

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Efficient Market Theory

Teori pasar efisien menjelaskan konsep keterkaitan antara harga saham dengan informasi yang terdapat di dalam pasar. Pasar efisien akan bereaksi terhadap informasi yang tersedia secara tepat dan akurat (Hartono, 2017). Informasi di dalam pasar dapat berupa keseluruhan informasi yang sudah terjadi, informasi saat ini serta informasi berupa opini rasional yang beredar dan dapat menyebabkan perubahan harga saham (Tandelilin, 2017). Konsep dasar teori ini adalah bahwa *expected return* berperan sebagai fungsi dari risiko, artinya semakin tinggi *return* yang diharapkan maka semakin tinggi tingkat risiko yang muncul berdasarkan ketersediaan informasi dalam pasar. Menurut Hartono (2017), efisiensi pada pasar dapat ditinjau dari sisi ketersediaan informasi dan berdasarkan pengambilan keputusan.

a. Efisiensi Pasar secara Informasi

Efisiensi pasar secara informasi diukur melalui hubungan antara harga dan informasi yang tersedia. Bentuk utama dari efisiensi pasar secara informasi dibagi oleh Fama (1970) dalam Hartono (2017) menjadi tiga bentuk, yaitu:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) yang terjadi ketika harga mencerminkan informasi masa lalu secara penuh (*fully reflect*).

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) yang terjadi ketika harga mencerminkan segala bentuk informasi yang dipublikasikan (*fully reflect all publicly information*)
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) yang terjadi ketika harga mencerminkan seluruh informasi, termasuk informasi yang sifatnya privat.

b. Efisiensi Pasar secara Keputusan

Efisiensi pasar secara keputusan akan terbentuk ketika seluruh informasi tersedia serta seluruh pelaku pasar memiliki kemampuan untuk melakukan pengambilan keputusan yang tepat. Perbedaan antara efisiensi pasar secara informasi dan secara keputusan terletak pada faktor kemampuan (kecanggihan) pelaku pasar untuk mengambil keputusan. Efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan ketersediaan informasi, sementara efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan dua faktor, yaitu informasi dan kemampuan (kecanggihan) para pelaku pasar dalam memproses informasi serta pengambilan keputusan berdasarkan informasi tersebut (Hartono, 2017).

Kondisi pandemi COVID-19 merupakan bagian dari informasi yang tersedia di pasar serta menjadi penyebab atas ketidakpastian yang muncul dalam berbagai bidang termasuk ekonomi dan pasar saham. Penelitian sebelumnya menunjukkan ketidakpastian yang tinggi akan mempengaruhi pasar saham (Arbatli *et al.*, 2017) dan mengakibatkan penurunan pengembalian (*return*).

2.2 Signalling Theory

Menurut Hartono (2017) publikasi informasi akan memberikan sinyal kepada investor untuk pengambilan keputusan. Informasi yang diterima akan diinterpretasikan dan dianalisis sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Kondisi pandemi COVID-19 menjadi salah satu bentuk informasi yang akan mempengaruhi pengambilan keputusan bagi berbagai pihak, termasuk investor. Kenaikan kasus dan kematian secara terus menerus dapat menjadi indikasi keterlambatan serta kegagalan dalam penanganan pandemi, hal tersebut dapat memicu ketidakpastian yang berkelanjutan. Menurut Baker *et al.* (2020), salah satu penyebab COVID-19 berdampak lebih kuat pada pasar saham (*stock market*) jika dibandingkan dengan *Spanish Flu* adalah kenyataan bahwa informasi mengenai pandemi ini lebih banyak dan menyebar luas dengan cepat dibandingkan dengan situasi pada saat terjadinya *Spanish Flu*.

Informasi yang dipublikasikan melalui media (cetak dan elektronik) akan menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Pemberitaan dari media dengan reputasi baik akan dipercaya investor sebagai pemberi sinyal yang valid terkait informasi mengenai reaksi saham pada saat krisis yang akan digunakan investor untuk mengevaluasi keputusan (OuYang *et al.*, 2017). Respon atas informasi yang diterima dapat berupa reaksi positif atau negatif. Teori ini memberikan penjelasan mengenai peran informasi sebagai pemberi sinyal dan dasar pengambilan keputusan oleh para investor. Informasi yang dimaksud dalam penelitian ini adalah mengenai

kondisi terkait pandemi COVID-19, terutama perihal kasus dan kematian yang disebabkan oleh COVID-19.

