurat untuk wilayah tersebut sesuai dengan kriteria level situasi pandemi berdasarkan asesmen, yaitu seluruh wilayah kabupaten/kota di Jawa dan Bali dengan kriteria level 3 dan 4. Selain wilayah dengan kriteria tersebut diwajibkan untuk tetap menerapkan PPKM Mikro. Kebijakan ini bertujuan untuk melengkapi pelaksanaan Instruksi Menteri Dalam Negeri sebelumnya mengenai PPKM Mikro serta mengoptimalkan posko penanganan Covid-19 di tingkat desa dan kelurahan untuk pengendalian penyebaran Covid-19. Kebijakan ini dituangkan dalam Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 15 Tahun 2021 pada 2 Juli 2021 dan berlaku pada 3 hingga 20 Juli 2021.

Pada 20 Juli 2021, melalui Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 22 dan Nomor 23 Tahun 2021, pemerintah memperpanjang pemberlakuan PPKM darurat selama lima hari yaitu pada 21 hingga 25 Juli 2021. PPKM darurat membatasi kegiatan dan aktivitas masyarakat secara lebih ketat. Pelaksanaan PPKM darurat meliputi:

- a. membatasi kegiatan pada sektor non esensial dengan menetapkan *work from home* (WFH) sebesar 100%;
- b. melaksanakan kegiatan belajar mengajar secara daring;
- c. supermarket, pasar tradisional, toko kelontong, dan pasar swalayan dapat beroperasi hingga pukul 20.00 dengan kapasitas maksimal 50%;
- d. apotek/toko obat dapat beroperasi 24 jam;
- e. menutup pusat perbelanjaan, tempat ibadah, fasilitas umum, sarana kegiatan seni/budaya, olahraga dan sosial kemasyarakatan;



- f. kegiatan restoran hanya untuk layanan makanan pesan-antar atau dibawa pulang; dan
- g. kapasitas transportasi umum maksimal 70% dengan menerapkan protokol kesehatan secara lebih ketat.

Pada 25 Juli 2021, melalui Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 24 Tahun 2021, pemerintah memutuskan untuk memperpanjang PPKM level 3 dan 4 untuk wilayah Jawa dan Bali selama delapan hari yaitu 26 Juli hingga 2 Agustus 2021. Kebijakan tersebut diambil dengan mempertimbangkan sejumlah hal, baik aspek kesehatan, ekonomi, dan dinamika sosial. PPKM level 3 dan 4 mengalami beberapa kali perpanjangan hingga 16 Agustus 2021. Berikut tabel yang menunjukkan skedul perpanjangan PPKM level 3 dan 4 tahun 2021.

Tabel 2.2 Skedul perpanjangan PPKM Level 3 dan 4 tahun 2021

Periode Pemberlakuan	Wilayah	Regulasi
26 Juli - 2 Agustus	Jawa, Bali, dan 21 provinsi di luar Jawa dan Bali	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 24 dan 25 Tahun 2021
3 - 9 Agustus	Jawa, Bali, dan 21 provinsi di luar Jawa dan Bali	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 27, 28 dan 29 Tahun 2021
10 -16 Agustus	Jawa dan Bali	Instruksi Menteri Dalam Negeri Nomor 30 Tahun 2021

Sumber: Berbagai Sumber

Selain melalui kebijakan pembatasan mobilitas masyarakat dan protokol kesehatan, pemerintah juga berupaya menanggulangi pandemi Covid-19 melalui pengadaan dan pelaksanaan vaksin. Pada 7 Oktober 2020 pemerintah mengeluarkan Peraturan Presiden Republik Indonesia Nomor 99 Tahun 2020 tentang pengadaan dan pelaksanaan vaksin dalam rangka penanganan pandemi

yang disusul dengan Keputusan Menteri Kesehatan Republik Indonesia Ik.01.07/Menkes/12757/2020 pada 1 Januari 2021 tentang penetapan



sasaran pelaksanaan vaksin Covid-19. Pemerintah menyatakan bahwa dalam rangka penanganan pandemi Covid-19 di Indonesia, diperlukan intervensi vaksinasi disamping penerapan protokol kesehatan sebagai bagian dari upaya pencegahan dan pengendalian Covid-19. Program vaksinasi Covid-19 di Indonesia mulai dilakukan pada 13 Januari 2021.

