



ANALYSIS OF STOCK MARKET REACTION TO LARGE-SCALE SOCIAL RESTRICTIONS POLICY ANNOUNCEMENT

ANALISIS REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PENGUMUMAN KEBIJAKAN PEMBATAHAN SOSIAL BERSKALA BESAR

Aliakito Luckman^{1*} , Erly Mulyani²

^{1,2}Universitas Negeri Padang

*Corresponding Author: aliakitoluckman05@gmail.com

INFO ARTIKEL

Histori Artikel:

Tanggal Masuk 1 Januari 2022

Revisi Diterima 15 Juli 2022

Tanggal Diterima 4 September 2022

Tersedia Online 30 September 2022

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

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.

Kata Kunci: Reaksi Pasar Modal, Pembatasan Sosial Berskala Besar, Return Tak Normal.

ABSTRAK


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).

Berkala Akuntansi dan Keuangan Indonesia p-ISSN: 2459-9581; e-ISSN 2460-4496

DOI: 10.20473/baki.v7i2.32492

Open access under Creative Commons Attribution-Non Commercial-Share A like 4.0 International Licence

(CC-BY-NC-SA) 

1. Pendahuluan

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. Covid-19 juga mengakibatkan terganggunya fungsi rantai pasokan global. Kegiatan ekspor dan impor sulit dilakukan karena dibatasinya akses transportasi di seluruh negara. Munculnya kepanikan antara konsumen dengan 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. Akibat tingginya jumlah korban 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.

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.

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. 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 oleh perusahaan dan juga peristiwa yang dipublikasikan sehingga terjadinya reaksi pasar yang cepat, akurat merefleksikan segala informasi yang tersedia (Fama, 1970). Investor akan menginterpretasikan informasi dari sinyal tersebut untuk memutuskan menjual atau membeli saham (Mackinlay, 1997).

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 berhari-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 Tandililin (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. 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).

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 terstandarisasi 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 ini dilakukan pada emiten sub sektor pariwisata, restoran dan hotel. Sub sektor ini merupakan sub sektor yang paling terpukul oleh pandemi Covid-19. Beberapa penelitian terdahulu yaitu Xiong et al (2020), Carter et al (2021), Djalante et al (2020) juga meyakini bahwa perusahaan sub sektor 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 disetiap provinsi.

Kebijakan PSBB telah menyebabkan turunnya jumlah wisatawan asing yang datang ke Indonesia sehingga berimbas ke saham sub sektor 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 Rp1.200 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, penurunan ini juga diikuti oleh 13 emiten lainnya.

Penelitian ini dilakukan dengan metode *event study* atau studi peristiwa untuk melihat bagaimana reaksi pasar modal atas pengumuman kebijakan penerapan PSBB. Penelitian ini

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*).

Penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi investor untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar atas peristiwa non keuangan seperti PSBB, diharapkan juga menjadi acuan investor untuk membuat keputusan berinvestasi dimasa pandemi. Bagi manajemen penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar atas peristiwa non keuangan seperti PSBB serta memotivasi manajemen agar lebih kompetitif terhadap pesaing sehingga dapat menyusun strategi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. 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.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. 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.

2.2. Teori Efisiensi Pasar

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 mempertimbangkan penyebaran informasi yang tidak simetris menuju informasi yang simetris dalam waktu yang sangat cepat sehingga membentuk keseimbangan pasar baru (Hartono, 2017).

Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Fama (1970) menunjukkan bahwa ada tiga kategori efisiensi pasar berdasarkan sifat informasinya yaitu efisiensi pasar bentuk lemah, efisiensi pasar bentuk setengah kuat, dan efisiensi pasar bentuk kuat. Efisiensi pasar bentuk

lemah menjelaskan bahwa harga saham yang diminati saat ini akan tercermin dari informasi historis harga saham di masa lalu (Fama, 1970). Pelaku pasar/investor akan segera mengetahui kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya (Gumanti & Utami, 2002). 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). Informasi yang diberikan untuk umum tidak bisa dijadikan sebagai landasan bagi investor untuk memperoleh return tak normal, sehingga strategi dalam konsep ini tidak menghasilkan manfaat bagi investor. Efisiensi pasar bentuk kuat memiliki bentuk pasar yang ketat dimana harga saham 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 mempengaruhi harga saham dalam pasar ini, sehingga tidak ada individu yang dapat memperoleh return tak normal di suatu periode dari semua kelebihan informasi yang diduplikasinya (Fama, 1970).

2.3. *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 ekspektasi atau disebut sebagai return tak normal yang menjadi gambaran adanya reaksi pasar terhadap beberapa informasi baru (Quaye et al., 2016).

2.4. *Studi Peristiwa (Event Study)*

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. Prosedur untuk menilai kandungan informasi yang mempengaruhi reaksi pasar yaitu pertama dengan menentukan peristiwa dan jendela peristiwa, lalu menyeleksi perusahaan sampel kemudian menentukan jendela estimasi dan

menghitung return tak normal lalu terakhir melakukan prosedur pengujian dengan analisis hasil menggunakan uji signifikansi statistik (Mackinlay, 1997).

2.5. *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 ke pasar 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).

2.6. *Pengembangan Hipotesis*

2.6.1. *Reaksi pasar atas pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar*

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 (Machmuddah et al., 2020).

Pengumuman kebijakan PSBB merupakan peristiwa buruk dari eksternal perusahaan yang informasinya akan cepat diserap oleh pasar sehingga kemungkinan investor akan menerima return tak normal negatif yang 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 yang 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. 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 di sekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).

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

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, cepat membentuk sebuah keseimbangan baru setelah hari peristiwa dan memiliki perbedaan rata rata return tak normal 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. 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.

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

3. Metodologi Penelitian

3.1. Desain dan Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif observasional jenis analitik cross sectional. Studi analitik berusaha untuk membangun hubungan dan asosiasi antara dua atau lebih variabel. Penelitian cross-sectional dilakukan dengan mengamati variabel, apakah variabel itu berupa kasus, individu, atau jenis data lainnya yang dilakukan dalam satu momen yang sama untuk menarik suatu kesimpulan yang kuat berupa fakta dari variabel yang diteliti. Penelitian ini berguna untuk mempelajari prevalensi fenomena tertentu, apakah itu diasumsikan sebagai penyebab atau konsekuensi, atau keduanya, dalam populasi yang ditentukan (Raimundo et al., 2018).

3.2. Definisi Operational Variabel dan Pengukuran

Reaksi pasar didefinisikan sebagai kekuatan untuk mempengaruhi orang atau investor dalam melakukan investasi. Suatu peristiwa dapat diibaratkan sebagai suatu kejutan (*surprise*) atau sesuatu yang tidak diharapkan (*unexpected*). Reaksi pasar diukur dengan return tak normal dimana merupakan kelebihan dari return realisasi atau return realisasi yang terjadi pada return normal. 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. Sebaliknya apabila suatu pengumuman tidak berisikan suatu informasi yang berguna bagi investor maka tidak terdapatnya abnormal dan tidak terjadi reaksi pasar (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

3.3. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah emiten pada sub sektor pariwisata, restoran dan hotel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2020. Sampel penelitian ini adalah 32 emiten pada sub sektor pariwisata, restoran dan hotel yang telah dipilih melalui teknik *purposive sampling* yaitu memilih sampel berdasarkan pertimbangan peneliti yang dilihat dari beberapa kriteria agar sesuai dengan tujuan penelitian. Sampel yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria yaitu:

3.6. Teknik Pengolahan dan Analisis Data

3.6.1. Metode Pengujian

a) Uji reaksi pasar (Return tak normal)

1. Menghitung return realisasi saham harian.

Return realisasi dapat dihitung menggunakan rumus:

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

$R_{i,t}$ = Return 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.