2.3 COVID-19

Penyakit menular yang mewabah dan sedang melanda seluruh dunia selama dua tahun terakhir dikenal sebagai *coronavirus disease* (COVID-19) yang disebabkan oleh virus SARS-CoV-2. Virus tersebut berbentuk seperti mahkota dengan *spike protein* yang menyelimuti permukaannya dan ditemukan pertama kali pada Wuhan Huanan *Seafood Wholesale Market*. Penularan SARS-CoV2 memperlihatkan infektivitas (*infectivity*) yang lebih besar dibandingkan virus corona lain yang menyebabkan SARS dan MERS (WHO, 2021a). Penularan dan penyebaran virus yang sangat cepat ke seluruh dunia menyebabkan penyakit ini ditetapkan sebagai pandemi oleh *World Health Organization* (WHO) pada tanggal 11 Maret 2020. Pada 9 September 2021, total kasus COVID-19 telah mencapai 224.117.770 dengan total kematian hingga 4.622.503 (WHO, 2021b), penyebaran yang terus berlangsung dengan munculnya mutasi virus ini menyebabkan total kasus telah mencapai 426.624.859 kasus dengan kematian mencapai 5.899.578 orang pada 23 Februari 2022. Berbagai cara dilakukan pemerintah di seluruh dunia untuk mengendalikan dan membatasi penyebaran penyakit tersebut antara lain membatasi perjalanan, pembatasan sosial (*social distancing*), menutup sekolah, *café*, restoran dan kegiatan lain yang dapat menyebabkan kerumunan (Toda, 2020). Kebijakan dan cara pemerintah untuk mengendalikan virus tersebut membawa dampak dan kerugian pada

sisi ekonomi namun tetap harus dilakukan karena berkaitan dengan wabah (Alfaro *et al.*, 2020). *Financial Stability Report* yang diterbitkan IMF pada April 2020 mengungkapkan dampak signifikan pandemi pada sistem keuangan dapat mempengaruhi stabilitas keuangan global serta penurunan pasar ekuitas (*equity market*) tercepat dalam sejarah. (IMF, 2020).

Dampak dari penyebaran virus ini telah membawa kerugian ekonomi pada pasar saham di berbagai negara. Hal ini didorong oleh kekhawatiran dan pesimisme investor terhadap pengembalian (*return*) serta pendapatan masa mendatang (*future income*). Kekhawatiran dan pesimisme tersebut telah menciptakan fluktuasi pada pasar saham ((Liu *et al.*, 2020; OuYang *et al.*, 2017). Beberapa penelitian telah memperlihatkan dampak dari pandemi ini, Al-Awadhi *et al.* (2020) menunjukkan bahwa kenaikan pada kasus serta kematian yang diakibatkan virus SARS-CoV-2 berdampak pada pengembalian (*return*) saham semua perusahaan di China. Ashraf (2020) menunjukkan korelasi negatif antara kenaikan kasus COVID-19 dengan *return* saham. Menurut Liu *et al.* (2020) terdapat dampak negatif dari pandemi terhadap pengembalian (*return*) saham pada beberapa negara. Dampak dari penyebaran virus ini beragam tergantung pada sektor dan industri. Industri yang memperoleh imbas terburuk dari pandemi ini di antaranya gas dan minyak bumi, garmen, *automobile*, transportasi dan perhotelan (Schoenfeld, 2020), sementara menurut Goodell (2020) sektor keuangan (bank dan lembaga keuangan lain) turut dipengaruhi oleh pandemi ini lantaran terjadinya kenaikan kredit bermasalah karena

debitur mengalami kerugian serta penarikan deposit dalam jumlah besar pada waktu yang singkat.