2.2 Tinjauan Empiris

Secara global, pasar keuangan bereaksi terhadap penyakit wabah (Chen dkk., 2007; Chen dkk., 2009; Chen dkk., 2013; dan Ichev dan Marinc, 2018). Chen dkk., (2007) menemukan bahwa 7 hotel di Taiwan yang terdaftar di bursa efek mengalami penurunan laba dan harga saham yang sangat signifikan akibat SARS pada tahun 2003. Chen dkk., (2009) menemukan bahwa epidemi SARS berdampak buruk terhadap industri di Taiwan, khususnya terhadap sektor pariwisata dan perdagangan (*wholesale and retail sectors*). Selain itu pada studinya yang lain, Chen dkk., (2017) menemukan bahwa *stock return* pada industri jasa di Filipina dan industri bahan baku di Hongkong dipengaruhi oleh munculnya wabah SARS. Ichev dan Marinc (2018) menemukan bahwa epidemi Ebola menyebabkan tingkat pengembalian saham negatif pada industri di negara-negara Afrika Selatan.

Corona Virus Disease 2019 atau Covid-19 terbukti memberikan dampak yang luas meliputi berbagai sektor seperti pendidikan, sosial, dan ekonomi. Berbagai penelitian telah dilakukan terkait dampak yang diberikan oleh Covid-19 yang ditetapkan sebagai pandemi oleh WHO pada 11 Maret 2020, termasuk diantaranya adalah dampaknya terhadap pasar modal. Berbagai aspek pasar eliti untuk mengetahui dampak yang diberikan oleh pandemi ini terhadap modal. Aspek tersebut antara lain stabilitas pasar saham (Buszko dkk.,



2021), *return* saham dan volatilitas pasar saham (Baker dkk., 2020; Darmayanti dkk., 2020; Alzyadat dan Asfoura, 2021; Nugroho dan Rubiyanto, 2021; Okorie dan Lin, 2021; Sutrisno dkk., 2021), likuiditas pasar saham (Zhang dkk., 2021; Chebbi dkk., 2021; Zaremba dkk., 2021; dan Marozva dan Magwedere, 2021), serta harga saham dan kinerja pasar saham (Rahmayani dan Oktavilia, 2020; Azis dkk., 2021; Hong dkk., 2021; Utomo dan Hanggraeni, 2021). Diantara berbagai aspek pasar modal tersebut, likuiditas pasar saham merupakan aspek yang sangat penting dalam menghadapi krisis atau guncangan ekonomi (Pedersen, 2009; Nneji, 2015; Ellington, 2018; dan *World Bank*, 2019).

Buszko dkk., (2021) meneliti stabilitas pasar saham pada Bursa Efek Warsaw selama masa pandemi Covid-19 (7 Januari sampai dengan 10 Juni 2020) untuk mengetahui reaksi dari berbagai industri terhadap pandemi covid-19, dan industri apa saja yang tetap stabil selama periode tersebut. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur variabel stabilitas pasar saham adalah profitabilitas, volume, dan volatilitas saham. Hasil dari penelitian tersebut tidak menunjukkan sektor industri tertentu yang paling stabil, namun secara keseluruhan, sektor yang cukup stabil dibandingkan sektor lainnya adalah sektor industri konstruksi, teknologi informasi, real estat, telekomunikasi, kimia, energi, tambang, dan industri minyak dan gas. Sedangkan sektor yang paling tidak stabil dibanding sektor lainnya adalah industri farmasi.

Baker dkk., (2020) meneliti peran perkembangan Covid-19 terhadap perilaku pasar saham Amerika Serikat dan membandingkannya dengan penyakit menular lain yang pernah terjadi sebelumnya. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur perilaku pasar saham adalah pergerakan

ham harian dan volatilitas pasar saham. Hasil dari penelitian tersebut akan bahwa reaksi yang diberikan oleh pasar saham di Amerika Serikat



terhadap pandemi Covid-19 belum pernah terjadi sebelumnya. Terdapat lebih dari 1.100 pergerakan pasar saham harian (naik atau turun) di atas 2,5% sejak tahun 1900 hingga 2019, dan tidak ada pemberitaan yang mengaitkan antara lonjakan pergerakan pasar saham tersebut dengan pandemi. Namun pada 24 April 2020 hingga 20 April 2020, diberitakan 24 lonjakan pergerakan pasar saham harian (naik atau turun) di atas 2,5% yang dikaitkan dengan perkembangan pandemi Covid-19. Dibandingkan dengan pengaruh yang diberikan oleh pandemi Covid-19, pengaruh yang diberikan oleh *Spanish Flu* pada 1918 hingga 1919 dan pandemi influenza pada 1957 hingga 1958 terhadap perekonomian Amerika Serikat relatif lemah, walaupun tingkat mortalitas akibat *Spanish Flu* dan pandemi influenza jauh lebih besar dibandingkan tingkat mortalitas yang disebabkan oleh pandemi Covid-19.