2. Menghitung return harapan saham harian menggunakan market model.

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

$R_{i,t}$ = return harapan 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-i.

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

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

$R_{m,t}$ = Return indeks pasar

$IHSG_{i,t}$ = Indeks harga saham gabungan hari t

$IHSG_{i,t-1}$ = Indeks harga saham gabungan hari t sebelum

3. Menghitung return tak normal:

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

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

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

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

4. Menghitung rata rata return tak normal

$$RRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^k RTN_{i,t}}{k} \text{ (Hartono, 2017)}$$

$RRTN_t$ = rata rata *return* tak normal pada hari ke-t.

$RTN_{i,t}$ = return tak normal untuk saham ke-i pada hari ke-t.

k = jumlah saham yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

5. Menghitung akumulasi return tak normal

$$ARTN_{i,t} = \sum_{a=3}^t RTN_{i,a} \text{ (Hartono, 2017)}$$

$ARTN_{i,t}$ = akumulasi return tak normal saham ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari return tak normal saham ke-i mulai hari awal periode (t3) sampai hari ke-t.

$RTN_{i,a}$ = return tak normal untuk saham ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t3 sampai hari ke -t.

6. Menghitung akumulasi rata rata return tak normal

$$ARRTN_t = \sum_{a=t3}^t RRTN_a \text{ (Hartono, 2017)}$$

$ARRTN_t$ = Akumulasi rata rata return tak normal pada hari k-t

$RRTN_a$ = Rata rata return tak normal pada hari ke-a yaitu mulai dari t3 sampai hari ke-t.

7. Uji Hipotesis

1) Uji Signifikansi Return Tak Normal

Tes signifikansi return tak normal dilakukan dengan *One Sample T-Test*. Pengujian ini menggunakan tingkat signifikansi 5% dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

- a. Jika probabilitas > 0,05 maka H1 ditolak yang artinya tidak terdapat rata rata return tak normal dan akumulasi return tak normal yang signifikan disekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan PSBB tanggal 31 Maret 2020 di Indonesia.
- b. Jika probabilitasnya <0,05 maka H1 diterima yang artinya terdapat rata rata return tak normal dan akumulasi return tak normal yang signifikan disekitar tanggal pengumuman penerapan kebijakan PSBB tanggal 31 Maret 2020 di Indonesia.

2) Uji Perbedaan Rata Rata Return Tak Normal

Pengujian hipotesis dua dilakukan dengan uji statistik *Paired Sample T-Test*. Pengujian ini menggunakan tingkat signifikansi 5% dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

- a. Jika probabilitas >0,05 maka H2 ditolak yang artinya tidak ada perbedaan yang signifikan saat sebelum dan setelah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar tanggal 31 Maret 2020.
- b. Jika probabilitasnya >0,05 maka H2 diterima yang artinya ada perbedaan yang signifikan saat sebelum dan setelah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar tanggal 31 Maret 2020.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat abnormal return yang negatif pada hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB. Hasil pengujian uji T rata rata *return* tak normal dengan menggunakan Microsoft Excel dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.1
Hasil Uji T RRTN

	RRTN	T- Statistik	P-Value	Keputusan
t-3	-0,024862	-2,675924	0,008512	Signifikan
t-2	-0,001563	-0,168221	0,866697	Tidak signifikan
t-1	0,014025	1,509521	0,133839	Tidak signifikan
t0	0,003728	0,401269	0,688948	Tidak signifikan
t+1	0,009597	1,032966	0,303732	Tidak signifikan
t+2	-0,000491	-0,052835	0,957952	Tidak signifikan
t+3	-0,000348	-0,037464	0,970178	Tidak signifikan
N	120			
Sig Level	0,05			
T- Critical	1,980099876			
Stand Dev	0,009290842			

Hipotesis:

H₀: Tidak terdapat rata rata return tak normal dan akumulasi rata rata return tak normal yang signifikan pada hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