2.4 Pasar Modal (*Capital Market*)

Pasar modal didefinisikan sebagai tempat dan sarana pertemuan antara pihak yang membutuhkan dana (dapat berupa perusahaan dan institusi) untuk ekspansi, penambahan modal serta pengembangan usaha. Pasar modal dapat menjadi sumber akan kebutuhan dana jangka panjang yang diperlukan perusahaan dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi (Hartono, 2017). Keberadaan pasar modal memegang peranan penting dalam kegiatan ekonomi karena mampu mendanai kegiatan bisnis (Mugiarni & Wulandari, 2021). Salah satu instrumen yang diperdagangkan pada pasar modal (*capital market*) adalah saham (*stock*). Menurut Younis *et al.* (2020), pasar saham merupakan salah satu komponen ekonomi yang berkaitan erat (langsung) dengan kondisi ekonomi yang sesungguhnya (*the real economy*). Pasar saham merespon informasi dan pemberitaan seperti krisis, bencana, ketidakpastian politik, wabah dan penyakit (Kartal *et al.*, 2021). Kondisi pandemi yang saat ini sedang melanda seluruh dunia turut memberi dampak dan pengaruh pada pasar modal, terutama (dalam penelitian ini) pasar saham. Tabel 2.1 menyajikan persentase perubahan pada indeks saham beberapa negara di dunia ketika WHO secara resmi mengumumkan situasi pandemi COVID-19. Pengumuman tersebut direspon negatif oleh pasar saham pada negara Amerika Serikat, Inggris, Jepang,

Jerman, Indonesia dan Malaysia yang diwakili oleh indeks saham negara masing-masing.

Tabel 2.1 Persentase Perubahan Indeks Beberapa Negara pada Pengumuman Pandemi COVID-19 oleh WHO

Negara	Indeks	Harga Penutupan		Persentase (%)
		11/2/2020	11/3/2020	
Amerika Serikat	NASDAQ	9638,94	7952,05	-21,2133%
Inggris	FTSE 250	21646,02	17339,23	-24,8384%
Jepang	TOPIX Composite	2173,2	1751,3	-24,0907%
Jerman	DAX	13627,84	10438,68	-30,5514%
Indonesia	JKSE	5954,4	5154,1	-15,5274%
Malaysia	KLSE	1551,48	1443,83	-7,4559%

Sumber: Investing.com

2.5 Indeks Saham

Indeks didefinisikan sebagai sebuah ukuran statistik yang memberikan gambaran atas pergerakan harga sekumpulan saham yang telah dipilih berdasarkan kriteria tertentu dengan tujuan mengukur sentimen pasar serta membuat model pengembalian (*return*) investasi, risiko sistematis serta kinerja yang disesuaikan dengan risiko (BEI, *n.d.*). Ukuran statistik ini dapat merefleksikan sentimen yang ada pada pasar melalui pergerakan harga atas komponen yang tergabung didalamnya. Indeks saham dapat menjadi sebuah barometer yang memperlihatkan gambaran secara luas atas kondisi pasar.

2.6 Pengembalian (*Return*)

Pengembalian (*return*) adalah tingkat keuntungan yang diperoleh atau diharapkan dari investasi. Hartono (2017) mengelompokkan pengembalian (*return*) menjadi dua, yaitu:

- a. Pengembalian realisasian (*realized return*) yang didefinisikan sebagai pengembalian yang telah terjadi. Pengembalian yang telah terealisasi ini dapat digunakan sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan dan dasar penentuan atas pengembalian yang diekspektasikan (*expected return*) serta risiko pada masa mendatang.
- b. Pengembalian yang diekspektasikan (*expected return*) didefinisikan sebagai pengembalian yang sifatnya belum terjadi akan tetapi telah diharapkan untuk diperoleh pada masa mendatang.

2.7 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu

No.	Penulis (tahun)	Judul Penelitian	Metodologi Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Al-Qudah & Houcine (2021)	“ <i>Stock Markets Reaction to COVID-19: Evidence from the Six WHO Regions</i> ”	<i>Event study, panel regression</i>	Kasus terkonfirmasi COVID-19 berpengaruh negatif terhadap pengembalian saham.
2.	Liu <i>et al.</i> (2020)	“ <i>The COVID-19 Outbreak and Affected Countries Stock Market Responses</i> ”	<i>Event study</i>	Kasus COVID-19 berdampak negatif signifikan terhadap pengembalian pasar saham pada negara sampel.
3.	Baig <i>et al.</i> (2021)	“ <i>Death, Panic, Lockdown and US Equity Markets: The Case of COVID-19 Pandemic</i> ”	<i>OLS regression</i>	Peningkatan pada kasus serta kematian akibat COVID-19 berpengaruh signifikan terhadap penurunan likuiditas dan stabilitas pasar.
4.	Al-Awadhi <i>et al.</i> (2020)	“ <i>Death and Contagious Infectious Diseases: Impact of the COVID-19 Virus on Stock Market Returns</i> ”	<i>Panel regression</i>	Pertumbuhan yang terjadi pada jumlah kasus serta kematian akibat COVID-19 berpengaruh negatif signifikan pada pengembalian saham seluruh perusahaan di pasar saham China.