Darmayanti dkk., (2020) meneliti dampak pengumuman kasus pertama Covid-19 di Indonesia terhadap perubahan harga dan *return* saham PT Indosat, Tbk. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan teknik analisis *paired sample T test*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa harga saham mengalami perubahan signifikan dengan nilai sig. $0,000 < 0,05$. Sedangkan *return* saham tidak mengalami perubahan akibat pengumuman tersebut karena nilai sig. *return* saham $0,946 > 0,05$.

Alzyadat dan Asfoura (2021) meneliti dampak pandemi Covid-19 terhadap pasar saham di Arab Saudi. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur pandemi Covid-19 adalah jumlah kasus harian terinfeksi Covid-19 selama periode 15 Maret 2020 hingga 10 Agustus 2020. Sedangkan pasar saham diukur dengan menggunakan *return* saham. Dengan menggunakan



Impulse Response Function (IRF) ditemukan bahwa *return* saham akan respons negatif terhadap pertumbuhan jumlah kasus yang

terkonfirmasi positif Covid-19, dan dengan menggunakan model Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (ARCH) ditemukan bahwa pandemi Covid-19 memberikan dampak negatif terhadap *return* saham di Arab Saudi. Alzyadat dan Asfoura (2021) juga menemukan bahwa reaksi negatif pasar saham sangat besar selama periode awal pandemi. Alzyadat dan Asfoura (2021) menyimpulkan bahwa pasar saham Arab Saudi memberikan respons yang cepat dan bervariasi dari waktu ke waktu sesuai dengan tahap pandemi.

Nugroho dan Rubiyanto (2021) meneliti pengaruh volatilitas tingkat pengembalian emas dan volatilitas tingkat pengembalian mata uang USD/IDR terhadap volatilitas tingkat pengembalian IHSG selama masa pandemi Covid-19. Penelitian tersebut menggunakan data harian yang terbagi atas tiga periode, yaitu sebelum pandemi (Januari - Agustus 2019), selama pandemi (Januari - Agustus 2020), dan selama periode Januari 2019 hingga Agustus 2020. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa selama pandemi Covid-19, volatilitas tingkat pengembalian emas berpengaruh positif terhadap volatilitas IHSG, sedangkan volatilitas tingkat pengembalian mata uang USD/IDR berpengaruh negatif terhadap volatilitas IHSG.

Okorie dan Lin (2021) meneliti pengaruh pandemi Covid-19 terhadap pasar saham. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur pasar saham adalah *return* saham dan volatilitas pasar saham pada 32 negara dengan lebih dari 1500 kasus Covid-19. Okorie dan Lin menggunakan periode pengamatan yang relatif singkat untuk mengetahui pengaruh pandemi Covid-19 terhadap pasar saham. Periode pengamatan tersebut terdiri dari periode sebelum dan periode setelah munculnya Covid-19. Periode sebelum munculnya Covid-19

dengan periode tenang (*calm period*), yaitu 1 Oktober 2019 sampai 31 Desember 2019. Sedangkan periode setelah munculnya Covid-19



disebut dengan periode Covid-19, yaitu 1 Januari 2020 sampai dengan 31 Maret 2020. Penggunaan periode pengamatan yang relatif singkat ini bertujuan untuk memperkecil faktor-faktor eksternal yang berpotensi memengaruhi pasar saham yang dapat menyebabkan hasil temuan penelitian menjadi bias. Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa pandemi Covid-19 memiliki pengaruh terhadap *return* saham dan volatilitas pasar saham. Pengaruh yang diberikan oleh pandemi Covid-19 terhadap *return* saham cenderung lebih kuat pada ekonomi negara dengan kasus positif Covid-19 yang lebih besar. Sedangkan dalam hal volatilitas pasar saham, pandemi Covid-19 memberikan pengaruh yang kuat baik pada ekonomi negara dengan kasus positif Covid-19 yang lebih banyak maupun pada ekonomi negara dengan kasus positif Covid-19 yang lebih sedikit.

