

**ANALISIS REAKSI PASAR MODAL ATAS PENGUMUMAN
KEBIJAKAN PENERAPAN PEMBATAHAN SOSIAL BERSKALA BESAR
(Studi Kasus Pada Perusahaan Subsektor Pariwisata, Hotel dan Restoran
yang Terdaftar Di BEI Tahun 2019-2020)**

SKRIPSI

***Diajukan Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar Sarjana
Ekonomi Strata Satu (S1)***



Disusun oleh :

ALIAKITO LUCKMAN

NIM/BP. 17043092/2017

**JURUSAN AKUNTANSI
PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG**

2021

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

Judul : Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Pengumuman Kebijakan
Penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (Studi Kasus
Pada Perusahaan Subsektor Pariwisata, Hotel, dan
Restoran yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun
2019-2020)

Nama : Aliakito Luckman

Nim/BP : 17043092/2017

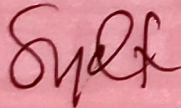
Program Studi : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Padang, 22 Oktober 2021

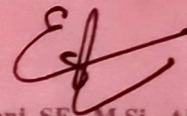
Telah Disetujui Oleh :

Ketua Jurusan



Sany Dwita, SE., M.Si., Ak., Ph.D
NIP : 19800103 200212 2 001

Pembimbing



Erly Mulyani, SE., M.Si., Ak., CA
NIP : 19781204 200801 2 011

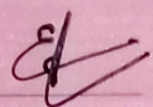
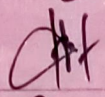
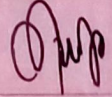
PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

NAMA : Aliakito Luckman
BP/NIM : 2017/17043092
KEAHLIAN : Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal
JURUSAN : Akuntansi
FAKULTAS : Ekonomi
JUDUL : Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Pengumuman Kebijakan Penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (Studi Kasus Pada Perusahaan Subsektor Pariwisata, Hotel, dan Restoran yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2020)

Dinyatakan lulus setelah dipertahankan di depan Tim Penguji Skripsi Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

Padang, 22 Oktober 2021

Tim Penguji

No	Jabatan	Nama	Tanda Tangan
1	Ketua	Erly Mulyani, SE., M.Si., Ak., CA	1. 
2	Anggota	Mayar Afriyenti, SE., M.Sc	2. 
3	Anggota	Nurzi Sebrina, SE., M.Sc., Ak	3. 

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Aliakito Luckman
NIM/Tahun Masuk : 17043092/2017
Jurusan : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Jawi Jawi Jorong Bonjo Alam
No HP : 082268256187
Judul Skripsi : Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Pengumuman Kebijakan Penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (Studi Kasus Pada Perusahaan Subsektor Pariwisata, Hotel dan Restoran yang Terdaftar Di BEI Tahun 2019-2020)

Dengan ini menyatakan bahwa :

1. Karya tulis/skripsi ini adalah asli belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (sarjana), baik di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis/skripsi merupakan gagasan, rumusan, dan penilaian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan tim pembimbing.
3. Dalam karya tulis/skripsi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan menyebut nama pengarang dan mencantumkannya dalam daftar pustaka.
4. Karya tulis/skripsi ini sah apabila telah ditanda tangani asli oleh tim pembimbing, tim penguji dan ketua jurusan.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar sarjana yang diperoleh karena karya tulis/skripsi ini, serta sanksi lainnya sesuai norma yang berlaku di perguruan tinggi.

Padang, 22 Oktober 2021

Saya yang menyatakan



Aliakito Luckman

NIM. 17043092

ABSTRAK

Aliakito Luckman, 17043092/2017, Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Pengumuman Kebijakan Penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (Studi Kasus Pada Perusahaan Subsektor Pariwisata, Hotel dan Restoran yang Terdaftar Di BEI Tahun 2019-2020)

Pembimbing : Erly Mulyani, SE., M.Si., Ak., CA

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerapan kebijakan pembatasan sosial berskala besar. Metode yang digunakan adalah studi peristiwa. Penelitian ini menggunakan 7, 5, dan 3 hari jendela peristiwa dan 120 hari jendela estimasi untuk menghitung return tak normal. Sampel penelitian ini adalah 32 perusahaan subsektor pariwisata, hotel, dan restoran yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang ditentukan dengan metode purposive sampling. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa 1) tidak terdapat reaksi pasar negatif yang signifikan yang ditunjukkan dengan rata-rata return tak normal dan akumulasi rata-rata return tak normal negatif dan tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman pemberlakuan kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) yang artinya pasar tidak bereaksi terhadap peristiwa tersebut dan 2) tidak terdapat perbedaan rata-rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman penerapan kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB).

Kata Kunci : Reaksi Pasar Modal; Pembatasan Sosial Berkala Besar; Return Tak Normal.

ABSTRACT

This study aims to analyze stock market reactions to large-scale social restrictions policy implementation announcements. The method used is event study. This study used 7, 5, and 3 days event window and 120 days estimation window for calculating abnormal return. The samples of this study are 32 companies in the tourism, hotel, and restaurant sub-sector listed in Indonesia Stock Market which were determined by purposive sampling method. The results of this study indicate that 1) there was no significant negative market reaction indicated by negative and insignificant average abnormal return and accumulation average abnormal return around the announcement date of the Large-Scale Social Restrictions (PSBB) policy implementation which means that the market does not react to the event and 2) there was no significant difference in average abnormal return before and after the announcement of the Large-Scale Social Restrictions (PSBB) policy implementation.

Keywords : *Stock Market Reaction; Large-Scale Social Restrictions; Abnormal Return.*

KATA PENGANTAR



Alhamdulillahirabbil'alamin segala puji dan syukur atas kehadiran Allah Subhanahu Wa Ta'ala yang telah melimpahkan rahmat, taufik dan hidayah-Nya beserta segala kemudahan untuk penulis dalam menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Pengumuman Kebijakan Penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar”** secara maksimal dan optimal. Shalawat beriringan salam tidak lupa juga penulis kirimkan kepada junjungan dan suri tauladan bagi umat Islam yakni Nabi Muhammad Shallallahu ‘Alayhi wa Sallam yang telah menyampaikan nikmat Islam kepada umat Islam dan juga menuntun manusia ke jalan yang lurus, yaitu jalan yang dikehendaki dan di ridhoi oleh Allah Subhanahu Wa Ta'ala.

Tujuan penulisan skripsi ini adalah untuk memenuhi salah satu pesyaratan dalam memperoleh gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang. Selain itu juga untuk memperluas ilmu pengetahuan bagi diri peneliti dan masyarakat luas. Penyelesaian skripsi ini tentunya terwujud atas bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, untuk itu penulis ucapkan terima kasih kepada :

1. Allah SWT yang telah memberikan kemudahan disetiap kesulitan yang dihadapi oleh penulis,
2. Kepada orang tua dan saudara yang selalu mendoakan dan memberikan semangat serta menjadi motivasi bagi penulis,
3. Bapak Dr. Idris, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang dan Para Wakil Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang,

4. Ibu Sany Dwita, SE., M.Si., Ak., Ph.D dan Ibu Vita Fitria Sari, SE, M.Si selaku Ketua dan Sekretaris Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang,
5. Ibu Erly Mulyani, SE., M.Si., Ak., CA selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan motivasi kepada penulis dan juga telah memberikan ilmu ilmu baru dalam penulisan skripsi sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi ini secara optimal,
6. Ibu Mayar Afriyenti, SE., M.Sc selaku dosen penguji I dan Nurzi Sebrina, SE., M.Sc., Ak selaku dosen penguji II yang telah memberikan penilaian dan saran perbaikan terhadap skripsi ini,
7. Bapak dan Ibu dosen, staff pengajar, dan karyawan/karyawati Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang,
8. Teman-teman Jurusan Akuntansi angkatan 2017 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang,
9. Seluruh pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Semoga seluruh doa, bimbingan, petunjuk, dan bantuan yang bapak/ibu dan rekan-rekan berikan menjadi amal ibadah dan mendapatkan balasan yang berlipat ganda dari Allah Subhaanahu Wa Ta'aala. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna dikarenakan keterbatasan pengetahuan yang dimiliki penulis. Oleh karena itu penulis mengharapkan segala bentuk kritik dan saran yang membangun demi kesempurnaan penulisan di masa yang akan datang. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua

pihak yang membutuhkan.

Padang, 22 Oktober 2020

Aliakito Luckman

DAFTAR ISI

ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	viii
DAFTAR GAMBAR	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Masalah Penelitian	11
C. Tujuan Penelitian	11
D. Manfaat Penelitian	12
BAB II KAJIAN TEORI	14
A. Kerangka Teori	14
1. Teori Persinyalan (<i>Signaling Theory</i>)	14
2. Teori Efisiensi Pasar	15
3. Reaksi Pasar	21
4. Studi Peristiwa (Event Study)	23
5. Return	27
6. Return Tak Normal	28
7. Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB)	31

B. Penelitian Terdahulu	34
C. Pengembangan Hipotesis.....	39
D. Kerangka Penelitian	44
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....	45
A. Desain dan Jenis Penelitian	45
B. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	45
C. Populasi dan Sampel Penelitian	46
D. Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data	49
E. Periode Penelitian.....	50
F. Teknik Pengolahan dan Analisis Data.....	50
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	58
A. Gambaran Umum Penelitian.....	58
B. Analisis Data.....	59
1. Parameter Peristiwa (Event Parameter)	59
2. Return Tak Normal Perusahaan.....	60
3. Pengujian Hipotesis 1	66
4. Pengujian Hipotesis 2	71
5. Pembahasan.....	72
BAB V PENUTUP	80
A. Kesimpulan	80
B. Implikasi Penelitian.....	80
C. Keterbatasan.....	82

D. Saran.....	82
DAFTAR PUSTAKA	84
LAMPIRAN	88

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu.....	34
Tabel 3. 1 Pemilihan Kriteria Sampel Perusahaan	47
Tabel 3. 2 Perusahaan Sampel.....	48
Tabel 4. 1 Parameter Peristiwa	59
Tabel 4. 2 Return Tak Normal Perusahaan	60
Tabel 4. 3 Rata Rata Return Tak Normal dan Akumulasi Rata Rata Return Tak Normal	62
Tabel 4. 4 Hasil Uji T RRTN	66
Tabel 4. 5 Hasil Uji T ARRTN (-3,3).....	68
Tabel 4. 6 Hasil Uji T ARRTN (-2,2).....	69
Tabel 4. 7 Hasil Uji T ARRTN (-1,1).....	70
Tabel 4. 8 Hasil Uji Paired Sample T RRTN	71

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2. 1 Kerangka Penelitian.....	44
Gambar 3. 1 Garis Waktu Pengamatan Studi Peristiwa.....	50
Gambar 4. 1 Grafik Perbandingan RRTN dan ARRTN untuk Jendela Peristiwa t- 3,3	64

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Return Realisasi Saham Harian Individu Sampel	89
Lampiran 2. Return Indeks Pasar.....	103
Lampiran 3. Nilai Alfa dan Beta Saham Individu Sampel	107
Lampiran 4. Return Harapan Saham Individu Sampel.....	108

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Akhir tahun 2019 dunia digemparkan oleh berita munculnya virus baru yang melanda China yaitu *Coronavirus disease-19* atau Covid-19. Covid-19 telah menyerang kesehatan masyarakat dunia dalam waktu yang sangat cepat hingga menyebabkan kematian. Selain berdampak buruk pada kesehatan manusia, Covid-19 juga telah mengganggu seluruh bidang kehidupan salah satunya yaitu perekonomian masyarakat. Covid-19 mengakibatkan terganggunya fungsi rantai pasokan global. Kegiatan ekspor dan impor sulit dilakukan karena dibatasinya akses transportasi di seluruh negara. Munculnya kepanikan antara konsumen dan produsen akibat wabah ini telah mendistorsi pola konsumsi masyarakat sehingga menciptakan anomali pasar. Dampak tersebut juga menyebabkan krisis keuangan global yang dapat dilihat dari terjunnya indeks saham global (McKibbin & Fernando, 2020).