Tabel 2.2 Lanjutan

No.	Penulis (tahun)	Judul Penelitian	Metodologi Penelitian	Hasil Penelitian
5.	Ashraf (2020)	<i>“Stock Markets Reaction to COVID-19; Cases or Fatalities”</i>	<i>Panel regression</i>	Pasar saham merespon negatif signifikan atas kenaikan kasus COVID-19, namun merespon negatif tidak signifikan terhadap kasus kematian akibat COVID-19.
6.	Khan <i>et al.</i> (2020)	<i>“The Impact of COVID-19 Pandemic on Stock Markets: An Empirical Analysis of World Major Stock Indices”</i>	<i>OLS regression, conventional t-test, Mann-Whitney test</i>	Pertumbuhan kasus mingguan COVID-19 berdampak negatif terhadap indeks saham negara sampel dalam penelitian ini.
7.	Anh & Gan (2020)	<i>“The Impact of the COVID-19 Lockdown on Stock Market Performance: Evidence from Vietnam”</i>	<i>Panel regression</i>	Peningkatan jumlah kasus COVID-19 berdampak negatif pada pengembalian saham di Vietnam.
8.	Hasan (2020)	<i>“The Impact of the COVID-19 on the Financial Markets: Evidence from China and USA”</i>	<i>Simple regression model</i>	Terdapat hubungan positif signifikan antara kasus terkonfirmasi COVID-19 dengan Shanghai Stock Exchange dan New York Dow Jones dari 1 Maret 2020 hingga 25 Maret 2020.
9.	Mugiarni & Wulandari (2021)	<i>“The Effect of COVID-19 Pandemic on Stock Returns: An Evidence of Indonesia Stock Exchange”</i>	<i>Panel regression</i>	Jumlah kasus dan kematian akibat COVID-19 berpengaruh negatif signifikan terhadap pengembalian saham di Indonesia Stock Exchange pada periode 2 Januari 2020 hingga 31 Desember 2020.

Tabel 2.2 Lanjutan				
No.	Penulis (tahun)	Judul Penelitian	Metodologi Penelitian	Hasil Penelitian
10.	Rahman <i>et al.</i> (2021)	<i>“A Note on the Relationship between COVID-19 and Stock Market Return: Evidence from South Asia”</i>	<i>Panel data analysis, Dumitrescu and Hurlin non-causality test, Robustness checking: Pairwise panel Granger causality test</i>	Kausalitas searah dari kasus COVID-19 terhadap pengembalian pasar saham, penyebaran COVID-19 memiliki pengaruh jangka pendek yang dominan terhadap pergerakan saham pada negara sampel.
11.	Kartal <i>et al.</i> (2021)	<i>“How Main Stock Exchange Indices React to COVID-19 Pandemic: Daily Evidence from East Asian Countries”</i>	<i>Quantile regression</i>	Indikator COVID-19 yang digunakan dalam penelitian: jumlah kasus dan kematian berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks pada negara sampel.
12.	Panjwani & Riaz (2021)	<i>“The Impact of the COVID-19 on Saudi Stock Market Performance Using a Regression Model and Granger Causality Test-Empirical Analysis”</i>	<i>Regression, Granger Causality Test</i>	Saudi Stock Market terkena dampak dari COVID-19 secara signifikan. Penelitian ini juga menggambarkan hubungan satu arah yang terjadi antara <i>new case & new death</i> terhadap pengembalian indeks serta hubungan dua arah yang terjadi antara jumlah kasus dan jumlah kematian terhadap pengembalian indeks.
13.	Abu <i>et al.</i> (2021)	<i>“How Have COVID-19 Confirmed Cases and Deaths Affected Stock Markets? Evidence from Nigeria”</i>	<i>Autoregressive Distributed Lag (ARDL), Canonical Cointegrating Regression (CCR)</i>	Angka pada kasus COVID-19 berpengaruh negatif signifikan pada performa dari pasar saham Nigeria. Kematian akibat COVID-19 berpengaruh positif signifikan terhadap pasar saham dalam jangka panjang.