Sutrisno dkk., (2021) meneliti pengaruh pandemi Covid-19 terhadap pasar saham pada Bursa Efek ASEAN. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur pasar saham adalah harga saham dan *return* saham. Data sampel diukur berdasarkan periode studi secara keseluruhan, sebelum tanggal kasus pertama Covid-19, dan setelah tanggal kasus pertama Covid-19. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL), model *Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Family* (ARCH), dan rasio *California Managed Accounts Reports* (Calmar). Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa semua variabel yang diuji memiliki hubungan jangka panjang yang merosot secara signifikan akibat pandemi Covid-19, terdapat efek ARCH pada semua indeks saham di Bursa Efek ASEAN akibat pandemi Covid-19, serta terdapat hubungan antara pandemi Covid-19 dan *return* saham pada Bursa Efek ASEAN.



Rahmayani dan Oktavilia (2020) meneliti pengaruh pandemi Covid-19 pasar saham di Indonesia dalam jangka panjang dan jangka pendek.

Penelitian tersebut mengacu pada pendekatan Krugman's (1979) yang menyatakan bahwa pandemi memiliki potensi menurunkan kinerja neraca pembayaran internasional (*international balance of payment*) yang berujung pada ketidakpastian pasar. Variabel terikat pada penelitian tersebut adalah pasar saham yang diukur dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Sedangkan variabel bebas pada penelitian tersebut adalah nilai tukar, inflasi, tingkat suku bunga, pasar saham asing, harga komoditi, dan pandemi. Pandemi Covid-19 diukur dengan menggunakan total akumulasi kasus harian Covid-19 di Indonesia. Rahmayani dan Oktavilia (2020) menggunakan metode penelitian *Error Correction Model* (ECM) dan menemukan bahwa tingkat suku bunga asing dan harga komoditi berpengaruh positif terhadap pasar saham. Sebaliknya, nilai tukar berpengaruh negatif terhadap pasar saham.

Azis dkk., (2021) meneliti dampak pandemi Covid-19 yang dialami oleh para investor terkait harga saham dan kinerja pasar modal Indonesia. Pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan teknik survei melalui kuesioner *online* yang dikirimkan kepada para investor. Penelitian tersebut menggunakan analisis skala semantik untuk mengukur pandangan para investor terhadap harga saham pada portofolio mereka, dampak pandemi, dan kinerja pasar modal Indonesia. Populasi dalam penelitian tersebut adalah investor yang terdaftar sebagai anggota komunitas investor FAC (*Forward Air Controller*) Indonesia. Dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dalam mengumpulkan sampel, Azis dkk., (2021) memilih investor yang aktif mengamati pergerakan saham yang mereka miliki di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan melakukan transaksi jual beli saham selama pandemi Covid-19. Hasil dari

tersebut menunjukkan bahwa para investor merasakan dan mengalami fluktuasi pergerakan saham akibat melonjaknya harga saham sebesar



44%, 46% harga saham berada pada zona merah, Covid-19 mengganggu sektor konsumsi dan berbagai industri, menurunnya nilai kapitalisasi pasar sebesar 44%, meningkatnya nilai rata-rata transaksi harian sebesar 45%, meningkatnya volume transaksi rata-rata harian sebesar 48%, meningkatnya frekuensi transaksi harian sebesar 49%, meningkatnya transaksi penjualan bersih investor asing sebesar 47%, dan meningkatnya pengelolaan dana publik milik investor sebesar 47%.

Hong dkk., (2021) meneliti hubungan antara Covid-19 dan stabilitas kinerja pasar saham Amerika Serikat. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur stabilitas pasar saham adalah prediktabilitas tingkat pengembalian saham (*stock return predictability*) dan volatilitas harga. Penelitian tersebut dilakukan terhadap pasar saham Amerika Serikat (AS) selama periode 1 Januari 2019 hingga 30 Juni 2020. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *stock return predictability* dan volatilitas harga, baik pada S&P 500 maupun DJIA mengalami *single structural break*. Hal tersebut dapat dikaitkan dengan pandemi Covid-19 dimana terdapat aksi jual saham dari anggota komite senat AS sebelum pandemi Covid-19 menerjang pasar. Selain itu, baik *stock return predictability* maupun volatilitas harga, keduanya meningkat signifikan setelah munculnya Covid-19.