H_a: Terdapat rata rata return tak normal dan akumulasi rata rata return tak normal yang signifikan pada hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

Tabel 4.1 menyajikan uji statistik rata rata return tak normal untuk jendela peristiwa t-3 sampai t+3. N 120 merupakan jendela estimasi yang digunakan sebagai acuan return normal. Signifikan level yang digunakan yaitu 5% atau 0,05. T kritikal pengujian ini yaitu 1,980099876 dan standar deviasi untuk uji ini yaitu 0,009290842. Hasil uji T pada tabel 4.1 diatas menjelaskan bahwa dari tujuh hari pengamatan rata rata return tak normal hanya satu hari pengamatan yaitu pada t-3 terdapat rata rata return tak normal yang negatif dan signifikan di hari sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB artinya H₀ ditolak dan H_a diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman ini mulai bocor ke pasar atau sentimen negatif muncul dari investor akibat dampak Covid-19 berupa pembatasan sosial untuk sub sektor pariwisata, hotel dan restoran. Uji T untuk t-2 sampai t+3 tidak memberikan hasil yang signifikan yang mana H₀ diterima dan H_a ditolak yaitu tidak terdapat return tak normal yang signifikan pada hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB, dengan demikian meskipun terdapat satu

hari yang berpengaruh, hal ini tidak dapat membuktikan bahwa terdapatnya rata rata return tak normal negatif dan signifikan selama periode jendela karena mayoritas hasil pengujian pada hari-hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB adalah tidak signifikan.

Tabel 4.2
Hasil Uji T ARRTN (-3,3)

	ARRTN (-3,3)	T-Value	P-value	Keputusan
t-3	-0,024862	-2,675924	0,00851194	Signifikan
t-3,-2	-0,026425	-2,011115	0,046592529	Signifikan
t-3,-1	-0,012400	-0,770546	0,442516151	Tidak signifikan
t-3,0	-0,008672	-0,466678	0,641590893	Tidak signifikan
t-3,1	0,000925	0,044547	0,964543514	Tidak signifikan
t-3,2	0,000435	0,01909592	0,984796834	Tidak signifikan
t-3,3	0,000087	0,00351927	0,99719798	Tidak signifikan
N	120			
Sig Level	0,05			
T- Critical	1,980099876			
Stand Dev	0,009290842			

Tabel 4.2 menyajikan uji T akumulasi rata rata return tak normal untuk jendela peristiwa t-3 sampai t+3 di masing masing sub jendela peristiwa. Hasil uji T menjelaskan bahwa dari tujuh jendela pengamatan akumulasi rata rata return tak normal hanya t-3 dan t-3,-2 terdapat abnormal return yang negatif dan signifikan untuk hari sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB artinya H_0 ditolak dan H_a diterima. Serupa dengan pengujian sebelumnya bahwa hasil ini mengindikasikan pengumuman kebijakan penerapan PSBB mulai bocor ke pasar atau terdapat kemungkinan sentimen negatif dari investor akibat dampak Covid-19 berupa pembatasan sosial untuk sub sektor pariwisata, hotel dan restoran. Uji T untuk t-3,-1, t-3,0, t-3,1, t-3,2 dan t-3,3 tidak memberikan hasil yang signifikan yang mana H_0 diterima dan H_a ditolak yaitu tidak terdapat abnormal return yang signifikan pada hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB, dengan demikian meskipun terdapat dua hari akumulasi rata rata return tak normal yang berpengaruh, hal ini tidak dapat membuktikan bahwa terdapatnya rata rata return tak normal negatif dan signifikan selama periode jendela karena untuk jendela t-3,3 hasil pengujiannya tidak signifikan.