2.8 Pengembangan Hipotesis

2.8.1 Kasus Terkonfirmasi Positif COVID-19

Peningkatan kasus terkonfirmasi positif COVID-19 pada setiap negara dapat menjadi salah satu informasi yang menimbulkan respon atau reaksi dari pasar. *World Health Organization* (WHO) menyatakan bahwa virus SARS-CoV2 memperlihatkan infektivitas (*infectivity*) yang lebih besar dibandingkan virus corona lain yang menyebabkan SARS dan MERS, hal ini menyebabkan penyebaran virus ini berlangsung dengan sangat cepat.

Tabel 2.3 Tingkat Infeksi COVID-19 dan Wabah Lainnya

	Tingkat Infeksi
Ebola	1,5 - 2,5
MERS	0,42 - 0,92
SARS	3
Seasonal Flu	1,3
COVID-19	1,5 - 3,5

Sumber: *Asian Development Bank Report No. 128*

Tabel 2.3 memperlihatkan tingkat infeksi (*infection rate*) pada beberapa wabah yang pernah terjadi, termasuk COVID-19. Berdasarkan tabel tersebut, COVID-19 memiliki tingkat infeksi yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan wabah yang pernah terjadi sebelumnya. Hal ini didukung data yang diperoleh pada 9 September 2021, total kasus COVID-19 mencapai 224.117.770. Penyebaran dan infektivitas yang terus berlangsung serta munculnya mutasi pada virus ini menyebabkan total kasus telah mencapai 426.624.859 pada 23 Februari 2022 (WHO, 2022).

Menurut teori pasar efisien (*efficient market theory*), ketersediaan informasi yang terdapat di dalam pasar akan mempengaruhi harga saham. Berdasarkan hal tersebut,

informasi berupa jumlah kasus terkonfirmasi positif COVID-19 diduga dapat menjadi pemicu dari reaksi pasar. Penelitian yang dilakukan pada wabah yang pernah terjadi sebelumnya seperti virus influenza H7N9 dan kinerja saham di China memperlihatkan jumlah kasus harian yang meningkat akan berdampak negatif pada indeks pasar (Sun, 2017). Wabah Ebola secara signifikan mempengaruhi saham yang relevan pada pasar Amerika Serikat, dampak terbesar dari wabah ini dikaitkan dengan perusahaan Amerika Serikat yang beroperasi di dalam negeri dan Afrika Barat (Ichev & Marinč, 2018).

Pada penelitian terkait COVID-19, Al-Awadhi *et al.* (2020) menjelaskan bahwa kenaikan kasus serta kematian akibat COVID-19 berdampak pada pengembalian (*return*) saham semua perusahaan di China. Ashraf (2020) menunjukkan korelasi negatif antara kenaikan kasus COVID-19 dengan pengembalian (*return*) saham. Xu (2020) menjelaskan melalui penelitiannya bahwa kenaikan pada kasus COVID-19 akan memberikan pengaruh negatif pada pasar saham secara umum. Penelitian yang dilakukan Hasan (2020) menjelaskan adanya hubungan positif signifikan antara kasus COVID-19 dengan Shanghai Stock Exchange dan New York Dow Jones pada periode penelitian. Waheed *et al.* (2020) pada penelitiannya menjelaskan adanya pengaruh positif signifikan pada pengembalian KSE-100. Hipotesis yang diajukan berdasarkan penelitian terdahulu dan pemaparan tersebut adalah

H1: Pertumbuhan kasus terkonfirmasi positif COVID-19 berpengaruh terhadap pengembalian (*return*) international stock market

2.8.2 Kematian Akibat COVID-19

Kasus kematian pertama dalam pandemi COVID-19 dilaporkan pada 11 Januari 2020 (Pharmaceutical Technology, 2020) dan mencapai 4.640.660 kasus pada 12 September 2021. Pada tahun 2022, tepatnya 23 Februari 2022, jumlah kematian yang disebabkan oleh pandemi ini telah mencapai 5.899.578 orang.