Utomo dan Hanggraeni (2021) meneliti dampak pandemi Covid-19 terhadap kinerja pasar saham di Indonesia. Proksi yang digunakan dalam penelitian tersebut untuk mengukur kinerja pasar adalah tingkat pengembalian saham (*stock return*). Utomo dan Hanggraeni (2021) meneliti data *stock return* harian atas saham 272 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada

apan Utama (MBX – *Main Board Index*) dan perusahaan yang beroperasi di pasar modal riil selama periode 2 Maret 2020 hingga 27 November 2020. Dari



penelitian tersebut ditemukan bahwa pertumbuhan kasus harian positif Covid-19 memberikan pengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*. Selain itu, pertumbuhan kasus harian meninggal dunia akibat Covid-19 juga memberikan dampak negatif terhadap *stock return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa pandemi Covid-19 memengaruhi *stock return* pada pasar saham Indonesia.

Zhang dkk., (2021) meneliti pengaruh likuiditas saham terhadap nilai perusahaan selama masa pandemi Covid-19 di Cina dan menemukan bahwa pada tiga hari pertama pandemi, likuiditas saham memberikan dampak negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan swasta dan perusahaan kecil. Sedangkan pada perusahaan milik negara dan perusahaan besar, likuiditas saham tidak memberikan dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada hari keempat hingga ketujuh pandemi, dimana pemerintah Cina telah memberikan injeksi likuiditas terhadap pasar keuangan, likuiditas saham mampu meningkatkan nilai perusahaan milik negara dan perusahaan besar, namun tidak bagi perusahaan swasta dan perusahaan kecil. Menurut Zhang dkk., (2021) hal ini dapat disebabkan oleh perusahaan milik negara di Cina memiliki penyertaan modal negara yang kuat dan dukungan kredit dibandingkan perusahaan swasta, dan selama masa pandemi, investor yang fokus pada perdagangan saham jangka pendek lebih yakin pada ketahanan risiko yang dimiliki oleh perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil.

Dalam penelitian Zhang dkk., (2021), likuiditas saham diukur dengan menggunakan ukuran Amihud. Sedangkan nilai perusahaan diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal returns* (CARs). Penelitian yang dilakukan oleh Zhang dkk., (2021) secara tidak langsung menunjukkan bahwa pandemi memengaruhi likuiditas saham. Hal ini ditunjukkan oleh pengaruh positif



likuiditas saham terhadap nilai perusahaan pada awal masa pandemi setelah pemerintah memberikan injeksi likuiditas terhadap pasar keuangan.

Chebby dkk., (2021) meneliti pengaruh pandemi Covid-19 terhadap likuiditas saham perusahaan-perusahaan S&P 500 di Amerika Serikat dan menemukan bahwa pandemi Covid-19 menyebabkan likuiditas perusahaan menurun. Proksi yang digunakan untuk variabel pandemi Covid-19 dalam penelitian tersebut adalah jumlah kasus positif dan kematian akibat Covid-19. Sedangkan untuk mengukur likuiditas saham dalam penelitian tersebut, Chebby dkk., (2021) menggunakan ukuran Amihud dan *tightness of the order book* yang mengukur likuiditas saham dengan menggunakan data rata-rata harian *bid-ask spread* (suatu kondisi dimana harga permintaan melebihi harga penawaran untuk suatu aset di pasar).

Chebby dkk., (2021) menemukan bahwa pandemi Covid-19 memberikan dampak yang berbeda secara signifikan terhadap berbagai sektor. Pandemi Covid-19 memberikan dampak negatif yang signifikan terhadap likuiditas pada sektor industri, energi, material, teknologi informasi, keuangan, *consumer staples*, dan sektor *consumer discretionary*. Sedangkan sektor kesehatan dan komunikasi memiliki likuiditas yang lebih baik dibandingkan pasar secara keseluruhan. Hal ini mengimplikasikan bahwa kedua sektor tersebut memperoleh keuntungan dari kondisi pandemi. Di sisi lain, sektor *real estate* tidak terpengaruh secara signifikan oleh peningkatan jumlah kasus positif dan kematian akibat Covid-19. Hasil ini menunjukkan bahwa beberapa sektor memiliki likuiditas yang lebih baik dibandingkan sektor lain selama pandemi Covid-19.