Indonesia menjadi salah satu negara yang terdampak Covid-19 dan telah memakan banyak korban jiwa. Pada tanggal 31 Maret 2020 juru bicara pemerintah Achmad Yurianto dalam konferensi pers di BNPB menyatakan bahwa Indonesia sudah memiliki 1.528 kasus positif, 81 sembuh dan 16 meninggal dunia akibat Covid-19 (KOMPASTV, 2020). Akibat tingginya kasus Covid-19 ini, Presiden Indonesia Joko Widodo menetapkan bahwa Indonesia menjadi darurat kesehatan masyarakat sehingga harus dilakukan upaya untuk menekan jumlah korban jiwa yaitu dengan menetapkan kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar

(PSBB). PSBB secara resmi diumumkan oleh Presiden Joko Widodo pada tanggal 31 Maret 2020 dalam konferensi pers-nya di Istana Kepresidenan Bogor (Sekretariat Presiden, 2020).

PSBB diatur di dalam Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2020 Tentang *Pembatasan Sosial Berskala Besar Dalam Rangka Percepatan Penanganan Corona Virus Disease 2019 (COVID-19)*. Dalam peraturan ini PSBB dilakukan dengan membatasi kegiatan masyarakat di wilayah yang diduga terinfeksi Covid-19 serta membatasi pergerakan orang dan/atau barang untuk satu provinsi atau kabupaten/kota. Selama dilakukannya PSBB, proses pembelajaran di sekolah dan kegiatan di tempat kerja diliburkan, selain itu kegiatan keagamaan dan kegiatan di fasilitas atau tempat umum juga dibatasi.

Kemunculan Covid-19 di Indonesia menimbulkan reaksi pasar modal yang dilihat dari terjunnya indeks saham Indonesia. Indeks harga saham gabungan menurun sejak diumumkannya kasus pertama Covid-19 pada 2 Maret 2020 hingga April 2020. Pada perdagangan 23 Maret hingga 27 Maret 2020, indeks harga saham gabungan melemah ke 3,937.632 yang merupakan titik terendah selama Maret 2020. Pada bulan April indeks harga saham gabungan melemah lagi ke 4,414.500 pada perdagangan 3 April 2020 pasca pengumuman PSBB oleh Presiden Joko Widodo, namun indeks saham dapat meningkat kembali mencapai level 4,649.079 pada penutupan perdagangan 9 April 2020 (IDX, 2020).

Kebijakan PSBB berimbas hampir ke semua sektor. Banyak perusahaan yang membuat kebijakan untuk meliburkan aktivitas karyawannya di kantor dan dialihkan untuk bekerja dari rumah (*Work From Home*), bahkan ada juga

perusahaan yang memberhentikan karyawannya. Otoritas jasa keuangan menjelaskan bahwa ada 58,73% emiten yang mengalami penurunan laba pada kuartal pertama tahun 2020. Pada akhirnya permasalahan ini mempengaruhi kinerja perusahaan serta dapat menurunkan harga saham perusahaan. Penurunan kinerja perusahaan akibat pengurangan karyawan tidak hanya berdampak kepada perusahaan, namun juga berpengaruh kepada kondisi ekonomi makro karena semakin tinggi tingkat pengangguran dan kemiskinan (Saraswati, 2020).

PSBB menjadi peristiwa yang mengandung informasi non keuangan dan berpotensi memberikan reaksi terhadap pasar modal karena berkaitan dengan stabilitas perekonomian negara dan nilai perusahaan (Machmuddah et al., 2020). Reaksi pasar timbul dari suatu peristiwa yang masuk ke pasar diibaratkan sebagai suatu kejutan (*surprise*) atau sesuatu yang tidak diharapkan (*unexpected*). Oleh karena itu PSBB menjadi peristiwa kejutan sebagai antisipasi terhadap Covid-19 yang diumumkan oleh Presiden Joko Widodo pada tanggal 31 Maret 2020. Pasar tidak akan bereaksi apabila sesuatu yang bukan suatu kejutan atau yang sudah diantisipasi sebelumnya. Pasar bereaksi terhadap peristiwa karena peristiwanya mengandung suatu informasi dan mengandung nilai ekonomis yang dapat mengubah nilai perusahaan. Jika suatu peristiwa mengandung nilai ekonomis yang dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka pasar akan menangkap informasi dari peristiwa itu sebagai kabar baik sehingga dapat menimbulkan reaksi pasar positif, namun jika suatu peristiwa atau informasi mengandung nilai ekonomis yang dapat menurunkan nilai perusahaan, maka pasar akan menangkap informasi dari peristiwa

itu sebagai kabar buruk dan dapat menimbulkan reaksi pasar negatif (Hartono, 2015).

Informasi dari adanya pengumuman kebijakan penerapan PSBB akan masuk ke pasar dan diterima sebagai sinyal oleh investor. Teori efisiensi pasar menjelaskan bahwa harga saham tercermin dari pengumuman berupa informasi dari perusahaan dan juga peristiwa yang dipublikasikan sehingga terjadinya reaksi pasar yang cepat dan akurat merefleksikan segala informasi yang tersedia (Fama, 1970). Investor akan menginterpretasikan informasi tersebut berupa sinyal untuk memutuskan menjual atau membeli saham (Mackinlay, 1997). Informasi yang tersedia juga menjadi pedoman bagi investor dalam memilih perusahaan yang memiliki prospek bagus sesuai dengan harapan, dan investor dapat menginvestasikan dananya untuk perusahaan tersebut dengan memilih portofolio beserta tingkat risikonya. Informasi juga dapat mengurangi tingkat ketidakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang diambil akan sesuai dengan tujuan yang akan dicapai oleh investor (Madani et al., 2020).

Pasar yang efisien harga sekuritasnya akan cepat mencerminkan informasi berharga yang masuk ke pasar, sehingga tidak ada satupun investor yang mampu menggunakan informasi tersebut untuk memperoleh return tak normal atau return yang didapatkan berbeda dari return normal dalam jangka panjang. Sedangkan pada pasar yang kurang efisien harga sekuritasnya kurang mencerminkan semua informasi yang ada atau terdapat lag dalam proses penyesuaian harga, sehingga menjadi celah bagi investor untuk memperoleh return tak normal dengan memanfaatkan situasi lag tersebut (Tjandra, 2006).

Pasar efisien akan menyerap semua informasi pada waktu peristiwa dan tingkat harga baru sehingga akan membentuk sebuah keseimbangan pasar baru, tetapi di pasar yang tidak efisien, informasi tersebut tidak diserap pada hari peristiwa dan membutuhkan waktu sehari-hari untuk menyesuaikan diri dengan tingkat keseimbangan baru (Iqbal et al., 2011)

Untuk mengamati dan menganalisis seberapa cepat suatu informasi dari pengumuman kebijakan PSBB masuk ke pasar sehingga mempengaruhi harga saham, maka dibutuhkan suatu metodologi yang disebut dengan studi peristiwa. Menurut Tandelilin (2010) studi peristiwa adalah sebuah metodologi yang mengevaluasi dampak suatu peristiwa terhadap kebijakan dan nilai perusahaan. Studi ini dilakukan secara empiris didasarkan pada beberapa asumsi. Pertama studi peristiwa dilakukan untuk pengujian hipotesis pasar efisien yang diukur dengan return saham selama periode waktu tertentu, sehingga hasilnya akan memperlihatkan apakah dampak dari suatu peristiwa langsung tercermin kepada harga saham. Kedua peristiwa akan menunjukkan return tak normal yang merupakan ukuran untuk melihat reaksi pasar. Khusus dalam studi peristiwa yang mempelajari “peristiwa spesifik”, tolak ukur return yang digunakan adalah return tak normal. Ketiga studi peristiwa dilakukan menggunakan jendela waktu peristiwa, dimana didalamnya tidak terdapat peristiwa pengganggu, maka diharapkan studi ini dapat memberikan hasil yang kuat untuk satu peristiwa yang diteliti (Sitthipongpanich, 2011).

Kandungan informasi dari pengamatan suatu reaksi pasar modal dapat diukur dengan return tak normal. Hartono (2017) menjelaskan return tak normal

merupakan selisih dari return realisasi dengan return harapan dimana kelebihan dari return realisasi terjadi pada return normal. Investor akan menerima return tak normal yang positif apabila suatu peristiwa mempengaruhi harga saham berisikan suatu informasi yang bagus dan berharga, namun investor akan menerima return tak normal yang negatif apabila suatu peristiwa yang mempengaruhi harga saham berisikan suatu informasi yang buruk dan tidak berharga bagi investor (Fama, 1970). Sebagai contoh yaitu pengumuman pandemi Covid-19 dapat memberikan reaksi pasar negatif dari indeks saham Australia yang dibuktikan dengan adanya return tak normal negatif di sekitar tanggal pengumuman, hasilnya membuktikan bahwa pengumuman pandemi Covid-19 merupakan sinyal buruk yang menyebabkan turunnya harga saham perusahaan (Rahman et al., 2021).

Reaksi pasar modal terhadap informasi non keuangan khususnya mengenai peristiwa Covid-19, lockdown dan pembatasan sosial berskala cukup banyak diteliti oleh peneliti sebelumnya. Au Yong & Laing (2021) dalam studinya memberikan hasil bahwa SCAR (Standardized Cumulative Abnormal Return) atau return tak normal terstandardisasi jangka pendek bernilai negatif disekitar tanggal pengumuman darurat kesehatan global oleh WHO dan SCAR jangka panjang dengan nilai positif dan signifikan disekitar tanggal pengumuman darurat kesehatan global oleh WHO. Ismanto (2020) menunjukkan hasil bahwa nilai rata-rata return tak normal pada kejadian sebelum dan setelah pengumuman PSBB (Pembatasan Sosial Berskala Besar) DKI Jakarta Jilid II, terdapat perbedaan signifikan dalam harga saham LQ-45 dengan arah rata-rata negatif. Pratiwi & Wirama (2021) memberikan hasil bahwa pasar tidak bereaksi terhadap peristiwa Pembatasan Sosial

Berskala Besar Fase 1 di Jakarta. Mailangkay et al (2021) dalam studinya memberikan hasil bahwa peristiwa ini tidak memiliki informasi yang kuat, dibuktikan dengan tidak adanya perubahan yang signifikan dari rata-rata return tak normal sebelum dan sesudah penerapan kebijakan PSBB.

Penelitian terdahulu telah menjelaskan bahwa informasi dari adanya pengumuman Covid 19 serta pengumuman penerapan PSBB memberikan hasil yang berbeda beda, walaupun peristiwa tersebut merupakan peristiwa yang mengandung informasi yang buruk namun ada penelitian yang menjelaskan peristiwa PSBB tidak memberikan reaksi terhadap pasar modal serta tidak terdapat perbedaan dari return tak normal sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan PSBB.