Tabel 4.3
Hasil Uji T ARRTN (-2,2)

	ARRTN (-2,2)	T-Value	P value	Keputusan
t-2	-0,001563	-0,168221	0,86669728	Tidak signifikan
t-2,-1	0,012462	0,948442	0,34484278	Tidak signifikan
t-2,0	0,016190	1,006073	0,31643927	Tidak signifikan
t-2,1	0,025787	1,387768	0,16782282	Tidak signifikan
t-2,2	0,025296	1,217628	0,22579456	Tidak signifikan
N	120			
Sig Level	0,05			
T- Critical	1,980099876			
Stand Dev	0,009290842			

Tabel 4.3 menyajikan uji statistik akumulasi rata rata return tak normal untuk jendela peristiwa t-2 sampai t+2 dimasing masing sub jendela peristiwa. Hasil uji T diatas menjelaskan bahwa tidak terdapatnya akumulasi rata rata return tak normal yang signifikan untuk jendela ini di hari sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB. Hal ini mengindikasikan bahwa kandungan informasi dari pengumuman tidak terlalu kuat sehingga investor tidak begitu bereaksi dengan adanya pengumuman tersebut. Hasilnya adalah Ho diterima dan Ha ditolak yaitu tidak terdapat abnormal return yang signifikan pada hari di sekitar pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

Tabel 4.4
Hasil Uji T ARRTN (-1,1)

	ARRTN (-1,1)	T-Value	P Value	Keputusan
t-1	0,014025	1,509521	0,133839	Tidak signifikan
t-1,0	0,017753	1,351133	0,179238	Tidak signifikan
t-1,1	0,027350	1,699578	0,091845	Tidak signifikan
N	120			
Sig Level	0,05			
T- Critical	1,980099876			
Stand Dev	0,009290842			

Tabel 4.4 di atas menunjukkan hasil uji T akumulasi rata rata return tak normal di jendela peristiwa t-1,1 untuk masing masing sub jendela peristiwa. Akumulasi rata rata return tak normal yang diamati selama t-1, t-1,0 dan t-1,1 secara statistik menghasilkan nilai t yang tidak signifikan sehingga Ha ditolak bahwa terdapat return tak normal yang signifikan disekitar hari pengumuman kebijakan penerapan PSBB dan Ho diterima bahwa tidak terdapat return tak normal yang signifikan disekitar hari pengumuman kebijakan penerapan PSBB. Pengumuman ini memiliki kandungan informasi yang tidak terlalu kuat sehingga investor tidak begitu bereaksi dan tidak banyak berpengaruh pada harga pasar saham.

4.2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang pada hari sebelum dan setelah pengumuman kebijakan penerapan PSBB. Hasil pengujian uji Paired Sample T dengan menggunakan Microsoft Excel dapat dilihat pada Tabel dibawah ini:

Tabel 4.5
Hasil Uji Paired Sample T RRTN

	<i>Sebelum</i>	<i>Sesudah</i>
Mean	0,003548671	0,00355156
Variance	0,001542335	0,001105898
Observations	31	31
Pearson Correlation	-0,1181763	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	30	
t Stat	0,726999601	
P(T<=t) one-tail	0,236430773	
t Critical one-tail	1,697260887	
P(T<=t) two-tail	0,472861547	
t Critical two-tail	2,042272456	

H₀: Tidak terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

H_a: Terdapat perbedaan rata rata return tak normal yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

Tabel 4.5 memberikan hasil pengujian yaitu tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata rata return tak normal sebelum dan setelah pengumuman, hal ini ditandai dengan nilai T statistik lebih kecil dari nilai T kritis, atau nilai p valuenya > 0,05. Hasil dari pengujian ini adalah H_a ditolak dan H₀ diterima yaitu tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

4.3. Pembahasan

4.3.1. *Pasar bereaksi negatif di sekitar hari pengumuman kebijakan penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar yang ditunjukkan dengan rata rata return tak normal dan akumulasi rata rata return tak normal negatif.*