Zaremba dkk., (2021) meneliti pengaruh kebijakan pemerintah terkait pengendalian penyebaran Covid-19 terhadap likuiditas pasar saham global. ; pasar saham global diukur dengan menggunakan data saham harian



dari 49 negara yang terdiri dari *developed market* dan *emerging market* selama periode Januari - April 2020 dengan menggunakan *turnover ratio* sebagai proksi likuiditas pasar saham. Untuk menjelaskan kebijakan pemerintah yang berbeda-beda dari berbagai negara, Zaremba dkk., (2021) menggunakan data dari *The Oxford Covid-19 Government Response Tracker* (OxCGRT), yaitu penyedia informasi yang sistematis terkait langkah-langkah yang telah diambil oleh berbagai negara untuk mengatasi Covid-19.

Mengacu pada OxCGRT, Zaremba dkk., (2021) menggunakan tujuh ukuran untuk menjelaskan kebijakan pemerintah terkait upaya pengendalian penyebaran Covid-19, yaitu penutupan sekolah, penutupan tempat kerja, pembatalan kegiatan di tempat umum yang melibatkan keramaian, penutupan transportasi umum, sosialisasi terkait Covid-19, pembatasan mobilitas masyarakat di dalam negeri, dan pembatasan perjalanan internasional. Zaremba dkk., (2021) menemukan bahwa penutupan sekolah dan tempat kerja berdampak pada menurunnya likuiditas pasar, sedangkan sosialisasi terkait Covid-19 meningkatkan aktivitas perdagangan yang pada akhirnya meningkatkan likuiditas pasar saham. Namun demikian, semua dampak tersebut hanya terjadi pada *emerging market*.

Hasil dari penelitian Zaremba dkk., (2021) mengimplikasikan bahwa kebijakan pemerintah terkait upaya pengendalian penyebaran Covid-19 lebih berdampak terhadap likuiditas pasar saham pada negara-negara di *emerging market* dibandingkan pada negara-negara di *developed market*. Menurut Zaremba dkk., (2021) hal ini disebabkan oleh perbedaan kemajuan teknologi dalam pasar keuangan dimana aktivitas perdagangan saham pada negara-negara *developed market* sudah terotomatisasi secara luas, sedangkan pada *emerging market*,

tur teknologi seperti ini masih relatif terbatas. Akibatnya, kebijakan



pemerintah seperti penutupan tempat kerja berdampak besar terhadap aktivitas perdagangan.

Spelta dan Paolo (2021) meneliti hubungan antara mobilitas masyarakat dan aktivitas ekonomi selama masa pandemi Covid-19 untuk mengetahui indikator *monitoring* kondisi ekonomi secara *real-time*. Dari penelitian tersebut diketahui bahwa terdapat hubungan antara kebijakan pembatasan mobilitas dan perekonomian suatu negara. Selain itu, beberapa penelitian lain menunjukkan bahwa pembatasan mobilitas memberikan dampak negatif yang sangat besar terhadap sistem ekonomi selama periode *lockdown* yang menyebabkan *loss of aggregate economic system* (Jay dkk., 2002; Fernandez dan Jones, 2020; Bonaccorsi dkk., 2002; Chang dkk., 2020; dan Polyakova dkk., 2020) dan menurunnya belanja konsumsi masyarakat (Carvalho dkk., 2020; Chetty dkk., 2020; dan Sheridan dkk., 2020).

Marozva dan Magwedere (2021) meneliti hubungan antara Covid-19 dan likuiditas pasar saham pada 5 indeks saham *emerging market* dan 5 indeks saham *developed market* untuk periode 31 Desember 2019 hingga 19 Juni 2020. Dalam penelitiannya, Marzova dan Magwedere mengukur likuiditas dengan menggunakan tiga ukuran, yaitu persentase penyebaran, *market depth*, dan ukuran Amihud. Proksi yang digunakan untuk mengukur pandemi Covid-19 adalah jumlah kasus positif dan kematian akibat Covid-19. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Hasil dari penelitian tersebut bertolak belakang dengan teori yang ada dan studi empiris lainnya yang menunjukkan bahwa pandemi Covid-19 menyebabkan likuiditas pasar menurun.

Marozva dan Magwedere (2021) menemukan bahwa likuiditas meningkat selama sis akibat pandemi Covid-19 baik pada *developed market* maupun pada



emerging market. Namun, peningkatan likuiditas pasar saham tersebut lebih umum terjadi pada *developed market* dibandingkan dengan *emerging market*.