Adanya perbedaan hasil penelitian ini menjadi motivasi bagi penelitian ini untuk membuktikan bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan penerapan PSBB khususnya pada subsektor pariwisata hotel dan restoran dengan menggunakan metode studi peristiwa. Selain itu penelitian ini menggunakan market model untuk menghitung return harapan dan berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menggunakan market adjusted model untuk peristiwa yang sama dengan penelitian ini. Alasan peneliti menggunakan model ini adalah karena market model dianggap oleh para ilmuwan lebih unggul dari mean adjusted model dan market adjusted model, market model mencakup sensitivitas keamanan terhadap pergerakan pasar. Kelebihan dari model ini adalah pengurangan varians return, yang membuatnya lebih mungkin untuk mendeteksi return tak normal. Market model menjelaskan bahwa setiap saham secara individual sensitif terhadap

pergerakan pasar. Sensitivitas ini dinyatakan dalam variabel estimasi α dan β (Renner, 2011).

Market model dapat mengontrol pergerakan pasar secara luas selama periode peristiwa dan pasca peristiwa dan dapat juga memperhitungkan tingkat risiko yang berbeda dari masing masing saham (Werner, 2010). Market model dapat menangkap return tak normal dengan baik di jendela peristiwa yang pendek (Dyckman et al., 1984). Bias return tak normal cenderung kecil sehingga sebagian besar peneliti tertarik menggunakan “Market Model” untuk meneliti peristiwa individu dalam studi peristiwa. Masing-masing penelitian meta menemukan bahwa dalam sampel 400 studi peristiwa yang ditinjau, 79,1% studi menggunakan market model, 13,3% menggunakan market adjusted return model, 3,3% menggunakan constant mean return model, 3,6% menggunakan multi-factor models, dan hanya 0,7% yang menggunakan CAPM model (eventstudytools, 2021a).

Penelitian ini dilakukan pada emiten subsektor pariwisata, restoran dan hotel yaitu subsektor yang paling terpuak oleh pandemi Covid-19. Beberapa penelitian terdahulu yaitu Xiong et al (2020), Carter et al (2021), Djalante et al (2020) juga meyakini bahwa perusahaan pada subsektor pariwisata, restoran dan hotel merupakan perusahaan yang *vulnerable*/rentan terhadap pandemi Covid-19.

Berdasarkan data statistik dari Kementerian Pariwisata dan Ekonomi Kreatif, pada bulan maret 2020 adanya penurunan kunjungan wisatawan mancanegara sebesar 64.11%, dimana total kunjungan pada bulan maret menurun menjadi 470.989 pengunjung sedangkan total kunjungan bulan Februari masih cukup tinggi yaitu sebanyak 863.960 pengunjung (Rahmawati et al., 2020).

Perhimpunan Hotel dan Restoran Indonesia juga telah melaporkan bahwa kerugian hotel dan restoran sebesar US\$ 1.5 miliar sejak Januari 2020 (Djalante et al., 2020). Menurut Ketua Umum Asosiasi Pengusaha Muda Hariyadi Sukamdani pandemi Covid-19 menyebabkan lebih dari 8000 restoran dan 2000 hotel tutup sehingga sektor hotel telah kehilangan pendapatan sebesar Rp30 triliun dan restoran Rp40 triliun (Nurhaliza, 2020). Penurunan ini terjadi seiring kebijakan pemerintah untuk menutup perbatasan internasional yang melarang warga asing memasuki Indonesia serta kebijakan penerapan PSBB di setiap provinsi.

Kebijakan PSBB telah menyebabkan turunnya jumlah wisatawan asing yang datang ke Indonesia sehingga berimbas ke saham subsektor pariwisata, restoran dan hotel. Berdasarkan data historis saham dari finance.yahoo.com saham emiten PT. Jaya Bersama Indo Tbk dimana harga sahamnya mengalami penurunan terendah saat pengumuman kebijakan PSBB yang menyentuh harga Rp354 per lembar dimana harga saham emiten ini di awal Maret 2020 yaitu Rp1200 per lembar. Begitu juga dengan emiten PT Menteng Heritage Realty, pasca pengumuman kebijakan penerapan PSBB harga saham langsung turun ke harga Rp610 dan titik terendah pada tanggal 3 April 2020 yaitu dengan harga Rp498 per lembar saham. Terdapat 13 emiten lainnya yang mengalami penurunan harga saham disekitar tanggal pengumuman kebijakan PSBB yaitu PT. Arthavest Tbk, PT. Bayu Buana Tbk, PT. Bukit Uluwatu Villa Tbk, PT. Citra Putra Realty Tbk, PT. Dafam Property Indonesia Tbk, PT. Saraswati Griya Lestari Tbk, PT. Jakarta International Hotels & Development Tbk, PT. MNC Land Tbk, PT. Panorama

Sentrawisata Tbk, PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk, PT. Sarimelati Kencana Tbk, PT. Hotel Sahid Jaya International Tbk, dan PT. Satria Mega Kencana Tbk.

Penelitian ini mengambil 120 hari jendela estimasi, 7 hari jendela peristiwa untuk rata rata return tak normal yaitu $t-3$, t_0 , dan $t+3$ pengumuman, lalu 7 hari jendela peristiwa untuk akumulasi rata rata return tak normal yang terdiri dari $t-3$, t_0 , $t+3$ pengumuman, 5 hari jendela peristiwa untuk akumulasi rata rata return tak normal yang terdiri dari $t-2$, t_0 , $t+2$ pengumuman dan 3 hari jendela peristiwa untuk akumulasi rata rata return tak normal yang terdiri dari $t-1$, t_0 , dan $t+1$ pengumuman. Peneliti menguji signifikansi dari tiga jendela tersebut untuk membuktikan reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman dengan jendela yang pendek. Pemilihan jendela peristiwa yang pendek bertujuan untuk menghindari adanya peristiwa pengganggu (*confounding event*).

Ding et al (2018) menjelaskan bahwa dari beberapa jurnal yang dia teliti yaitu 29 jurnal dari tahun 1995 hingga 2017 rata rata menggunakan jendela peristiwa pendek untuk mempelajari efek suatu peristiwa terhadap reaksi pasar. Sedangkan untuk pemilihan jendela estimasi yang panjang yaitu selama 120 hari berdasarkan penelitian Xiong et al (2020) dengan alasan agar lebih bisa menangkap return normal sebagai acuan perhitungan return tak normal. Dari 15 penelitian terdahulu tidak ada satupun yang menjelaskan alasan lebih lanjut penggunaan panjangnya hari di jendela estimasi, karena pilihannya panjangnya tergantung konteks penelitian. Rata rata peneliti terdahulu menggunakan jendela estimasi yang panjang agar lebih dapat menangkap return normal.

Berdasarkan fenomena dan uraian diatas, peneliti tertarik untuk mempelajari reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa dengan judul **“Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Pengumuman Kebijakan Penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar”**.

B. Masalah Penelitian

Dari latar belakang penelitian yang sudah dijelaskan di atas, permasalahan yang dapat diidentifikasi dan akan dibahas lebih lanjut adalah :

1. Apakah pasar bereaksi negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB)?
2. Apakah terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB)?

C. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah pasar bereaksi negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan beberapa manfaat yaitu:

1. Bagi peneliti

Penelitian ini berguna untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar pada pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB). Penelitian ini diharapkan akan menambah pengetahuan peneliti mengenai pasar modal di Indonesia dan memberi motivasi kepada diri peneliti agar lebih giat lagi untuk mendalami ilmu seputar akuntansi keuangan berbasis pasar.

2. Bagi investor

Penelitian ini dapat berguna bagi investor untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar atas peristiwa non keuangan seperti PSBB, dan diharapkan dapat menjadi acuan bagi investor untuk membuat keputusan berinvestasi. Selain itu apabila peristiwa yang peneliti angkat akan terjadi lagi di masa yang akan datang, maka penelitian ini dapat bermanfaat bagi investor sebagai informasi dalam melihat perusahaan yang mampu bertahan di masa pandemi Covid-19 dengan perusahaan yang rentan terhadap pandemi Covid-19.

3. Bagi manajemen

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi manajemen perusahaan untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar atas peristiwa non keuangan seperti PSBB. Informasi dalam penelitian ini dapat menjadi

motivasi bagi manajemen agar lebih kompetitif terhadap pesaing sehingga manajemen dapat menyusun strategi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

4. Bagi pembaca dan peneliti selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan wawasan pembaca mengenai reaksi pasar modal atas informasi non keuangan, dan dapat menjadi sumber informasi dan rujukan untuk peneliti selanjutnya.

BAB II

KAJIAN TEORI

A. Kerangka Teori

1. Teori Persinyalan (*Signaling Theory*)

Teori persinyalan dalam ilmu ekonomi pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence pada tahun 1973 di dalam jurnalnya yang berjudul “*Job Market Signaling*”. Spence (1973) menjelaskan bahwa di dalam teori persinyalan terdapat asimetri informasi diantara dua pihak. Asimetri informasi terjadi disaat dua pihak memiliki akses informasi yang berbeda mengenai perusahaan dimana satu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dibanding pihak lain. Masalah asimetri informasi dalam suatu pasar dapat diatasi dengan meminta satu pihak (perusahaan) mengirimkan sinyal dengan mengungkapkan beberapa informasi yang relevan, lalu pihak lain (investor) akan menafsirkan sinyal tersebut dan menyesuaikannya kepada perilaku pembeliannya. Sinyal yang diterima investor dapat berupa sinyal baik dan sinyal buruk sehingga dapat mempengaruhi perubahan harga dan volume perdagangan saham (Wistawan & Widanaputra, 2013).

Seorang investor membutuhkan informasi yang relevan, lengkap, akurat serta tepat waktu mengenai perusahaan. Informasi tersebut akan digunakan oleh investor sebagai alat analisis dalam mengambil keputusan berinvestasi (Febriyanti, 2020). Informasi yang diberikan perusahaan juga menandakan apakah perusahaan tersebut berkualitas tinggi atau rendah. Perusahaan dengan kualitas tinggi cenderung memberikan sinyal baik

kepada pihak luar atau investor begitu juga dengan sebaliknya, perusahaan dengan kualitas rendah cenderung enggan untuk memberikan informasi/sinyal kepada pihak luar/investor (Conelly et al., 2011).

Informasi yang dikeluarkan perusahaan dapat berupa laporan keuangan dan laporan tahunan. Teori sinyal menyarankan bagaimana laporan keuangan dan laporan tahunan dapat menjadi sinyal yang informatif bagi penggunanya. Laporan keuangan dan laporan tahunan juga menjelaskan kinerja perusahaan yang menggambarkan apa saja yang telah dilakukan manajemen untuk mewujudkan keinginan para *stakeholder*. Selain informasi yang berasal dari internal perusahaan, sinyal juga dapat diberikan dari informasi eksternal perusahaan seperti tingkat suku bunga, kebijakan pemerintah, bencana alam, dan informasi lainnya yang secara tidak langsung juga mempengaruhi tindakan investor dalam mengambil keputusan berinvestasi (Ismanto, 2020).

2. Teori Efisiensi Pasar

Teori efisiensi pasar pertama kali dikembangkan oleh Eugene F. Fama pada tahun 1970 didalam jurnalnya yang berjudul “*Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work*”. Fama (1970) menjelaskan bahwa teori efisiensi pasar merupakan teori yang menjelaskan apakah harga saham “sepenuhnya merefleksikan” informasi yang tersedia.

Pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi jika harga sekuritas bertindak seakan akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Pasar efisien dilihat dari proses dinamik dengan

mempertimbangkan penyebaran informasi yang tidak simetris dimana harga nantinya akan melakukan penyesuaian dari informasi yang tidak simetris menuju informasi yang simetris dalam waktu yang sangat cepat sehingga membentuk keseimbangan pasar baru. Jenis informasi yang masuk ke pasar juga menjadi pertimbangan untuk melihat kecepatan reaksi pasar. Investor dapat membutuhkan waktu yang sangat cepat untuk mengevaluasi informasi baru sehingga reaksi dari investor dapat tercermin kedalam harga dalam waktu beberapa hari saja atau satu hari saja dan bahkan mungkin hanya dalam waktu beberapa menit saja. Sebaliknya pasar yang tidak efisien terjadi disaat informasi yang masuk kepasar akan diserap dalam waktu yang cukup lama oleh investor untuk menentukan informasi ini apakah sebagai kabar baik atau kabar buruk sehingga investor mungkin masih membutuhkan informasi mendalam dan membutuhkan waktu lama untuk menganalisis kandungan informasi tersebut. Hal ini juga menandakan bahwa adanya keterlambatan informasi yang diterima investor sehingga adanya distribusi informasi yang belum simetris. Investor yang mendapatkan informasi secara asimetris lebih dahulu dapat menikmati return tak normal yaitu return yang lebih besar dari return normal (Hartono, 2017).

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan terjadinya asimetri informasi yaitu pertama adanya informasi privat dari perusahaan yang hanya didapatkan oleh beberapa investor. Investor yang memiliki informasi privat akan melakukan tindakan yang spekulatif untuk mendapatkan insentif

dengan bertransaksi hingga mencapai informasi harga penuh (full information price). Alasan kedua yaitu investor yang tidak memiliki informasi privat akan mengamati perubahan harga yang terjadi dengan cara melakukan transaksi mengikuti transaksi yang dilakukan oleh investor yang mempunyai informasi privat yaitu dengan cara mengamati perubahan harga atau pola pola perdagangan yang terjadi (Hartono, 2017).

Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Fama (1970) menunjukkan bahwa ada tiga kategori efisiensi pasar berdasarkan sifat informasinya yaitu sebagai berikut :

1) Efisiensi pasar bentuk lemah

Efisiensi pasar bentuk lemah menjelaskan bahwa harga saham yang diminati saat ini akan tercermin dari informasi historis harga saham di masa lalu (Fama, 1970). Sebagai contoh terdapat bentuk musiman atas kinerja harga saham bahwa harga saham akan naik menjelang akhir tahun dan turun pada awal tahun. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pelaku pasar/investor akan segera mengetahui kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Investor akan segera menjual sahamnya untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari jatuhnya harga saham perusahaan yang diamati, sehingga upaya investor ini akan menimbulkan reaksi pasar dimana harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun.

Fenomena ini menjelaskan bahwa harga yang terbentuk mencerminkan perilaku harga secara historis sehingga bentuk pasar efisien lemah dapat dikatakan terpenuhi. Pasar efisien bentuk lemah akan mengakibatkan harga bergerak bebas dari bentuk harga saham historis, dimana perubahan-perubahan harga akan mengikuti kaedah langkah acak (random walk). Model langkah acak menjelaskan bahwa informasi yang dihasilkan secara acak dan tiap tiap pengumuman informasinya bersifat random satu dengan lainnya yang artinya bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi baru (Gumanti & Utami, 2002).

2) Efisiensi pasar bentuk semi-kuat

Dalam efisiensi pasar bentuk semi kuat, harga saham saat ini tidak hanya tercermin dari informasi historis harga saham saja, namun juga tercermin dari semua informasi yang jelas tersedia untuk umum seperti laporan keuangan perusahaan, pengumuman stock split, pengumuman dividen, dan informasi lainnya (Fama, 1970).

Menurut konsep efisiensi pasar semi kuat, informasi yang diberikan untuk umum tidak bisa dijadikan sebagai landasan bagi investor untuk memperoleh return tak normal dalam jangka waktu yang lama, sehingga strategi dalam konsep ini tidak menghasilkan manfaat bagi investor. Informasi yang tersedia untuk umum akan mendorong kenaikan harga saham karena investor akan cepat bereaksi sehingga harga saham telah merefleksikan semua informasi publik yang tersedia (Fama, 1970).

Berlawanan dengan hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pada pasar ini banyak investor yang berfikir bahwa mereka dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan pengamatan terhadap informasi publik yang tersedia di pasar. Investor akan melakukan analisis dengan menggunakan data dan informasi akuntansi atau dari informasi lainnya untuk mengidentifikasi saham yang salah harga (*mispriced*). Strategi ini disebut disebut dengan analisis fundamental (Gumanti & Utami, 2002).

3) Efisiensi pasar bentuk kuat

Efisiensi pasar bentuk kuat merupakan bentuk pasar yang ketat dan lebih unggul dibanding efisiensi pasar bentuk lemah dan semi kuat. Harga saham pasar ini telah sepenuhnya merefleksikan semua informasi yang tersedia yaitu informasi harga historis, informasi untuk umum dan informasi pribadi. Investor atau kelompok individu seperti manajemen perusahaan akan memiliki akses monopolistik terhadap informasi yang relevan yang dapat mempengaruhi harga saham, sehingga tidak ada individu yang dapat memperoleh return tak normal dalam jangka panjang dari semua kelebihan informasi yang diduplikatnya (Fama, 1970).

Peneiliti terdahulu sepakat untuk menyatakan bahwa pengujian terhadap bentuk kuat hipotesis pasar efisien sering dikaitkan dengan keberhasilan pelaku pasar dalam penggunaan akses monopolistik terhadap informasi, dan secara empiris paling sulit untuk diuji (Gumanti & Utami, 2002).

Hartono (2017) menjelaskan terdapat alasan alasan yang menjadikan pasar itu efisien yaitu sebagai berikut :

- a) Investor merupakan *price taker* atau penerima harga, dimana investor sebagai pelaku pasar sendiri tidak mampu mempengaruhi harga saham, karena harga suatu saham akan ditentukan dari banyak investor yang menentukan permintaan dan penawaran (*demand and supply*).
- b) Harga dari suatu saham akan relatif murah disaat informasi diterima secara luas ke semua pelaku pasar pada waktu yang bersamaan. Informasi tersebut dapat diterima melalui koran, radio, atau media massa lainnya.
- c) Informasi akan dihasilkan random/acak dan masing masing pengumuman informasi bersifat acak satu sama lain. Acak disini diartikan bahwa investor tidak bisa memprediksi waktu perusahaan akan memberikan informasi baru.
- d) Informasi yang dikeluarkan akan diterima investor secara cepat dapat mempengaruhi harga saham. Hal ini menggambarkan bagaimana reaksi investor atas suatu informasi baru dan menggunakan informasi tersebut untuk menghasilkan keputusan yang cepat dan baik dengan melakukan interpretasi mendalam. Sehingga keputusan investor dalam berinvestasi akan mempengaruhi harga saham. Perubahan harga juga akan

merefleksikan semua informasi yang akan membentuk keseimbangan yang baru.

Pasar juga dapat menjadi tidak efisien apabila terjadinya kondisi kondisi seperti berikut ini terjadi.

- a) Adanya sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga saham.
- b) Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam dari informasi yang sama antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya.
- c) Sebagian pelaku pasar dapat memprediksi harga dari Informasi yang disebarkan.
- d) Investor adalah individual individual yang lugas dan tidak canggih.

3. Reaksi Pasar

Reaksi pasar merupakan gambaran dari pergerakan naik atau turun yang tiba tiba dan biasanya terjadi dalam jangka pendek akibat tanggapan dari suatu berita (Investopedia, 2021). Reaksi pasar terjadi akibat adanya suatu “pengaruh” yang didefinisikan sebagai kekuatan untuk mempengaruhi orang atau investor dalam melakukan investasi. Investor menerima return harapan dengan bergantung pada informasi internal dan eksternal yang perusahaan. Oleh karena itu, investor menerima kelebihan atau kekurangan dari selisih return harapan dan return realisasi atau disebut sebagai return tak normal yang menjadi gambaran adanya reaksi pasar terhadap beberapa informasi baru (Quaye et al., 2016).

Suatu peristiwa dapat diibaratkan sebagai suatu kejutan (*surprise*) atau sesuatu yang tidak diharapkan (*unexpected*). Sesuatu yang bukan suatu kejutan atau yang sudah diantisipasi atau di ekspektasi sebelumnya tidak akan menimbulkan reaksi. Reaksi pasar dari suatu peristiwa di proksikan dengan return tak normal. Semakin besar kejutannya, semakin besar reaksi pasarnya. Return tak normal yang bernilai nol menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap peristiwanya. Jika pasar bereaksi terhadap peristiwa nya, maka akan diperoleh return tak normal signifikan berbeda dengan nol. Tanda dari return tak normal positif atau negatif menunjukkan arah dari reaksinya karena peristiwa kabar baik atau kabar buruk (Hartono, 2015).

Peristiwa kabar baik diharapkan akan di reaksi secara positif oleh pasar. Pasar bereaksi terhadap peristiwa karena peristiwanya mengandung suatu informasi atau dengan kata lain peristiwanya mengandung nilai ekonomis yang dapat mengubah nilai perusahaan. Peristiwa atau informasi dianggap sebagai kabar baik atau kabar buruk dihubungkan dengan nilai ekonomis yang dikandungnya. Jika suatu peristiwa atau informasi mengandung nilai ekonomis meningkatkan nilai perusahaan, maka dikabarkan sebagai kabar baik begitupun dengan sebaliknya (Hartono, 2015).

Reaksi pasar dapat terjadi dari adanya informasi fundamental perusahaan dan informasi dari faktor teknikal. Informasi dari fundamental perusahaan yaitu seperti pengumuman pembagian dividen, pertukaran direktur perusahaan, informasi kinerja perusahaan, dan informasi lainnya.

Sedangkan informasi dari faktor teknikal dapat berupa peristiwa bencana alam, peperangan, kebijakan pemerintah, peristiwa politik, inflasi, dan informasi lainnya (Quaye et al., 2016).

Reaksi pasar dapat muncul karena adanya sentimen pasar dari investor, dimana sentimen ini menggambarkan pendapat, emosi, atau pandangan dari investor dari adanya informasi baru. Sentimen pasar yang seringkali subjektif dan bias karena menjadi bagian dari elemen psikologis dan perilaku investor sehingga dapat memengaruhi harga saham. Oleh karena itu cukup banyak penelitian terdahulu mendapatkan hasil bahwa pasar menentang hipotesis pasar efisien yang menunjukkan bahwa harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk umum hal ini dikarenakan adanya sentimen pasar tersebut, namun juga banyak penelitian terdahulu yang menjelaskan bahwa peristiwa yang diteliti sesuai dengan hipotesis pasar efisien (Quaye et al., 2016).

4. Studi Peristiwa (Event Study)

1) Pengertian Studi Peristiwa

Menurut Mackinlay (1997), studi peristiwa adalah metodologi penelitian yang digunakan untuk mengukur efek dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan data pasar keuangan. Efek suatu peristiwa biasanya akan tercermin dari harga saham dan volume transaksi. Studi peristiwa umumnya menggunakan pengukuran return tak normal untuk menilai kandungan informasi yang memasuki

pasar sehingga akan tercermin apakah informasi tersebut benar benar mempengaruhi harga saham atau tidak.

2) Prosedur Studi Peristiwa.

MacKinlay (1997) menjelaskan prosedur untuk menilai kandungan informasi yang mempengaruhi reaksi pasar yaitu sebagai berikut :

a. Menentukan peristiwa dan jendela peristiwa

Menentukan peristiwa yang menarik untuk diteliti serta mengidentifikasi periode pengamatan di tanggal perdagangan saham yang relevan untuk diteliti. Periode pengamatan disebut juga dengan “Jendela Peristiwa”. Pemilihan acara jendela dapat memiliki efek mendalam pada hasil penelitian oleh karena itu peneliti harus menentukan jendela peristiwa secara tepat dan akurat. Pasar efisien menjelaskan bahwa informasi atas suatu peristiwa yang dipublikasikan akan membuat pasar bereaksi cepat, akurat dan merefleksikan informasi yang tersedia, namun dalam praktiknya pasar bisa saja memperoleh informasi sebelum terjadinya peristiwa. Untuk alasan ini umumnya jendela pengamatan dari studi peristiwa dari tiga bagian yaitu hari sebelum terjadinya peristiwa, hari disaat terjadinya, dan hari setelah terjadinya peristiwa misalnya $t-1$, t_0 dan $t+1$.

Seorang peneliti dapat memperpanjang jendela peristiwa menjadi beberapa hari, setidaknya terdapat satu atau dua hari sebelum dan sesudah peristiwa karena lebih dapat menangkap reaksi

harga dari sebuah pengumuman. Penggunaan jendela peristiwa sebaiknya tidak terlalu panjang karena dapat meningkatkan resiko adanya kejadian lain yang mempengaruhi hasil penelitian. Kejadian ini juga disebut sebagai “*Confounding Event*” atau peristiwa pengganggu. Contoh peristiwa pengganggu seperti pengumuman pembagian dividen, pengumuman perubahan struktur dewan, pengumuman pengungkapan CSR dan peristiwa lainnya.

b. Menyeleksi Perusahaan Sampel

Sebuah persyaratan fundamental untuk setiap studi peristiwa adalah ketersediaan data harga saham perusahaan yang akan diteliti. Perusahaan yang kurang aktif dalam melakukan perdagangan sahamnya akan menyebabkan kurangnya reaksi pasar atas perusahaan tersebut, sehingga tidak merefleksikan informasi yang tersedia. Oleh karena itu sangat penting untuk menyeleksi perusahaan yang memiliki kelengkapan data harga saham untuk meneliti reaksi pasar modal.

c. Menentukan Jendela Estimasi

Beberapa model untuk menghitung return normal, biasanya memerlukan jendela estimasi yang mana periodenya ditentukan sebelum periode terjadinya peristiwa. Misalnya, dalam studi peristiwa yang menggunakan data harian dari model pasar, parameter model pasar dapat diperkirakan selama 120 hari sebelum peristiwa tersebut. Umumnya jendela peristiwa itu sendiri tidak

termasuk dalam jendela estimasi untuk mencegah peristiwa mempengaruhi estimasi parameter perhitungan return normal.

d. Menghitung Return Tak Normal

Mengidentifikasi reaksi pasar terhadap suatu pengumuman membutuhkan ukuran return tak normal. Return tak normal adalah return realisasi selama jendela acara dikurangi dengan return normal perusahaan selama jendela acara. Return normal didefinisikan sebagai pengembalian yang diharapkan tanpa adanya suatu peristiwa. Rumus return tak normal yaitu :

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \text{ (Hartono, 2017)}$$

$RTN_{i,t}$ = Return tak normal saham perusahaan i pada periode t.

$R_{i,t}$ = return realisasi saham perusahaan i pada periode t.

$E(R_{i,t})$ = return harapan saham perusahaan i pada periode t.

e. Prosedur Pengujian

Kerangka pengujian perlu dilakukan dalam menghitung return tak normal perusahaan serta menguji hipotesis nol. Dalam pengujian ini perlu menggabungkan hasil return tak normal dari semua hari di jendela peristiwa yang dihitung menggunakan Cumulative Abnormal Return (CAR)/kumulatif return tak normal. Penyajian hasil empiris dalam pengujian ini mengikuti rumusan desain ekonometrika. Hasil empiris akan mengarahkan peneliti apakah suatu peristiwa benar benar mempengaruhi reaksi pasar modal atau tidak.

f. Analisis hasil dengan uji signifikan statistik

Langkah terakhir adalah melakukan analisis hasil dengan uji signifikansi statistik untuk menguji hipotesis nol pada return tak normal. Penyajian hasil empiris mengikuti rumusan desain ekonometrika. Hasil empiris akan mengarahkan peneliti apakah suatu peristiwa benar benar mempengaruhi reaksi pasar modal atau tidak.

5. Return

Dalam berinvestasi, return merupakan bagian dari investasi itu sendiri. Return adalah apa yang diperoleh investor atas aktivitas investasinya. Return merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko dari kegiatan investasinya (Tandelilin, 2010).

Return menjadi kekuatan pendorong dalam proses investasi. Return terdiri dari dua jenis, yaitu return yang direalisasikan dan return yang diharapkan. Return realisasi adalah return atau pengembalian yang sebenarnya telah terjadi dan hasil yang diperoleh investor atas investasi yang telah dilakukannya. Return realisasi penting karena dapat digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan dan sebagai dasar untuk menentukan return dan risiko yang diharapkan di masa yang akan datang. Return harapan adalah tingkat pengembalian yang diharapkan investor di masa depan, return harapan merupakan return yang sifatnya belum terjadi (Hartono, 2017).

6. Return Tak Normal

Pengujian kandungan informasi suatu peristiwa serta pengujian seberapa cepat peristiwa tersebut mempengaruhi reaksi pasar dapat diukur dengan return tak normal. Return tak normal adalah kelebihan dari return realisasi yang terjadi pada return normal. Return normal merupakan return yang diharapkan oleh investor, jadi return tak normal juga disebut selisih antara return realisasi dengan return harapan. Pengumuman yang mengandung suatu informasi akan memberikan return tak normal kepasar sehingga secara tidak langsung informasi tersebut dapat memberi reaksi ke pasar. Reaksi pasar akan menunjukkan perubahan pada saham. (Hartono, 2017).

Return tak normal menggambarkan keuntungan atau kerugian luar biasa yang dihasilkan dari investasi atau portofolio tertentu selama periode tertentu. Return tak normal merupakan return yang menyimpang dari return yang diharapkan dari suatu investasi. Imbal hasil dari return tak normal dapat berupa arah positif atau negatif sehingga membantu investor menentukan kinerja yang disesuaikan dengan risiko. Return tak normal dapat dihasilkan secara kebetulan, karena beberapa peristiwa eksternal atau tak terduga, atau sebagai akibat dari aktor yang buruk (Barone, 2021).

Untuk mengetahui seberapa cepat reaksi pasar dalam menyerap informasi dari suatu pengumuman maka dibutuhkan pengujian lebih lanjut setelah pengujian kandungan informasi yaitu pengujian efisiensi pasar. Apabila pasar bereaksi dengan cepat atas suatu informasi dan memberikan

return tak normal sehingga membentuk suatu keseimbangan baru maka pasar disebut efisien, akan tetapi apabila informasi yang ada di pasar lambat diserap oleh investor sehingga membutuhkan waktu lama dalam penyesuaian harga dan memberikan return tak normal maka pasar dapat disebut tidak efisien. Namun apabila informasi dari sebuah pengumuman tidak memberikan return tak normal maka pasar efisiennya tidak terjawab atau tidak jelas (Hartono, 2017). Return tak normal dapat dihitung dengan cara rumus berikut :

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \text{ (Hartono, 2017)}$$

$RTN_{i,t}$ = Return tak normal saham perusahaan i pada periode t

$R_{i,t}$ = return realisasi saham perusahaan i pada periode t

$E(R_{i,t})$ = return harapan saham perusahaan i pada periode t

Return realisasi adalah return yang telah yang telah terjadi pada waktu ke-t yang merupakan jumlah dari harga sekarang dikurang dengan harga sebelumnya. Return realisasi dapat dihitung menggunakan data historis. Return realisasi digunakan sebagai alat untuk mengukur kinerja perusahaan dan juga sebagai penentuan return harapan (Hartono, 2017).

Return realisasi dapat dihitung menggunakan rumus :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \text{ (Hartono, 2017)}$$

$R_{i,t}$ = Pengembalian dari saham i pada hari t

$P_{i,t}$ = harga penutupan saham i pada hari t

$P_{i,t-1}$ = harga penutupan saham i pada hari t

Berbeda dengan return realisasi, return harapan merupakan return yang sifatnya belum terjadi. Return harapan merupakan return yang diharapkan investor untuk dapat diperoleh di masa yang akan datang. Terdapat tiga model untuk mengestimasi return harapan menurut Brown & Warner (1985) yaitu sebagai berikut :

1) Mean Adjusted Model

Model rata-rata yang disesuaikan mengasumsikan bahwa return harapan memiliki nilai yang konstan sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi (Hartono, 2017). Model ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum R_{i,t}}{T} \text{ (Hartono, 2017)}$$

$E(R_{i,t})$ = return harapan saham-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = return realisasi saham ke-i pada periode estimasi ke-t.

T = lamanya periode estimasi.

2) Market Model

Market model dilakukan dengan dua tahap yaitu membentuk model ekspektasi yang menggunakan data realisasi selama periode estimasi kemudian model ekspektasi ini digunakan untuk mengestimasi return harapan pada periode jendela (Hartono, 2017).

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Hartono, 2017)}$$

$R_{i,t}$ = return realisasi saham ke-1 pada periode estimasi ke-t.

α_i = intercept untuk saham ke-1.

β_i = koefisien slope yang merupakan Beta saham ke-i.

$R_{m,t}$ = return indeks pasar pada periode estimasi ke-t.

$\varepsilon_{i,t}$ = kesalahan residu saham ke-i pada periode estimasi ke-t.

3) Market-Adjusted Model

Model ini berbeda dengan mean adjustel model dan market model. Dimana model ini tidak menyertakan periode estimasi dalam menghitung return tak normal dengan tujuan untuk mengurangi bias selain itu model ini tidak memperhitungkan tingkat risiko tertentu dari perusahaan (Werner, 2010).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \text{ (Werner, 2010)}$$

$AR_{i,t}$ = return tak normal saham ke-1 pada periode estimasi ke-t.

$R_{i,t}$ = return realisasi saham ke-1 pada periode estimasi ke-t.

$R_{m,t}$ = return indeks pasar pada periode estimasi ke-t.

7. Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB)

Dunia saat ini berada dibawah tekanan Covid-19 yaitu virus yang menyerang kesehatan manusia dengan penularan yang begitu cepat dan telah menyebabkan jutaan kematian masyarakat di seluruh dunia. Untuk mengurangi penyebaran Covid-9, banyak negara yang menutup akses keluar negeri dan membatasi pergerakan penduduk. China adalah negara pertama yang memberlakukan pembatasan. Pembatasan juga diikuti oleh Italia dan negara lainnya. (Olivia et al., 2020).

Presiden Indonesia Joko Widodo menetapkan bahwa Indonesia menjadi darurat kesehatan masyarakat akibat jumlah kasus yang semakin tinggi. Hal ini mendorong pemerintah untuk melakukan upaya menekan

jumlah korban jiwa dengan menetapkan kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB). PSBB secara resmi diumumkan oleh Presiden Joko Widodo pada tanggal 31 Maret 2020 dalam konferensi pers-nya di Istana Kepresidenan Bogor (Sekretariat Presiden, 2020).

Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2020 Tentang *Pembatasan Sosial Berskala Beskala Dalam Rangka Percepatan Penanganan Corona Virus Disease 2019 (COVID-19)* menjelaskan bahwa Pembatasan Sosial Berskala Besar adalah suatu upaya yang dilakukan untuk mencegah adanya penyebaran Covid-19 dengan membatasi kegiatan tertentu penduduk diwilayah yang diduga telah terinfeksi Covid-19.

PSBB merupakan salah satu tindakan dalam kekarantinaan kesehatan sebagaimana diatur Dalam Undang-Undang Nomor 6 Tahun 2018. Tindakan ini merupakan tanggung jawab bersama dari pemerintah pusat dan pemerintah daerah dengan tujuan untuk melindungi kesehatan masyarakat dari penyakit atau faktor risiko lain yang menyebabkan terganggunya kesehatan masyarakat sehingga menimbulkan kedaruratan bersama. Kekarantinaan kesehatan dilakukan dengan kegiatan pengamatan atas penyakit dan faktor risiko kesehatan masyarakat terhadap orang, alat angkut, barang, dan/atau lingkungan, serta respons terhadap kedaruratan kesehatan masyarakat.

Pada tanggal 2 April 2020, pemerintah Indonesia juga menutup perbatasan internasional dan melarang orang asing memasuki Indonesia. Presiden Jokowi menjelaskan karena episentrum wabah Covid-19 telah

berpindah ke Amerika dan Eropa, maka diperlukan penguatan kebijakan untuk mengatur masuknya warga negara asing dengan melakukan pembatasan perjalanan niaga melalui udara, laut, dan darat (Olivia et al., 2020).

Pembatasan sosial telah menghilangkan produktivitas sebagian masyarakat dalam menjalankan pekerjaannya. Bisnis yang bergantung pada pertemuan sosial dan kehadiran fisik (misalnya pariwisata dan perhotelan) menjadi terhenti, dan pabrik manufaktur secara tajam mengurangi produksinya. Sulitnya ekspor dan impor dilakukan karena di batasi hubungan ke negara negara luar (Djalante et al., 2020). Peristiwa ini juga menyebabkan resesi pada kuartal pertama tahun 2020. Menurunnya PDB dibeberapa negara seperti inggris dengan penurunan 20%. (Olivia et al., 2020). Pasar saham global juga mengalami penurunan yang sangat tajam karena para investor terus khawatir tentang dampak yang ditimbulkan dari pandemi ini kepada perekonomian yang lebih luas, sehingga banyak investor yang menjual saham mereka dan pada akhirnya banyak perusahaan yang mengalami penurunan harga serta volume perdagangan sahamnya (Zaremba et al., 2020).

B. Penelitian Terdahulu

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
1	(Rahman et al., 2021)	The Covid-19 Outbreak and Stock Market Reaction : Evidence From Australia	Dependen : - Return tak normal Independen : - Ukuran perusahaan - <i>Leverage</i> - Profitabilitas - Liquiditas	Pengumuman pandemi Covid-19 memberikan reaksi pasar modal yang negatif yang diukur dengan return tak normal. Ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan return tak normal, likuiditas berhubungan positif dengan return tak normal, <i>leverage</i> dan profitabilitas memiliki hasil yang invarian terhadap return tak normal di peristiwa pengumuman yang berbeda.
2	(Larasati & Kelen, 2020)	Apakah Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) Berdampak Terhadap Average Abnormal Return? (Studi Pada Pasar Modal Indonesia)	Rata rata return tak normal	Informasi terkait PSBB tidak berdampak signifikan pada average abnormal return/rata rata return tak normal yang artinya tidak mempengaruhi reaksi pasar dari investor, karena perubahan yang terjadi tidak menyebabkan perbedaan abnormal return sehingga pembuktian teori hipotesis pasar efisien oleh Fama (1970) tidak didukung pada peristiwa PSBB 10 April 2020.

3	(Pratiwi & Wirama, 2021)	Market Reactions to the Implementation of Large-Scale Social Restrictions Phase 1 in Jakarta	Kumulatif return tak normal	Peristiwa pemberlakuan PSBB Tahap 1 di Jakarta tidak mendapat reaksi dari pasar. Artinya, pemberlakuan PSBB tahap 1 di Jakarta tidak mengandung informasi berharga yang dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasi.
4	(Au Yong & Laing, 2021)	Stock Market Reaction to Covid-19 : Evidence From U.S Firms International Exposure	Dependen : - Return tak normal Kontrol - Ukuran perusahaan - <i>Quick Ratio</i> - <i>Leverage</i> - <i>Capital Expenditure</i> - ROE	SCAR (Standardized Cumulative Abnormal Return) jangka pendek yang negatif disekitar tanggal pengumuman darurat kesehatan global oleh WHO dan SCAR jangka panjang yang positif dan signifikan disekitar tanggal pengumuman darurat kesehatan global oleh WHO. Ukuran perusahaan, likuiditas dan profitabilitas berpengaruh positif dengan return tak normal. <i>Leverage</i> dan <i>capital expenditure</i> berpengaruh negatif terhadap return tak normal.
5	(Krismawati et al., 2021)	Dampak Sars-Cov-2 Terhadap Saham Perusahaan Subsektor	- Return tak normal - Rata rata aktivitas volume perdagangan/	Terdapat perbedaan rata-rata abnormal return antara sebelum dan saat kejadian SARS-CoV-2. Hal ini membuktikan bahwasanya substansi informasi yang

		Perhotelan, Restoran Dan Pariwisata Di Bursa Efek Indonesia Untuk Periode Berakhir Bulan September 2020	average trading volume activity	dimiliki oleh peristiwa tersebut cukup kuat dan memberikan sinyal yang menyerap informasi terhadap pergerakan saham yang cenderung menurun, sehingga menimbulkan reaksi pada pasar modal. Hasil kedua tidak ada perbedaan ATVA (Average Trading Volume Activity) saham antara sebelum dan saat peristiwa wabah SARS-CoV-2. Hal ini menandakan bahwa informasi wabah SARS-CoV-2 memiliki kandungan informasi yang cukup kuat saat diumumkannya peristiwa wabah SARS-CoV-2 untuk mengambil keputusan.
6	(Mailangkay et al., 2021)	Reaksi Pasar Modal Terhadap Penerapan Kebijakan PSBB Pada Industri Perhotelan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	- Return tak normal - Aktivitas volume perdagangan/ trading volume activity	Peristiwa ini tidak memiliki informasi yang kuat, dibuktikan dengan tidak adanya perubahan yang signifikan dari rata-rata abnormal return dan rata-rata trading volume activity sebelum dan sesudah penerapan kebijakan PSBB.
7	(Wu et al., 2021)	The impact of the COVID-19	Dependen : Return tak normal	Hasil pertama, pandemi COVID-19 berdampak negatif terhadap return saham perusahaan pariwisata yang tercatat

		outbreak on Chinese-listed tourism stocks	Independen dan kontrol : Tingkat pertumbuhan harian kasus terkonfirmasi COVID-19 logaritma dari market capitalization , dan price-to-book ratio	di bursa China. Kedua, ada efek non-linier antara return saham pariwisata China dan respon pemerintah. Ketiga, tindakan pemerintah memiliki efek positif pada return tak normal/abnormal return (AR), yang menunjukkan adanya return tak normal positif dan signifikan dari peristiwa virus corona. Keempat, kebangkitan virus di Beijing berdampak pada industri pariwisata.
8	(Trisnowati & Muditomo, 2021)	Covid-19 and Stock Market Reaction in Indonesia	Return tak normal	8 sektor industri yang berdampak atas Covid-19 yaitu sektor pertanian, industri bahan kimia dasar, aneka barang konsumsi, properti dan real estat, transportasi dan infrastruktur, keuangan, perdagangan, jasa dan investasi, memberikan reaksi yang lebih kuat terhadap pengumuman pertama kali Covid-19 dikonfirmasi di Indonesia dibandingkan dengan sektor pertambangan dan manufaktur.
9	(Chin & Abdullah, 2013)	Announcement Effect of Corporate Bond	Dependen : -Return tak normal	Terdapat kumulatif rata rata return tak normal positif dan signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi perusahaan. Profitabilitas, Asset Tangibility, Ukuran

		Issuance and Its Determinants	Independen - Profitabilitas - Asset Tangibility - Ukuran Perusahaan - Growth Opportunity - Managerial Ownership	Perusahaan, Growth Opportunity, Managerial Ownership tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return tak normal.
10	(Rori et al., 2021)	Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) Akibat Covid-19 Pada Industri Telekomunikasi Di BEI	Return tak normal, aktivitas volume perdagangan	Terdapat perbedaan return tak normal yang signifikan terhadap Pengumuman PSBB akibat Covid- 19. Tidak terdapat perbedaan yang tidak signifikan pada abnormal TVA.

C. Pengembangan Hipotesis

1. Reaksi pasar atas pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

Pengumuman kebijakan penerapan PSBB menjadi peristiwa yang mengandung informasi non keuangan dan berpotensi memberikan reaksi terhadap pasar modal. Peristiwa ini sangat berpengaruh terhadap stabilitas perekonomian negara dan nilai perusahaan, dimana informasinya mampu mempengaruhi kepercayaan investor dalam berinvestasi. Peristiwa pengumuman kebijakan PSBB merupakan salah satu peristiwa kejutan dan insidental yang tidak terulang setiap tahun namun peristiwa ini dapat terjadi kapan saja sehingga informasi yang ada dalam peristiwa ini dapat mempengaruhi harga sekuritas secara drastis. Hipotesis Pasar Efisien menyatakan bahwa semua informasi yang relevan sepenuhnya dan segera tercermin dalam harga sekuritas, dengan demikian investor akan memperoleh tingkat return di keseimbangan pasar baru dan investor seharusnya tidak mengharapkan untuk memperoleh abnormal return dalam jangka waktu yang panjang (Machmuddah et al., 2020).

Pengumuman kebijakan PSBB akan masuk kepasar dan diterima sebagai sinyal oleh investor. Sinyal ini akan diinterpretasikan oleh investor apakah pengumuman tersebut memberikan informasi yang berharga kepada investor sehingga investor dapat menilai informasi tersebut apakah sebagai kabar baik atau kabar buruk untuk menyesuaikan kepada perilaku pembeliannya. PSBB menjadi peristiwa yang besar dan berdampak buruk

dibeberapa sektor perusahaan, salah satunya yaitu subsektor pariwisata, hotel dan restoran, dimana pekerjaan yang dilakukan pada subsektor ini seharusnya dilakukan secara tatap muka menjadi terhambat akibat adanya aturan pembatasan sosial. Pengumuman ini menjadi sebuah informasi yang kemungkinan diterima oleh investor sebagai kabar buruk. Investor terpaksa akan menjual sahamnya agar tidak mengalami kerugian yang besar akibat PSBB, sehingga perilaku investor dalam menjual sahamnya akan tergambar dari turunnya harga saham di beberapa emiten subsektor pariwisata, hotel dan restoran.

Untuk melihat seberapa cepat informasi pengumuman kebijakan penerapan PSBB diserap oleh pasar diperlukan sebuah metodologi yaitu studi peristiwa. Studi peristiwa merupakan metodologi yang mengukur seberapa cepat harga sekuritas merespons berbagai item berita khususnya untuk pasar efisien setengah kuat. Peristiwa yang masuk kepasar sangat beragam, oleh karena itu studi peristiwa dilakukan dengan melihat efek dari satu peristiwa secara spesifik ke harga saham yang diteliti menggunakan jendela waktu yang tepat serta pemilihan tanggal peristiwa yang tepat. Kecepatan reaksi pasar diukur menggunakan return tak normal dan dilakukan pengujian signifikansi terhadap return tak normal apakah peristiwa yang diteliti akan memberikan reaksi atau tidak memberikan reaksi (Machmuddah et al., 2020). Return tak normal menggambarkan keuntungan atau kerugian luar biasa yang dihasilkan dari investasi atau portofolio tertentu selama periode tertentu. Return tak normal dapat

dihasilkan secara kebetulan, karena beberapa peristiwa eksternal atau tak terduga. Imbal hasil dari return tak normal dapat berupa arah positif atau negatif sehingga membantu investor menentukan kinerja yang disesuaikan dengan risiko (Barone, 2021).

Pasar modal Indonesia termasuk pasar efisien bentuk setengah kuat maka informasi pengumuman kebijakan PSBB akan cepat diserap oleh pasar sehingga kemungkinan investor akan menerima return tak normal negatif karena investor akan segera menjual sahamnya dan menghasilkan return harapan lebih rendah dari return realisasi. Oleh karena itu informasi ini kemungkinan akan cepat membentuk sebuah keseimbangan baru dan memberikan return tak normal negatif kepada investor sebagai reaksi buruk terhadap peristiwa pengumuman kebijakan PSBB.

Beberapa penelitian terdahulu telah mempelajari bagaimana reaksi pasar atas peristiwa pengumuman Covid-19, lockdown/ pembatasan sosial. Rahman et al (2021) menjelaskan bahwa pengumuman pandemi Covid-19 memberikan return tak normal yang negatif yang membuktikan bahwa adanya reaksi pasar modal negatif disekitar pengumuman pandemi Covid-19 di Australia, hasil ini menandakan bahwa pengumuman pandemi Covid-19 merupakan sinyal buruk yang menyebabkan turunnya harga saham perusahaan.

Au Yong & Laing (2021) menunjukkan adanya SCAR (Standardized Cumulative Return tak normal) jangka pendek yang negatif dan signifikan disekitar tanggal pengumuman darurat kesehatan global oleh

WHO ini dikarenakan (SCAR) jangka pendek rentan terhadap Covid-19, sementara SCAR jangka panjang berpengaruh positif dan signifikan disekitar tanggal pengumuman darurat kesehatan global oleh WHO karena lebih tahan terhadap guncangan Covid-19. Namun hasil yang berbeda pada penelitian Shen & Zhang (2021) yang mengambil wabah Covid-19 di pasar saham China dimana saham stay at home (SAH) tidak terdapat return tak normal negatif yang signifikan yang diamati pada tanggal peristiwa.

H1 : Pasar bereaksi negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

2. Perbedaan reaksi pasar dihari sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

Pengumuman kebijakan penerapan PSBB menjadi peristiwa kejutan dan menjadi peristiwa baru di Indonesia yang bertujuan untuk memutus mata rantai penyebaran Covid-19. Peristiwa baru ini tidak dapat diantisipasi sehingga dapat memicu adanya reaksi pasar yang pada akhirnya dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Reaksi pasar dari pengumuman kebijakan penerapan PSBB akan mempengaruhi fluktuasi harga saham yang dapat memicu terjadinya return tak normal, dimana return tak normal merupakan return yang diperoleh investor tidak sesuai dengan return yang diharapkan. Peristiwa ini berisi informasi yang dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan jual beli saham, oleh karena itu peristiwa ini kemungkinan akan memberikan reaksi negatif. Informasi ini kemungkinan akan cepat

membentuk sebuah keseimbangan baru setelah hari peristiwa dan memiliki perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan antara sebelum dan setelah terjadinya pengumuman peristiwa.

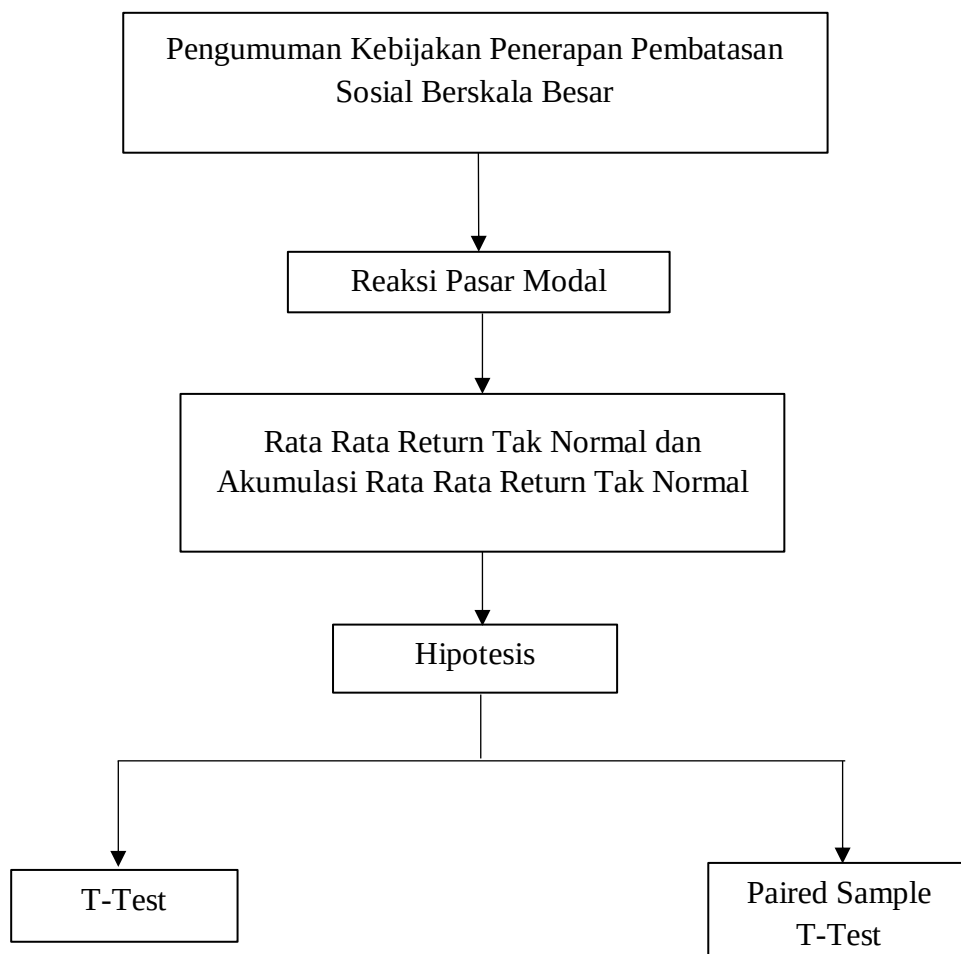
Hasil penelitian terdahulu yaitu Ismanto (2020) menunjukkan terdapatnya perbedaan harga LQ -45 saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang signifikan yaitu sebelum dan sesudah pengumuman PSBB Jakarta Jilid II tanggal 13 September 2020. Ismanto menjelaskan bahwa perbedaan ini terjadi karena kondisi perdagangan saham yang buruk sehingga membuat investor khawatir dan kurang yakin bahwa segala situasi yang berkaitan dengan informasi pengumuman ini. Hasil serupa dengan penelitian Rori et al (2021) yaitu memperlihatkan adanya perbedaan yang signifikan dari return tak normal gabungan pada peristiwa pengumuman PSBB untuk industri telekomunikasi sehingga perbedaan ini menunjukkan reaksi yang timbul dari segi tingkat return investasi.

Mailangkay et al (2021) menunjukkan hasil yang berbeda dimana peristiwa pengumuman penerapan kebijakan PSBB tidak memiliki informasi yang kuat, sehingga tidak adanya perubahan yang signifikan dari rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman ini. Penelitian lain dengan hasil yang sama yaitu penelitian Larasati & Kelen (2020) dimana hasilnya menunjukkan tidak adanya perbedaan sebelum dan sesudah terjadi suatu peristiwa PSBB.

H2 : Terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

D. Kerangka Penelitian

Gambar 2. 1 Kerangka Penelitian



BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan yaitu :

1. Tidak terdapat reaksi pasar negatif yang signifikan yang ditunjukkan dengan rata rata return tak normal, dan akumulasi rata rata return tak normal yang negatif dan tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).
2. Tidak terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

B. Implikasi Penelitian

1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini memperlihatkan bagaimana pasar modal Indonesia merespon peristiwa non ekonomi yaitu pengumuman kebijakan penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar serta menguji seberapa cepat informasi pengumuman ini diserap oleh pasar terutama untuk pasar efisien bentuk setengah kuat. Reaksi pasar modal dapat dilihat dari pengujian return tak normal. Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi negatif signifikan terhadap peristiwa pengumuman kebijakan penerapan PSBB yang ditunjukkan dengan nilai rata rata return tak normal dan akumulasi rata rata return tak normal negatif yang tidak signifikan

disekitar hari pengumuman. Selain itu hasil penelitian ini memberikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara return tak normal sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa tersebut tidak terlalu mempengaruhi aktivitas investor di pasar modal dimana respon pasar terhadap pengumuman kebijakan penerapan PSBB tidak terlalu besar atau kandungan informasinya tidak terlalu kuat, oleh karena itu investor tidak begitu bereaksi dengan adanya peristiwa tersebut sehingga pasar efisien bentuk setengah kuat pada pasar modal Indonesia tidak terdukung pada pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

2. Implikasi Praktis

Implikasi praktis dari penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat kepada investor, manajer perusahaan dan peneliti selanjutnya. Bagi para investor diharapkan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai dasar dalam mempertimbangkan keputusan berinvestasi. Kemampuan analisis dan kecermatan investor untuk menilai suatu kandungan informasi dalam sebuah peristiwa menjadi hal yang sangat penting agar keputusan jual beli saham oleh investor tepat sesuai tujuan yang akan dicapai. Studi ini juga berimplikasi pada manajer investasi dan portofolio serta investor institusional yang tertarik untuk menemukan reaksi pasar terhadap peristiwa non keuangan di jendela peristiwa yang pendek dan mereka dapat membuat keputusan investasi yang lebih baik. Bagi perusahaan informasi dalam penelitian ini dapat menjadi motivasi bagi manajemen agar lebih kompetitif terhadap pesaing sehingga lebih mampu lagi dalam menyusun strategi untuk

meningkatkan kinerja perusahaan. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai referensi untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

C. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain sebagai berikut :

1. Periode estimasi yang tepat tidak mudah ditentukan karena banyak peneliti terdahulu tidak menjelaskan alasan mendalam dalam pengambilan jendela estimasi.
2. Perhitungan return tak normal masih terbatas dalam satu model, sehingga hasilnya tidak dibandingkan dengan model lain.

D. Saran

Penelitian ini memiliki saran saran untuk peneliti selanjutnya yaitu sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan model perhitungan abnormal return yang berbeda seperti model Fama dan French tiga faktor dan model Fama dan French lima faktor agar dapat dibandingkan dengan model perhitungan sebelumnya.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan pengujian di dua jendela peristiwa yang berbeda yaitu menggunakan jendela peristiwa yang panjang dan jendela peristiwa yang pendek untuk membuktikan mana yang lebih signifikan hasilnya terhadap reaksi pasar.
3. Untuk peristiwa besar seperti Covid-19 yang kejadiannya memakan waktu yang lama atau melebihi satu tahun diharapkan penelitian lain menggunakan

metode *long run event studi* atau studi peristiwa jangka panjang untuk lebih menangkap efek dari peristiwa ini dengan menggunakan perhitungan buy and hold abnormal return (BHAR), namun peneliti selanjutnya harus dapat mengisolasi dampak dari peristiwa pengganggu yang dapat mempengaruhi hasil studi peristiwa.

4. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan pengujian statistik parametrik dan non parametrik yang lebih kuat karena sangat jarang dilakukan di Indonesia seperti patell test, BHAR test, skewness corrected test, generelized sign test, generelized rank t test dan model pengujian lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aedi, N. (2010). *Instrumen Penelitian Dan Pengumpulan Data*.
- Au Yong, H. H., & Laing, E. (2021). Stock market reaction to COVID-19: Evidence from U.S. Firms' International exposure. *International Review of Financial Analysis*, 76, 101656. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101656>
- Barone, A. (2021). *Abnormal Return*. [https://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp#:~:text=An abnormal return is one that deviates from, event%2C or as the result of bad actors](https://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp#:~:text=An%20abnormal%20return%20is%20one%20that%20deviates%20from%20event%20actors).
- Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stock returns. The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Carter, D., Mazumder, S., Simkins, B., & Sisneros, E. (2021). The stock price reaction of the COVID-19 pandemic on the airline, hotel, and tourism industries. *Finance Research Letters*, April, 102047. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102047>
- Chin, S., & Abdullah, N. (2013). Announcements effect of corporate bond issuance and its determinants. *Contemporary Economics*, 7(1), 5–18. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.70>
- Conelly, B., Ireland, R. D., & Reutzel, C. (2011). *Signaling Theory: A Review and Assessment*. September 2014. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Ding, L., Lam, H., Cheng, T. C. E., & Zhou, H. (2018). A review of short-term event studies in operations and supply chain management. *International Journal of Production Economics*, 200(January), 329–342. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2018.04.006>
- Djalante, R., Lassa, J., Setiamarga, D., Sudjatma, A., Indrawan, M., Haryanto, B., Mahfud, C., Sinapoy, M. S., Djalante, S., Rafliana, I., Gunawan, L. A., Surtiari, G. A. K., & Warsilah, H. (2020). Review and analysis of current responses to COVID-19 in Indonesia: Period of January to March 2020. *Progress in Disaster Science*, 6. <https://doi.org/10.1016/j.pdisas.2020.100091>
- Dyckman, T., Philbrick, D., & Stephan, J. (1984). A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach. *Journal of Accounting Research*, 22(May), 31. <https://doi.org/10.2307/2490856>
- eventstudytools. (2021a). *Expected Return Models*. <https://eventstudytools.com/expected-return-models>
- eventstudytools. (2021b). *Significance Tests for Event Studies*. <https://www.eventstudytools.com/significance-tests>
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *Encyclopedia of Continuum Mechanics*, 383–416. https://doi.org/10.1007/978-3-662-55771-6_300736
- Febriyanti, G. (2020). Dampak pandemi Covid-19 terhadap harga saham dan aktivitas volume perdagangan (Studi kasus saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia). *Indonesia Accounting Journal*, 2(2), 204. <https://doi.org/10.32400/iaj.30579>
- Gumanti, T., & Utami, E. (2002). Bentuk Pasar Efisien Dan Pengujiannya. *Jurnal*

- Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1), 54–68. <https://doi.org/10.9744/jak.4.1.pp.54-68>
- Hartono, J. (2015). *Studi Peristiwa Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. BPFE Yogyakarta.
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*.
- Humas, S. K. R. (2020). *Keterangan Pers Presiden RI mengenai Program Perlindungan Sosial menghadapi Dampak Pandemi COVID-19*.
- IDX. (2020). *Weekly Statistics*. 30(15), 9–10.
- Investopedia. (2021). *Reaction*. [https://www.investopedia.com/terms/r/reaction.asp#:~:text=A reaction%2C in the context of financial markets%2C,a period of upward movement as a reaction.](https://www.investopedia.com/terms/r/reaction.asp#:~:text=A%20reaction%20in%20the%20context%20of%20financial%20markets%20,a%20period%20of%20upward%20movement%20as%20a%20reaction.)
- Iqbal, Javed, Farooqi, & Faraz, A. (2011). *Stock price reaction to earnings announcement: the case of an emerging market. January 2011*.
- Ismanto, J. (2020). Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman PSBB DKI Jakarta Jilid II (Event Study LQ-45 Terdaftar BEI). *Edueco*, 3(2), 51–66. <https://doi.org/https://doi.org/10.36277/edueco.v3i2.60>
- Kendal, S. (2015). How to Write a Research Paper. In *Academic Forensic Pathology* (Vol. 1, Issue 3). <https://doi.org/10.23907/2011.038>
- Krismawati, V., Maslichah, & Sudaryanti, D. (2021). Dampak Sars-Cov-2 Terhadap Saham Perusahaan Sub Sektor Perhotelan, Restoran Dan Pariwisata Di Bursa Efek Indonesia Untuk Periode Berakhir Bulan September 2020. *E-Jra*, 10, 146–166.
- KOMPASTV. (2020, March 31). [Full] Update Jumlah Kasus Virus Corona Per 31 Maret 2020 [Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=Bs6aRHCfFYI>
- Larasati, D., & Kelen, L. (2020). Apakah Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) Berdampak Terhadap Average Abnormal Return? (Studi Pada Pasar Modal Indonesia). *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Bisnis*, 11(1), 1–8. <https://ejournal.upi.edu/index.php/mdb/article/view/30829>
- Machmuddah, Z., Utomo, S. D., Suhartono, E., Ali, S., & Ghulam, W. A. (2020). Stock market reaction to COVID-19: Evidence in customer goods sector with the implication for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4), 1–13. <https://doi.org/10.3390/joitmc6040099>
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Madani, M. N., Iskandar, R., & Azis, M. (2020). Capital Market Reaction in Indonesia Stock Exchange to Stock Split Events Reviewed From Abnormal Returns, Trading Volume and Bid-Ask Spreads in Growing and Good Speaking Companies. *Saudi Journal of Business and Management Studies*, 5(7), 428–437. <https://doi.org/10.36348/sjbms.2020.v05i07.007>
- Mailangkay, F., Mangantar, M., & Tulung, J. (2021). Reaksi Pasar Modal Terhadap Penerapan Kebijakan PSBB Pada Industri Perhotelan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 9(3), 640–647.
- McKibbin, W., & Fernando, R. (2020). *The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios*. 1(McKibbin, W., Fernando, R. (2020). The

- Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios. 1, 45.), 45.
- Nurhaliza, S. (2020). *Sembilan Sektor Paling Parah Kena Dampak, No.2 Rugi Hingga USD812 Juta*.
<https://www.google.com/amp/s/www.idxchannel.com/amp/market-news/foto/sembilan-sektor-paling-parah-kena-dampak-no2-rugi-hingga-usd812-juta?espv=1>
- Olivia, S., Gibson, J., & Nasrudin, R. (2020). Indonesia in the Time of Covid-19. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 56(2), 143–174. <https://doi.org/10.1080/00074918.2020.1798581>
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2020 tentang PSBB - Regulasi | Covid19.go.id
- Pratiwi, G., & Wirama, D. (2021). Market Reactions to the Implementation of Large-Scale Social Restrictions Phase 1 in Jakarta. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 5, 227–231. www.ajhssr.com
- Quaye, I., Mu, Y., Abudu, B., & Agyare, R. (2016). Review of Stock Markets' Reaction to New Events: Evidence from Brexit. *Journal of Financial Risk Management*, 05(04), 281–314. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2016.54025>
- Rahman, M. L., Amin, A., & Al Mamun, M. (2021). The COVID-19 outbreak and stock market reactions: Evidence from Australia. *Finance Research Letters*, 38, 101832. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101832>
- Rahmawati, A., Atahau, A., & Sakti, I. (2020). Reaksi Pasar Modal Atas Pemberlakuan Psbb Di Tengah Pandemi Covid 19 (Studi Kasus Perusahaan Sub Sektor Hotel, Restoran dan Pariwisata di *Journal of Banking and Financial* ..., 1(02), 58–66. <https://edumediasolution.com/index.php/jbft/article/view/32>
- Raimundo, J., Echeimberg, J., & Leone, C. (2018). Research methodology topics: Cross-sectional studies. *Journal of Human Growth and Development*, 28(3), 356–360. <https://doi.org/10.7322/jhgd.152198>
- Renner, A. (2011). Does carbon-conscious behavior drive firm performance? *Does Carbon-Conscious Behavior Drive Firm Performance?*, 151–152. <https://doi.org/10.1007/978-3-8349-6224-9>
- Rori, A., Mangantar, M., & Maramis, J. (2021). *Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Pembatasan Sosial Berskala Besar (Psbb) Akibat Covid-19 Pada Industri Telekomunikasi Di Bei*. 9(1), 851–858.
- Saraswati, H. (2020). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Pasar Modal Di Indonesia: *Al-Kharaj : Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 2(2), 109–138. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v2i4.112>
- Sekaran, U. (2017). *Metode Penelitian Untuk Bisnis Pendekatan Pengembangan Keahlian*. Salemba Empat.
- Shen, D., & Zhang, W. (2021). Stay-at-Home Stocks Versus Go-Outside Stocks: The Impacts of COVID-19 on the Chinese Stock Market. *Asia-Pacific Financial Markets*, 28(2), 305–318. <https://doi.org/10.1007/s10690-020-09322-4>
- Shier, R. (2004). *Paired t-tests*.
- Sitthipongpanich. (2011). Understanding the Event Study. *Journal of Business Administration*, 34(130), 59–68.

- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suryanto. (2015). Analysis of Abnormal Return Before and After the Announcement of Investment Grade Indonesia. *International Journal of Business and Management Review*, 3(1), 11–23. www.eajournals.org
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi* (1st ed.). Kanisius.
- Tjandra, R. (2006). Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat Secara Informasi terhadap Pengumuman Inisiasi Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000-2003). *Jurnal Akuntansi Dan Investasi*, 7(2), 175–194. <https://journal.umy.ac.id/index.php/ai/article/view/891>
- Trisnowati, Y., & Muditomo, A. (2021). COVID-19 and Stock Market Reaction in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 22(1), 23–36. <https://doi.org/10.18196/jai.v22i1.8859>
- Werner. (2010). *The Event Study Methodology* (pp. 53–54).
- Wistawan, I. M. A., & Widanaputra, A. A. G. . (2013). Dampak Pengumuman Pemecahan Saham Pada Perbedaan Abnormal Return. *E-Jurnal Akuntansi*, 5(1), 1–16.
- Wu, W., Lee, C. C., Xing, W., & Ho, S. J. (2021). The impact of the COVID-19 outbreak on Chinese-listed tourism stocks. *Financial Innovation*, 7(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00240-6>
- Xiong, H., Wu, Z., Hou, F., & Zhang, J. (2020). Which Firm-specific Characteristics Affect the Market Reaction of Chinese Listed Companies to the COVID-19 Pandemic? *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2231–2242. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1787151>
- Yeager, K. (2013). *SPSS TUTORIALS: ONE SAMPLE T TEST*. <https://libguides.library.kent.edu/SPSS/OneSampletTest#:~:text=One Sample t Test The One Sample t,One Sample t Test is a parametric test.>
- Zaremba, A., Aharon, D. Y., Demir, E., & Kizys, R. (2020). *COVID-19, government policy responses, and stock market liquidity around the world: A note*. January. www.idx.co.id Accessed on August 2021