Pengujian terhadap rata rata return tak normal dan akumulasi rata rata return tak normal menghasilkan nilai yang berbeda di hari hari pengujiannya dan tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman kebijakan penerapan PSBB. Hal ini mengindikasikan bahwa hasil secara statistik menolak hipotesis penelitian dimana pasar tidak bereaksi negatif signifikan terhadap

peristiwa yang ditunjukkan dengan tidak terdapatnya return tak normal yang negatif dan signifikan disekitar hari pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

Jika dilihat pada Tabel 4.1 nilai rata-rata abnormal return yang signifikan ditemui pada t-3 pengumuman kebijakan penerapan PSBB terjadi. Ini mungkin terjadi karena ada kebocoran informasi yang diterima oleh beberapa investor dari pihak terkait sehingga tiga hari sebelum pengumuman menjadi kabar buruk. Investor berlomba-lomba menjual sahamnya dan menyebabkan harga saham turun. Motifnya karena investor pada saat itu khawatir akan dampak yang ditimbulkan dari pengumuman kebijakan penerapan PSBB terhadap sub sektor pariwisata, hotel dan restoran sehingga peristiwa ini menjadi kabar buruk bagi investor. Penurunan harga saham diikuti oleh penurunan abnormal return saham (Suryanto, 2015).

Dua hari sebelum pengumuman hingga tiga hari setelah pengumuman rata rata return tak normal memberikan nilai yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa tersebut tidak terlalu mempengaruhi aktivitas investor di pasar modal. Hal ini disebabkan kecenderungan *wait and see* yang dilakukan oleh investor atau pengumuman kebijakan penerapan PSBB yang tidak tersampaikan dengan baik serta keterlambatan penerimaan informasi yang berujung pada keterlambatan reaksi pasar terhadap pengumuman yang disampaikan. Kondisi negara berkembang masih memungkinkan terjadinya keterlambatan penerimaan informasi karena teknologi masih terbatas membuat penyebaran informasi tidak merata. Berbeda dengan negara maju, didukung dengan teknologi tepat guna dan tersedianya akses internet yang memadai sehingga memudahkan mereka untuk mendapatkan informasi dan bereaksi terhadap informasi tersebut dengan cepat (Suryanto, 2015).

Pengujian terhadap akumulasi rata rata return tak normal untuk sub jendela t-3 dan t-3,-2 hasilnya signifikan, sama seperti rata rata return tak normal bahwa hasilnya menjelaskan terdapat kemungkinan bocornya informasi mengenai PSBB ini yang telah diterima oleh investor. Akan tetapi secara keseluruhan nilai akumulasi rata rata return tak normal di tiap jendela peristiwa adalah tidak signifikan. Hasil ini menjelaskan bahwa peristiwa pengumuman kebijakan penerapan PSBB tidak memiliki kandungan informasi yang begitu kuat sehingga membuat investor lambat bereaksi terhadap peristiwa pengumuman ini. Dengan kata lain investor tidak terlalu mengantisipasi adanya informasi baru yang diumumkan ke pasar, sehingga tidak mengubah preferensi investor terhadap keputusan investasinya. Hal ini menunjukkan bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat tidak terdukung pada pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

Adanya asimetri informasi dari investor juga menjadi alasan dari tidak signifikannya hasil penelitian pada peristiwa pengumuman kebijakan penerapan PSBB, dimana penyebaran mengenai informasi ini tidak merata diterima oleh seluruh investor, adanya kemungkinan beberapa investor saja yang mampu memanfaatkan peristiwa ini untuk menghasilkan return tak

normal. Tidak menutup kemungkinan juga adanya investor yang mungkin telah mengantisipasi adanya pengumuman pembatasan yang dikeluarkan oleh pemerintah atau adanya pengumuman lockdown diluar negeri sehingga menimbulkan kecemasan investor di Indonesia dan menyebabkan adanya return tak normal negatif di sepanjang pengumuman Covid-19 hingga pengumuman kebijakan penerapan PSBB.

Hasil pengujian return tak normal pada penelitian ini tidak konsisten dengan beberapa penelitian Rahman et al (2021) yang menjelaskan bahwa pengumuman pandemi Covid-19 memberikan return tak normal yang negatif dan membuktikan bahwa adanya reaksi pasar modal yang negatif disekitar pengumuman pandemi Covid-19 di Australia. Namun hasil ini mendukung penelitian Shen & Zhang (2021) yang mengambil wabah Covid-19 di pasar saham China dimana saham Stay at Home (SAH) tidak ada return tak normal negatif yang signifikan yang diamati pada tanggal peristiwa.

4.3.2. *Perbedaan rata rata return tak normal sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB).*

Pengujian terhadap rata rata return tak normal sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan pembatasan sosial berskala besar (PSBB) memberikan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata rata return tak normal sebelum dan setelah pengumuman. Hal ini menjelaskan bahwa tidak adanya perubahan abnormal return yang diterima investor dari pengumuman kebijakan ini karena investor tidak terlalu memberikan respon dari informasi ini saat masuk ke pasar, sehingga tidak mengubah preferensi investor terhadap keputusan investasinya. Ini membuktikan bahwa respon pasar terhadap pengumuman kebijakan penerapan PSBB tidak terlalu besar atau kandungan informasinya tidak terlalu kuat, sehingga investor tidak begitu bereaksi dengan adanya pengumuman tersebut (Mailangkay et al., 2021).

Penyebab tidak adanya perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan penerapan PSBB juga dikarenakan adanya kebocoran informasi atau investor telah mengantisipasi peristiwa yang ada sebelumnya yaitu pengumuman lockdown di luar negeri yang terlebih dahulu diterima investor, sehingga kebijakan pembatasan sosial untuk sub sektor pariwisata, hotel dan restoran mungkin telah diduga oleh investor (Larasati & Kelen, 2020). Tidak signifikannya hasil ini juga disebabkan oleh bagaimana cara investor menangkap informasi, ada investor yang cepat menangkap informasi dari pengumuman ada juga investor yang lambat menangkap informasi dari suatu pengumuman sehingga tidak terbentuknya suatu keseimbangan pasar baru secara cepat.

Covid-19 juga menyebabkan pasar modal Indonesia berada dalam bayang-bayang ketidakstabilan ekonomi, sehingga investor masih khawatir dengan kondisi yang akan terjadi

selanjutnya. Oleh karena itu pergerakan investor masih dipengaruhi oleh kondisi tersebut. Kecenderungan investor menggunakan strategi *wait and see* juga menjadi salah satu penyebab lambatnya reaksi pasar sehingga tidak dapat memberikan hasil yang signifikan pada interval tiga hari sebelum dan setelah pengumuman (Suryanto, 2015).

Hasil dari pengujian ini sama dengan pengujian sebelumnya bahwa pasar modal di Indonesia belum bisa dikatakan sebagai pasar bentuk efisien setengah kuat secara informasi karena investor tidak bereaksi cepat dan akurat untuk menyerap return tak normal menuju ke harga keseimbangan yang baru. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Ismanto (2020) dimana hasilnya menunjukkan terdapat 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. Penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Mailangkay et al (2021) yang menunjukkan bahwa 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.

5. Kesimpulan

5.1. 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).

5.2. Implikasi Penelitian

5.2.1. 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.

5.2.2. *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.

5.3. *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.

5.4. *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. 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 agar tidak mempengaruhi hasil studi peristiwa.
3. 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, generalized sign test, generalized rank t test dan model pengujian lainnya.

Daftar Pustaka

- 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%2C%20or%20as%20the%20result%20of%20bad%20actors.)
- 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>
- 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>
- 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
- 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. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*.
- 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%2C%20a%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>

- 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.
- 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*. Diperoleh dari <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>
- 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://edumediastudies.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>
- 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>
- 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 Tahun2000-20030. *Jurnal Akuntansi Dan Investasi*, 7(2), 175–194. <https://journal.umy.ac.id/index.php/ai/article/view/891>
- 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>