Tabel 2.4 Tingkat Kematian COVID-19 dan Wabah Lainnya

	Tingkat Kematian
Ebola	50%
MERS	34,30%
SARS	10%
Seasonal Flu	0,05%
COVID-19	1% - 3,4%

Sumber: *Asian Development Bank Report No. 128*

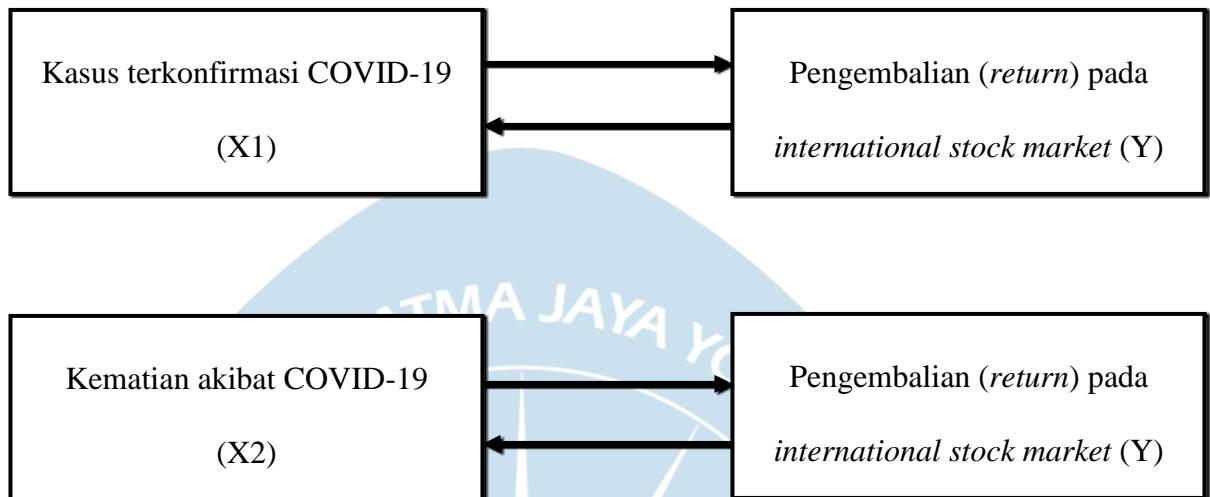
Tabel 2.4 memperlihatkan tingkat kematian akibat COVID-19 yang dipublikasikan *Asian Development Bank* (ADB) pada laporan No. 128, berdasarkan tabel tersebut tingkat kematian COVID-19 lebih rendah jika dibandingkan dengan wabah yang pernah terjadi sebelumnya namun, pada penelitian yang dilakukan atas wabah yang pernah terjadi sebelumnya, variabel kematian memiliki pengaruh pada pasar saham. Burdekin (2021) dalam penelitiannya yang berjudul “*Death and the Stock Market: International Evidence from the Spanish Flu*” menyatakan pasar saham di Eropa dan Amerika Serikat bereaksi negatif signifikan terhadap kenaikan tingkat kematian yang terjadi selama periode terjadinya *spanish flu*. Penelitian yang dilakukan Barro *et al.* (2020) menjelaskan tingginya tingkat kematian pada *spanish*

flu secara signifikan mempengaruhi pasar saham Amerika Serikat dan mengurangi pengembalian saham.

Informasi mengenai pertumbuhan kematian akibat COVID-19 diduga berpengaruh terhadap pengembalian (*return*) pada *stock market*. Pada penelitian sebelumnya yang telah dilakukan terhadap pandemi ini ditemukan beberapa hasil yang berbeda. Menurut Ashraf (2020), pasar saham merespon secara negatif tidak signifikan terhadap kasus kematian COVID-19. Menurut Al-Awadhi *et al.* (2020), pengembalian saham (*stock return*) secara signifikan berhubungan negatif dengan pertumbuhan harian dalam total kasus terkonfirmasi COVID-19 dan pertumbuhan harian dalam total kasus kematian yang disebabkan oleh COVID-19. Penelitian Hasan (2020) menjelaskan bahwa respon pasar saham terhadap pertumbuhan kematian akibat COVID-19 lemah. Penelitian yang dilakukan Abu *et al.* (2021) memperlihatkan hasil yang berbeda pada variabel kematian, hasil dari penelitian yang dilakukan pada pasar saham Nigeria tersebut memperlihatkan angka kematian memiliki hubungan positif signifikan dengan performa pasar saham dalam jangka panjang. Hipotesis yang diajukan berdasarkan pemaparan tersebut adalah

H2: Pertumbuhan kematian akibat COVID-19 berpengaruh terhadap pengembalian (*return*) *international stock market*

2.9 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran