

LAPORAN PENELITIAN

ANOMALI SAHAM KONVENSIONAL DAN SAHAM
SYARIAH DI INDONESIA MENGHADAPI DAMPAK
PANDEMI COVID-19



Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA.

Dr. Diah Pranitasari, SP., MM.

Dr. Faris Faruqi, ME.

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA

JAKARTA

2023

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Anomali Saham Konvensional dan Saham Syariah di Indonesia Menghadapi Dampak Pandemi Covid-19

Peneliti : Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA. NIDN 0019095901
Dr. Diah Pranitasari, SP., MM. NIDN 0315086903
Dr. Faris Faruqi, ME.

Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia (BEI)

Luaran yang Diharapkan : 1. Pemahaman tentang anomali saham dari dampak pandemi Covid-19 di Indonesia
2. Materi kuliah Manajemen Keuangan, Penilaian Bisnis, dan International Corporate Finance.
3. Paper untuk diterbitkan di jurnal nasional/internasional.

Biaya Total : Rp
- STEI : Rp
- Sumber lain : -

Jakarta, 18 Oktober 2023

Peneliti

(Dr. M. Anhar, M.Si.,Ak.,CA.)

NIDN 0019095901

Mengetahui,
Kepala Bagian Penelitian

(Dr. Rimi Gusliana Mais)

NIDN 0315087401



Menyetujui,
Wakil Ketua IV

(Drs. Jusuf Haryanto, M.Sc.)

NIDN 0325036001

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL		i
HALAMAN PENGESAHAN		ii
BAB I	PENDAHULUAN	
1.1.	Latar Belakang Masalah	4
1.2.	Identifikasi Masalah	8
1.3.	Pembatasan Masalah	8
1.4.	Rumusan Masalah	9
1.5.	Tujuan dan Kontribusi Penelitian	9
BAB II	KAJIAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN	
2.1.	Landasan Teori	12
2.1.1.	Saham dan Pasar Modal	12
2.1.2.	Analisis Saham Fundamental	14
2.1.3	Indeks Harga saham	17
2.1.4.	Imbalan Investasi Saham	19
2.1.5.	Risiko Investasi Saham	22
2.2.	Penelitian Terdahulu	24
2.3.	Hubungan Antar Variabel Penelitian	30
2.3.1.	Indeks dan Imbalan Investasi Saham	30
2.3.2.	Kerentanan dan Ketangguhan	31
2.4.	Kerangka Pemikiran	31
2.5.	Hipotesis Penelitian	32
BAB III	METODE PENELITIAN	
3.1.	Lokasi dan Waktu Penelitian	33
3.2.	Populasi	33
3.3.	Rancangan Penelitian	33
3.4.	Tahapan Penelitian	33
3.5.	Operasionalisasi Variabel Penelitian	35
3.6.	Pengumpulan Data	36
3.7.	Pengolahan Data dan Analisis	36
3.7.1.	Perhitungan Nilai Variabel	36
3.7.2.	Analisis Statistik Deskriptif	37

3.8.	Hipotesis Penelitian dan Hipotesis Statistik	37
3.9.	Uji Hipotesis	38
3.10.	Jadwal Kegiatan	38
3.11.	Biaya Penelitian	39
BAB IV	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1.	Gambaran Pasar Saham Syariah di Indonesia	40
4.2.	Data Nilai-Nilai Variabel	40
4.3.	Analisis Statistik Deskriptif	43
4.4.	Uji Hipotesis	44
4.4.1.	Uji Hipotesis Perbedaan Imbalan Investasi di Masa Pra-Pandemi	45
4.4.2.	Uji Hipotesis Perbedaan Imbalan Investasi di Masa Pandemi	46
4.4.3.	Uji Hipotesis Perbedaan Imbalan Investasi Pasca-Pandemi	46
4.5.	Hasil Penelitian dan Pembahasan	48
4.5.1.	Deskripsi Imbalan Investasi	48
4.5.2.	Deskripsi Perubahan Imbalan Investasi	49
4.5.3.	Hasil Analisis Inferensial (Uji Hipotesis)	50
BAB V	SIMPULAN DAN SARAN	
5.1.	Simpulan	51
5.2.	Saran-saran	52
5.2.1.	Saran Untuk Penelitian Berikutnya	52
5.2.2.	Saran Untuk Pemangku Kepentingan Pasar saham	52
PENUTUP		54
REFERENSI		55
LAMPIRAN – UJI HIPOTESIS		57

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Sistem perekonomian Indonesia terdiri dari sektor riil dan sektor keuangan. Dalam sektor keuangan terdapat pasar modal. Menurut *Worldometers.info* Jumlah penduduk di Indonesia menncapai lebih 281 juta jiwa di tahun 2023 (<https://kalteng.pikiran-rakyat.com/nasional/diunduh-11-Juli-2023>). Dengan jumlah penduduk sebesar itu Indonesia sangat potensial bagi pengembangan pasar keuangan, baik pasar modal maupun pasar uang. Investasi saham di pasar modal merupakan bagian dari sektor keuangan yang mempunyai peranan sangat penting bagi perekonomian nasional. Investasi saham terus berkembang, baik jumlah saham tercatat, jumlah perusahaan/emitan, maupun nilai kapitalisasi pasarnya, seperti tampak dari data di bawah ini:

Keterangan	Seluruh Saham	Saham Syariah	Kontribusi
Nilai kapitalisasi pasar	Rp 9.459,174 trilyun	Rp 4.562,904 trilyun	48,24%
Jumlah saham tercatat	871 saham	574 saham	65,90%
Jumlah emiten	868 perusahaan	574 perusahaan	66,13%

Sumber: idx.co.id

Data pertengahan tahun 2023 di atas menunjukkan peranan atau kontribusi saham syariah dalam perkembangan pasar modal di Indonesia. Hampir 50% nilai kapitalisasi pasar, sekitar 66% jumlah saham tercatat dan jumlah emiten adalah kontribusi dari saham syariah.

Tujuan investor dalam investasi saham pada umumnya adalah memperoleh imbalan investasi (*return*) sebesar-besarnya dengan risiko (*risk*) tertentu yang telah diperhitungkan. Imbalan investasi menjadi indikator bagi peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus tolok ukur prospek saham perusahaan. Imbalan investasi saham dapat berupa keuntungan modal (*Capital Gain*) dan bagian laba (*Dividen*). Bagi investor jangka pendek perolehan imbalan investasi saham dari unsur keuntungan modal menjadi tujuan utama, sehingga selalu menjadi perhatian. Keuntungan modal diperoleh melalui perubahan harga pasar saham (HPS) atau indeks harga saham (IHS) perusahaan individual.

Sebelum mengambil keputusan investasi, investor saham melakukan analisis tentang potensi imbalan investasi dan risiko investasi saham. Analisis saham terdiri dari analisis fundamental, dan analisis teknikal. Dengan analisis fundamental investor berusaha memprakirakan potensi imbalan investasi saham melalui nilai-nilai faktor fundamental

perusahaan (kinerja keuangan perusahaan emiten yang diukur dari ratio-ratio keuangannya). Dengan analisis teknikal investor berusaha memprakirakan potensi imbalan investasi saham melalui nilai-nilai faktor teknik saham (kinerja saham selama beberapa periode pengamatan yang diukur dari fluktuasi indeks, imbalan investasi, dan risiko investasi saham). Dengan analisis imbalan investasi investor berusaha memperhitungkan potensi imbalan investasi masa depan, dengan analisis risiko investor berusaha memperhitungkan risiko investasi masa depan. Kedua analisis dilakukan berdasarkan data fluktuasi imbalan investasi selama beberapa periode pengamatan.

Sebelum memilih perusahaan yang akan dijadikan obyek investasi saham, investor perlu melakukan upaya pemilihan sektor industri diantara sektor-sektor industri dan jenis saham (konvensional dan syariah) yang ada di pasar. Idealnya saham-saham sektor industri, saham konvensional dan saham syariah yang dipasarkan mempunyai nilai fundamental (kinerja keuangan sektoral), teknikal (kinerja saham sektoral) dan risiko investasi sektoral yang relatif sama. Namun kenyataannya di pasar saham tidaklah demikian, terutama berkaitan dengan saham konvensional dan saham syariah. Beberapa fenomena yang ada di pasar antara lain menunjukkan :

1. Kinerja keuangan perusahaan/emiten, kinerja saham (indeks harga saham, imbalan investasi, dan risiko investasi) pada saat yang sama berbeda antara saham konvensional dan saham syariah.
2. Kinerja keuangan perusahaan/emiten dan kinerja saham konvensional dan saham syariah berfluktuasi dari waktu ke waktu.
3. Berkaitan dengan adanya pandemi Covid-19, pasar saham pun terkena dampak, diantaranya pada indeks harga, imbalan investasi dan risiko investasi saham, baik pada saham konvensional maupun saham syariah.

Fenomena terakhir ini sangat menarik perhatian. Pandemi covid-19 masuk di Indonesia dinyatakan secara resmi oleh Presiden pada hari Senin, 2 Maret 2020. “Presiden mengumumkan dua kasus pertama Covid-19. Dua kasus itu adalah seorang ibu berusia 64 tahun beserta putrinya yang berumur 31 tahun” (<https://nasional.kompas.com/read/2022/03/02/10573841/2-maret-2020-saat-indonesia-pertama-kali-dilanda-covid-19.>). Pernyataan resmi ini merupakan awal periode pandemi, karena pengumuman tersebut segera diikuti dengan pembatasan kegiatan masyarakat. Akhir periode pandemi ditandai dengan pencabutan pembatasan kegiatan masyarakat yang dinyatakan secara resmi oleh Presiden pada hari Jum’at tanggal 30 Desember 2022, sehingga awal Januari 2023 menjadi awal periode pasca-pandemi. (<https://setkab.go.id/presiden-jokowi-umumkan-pencabutan-kebijakan-ppkm/>). Dari aspek

ekonomi, pembatasan kegiatan masyarakat dan pencabutan pembatasan kegiatan masyarakat menandai awal dan akhir periode pandemi covid-19, karena kedua hal itu menimbulkan dampak ekonomi yang signifikan, termasuk dampak yang terjadi di pasar saham (<https://www.djkn.kemenkeu.go.id/artikel/baca/16064/Pandemi-Covid-19-Dan-Menurunnya-Perekonomian-Indonesia.html>).

Pandemi Covid-19 menimbulkan dampak di berbagai bidang, termasuk bidang ekonomi. Pasar modal sebagai bagian dari sistem ekonomi tidak kebal dari dampak pandemi, tidak terkecuali pasar saham sebagai bagian dari pasar modal. Dampak pandemi terhadap pasar saham dapat dilihat dari volume perdagangan/transaksi, harga saham, indeks saham, imbalan investasi investasi, dan risiko investasi, baik saham-saham individual, saham gabungan sektoral, maupun gabungan saham keseluruhan, baik saham konvensional maupun saham syariah.

Dampak pandemi terhadap pasar saham tidak lepas dari pengamatan para peneliti baik di Indonesia maupun di negara lain. Tentang dampak pandemi terhadap pasar saham di Indonesia terdapat beberapa hasil penelitian. Siswantoro (2020) dalam penelitiannya menyatakan bahwa adanya Covid-19 yang melanda Indonesia sejak 2 Maret 2020 cukup berpengaruh terhadap penurunan harga saham dan total saham yang diperdagangkan pada perusahaan perhotelan, restoran dan pariwisata. Latifah et al. (2021) mengatakan bahwa saham INAF dan KAEF mengalami kenaikan harga tinggi dalam masa pandemi. Penelitian Nurmasari (2020) menunjukkan bahwa harga saham mengalami penurunan dibandingkan sebelum adanya kasus Covid-19, sedangkan volume transaksi saham sesudah pengumuman menunjukkan nilai yang meningkat. Penelitian-penelitian lain dengan hasil temuan yang berbeda-beda juga dilakukan oleh Sebo & Nafi (2020), Widyarti et al. (2021), Winanti (2021) dan lain-lain.

Penelitian Tambunan (2020) menunjukkan bahwa di masa pandemi Covid-19, para investor tetap dapat memperoleh keuntungan dalam berinvestasi saham apabila setiap keputusan yang dilakukan investor tersebut didukung oleh perhitungan yang matang. Dikatakan bahwa saham-saham sektor industri konsumen, sektor telekomunikasi dan sektor kesehatan merupakan saham-saham yang dapat menjadi pilihan investor di masa pandemi Covid-19.

Dari internasional terdapat beberapa penelitian yang relevan. Alam et al. (2020) dalam hasil penelitiannya menyatakan:

“The findings of the study show that on the day of announcement, the indices for food, pharmaceuticals and healthcare exhibit impressive positive returns. Following the announcement, the telecommunications, pharmaceuticals and healthcare sectors exhibit

good performance, while poor performance is demonstrated by the transportation industry”

(Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pada hari pengumuman, indeks-indeks untuk sektor makanan, farmasi dan produk kesehatan menunjukkan kinerja bagus, sementara kinerja buruk ditunjukkan oleh industri transportasi).

Bash (2020) yang melakukan penelitian pasar modal internasional menyatakan: *“international stock market (30 countries) returns experience a downwards trend as well as significant negative returns following the Covid-19 outbreak”* (imbangan investasi pasar saham internasional di 30 negara mengalami tren penurunan dan imbalan investasi negatif signifikan sebagai dampak pandemi Covid-19).

Penelitian Khanthavit (2020) menyatakan:

“The results show that foreign investors’ abnormal trading volume is negative and significant. An analysis of the abnormal trading volume with stock returns reveals that foreign investors are not positive-feedback investors, but rather, they self-herd”

(Hasil penelitian menunjukkan bahwa volume perdagangan abnormal investor asing negatif dan signifikan. Analisis volume perdagangan abnormal dengan imbalan investasi saham menunjukkan bahwa investor luar asing bukan investor yang “positive feed-back”, mereka mengikuti kemauan sendiri).

Masih banyak penelitian luar negeri yang menghasilkan temuan yang berbeda-beda. Sayangnya dari penelitian-penelitian di atas tidak ada yang membandingkan antara saham syariah dan saham konvensional.

Dampak pandemi Covid-19 terhadap imbalan investasi saham ini menarik untuk diteliti. Analisis kerentanan (sensitivitas) dan pemulihan (recovery) saham merupakan bagian dari analisis saham fundamental saham, dalam hal ini saham syariah dan saham konvensional (selanjutnya akan disebut kelompok saham). Analisis saham adalah analisis yang bertujuan untuk mengetahui dan membandingkan prospek saham antar kelompok saham (konvensional dan syariah). Gunanya adalah untuk memilih kelompok saham yang akan dijadikan objek investasi, sebelum memilih saham individual/perusahaan, apakah akan memilih saham syariah atau saham konvensional.

Penurunan imbalan saham ketika pandemi melanda menunjukkan kerentanan, sementara kenaikan kembali imbalan saham ketika pandemi berakhir menunjukkan pemulihan. Tingkat kerentanan dan pemulihan saham menunjukkan ketangguhan saham menghadapi dampak pandemi. Fenomena perbedaan tingkat kerentanan dan pemulihan antara kedua kelompok saham terhadap dampak pandemi Covid-19 menimbulkan keinginan-tahuan. Pelaku pasar saham yang aktif dan rasional membutuhkan berbagai informasi, tidak terkecuali informasi tentang tingkat kerentanan dan pemulihan saham. Informasi tersebut menarik untuk diteliti,

diketahui, dan selanjutnya diinformasikan kepada masyarakat, terutama masyarakat pelaku pasar saham. Berdasarkan informasi tersebut para pelaku pasar saham dapat menggunakannya untuk mengambil keputusan dalam bertindak di pasar, baik sebagai emiten, perantara, pedagang, manajer investasi, analisis, maupun investor, terutama dalam upaya memilih kelompok saham sebagai sasaran investasi saham.

Selain itu, bagi pemerintah sebagai pemangku kepentingan dan regulator ekonomi nasional, tentunya menginginkan kedua kelompok saham berkembang dengan baik di pasar modal, karena semua kelompok saham penting bagi perekonomian nasional. Jika semua saham berkembang baik maka perekonomian nasional pun berkembang baik. Perbedaan kondisi antara saham konvensional dan saham syariah tentunya menjadi perhatian pemerintah dan menjadi kepentingan untuk meningkatkan ketangguhan saham yang kurang baik.

1.2. Identifikasi Masalah

Dari uraian dalam latar belakang penelitian di atas dapat diidentifikasi masalah-masalah seputar investasi saham syariah sebagai berikut :

1. Kurangnya pengetahuan investor tentang perlunya melakukan pemilihan kelompok saham (konvensional dan syariah) sebagai obyek investasi saham sebelum melakukan investasi.
2. Kurangnya pengetahuan investor tentang cara melakukan perbandingan kelompok saham sebagai obyek investasi saham sebelum melakukan investasi.
3. Kurangnya pengetahuan investor tentang faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam pemilihan kelompok saham untuk dijadikan obyek investasi saham.
4. Para pelaku pasar saham berkepentingan untuk mengetahui tingkat kerentanan dan pemulihan kedua kelompok saham dari dampak pandemi Covid-19.
5. Pemerintah berkepentingan meningkatkan ketangguhan saham dengan menekan tingkat kerentanan dan meningkatkan tingkat pemulihan saham dari dampak pandemi Covid-19.
6. Pemerintah berkepentingan untuk meningkatkan ketangguhan saham yang kurang baik agar kedua kelompok saham berkembang baik sehingga mendukung perkembangan ekonomi nasional.

1.3. Pembatasan Masalah

Dari identifikasi masalah yang telah dikemukakan tampak bahwa subjek dan objek penelitian yang berkaitan dengan investasi saham cukup luas. Oleh karena itu agar lebih fokus dan terarah, dalam penelitian dilakukan pembatasan. Hal-hal di luar masalah yang diteliti

kiranya dapat dilakukan, dilanjutkan dan dikembangkan penelitiannya oleh peneliti-peneliti lain.

Dari masalah-masalah yang diidentifikasi dalam kaitannya dengan isu saham dan dampak pandemi Covid-19, penelitian ini dibatasi pada masalah variable-variabel yang biasa menjadi perhatian para investor saham, yaitu kerentanan dan pemulihan saham konvensional dan saham syariah dari dampak pandemi Covid-19. Pembatasan yang dimaksud adalah :

1. Imbalan investasi difokuskan pada keuntungan modal (capital gain) saham.
2. Kerentanan saham difokuskan pada penurunan imbalan investasi saham sebagai dampak pandemi Covid-19.
3. Pemulihan saham difokuskan pada kenaikan imbalan investasi saham ketika pandemi Covid-19 usai.
4. Selain variabel yang diteliti, periode pengamatan juga dibatasi selama 3 periode, yaitu periode pra-pandemi (Maret 2019 – Februari 2020), periode pandemi (Maret 2020 – Desember 2022), dan pasca-pandemi (Januari – September 2023), secara keseluruhan selama 55 bulan.

1.4. Rumusan Masalah

Dari identifikasi dan pembatasan masalah di atas, masalah penelitian ini dirumuskan dalam bentuk pertanyaan: Apakah ada perbedaan tingkat kerentanan dan tingkat pemulihan antara saham syariah dan saham konvensional dari dampak pandemi covid-19 ? Pertanyaan tersebut dirinci/dispesifikasi menjadi pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah ada perbedaan tingkat imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah di masa pra-pandemi ?
2. Apakah ada perbedaan tingkat imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah di masa pandemi ?
3. Apakah ada perbedaan tingkat imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah pasca-pandemi ?
4. Apakah ada perbedaan tingkat penurunan imbalan antara saham syariah dan saham konvensional sebagai dampak pandemi ?
5. Apakah ada perbedaan tingkat kenaikan imbalan antara saham syariah dan saham konvensional setelah pandemi berakhir ?

1.5. Tujuan dan Kontribusi Penelitian

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengetahui tingkat kerentanan dan pemulihan saham konvensional dan saham syariah dari dampak pandemi covid-19. Sesuai dengan rumusan masalahnya, tujuan penelitian ini dirinci/dispesifikasi sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui perbedaan tingkat imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah di masa pra-pandemi.
2. Untuk mengetahui perbedaan tingkat imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah di masa pandemic.
3. Untuk mengetahui perbedaan tingkat imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah pasca-pandemi.
4. Untuk mengetahui perbedaan tingkat kerentanan antara saham syariah dan saham konvensional sebagai dampak pandemic.
5. Untuk mengetahui perbedaan tingkat pemulihan antara saham syariah dan saham konvensional setelah pandemi berakhir.

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi praktis dan akademis. Manfaat praktis yang dimaksud adalah sebagai berikut :

1. Sebagai informasi bagi perusahaan-perusahaan sebagai emiten saham mengenai tingkat kerentanan dan pemulihan sahamnya sehingga dapat dimanfaatkan untuk memahami posisinya di pasar.
2. Sebagai informasi bagi lembaga-lembaga pemerintah pemangku kepentingan (seperti BEI, Bapepam, Kemenperindag, Kemeninvest, Kemenkeu) tentang kondisi kedua kelompok saham di pasar modal, sehingga dapat dimanfaatkan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan pembinaan/pengembangan.
3. Sebagai referensi bagi investor atau calon investor untuk memilih kelompok saham konvensional atau syariah sebagai obyek investasi saham.
4. Sebagai informasi bagi para analis saham, konsultan keuangan, dan manajer investasi tentang imbalan investasi, ketangguhan (kerentanan dan pemulihan) kedua kelompok saham sehingga dapat memberikan saran/jasa konsultasi kepada para nasabahnya dengan lebih baik.
5. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi para pelaku pasar saham pada umumnya untuk melakukan langkah-langkah antisipasi terhadap perubahan situasi dan kondisi yang berkaitan dengan imbalan investasi, kerentanan dan pemulihannya dari dampak pandemi.

Sedangkan manfaat akademis hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah khasanah ilmu pengetahuan yang bermanfaat untuk :

1. Perkembangan teori tentang investasi, khususnya investasi saham.
2. Perkembangan teori yang berkenaan dengan imbalan investasi, kerentanan, dan pemulihan saham konvensional dan syariah.
3. Pengembangan penelitian lebih lanjut tentang hal-hal yang berhubungan dengan isu saham.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Saham dan Pasar Modal

Dalam manajemen keuangan, keputusan investasi sangatlah penting. Calon investor akan mengalokasikan dananya untuk investasi dengan harapan akan memperoleh keuntungan di masa datang. Pengertian investasi sendiri adalah: penanaman modal, biasanya dalam jangka panjang untuk pengadaan aktiva lengkap atau pembelian saham-saham dan surat berharga lain untuk memperoleh keuntungan (<https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/Pages/Pengelolaan-Investasi.aspx>); kemauan seseorang untuk mengalokasikan sejumlah uang tertentu sekarang untuk memperoleh penerimaan di masa depan (Reilly, Brown & Leeds; 2019); komitmen akan uang atau sumberdaya lain saat ini dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa depan (Bodie et al., 2021); komitmen akan uang saat ini untuk suatu periode waktu dalam rangka memperoleh pembayaran di masa depan yang mengkompensasi investor untuk (1) waktu selama dana terikat, (2) tingkat inflasi yang diperkirakan selama periode waktu terikat, dan (3) ketidak-pastian pembayaran di masa depan (Reilly, Brown, Gunashingham, Lamba & Elston; 2019); penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan (Kamus Besar Bahasa Indonesia, KBBI). Dari pendapat beberapa ahli tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi adalah komitmen penggunaan dana untuk objek tertentu dengan tujuan agar nilai objek tersebut selama jangka waktu investasi akan meningkat dan memberikan imbalan investasi bagi investor.

Dalam berinvestasi di pasar modal, seorang investor dapat memilih investasi saham atau surat berharga lain. Jika memilih investasi saham, maka investor akan masuk ke pasar saham. Pasar saham merupakan segmen pasar modal dimana instrumen yang diperdagangkan adalah saham. Pasar saham resmi (organised) di Indonesia adalah Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berlokasi di Jakarta dengan sistem on-line yang digunakannya. Jadi istilah “masuk ke pasar saham” tidak berarti harus datang secara fisik ke gedung BEI, cukup dengan masuk ke sistemnya. Semua aktivitas investasi dapat dilakukan secara on-line.

Saham dapat didefinisikan sebagai bukti kepemilikan perusahaan, pemilik saham suatu perusahaan disebut sebagai pemegang saham, merupakan pemilik perusahaan (Husnan, 2017); *common stock, or equity, represents an ownership share in the corporation* (saham biasa atau ekuitas, menunjukkan suatu kepemilikan dalam korporasi) (Bodie et al., 2021); pemilik suatu saham mempunyai hak dalam kepemilikan perusahaan sebesar persentase kepemilikan sahamnya. Sistem kepemilikan saham di Indonesia (BEI) saat ini tanpa menggunakan warkat (saham tanpa warkat) dimana bentuk kepemilikan tidak lagi berupa lembaran saham yang tercantum nama pemiliknya, tetapi sudah berupa akun/rekening elektronik atas nama pemilik sehingga penyelesaian transaksi menjadi lebih mudah dan cepat.

Di pasar terdapat dua macam saham, yaitu saham biasa (*Common Stock*) dan saham preferen (*Preferred Stock*). Saham Biasa, Sekuritas Penyertaan, Sekuritas Ekuitas, atau Ekuitas menunjukkan bagian kepemilikan di sebuah perusahaan yang berbadan hukum perseroan terbatas. Tiap lembar saham biasa mewakili satu suara dalam rapat pemegang saham. Saham biasa mempunyai hak/klaim atas hasil operasi (*dividend*) setelah bunga dan pajak dibayarkan, hak atas aset sisa likuidasi setelah hak pihak lain dibayarkan, dan kewajiban terbatas sebesar nilai investasinya. Besarnya dividen ditetapkan dalam rapat pemegang saham dan tidak merupakan jumlah yang tetap (bisa besar, kecil, bahkan nol, tergantung hasil rapat). Saham Preferen juga merupakan sekuritas ekuitas tetapi mempunyai sifat (*fitur*) ganda (sekuritas ekuitas dan sekuritas hutang). Disebut mempunyai sifat/fitur ekuitas, dimana saham preferen merupakan tanda kepemilikan atas perusahaan dan mempunyai hak atas aset dan dividen. Disebut mempunyai sifat/fitur hutang, dimana saham preferen tidak memiliki hak suara dan besarnya dividen merupakan jumlah tetap seperti bunga hutang, bahkan bisa bersifat kumulatif dan partisipatif.

Perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk berbagai keperluan. Salah satu cara yang ditempuh untuk memenuhi kebutuhan modal jangka panjang adalah penerbitan saham dan menjualnya melalui pasar saham (bursa efek). Di pasar saham terdapat pasar perdana (*Primary market*) dan pasar sekunder (*Secondary market*). Bodie et al. (2021) menjelaskan : Pasar perdana adalah pasar dimana sekuritas yang baru diterbitkan dipasarkan ke publik, sedangkan Pasar sekunder adalah pasar dimana para investor memperdagangkan sekuritas yang ada di tangan mereka di antara mereka. Dana diperoleh emiten (perusahaan berbentuk perseroan yang menerbitkan saham) melalui penjualan sekuritas saham sebagai hasil perdagangan saham perusahaan di Pasar Perdana dan prosesnya disebut *Initial Public Offering* (IPO). Setelah saham terjual di pasar perdana, kemudian sekuritas diperjual-belikan oleh investor di Pasar Sekunder. Dengan adanya pasar sekunder investor dapat melakukan perdagangan sekuritas

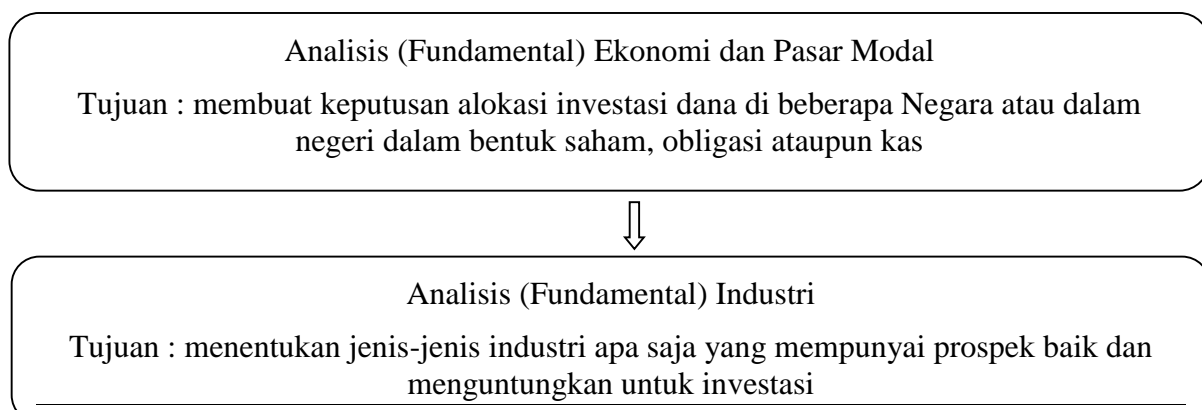
untuk memperoleh keuntungan modal (*Capital Gain*), yaitu selisih harga jual dengan harga belinya. Transaksi yang terjadi di pasar sekunder hanya antar investor, tidak melibatkan emiten lagi, dengan demikian tidak memberikan tambahan dana bagi emiten.

Meskipun tidak memberikan tambahan dana bagi emiten, tetapi perdagangan di pasar sekunder sangat menentukan likuiditas sekuritas di pasar. Jika para investor merasa pesimis terhadap sekuritas yang dijual di pasar sekunder, maka investor akan enggan atau ragu-ragu untuk membeli sekuritas tersebut yang kemudian membuat sekuritas tersebut kurang laku dijual (illikuid) dan harga pasarnya turun. Sebaliknya jika para investor merasa optimis terhadap sekuritas yang dijual di pasar sekunder, maka investor akan berkeinginan kuat untuk membeli sekuritas tersebut yang kemudian membuat sekuritas tersebut laku di pasar (likuid) dan harga pasarnya naik. Kenaikan/peurunan harga pasar saham berarti pula kenaikan/penurunan nilai perusahaan dan nilai kekayaan pemegang saham.

Investasi saham memberikan imbalan investasi yang dapat diperoleh investor selama masa kepemilikannya. Imbalan investasi selama masa kepemilikan (*Holding-period return, HPR*) terdiri dari dua unsur, yaitu unsur bagian laba (*dividen yield*) dan keuntungan modal (*capital gain*) (Bodie et al., 2021). Dividen adalah bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham yang bisa berupa dividen tunai atau dividen saham. Sedangkan keuntungan modal adalah keuntungan yang terbentuk dari aktivitas perdagangan di pasar sekunder berupa kenaikan harga pasar sekuritas.

2.1.2. Analisis Saham Fundamental

Analisis saham fundamental dalam arti luas meliputi analisis (1) faktor fundamental ekonomi makro, (2) faktor fundamental industri, dan (3) faktor fundamental keuangan perusahaan. Analisis fundamental yang bertahap ini masing-masing tahapannya disebut Analisis (Fundamental) Ekonomi, Analisis (Fundamental) Industri, dan Analisis (Fundamental) Perusahaan (Tandelillin, 2019). Tandelillin (2019) menjelaskan bagaimana analisis fundamental dilakukan secara *top-down* dengan urutan sebagai berikut :





Analisis (Fundamental) Perusahaan

Tujuan : menentukan perusahaan-perusahaan apa dalam industri terpilih yang mempunyai prospek baik dan menguntungkan untuk investasi

ada di pasar.

2. Analisis industri untuk mengetahui jenis-jenis industri apa yang lebih layak dipilih untuk investasi.
3. Analisis perusahaan untuk menentukan saham perusahaan apa saja yang layak dipilih diantara saham-saham dalam industri terpilih.

Prospek perusahaan erat kaitannya dengan ekonomi secara luas/global. Oleh karena itu analisis fundamental harus memperhatikan lingkungan bisnis dimana perusahaan beroperasi. Bagi banyak perusahaan ekonomi makro dan lingkungan industri bisa mempunyai pengaruh lebih besar terhadap perusahaan daripada kinerja relatif perusahaan dalam industrinya. Oleh karena itu para investor perlu memiliki gambaran besar ekonomi dalam pikirannya. Menganalisis prospek perusahaan dimulai dengan lingkungan ekonomi luas, meneliti ekonomi agregate nasional, bahkan ekonomi internasional (Bodie et al., 2021).

Pengaruh faktor ekonomi terhadap prospek berbagai jenis sekuritas (termasuk sekuritas saham) dianalisis dalam analisis ekonomi. Dalam kaitannya dengan sekuritas saham, analisis ekonomi dilakukan untuk mengetahui pengaruh perubahan indikator ekonomi (antara lain tingkat inflasi, suku bunga, pendapatan nasional dan lain-lain) terhadap harga atau imbalan investasi saham-saham secara keseluruhan. Analisis ekonomi membutuhkan data berkala dari berbagai perusahaan, dimana data perubahan indikator ekonomi dari waktu ke waktu dibandingkan dan dikaitkan dengan data perubahan harga saham atau imbalan investasi saham tiap-tiap perusahaan. Perubahan indikator ekonomi akan mempengaruhi ekspektasi prospek ekonomi, ekspektasi prospek ekonomi mempengaruhi kegairahan pasar saham, kegairahan pasar mempengaruhi permintaan dan penawaran, dan pada ujungnya akan menentukan harga pasar yang terbentuk.

Pengaruh faktor industri terhadap prospek berbagai jenis sekuritas (termasuk sekuritas saham) dianalisis dalam analisis industri. Analisis ini merupakan analisis yang dilakukan untuk mengetahui dan membandingkan prospek saham industri (sektoral). Dalam kaitannya dengan investasi saham, analisis industri mengkaji saham industri apa saja yang mempunyai prospek cerah. Kinerja industri akan mempengaruhi persepsi investor tentang kondisi industri, apakah

industri tersebut menarik untuk investasi saham atau tidak, dan akan mempengaruhi keputusannya untuk membeli, menjual atau mempertahankan saham dalam industri yang bersangkutan.

Analisis industri dilakukan untuk memilih industri yang akan dijadikan obyek investasi saham. Pemilihan industri sebagai obyek investasi dilakukan sebelum memilih perusahaan. Dengan kata lain calon investor perlu memilih industri terlebih dahulu sebelum memilih perusahaan yang ada dalam industri tersebut. Analisis ini merupakan analisis yang dilakukan untuk mengetahui dan membandingkan prospek saham industri. Dalam analisis industri investor harus mempertimbangkan implikasi lingkungan luar industri dimana perusahaan beroperasi, kemudian menemukan posisi perusahaan dalam industri (Bodie et al., 2021). Investor yang hendak menginvestasikan dananya pada sekuritas saham perlu melakukan analisis bisnis atas perusahaan yang menerbitkan saham (emiten). Analisis bisnis adalah proses evaluasi prospek (ekonomi) dan risiko perusahaan yang mencakup analisis lingkungan bisnis, strategi, posisi dan kinerja keuangan (Biswan, 2022). Analisis bisnis membantu manajer mengambil keputusan bisnis. Analisis industri mengkaji isu-isu yang berkaitan dengan sensitivitas perusahaan terhadap siklus bisnis, tipe siklus hidup industri, dan isu-isu strategis yang mempengaruhi kinerja industri (Bodie et al., 2021). Diantara sensitivitas yang perlu dikaji dalam analisis sensitivitas perusahaan terhadap lingkungan bisnis adalah sensitivitas imbalan investasi investasi saham terhadap lingkungan bisnis. Sensitivitas saham-saham perusahaan dalam industri yang sama dianalisis dalam analisis sensitivitas saham industri. Analisis sensitivitas saham industri yang relevan pada saat ini adalah analisis sensitivitas terhadap dampak pandemi Covid-19. Sensitivitas saham industri yang dimaksud adalah sensitivitas imbalan investasi investasi saham terhadap dampak pandemi Covid-19.

Akan halnya saham syariah, saham-saham ini bisa diperlakukan sebagai jenis/kelompok saham tersendiri, sehingga analisis terhadapnya dilakukan seperti analisis saham industri. Jika saham industri adalah kumpulan saham dari perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama, maka saham syariah adalah kumpulan saham dari perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai saham syariah.

Pengaruh faktor kinerja perusahaan terhadap harga dan imbalan investasi saham dianalisis dalam Analisis Perusahaan, dimana kinerja perusahaan yang digunakan adalah kinerja keuangan. Pendekatan analisis perusahaan terletak pada hubungan antara harga dan imbalan investasi saham dengan kondisi internal perusahaan yang tercermin pada rasio-rasio keuangannya. Dengan analisis ini investor akan mengetahui bagaimana kondisi operasional perusahaan apakah baik atau buruk. Hal ini penting karena akan berhubungan dengan imbalan

investasi saham yang akan diperoleh dari investasi. Saham perusahaan menjadi menarik bagi investor jika perusahaan yang bersangkutan mempunyai kinerja baik. Para analisis fundamental berpendapat bahwa harga saham memiliki nilai intrinsik yang tercermin dalam faktor fundamental perusahaan, sehingga analisis diarahkan untuk mengetahui apakah harga pasar saham tersebut merupakan harga yang wajar sesuai dengan nilai intrinsiknya atau tidak. Para analis akan memutuskan/menyarankan pembelian atau penahanan saham apabila saham di pasar dalam kondisi *undervalued* (murah) dan menyarankan penjualan atau penundaan investasi apabila saham dalam kondisi *overvalued* (mahal).

Analisis fundamental tiga tahap yang dikemukakan di atas menunjukkan bahwa faktor ekonomi, faktor industri, dan faktor perusahaan berpengaruh terhadap pasar saham (harga pasar dan volume transaksi saham di pasar). Ketiga tahap analisis fundamental dilakukan secara berurutan. Analisis ekonomi dilakukan untuk mengetahui prospek ekonomi secara umum dan pengaruhnya terhadap pasar saham secara umum pula. Analisis industri dilakukan untuk mengetahui prospek industri-industri dan pengaruhnya terhadap pasar saham industri yang bersangkutan. Analisis perusahaan dilakukan untuk mengetahui prospek perusahaan-perusahaan dan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap harga saham masing-masing perusahaan.

Sesuai dengan judul, penelitian ini terkait dengan analisis industri, khususnya analisis kerentanan dan pemulihan imbalance investasi saham konvensional dan saham syariah terhadap lingkungan bisnis sehubungan dengan adanya pandemi Covid-19.

2.1.3. Indeks Harga Saham

Secara sederhana indeks adalah suatu angka yang digunakan untuk membandingkan suatu peristiwa dibandingkan dengan suatu peristiwa lainnya. Angka indeks atau sering disebut dengan indeks saja, pada dasarnya merupakan suatu angka yang dibuat sedemikian rupa sehingga dapat dipergunakan untuk melakukan perbandingan antara kegiatan yang sama dalam dua waktu yang berbeda (Supranto, 2018). Indeks harga saham adalah harga saham yang dinyatakan dalam angka indeks. Di Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat indeks harga saham individual perusahaan (IHSI), indeks harga saham industri/sektoral (IHSS), dan indeks harga saham konvensional gabungan (Indeks Harga Saham Gabungan, IHSG atau Jakarta Composite Index, JCI) dan Indeks Harga Saham Syariah gabungan (ISSI). IHSI adalah indeks harga saham masing-masing perusahaan yang tercatat di bursa saham (www.idx.co.id, 2002). IHSI merupakan perbandingan harga pasar masing-masing saham terhadap harga dasarnya, IHSS merupakan indeks gabungan dari seluruh saham dalam satu industri, IHSG merupakan indeks

gabungan dari seluruh saham, dan ISSI adalah indeks gabungan dari saham-saham syariah yang tercatat di bursa efek. IHSI, IHSS, IHSG, dan ISSI di Indonesia dirumuskan di bawah ini (www.idx.co.id., 2022) :

$\text{Individual Index} = \frac{\text{Regular Closing Price}}{\text{Base Price}} \times 100$
$\text{Jakarta Composite Index} = \frac{\sum(\text{Regular Closing Price} * \text{Number of Shares})}{\text{Base Value}} \times 100$
$\text{Base Value} = \sum(\text{Base Price} * \text{Number of Shares})$

Indeks yang diteliti dalam penelitian ini adalah indeks harga saham gabungan konvensional (IHSG) dan indeks harga saham gabungan syariah (ISSI). Rumus ISSI secara statistik sama dengan IHSG. Bedanya, jumlah saham pada IHSG adalah jumlah seluruh saham yang tercatat di bursa, sedangkan jumlah saham pada ISSI adalah jumlah seluruh saham syariah yang tercatat di bursa.

Indeks harga saham menjadi indikator perdagangan saham, indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator trend pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedang bergairah atau lesu. Dengan adanya indeks, trend pergerakan harga saham suatu saat dapat diketahui apakah sedang naik, stabil atau turun. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun-naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

IHSG merupakan harga pasar saham gabungan seluruh perusahaan yang dinyatakan dalam bentuk indeks, dinyatakan dalam satuan poin, dan dihitung dengan cara tertentu (rumus di atas). ISSI merupakan harga pasar saham gabungan seluruh saham syariah yang dinyatakan dalam bentuk indeks, dinyatakan dalam satuan poin, dan dihitung dengan cara tertentu. Dengan demikian tinggi/rendahnya nilai saham konvensional seluruh perusahaan tercermin pada IHSG, atau tinggi/rendahnya IHSG merupakan cerminan tinggi/rendahnya nilai saham-saham konvensional. Tinggi/rendahnya nilai saham seluruh saham syariah tercermin pada ISSI, atau tinggi/rendahnya ISSI merupakan cerminan tinggi/rendahnya nilai saham-saham syariah.

Indeks harga saham dihitung dari harga saham. Harga pasar tiap-tiap saham yang terbentuk di pasar menjadi dasar perhitungan IHSI masing-masing perusahaan, IHSI menjadi dasar perhitungan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan

(IHSG) dari seluruh saham yang beredar di pasar (BEI) yang akan dipublikasikan ke seluruh dunia. IHSG menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga pasar seluruh saham konvensional, ISSI menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga pasar seluruh saham syariah yang beredar di pasar.

IHSG dan ISSI sebagai indeks harga saham gabungan sangat penting bagi investor. Pentingnya IHSG dan ISSI bagi investor adalah sebagai indikator untuk mengetahui perkembangan (naik-turunnya) nilai saham di pasar, sebagai indikator tingkat keuntungan saham, sebagai indikator kinerja kelompok saham, sebagai indikator kinerja portofolio investasi dan menjadi dasar pembentukan portofolio, dan menggambarkan perkembangan produk derivatif yang diperdagangkan di pasar. Pergerakan indeks menjadi pedoman penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka angka indeks pun bergerak turun-naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

Indeks harga saham merupakan indikator pasar untuk mengukur dan mencatat rata-rata tingkat perubahan harga saham baik secara individual, industrial/kelompok maupun keseluruhan harga Saham Biasa (*Common Stock*) yang ditransaksikan di bursa. Saham merupakan komoditas di pasar saham. Seperti komoditas pada umumnya, harga pasar saham yang terbentuk di pasar merupakan hasil tarik-menarik kekuatan antara investor calon pembeli dan calon penjual.

2.1.4. Imbalan Investasi Saham

Harga pasar dan perubahannya (naik-turunnya) sangat penting artinya bagi investor karena dua hal. Pertama, harga pasar menentukan besarnya nilai perusahaan dan nilai kekayaan investor yang tertanam di perusahaan. Nilai pasar perusahaan dihitung dari perkalian harga pasar dengan jumlah lembar saham yang beredar. Harga pasar merupakan nilai kekayaan pemegang saham yang tertanam di perusahaan, dimana masing-masing investor memiliki sebagian kekayaan tersebut dengan persentase tertentu. Kedua, harga pasar merupakan sumber imbalan investasi bagi investor yang berupa keuntungan modal. Keuntungan/kerugian modal diperoleh dari kenaikan/penurunan harga pasar saham yang dimiliki. Keuntungan modal merupakan bagian dari imbalan investasi saham.

Harapan investor dalam investasi saham adalah memperoleh imbalan investasi sebesar-besarnya dengan risiko tertentu yang telah diperhitungkan. Apa itu imbalan investasi? Imbalan investasi didefinisikan sebagai ukuran kinerja keuangan dari suatu investasi (Brigham and Ernhardt, 2019 dan Besley and Brigham, 2021), keuntungan yang berkaitan dengan pemilikan

investasi yang meliputi dividen kas tahunan yang diterima serta kenaikan harga pasar atau keuntungan modal yang realisasinya di akhir tahun (Van Horne & Wachoviz, 2009). Mengenai imbalan investasi Ross et al. (2019) menjelaskan: “*If you buy an asset of any sort, your gain (or loss) from that investment is called the return on your investment. This return will usually have two components. First, you may receive some cash directly while you own the investment. This is called the income component of your return. Second, the value of the asset you purchase will often change. In this case, you have a capital gain or capital loss on your investment.*” (Jika anda membeli aset/ investasi jangka pendek, keuntungan/kerugian anda dari investasi tersebut disebut imbalan investasi anda. Imbalan investasi mempunyai dua komppnen. Pertama, anda bisa menerima sejumlah kas langsung ketika anda memiliki investasi. Ini disebut komponen laba dari imbalan investasi anda. Ke dua, nilai aset yang anda beli akan sering berubah. Dalam hal ini anda memperoleh keuntungan/kerugian modal atas investasi anda).

Tentang imbalan investasi saham Ross et al., (2019) merumuskan : ***Total dollar return = Dividend income + Capital gain (or loss)***. Dividen adalah arus kas yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham. *Capital gain/loss* (keuntungan/kerugian modal) adalah selisih antara harga saham pada saat pembelian dan pada saat penjualan. Corrado & Jordan (2005) menyatakan bahwa imbalan investasi dari investasi adalah arus kas dan keuntungan/kerugian modal.

Berdasarkan beberapa pendapat di atas dapat disimpulkan bahwa imbalan investasi saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham oleh investor atas investasi yang dilakukannya yang terdiri dari dividen dan keuntungan modal. Dividen merupakan bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam periode tertentu. Keuntungan/ kerugian modal adalah selisih harga saham antara saat pembelian dan saat penjualan. Jika penjualan tidak dilakukan, keuntungan/kerugian modal tidak terealisasi, tetapi potensi keuntungan/kerugiannya tetap dapat diukur, yaitu selisih harga saham antara awal periode dan akhir periode.

Para ahli merumuskan imbalan investasi saham sebagai berikut :

1. Menurut Van Horne & Wachowitchz (2009) :

$$\text{Return} = \frac{\text{Dividends} + (\text{Ending Price} - \text{Beginning Price})}{\text{Beginning Price}}$$

2. Menurut Bodie et al. (2019) :

$$(\text{Ending Price} - \text{Beginning Price}) + \text{Dividends}$$

$$Return = \frac{\text{-----}}{\text{Beginning Price}}$$

Kedua rumus di atas adalah imbalan investasi dalam persentase (*Rate of Return*). Jika penyebut dalam persamaan dihilangkan, maka diperoleh imbalan investasi dalam satuan uang seperti yang dikemukakan oleh Tandelillin (2021) :

$$Total Return = Yield + Capital Gain (Loss)$$

dimana *Yield* adalah aliran kas atau pendapatan periodik dari investasi saham yang disebut Dividen, dan *Capital Gain (Loss)* adalah perubahan harga saham dari awal ke akhir periode.

Dari rumusan tersebut tampak bahwa imbalan investasi saham yang diharapkan investor berasal dari dua sumber/komponen yang disebut Yield dan Capital Gain/Loss. Dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham merupakan pembagian laba, sedangkan capital gain/loss (keuntungan/kerugian modal) berasal dari perubahan harga yang dapat memberikan keuntungan/kerugian modal bagi investor. Dalam investasi saham, terutama investasi saham jangka pendek, investor lebih mengharapkan imbalan investasi berupa keuntungan modal. Seperti yang dikatakan oleh Susanto dan Sabardi (2015) bahwa kenyataannya hampir semua investor lebih menyukai keuntungan modal dibandingkan dividen. Bagi investor yang mengutamakan imbalan investasi berupa keuntungan modal, imbalan investasi suatu saham dapat dirumuskan sebagai berikut (Ross et al., 2019) :

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \text{dimana } R_i = \text{imbalan investasi saham suatu periode}$$

P_t = harga saham periode t
 P_{t-1} = harga saham periode sebelumnya

Karena harga pasar saham individual direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Individual (IHSI), harga pasar saham keseluruhan (pasar) direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), harga pasar saham syariah keseluruhan direpresentasikan oleh Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) maka imbalan investasi saham individual (R_i), imbalan investasi saham pasar (R_m), imbalan investasi saham syariah dirumuskan oleh Jogiyanto (2022) menjadi sebagai berikut :

$R_i = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_{t-1}}$	$R_s = \frac{ISSI_t - ISSI_{t-1}}{ISSI_{t-1}}$	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$
--	--	--

Imbalan investasi menjadi indikator peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus juga tolok ukur prospek saham perusahaan. Bagi investor, imbalan investasi menjadi perhatian besar, terutama imbalan investasi yang berupa keuntungan modal.

Keuntungan modal potensial diperoleh dari perubahan harga pasar saham (HPS) yang lebih besar dari harga pasar periode sebelumnya. Disebut keuntungan modal potensial karena belum terealisasi (benar-benar diperoleh), dan menjadi keuntungan modal yang sebenarnya jika saham telah dijual. Oleh karena keuntungan modal berasal dari kenaikan Harga Pasar Saham, maka investor (dan calon investor) berkepentingan untuk mengukur potensi Harga Pasar Saham dan imbalan investasi saham yang dimiliki atau akan dibeli, disamping risiko investasinya.

2.1.5. Risiko Investasi Saham

Investor perlu memiliki tolok ukur agar dapat mengetahui apakah jika ia melakukan investasi pada suatu saham akan mendatangkan keuntungan ketika sahamnya dijual. Investor dapat menggunakan imbalan investasi yang telah dihasilkan selama ini sebagai tolok ukur untuk memprediksi imbalan investasi yang diharapkan (*Expected Return*). Tetapi dalam mengukur kinerja saham tidak hanya perlu melihat tingkat imbalan investasi yang dihasilkan, melainkan juga harus memperhatikan faktor risiko.

Menurut Tandelillin (2021) proses keputusan investasi merupakan proses yang berkesinambungan (*on going process*) yang meliputi lima tahap keputusan yang berjalan terus-menerus sampai tercapai keputusan investasi terbaik. Lima tahap keputusan tersebut adalah : penentuan tujuan investasi, penentuan kebijakan investasi, pemilihan strategi portofolio, pemilihan aset investasi, serta pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio.

Investor (calon) atau wakilnya datang ke pasar membawa harga dan kuantitas kesanggupan masing-masing yang disebut "*bid price and quantity*" bagi calon pembeli dan "*offer price and quantity*" bagi calon penjual. Untuk menetapkan harga dan kuantitas kesanggupan, pelaku pasar yang rasional terlebih dahulu melakukan analisis atas sekuritas yang diperdagangkan. Apa yang dimaksud dengan analisis sekuritas, dan apa pula pentingnya ? Palepu & Healy (2012) menyatakan sebagai berikut :

"Analisis sekuritas ekuitas adalah evaluasi sebuah perusahaan dan prospeknya dari sudut pandang investor atau calon investor pada saham perusahaan. Analisis sekuritas adalah suatu langkah dalam proses investasi yang lebih luas dan melibatkan : (1) penetapan tujuan investor, (2) pembentukan ekspektasi imbalan investasi dan risiko sekuritas individual, dan (3) pengkombinasian sekuritas-sekuritas individual ke dalam portofolio untuk memaksimalkan progres ke arah sasaran investasi. Analisis sekuritas adalah pondasi bagi langkah ke dua, proyeksi imbalan investasi masa depan

dan pengukuran risiko. Analisis sekuritas dilakukan oleh investor sendiri, oleh analis di lembaga broker (analisis pihak-jual), dan oleh orang yang bekerja atas perintah manajer dana untuk berbagai lembaga (analisis pihak-beli)".

Jadi menurut Palepu & Healy (2012) salah satu tahap dalam analisis sekuritas adalah pembentukan ekspektasi imbalan investasi dan risiko sekuritas individual. Ekspektasi imbalan investasi dan risiko sekuritas individual dalam persepsi investor adalah kesesuaian antara imbalan investasi yang diharapkan dan risiko yang dihadapi dari suatu investasi sekuritas. Dalam pembentukan ekspektasi imbalan investasi yang diharapkan dan risiko yang dihadapi, kedua hal tersebut harus diperhatikan. Investor akan membeli saham yang dalam persepsinya terdapat kesesuaian (sepadan) antara risiko, imbalan investasi dan harganya. Investor akan sanggup membeli saham dengan harga yang sesuai dengan imbalan investasi yang akan diperoleh dan risiko yang harus dihadapi. Dengan demikian risiko investasi berpengaruh terhadap harga dan kuantitas yang disanggupi. Ketika harga dan kuantitas yang disanggupi pembeli tercapai kesepakatan dengan harga yang disanggupi penjual, maka terjadilah harga pasar dan kuantitas pasar. Jadi risiko investasi berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi.

Dalam berinvestasi, investor berharap memperoleh imbalan investasi dari investasinya. Di pasar saham, saham yang menarik tentunya adalah saham yang mempunyai potensi imbalan investasi besar. Namun imbalan investasi investasi pada umumnya dibarengi dengan risiko secara linier, artinya semakin besar imbalan investasi yang diharapkan semakin besar pula risiko yang harus ditanggung, demikian pula sebaliknya (High risk-high return, low risk-low return) . Oleh karena itu imbalan investasi menjadi motivator penting bagi investor dalam berinvestasi dan merupakan imbalan investasi atas keberaniannya menanggung risiko investasi yang dilakukan.

Risiko sendiri mempunyai beberapa pengertian. Banyak orang mengartikan risiko secara umum sebagai peluang terjadinya peristiwa yang tidak menguntungkan atau peluang terjadinya kerugian. Brigham and Ernhardt (2020) dan Besley and Brigham (2021) menyatakan : "*Risk can be define as the chance that some unfavourable event will occure*" (Risiko dapat didefinisikan sebagai peluang terjadinya peristiwa yang tidak menyenangkan). Keown et al. (2021) mendefinisikan : "*Risk is the likely variability associated with expected revenue or income scream*" (Risiko adalah variabilitas kemungkinan yang berkaitan dengan aliran pendapatan atau laba yang diharapkan). Dalam kaitannya dengan risiko investasi, Weston & Copeland (2021) menyatakan : "*Risk is the chance of receiving an actual return other than expected return, which simply means there is variability in the returns or outcomes from the*

investment” (Risiko adalah peluang menerima imbalan investasi aktual berbeda dengan imbalan investasi yang diharapkan, dimana berarti ada variabilitas imbalan investasi dari investasi). Reilly et al. (2019) mengatakan : “*Risk is the uncertainty that an investment will earn its expected rate or return*” (Risiko adalah ketidakpastian tingkat imbalan investasi yang diharapkan yang akan diperoleh dari suatu investasi). Dapat dikatakan bahwa risiko adalah suatu ukuran penyimpangan imbalan investasi aktual dari imbalan investasi yang diharapkan. Risiko juga dapat didefinisikan sebagai peluang terjadinya imbalan investasi aktual suatu investasi yang berbeda dari imbalan investasi yang diharapkan.

Dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa Risiko Investasi adalah (1) kemungkinan memperoleh imbalan investasi aktual dari investasi yang tidak sama/sesuai dengan imbalan investasi yang diharapkan, (2) kemungkinan tidak tercapainya imbalan investasi yang diharapkan. Dalam imbalan investasi yang diterima investor terdapat variabilitas (kadang besar kadang kecil, bahkan negatif). Oleh karena keberadaan risiko ditunjukkan oleh adanya variabilitas imbalan investasi, maka risiko diukur dari besarnya variabilitas tersebut. Ukuran baku risiko adalah Varians (*Variance, σ^2* , dibaca Sigma kuadrat) (Weston & Copeland, 2021) atau Deviasi Standar (*Standard Deviation, σ* , dibaca Sigma) (Bodie et al, 2021) sebagai Risiko Total.

Selain faktor imbalan investasi investor yang rasional mempertimbangkan faktor risiko dalam berinvestasi. Mishkin (2021) mengatakan bahwa terdapat empat faktor penting yang menentukan permintaan akan suatu aset investasi, dan salah satunya adalah faktor risiko. Namun para investor pada umumnya menyadari bahwa besarnya risiko sejalan dengan besarnya imbalan investasi (High risk – high return, low risk-low return), sehingga perhatian investor jangka pendek lebih tertuju pada imbalan investasi.

Analisis imbalan investasi dan risiko ini juga dilakukan pada tingkat saham gabungan. Caranya sama dengan analisis imbalan investasi dan risiko saham individual, bedanya terletak pada subjek analisisnya. Analisis imbalan investasi dan risiko saham individual dilakukan terhadap saham-saham individual/perusahaan, sedangkan analisis imbalan investasi dan risiko saham gabungan dilakukan terhadap saham gabungan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian telah dilakukan berkaitan dengan kinerja keuangan, kinerja saham, risiko saham, indeks dan keuntungan modal saham, baik menyangkut saham perusahaan individual maupun saham sektoral. Tetapi penelitian tentang kinerja saham yang menyangkut periode sebelum, selama, dan setelah masa pandemi Covid-19 dan membandingkan antara

saham konvensional dan saham syariah di Indonesia tidak ditemukan. Berikut beberapa hasil penelitian terdahulu yang relevan dengan topik penelitian ini disajikan secara ringkas di bawah ini.

Bora & Basistha (2021 : 1-10) melakukan penelitian empiris tentang dampak Covid-19 pada volatilitas harga saham di India dengan bantuan model heteroskedastisitas kondisional autoregresif yang digeneralisir. Harga penutupan harian dari indeks saham Nifty dan Sensex dari 3 September 2019 hingga 10 Juli 2020 digunakan untuk analisis. Penelitian membuat perbandingan imbalan investasi saham di pra-Covid-19 dan selama Covid-19. Temuan mengungkapkan bahwa pasar saham di India mengalami volatilitas selama periode pandemi, dimana imbalan investasi pada periode pra-Covid-19 lebih tinggi daripada selama Covid-19.

Alam et al. (2020 : 1-14) meneliti volatilitas awal dan imbalan investasi sektoral, menganalisis delapan sektor yaitu transportasi, farmasi, kesehatan, energi, makanan, real estate, telekomunikasi dan teknologi pasar saham Australia dengan metode Event Study. Dikatakan bahwa merebaknya Covid-19 telah melemahkan perekonomian Australia dan pasar modalnya sejak awal 2020, dan pasar saham secara keseluruhan telah menurun. Beberapa sektor menjadi sangat rentan sementara yang lain terus berkinerja baik bahkan di masa krisis. Temuan penelitian menunjukkan bahwa pada hari pengumuman indeks untuk makanan, obat-obatan dan kesehatan menunjukkan hasil positif yang mengesankan. Menyusul pengumuman tersebut, sektor telekomunikasi, farmasi dan kesehatan menunjukkan kinerja yang baik, sementara kinerja yang buruk ditunjukkan oleh industri transportasi.

Gil-Alana & Claudio-Quiroga (2020 : 1-4) meneliti dampak krisis Covid-19 terhadap pasar saham Asia dengan memeriksa sifat statistik dari tiga pasar keuangan di Asia yaitu Indeks SE Koshi Korea, Nikkei 225 Jepang, dan Shanghai Shenzhen Cina Indeks CSI 300. Menggunakan metode integrasi fraksional untuk data harian menunjukkan bahwa imbalan investasi rata-rata dan efek sementara dari guncangan terjadi di Nikkei 225 indeks. Namun, untuk indeks Koshi dan Shanghai Shenzhen guncangan bersifat permanen.

Penelitian Riaz et al. (2020 : 977-990) mengkaji determinan yang mempengaruhi pasar saham dan sejauh mana perilaku investor pasar saham di Pakistan selama masa pandemi Covid-19. Analisis sederhana dilakukan dengan perhitungan nilai rata-rata masing-masing determinan yang datanya dikumpulkan melalui kuesioner dengan skala Likert. Dalam hasil penelitian dikatakan bahwa selain membunuh sejumlah besar orang, malapetaka itu juga memicu kepanikan dan kekacauan yang parah, bahkan berdampak luas pada bisnis dan pasar saham di seluruh dunia. Hasil analisis menunjukkan bahwa sebagian besar determinan penting dan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi di pasar saham Pakistan berkaitan dengan:

menjadi kaya dengan cepat, keengganan untuk rugi, takut akan kerugian, mengharapkan laba perusahaan dan dividen, firasat tentang ekonomi, kinerja saham perusahaan sebelumnya, pendapat pemegang saham mayoritas, serta rekomendasi dari pialang, keluarga dan teman.

Bash (2020 : 34-38) mempelajari efek kasus Covid-19 pertama yang tercatat pada imbalan investasi pasar saham menggunakan analisis studi peristiwa di 30 negara. Imbalan investasi rata-rata yang disesuaikan dan metode model pasar digunakan untuk memperkirakan imbalan investasi abnormal kumulatif di 30 negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa imbalan investasi pasar saham mengalami tren penurunan serta imbalan investasi negatif yang signifikan setelah adanya wabah Covid-19. Disimpulkan bahwa imbalan investasi pasar saham bereaksi negatif secara signifikan.

Khan et al. (2020 : 956-969) mempelajari dampak pandemi Covid-19 di negara-negara sedang berkembang (underdeveloped economies). Analisis dilakukan atas seluruh tindakan dan kebijakan (kebijakan fiskal, kebijakan moneter, dan kebijakan kesehatan) yang diadopsi di seluruh dunia untuk mengatasi situasi yang muncul akibat wabah korona. Selain itu dampak sosial menjaga jarak pada kegiatan ekonomi dan indeks pasar saham juga diperiksa. Hasilnya menunjukkan hubungan negatif antara penguncian (lock down), pembatasan perjalanan, kebijakan moneter, kegiatan ekonomi, dan pasar saham; sedangkan hubungan positif ditemukan antara kebijakan fiskal, pergerakan internal dan kegiatan ekonomi; namun tidak ada hubungan signifikan yang ditemukan dalam peningkatan jumlah kasus yang dikonfirmasi dan aktivitas ekonomi.

Dalam penelitiannya Shaikh et al. (2021 : 15-26) membandingkan krisis pandemi Covid-19 dengan krisis yang terjadi tahun 2008 dan bahkan 1922. Penelitian ini mengkaji dampak wabah Covid-19 terhadap imbalan investasi saham minyak dan perusahaan gas selama 6 bulan pertama tahun 2020 terutama setelah pengumuman lockdown di negara-negara G7, mengkaji volatilitas harga saham perusahaan minyak dan gas karena kurangnya kepercayaan investor selama Covid-19. Dikatakan bahwa setiap krisis memiliki cerita yang berbeda dan dampaknya terhadap pasar saham juga berbeda, beberapa krisis mempengaruhi pasar secara keseluruhan dan beberapa lainnya mempengaruhi beberapa sektor tertentu pasar saham. Juga beberapa dampak krisis terjadi secara global atau beberapa dampak krisis terjadi di negara tertentu saja. Krisis Covid-19 ini entah bagaimana berbeda dari krisis sebelumnya bahwa hal itu tidak hanya mempengaruhi pasar saham, tetapi juga ekonomi di tingkat global.

Mai Phuong (2021 : 523-531) meneliti dampak pandemi Covid-19 terhadap harga pasar saham industri minyak dan gas di Vietnam. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengkaji bagaimana pandemi Covid-19 mempengaruhi harga saham industri Minyak dan Gas Vietnam.

Metode event study diterapkan pada data indeks industri Migas untuk mengetahui dampak yang ada. Studi ini menemukan bahwa harga saham industri Migas Vietnam merespon positif pada peristiwa (iii) (30 Maret 2020), peristiwa (ii) (6 Maret 2020) memiliki dampak paling negatif dan kuat, peristiwa (i) (23 Januari 2020) mendukung efek negatif, peristiwa (iii) (30 Maret 2020) mendukung efek positif, tetapi imbalan investasi abnormal berubah dengan cepat dari positif ke negatif setelah tanggal peristiwa dan signifikan secara statistik menunjukkan perubahan pada psikologi investor.

Khanthavit (2020 : 63-74) meneliti perilaku investor asing di Bursa Efek Thailand (SET) pada saat pandemi Covid-19, apakah perdagangan tidak normal, strategi apa yang diikuti, apakah ada perilaku kawanan, dan apakah ada tindakan yang membuat pasar tidak stabil. Perilaku perdagangan investor asing diukur dengan volume pembelian bersih dibagi dengan kapitalisasi pasar, sedangkan perilaku pasar saham diukur dengan imbalan investasi yang dicatat pada indeks portofolio SET. Studi ini memperluas model regresi bersyarat dalam kerangka studi peristiwa dan mengekstraksi perilaku perdagangan abnormal yang tidak teramati menggunakan teknik penyaringan Kalman. Hasilnya menunjukkan bahwa volume perdagangan abnormal investor asing adalah negatif dan signifikan. Analisis volume perdagangan abnormal dengan imbalan investasi saham mengungkapkan bahwa investor asing bukanlah investor umpan balik positif, melainkan mereka menggembalakan diri sendiri. Meskipun perdagangan abnormal investor asing tidak mengganggu stabilitas pasar, hal itu menyebabkan volatilitas imbalan investasi saham sama besarnya dengan perdagangan normal.

Penelitian Liew (2021 : 1-24) menemukan dampak negatif langsung yang signifikan dari pandemi Covid-19 pada saham pariwisata yang tercatat di bursa saham Shanghai dan Shenzhen dalam keluasan dan kedalaman. Secara keseluruhan, harga saham ini anjlok 20% dalam tiga hari berturut-turut dalam menanggapi ketakutan pandemi, sebelum rebound teknis ditetapkan. Imbalan investasi abnormal kumulatif negatif yang signifikan setelah lockdown Wuhan teridentifikasi dalam 18 dari 21 saham pariwisata yang diperdagangkan di bursa saham Cina. Investor disarankan untuk menghindari saham pariwisata saat ada perkembangan mencurigakan dari wabah virus di masa depan. Sebagai gantinya, mereka dapat mencari peluang untuk membeli setelah penurunan pasar besar-besaran pada waktu yang tepat.

Dari Indonesia terdapat beberapa hasil penelitian yang berkaitan dengan pasar saham di masa pandemi Covid-19. Febriyanti (2020 : 204-214) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengkaji dampak Covid-19 terhadap harga saham dan aktivitas volume perdagangan pada perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia. Hasil uji sampel berpasangan menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan dalam abnormal return saham

perusahaan yang terdaftar di indeks LQ-45 antara sebelum dan sesudah pengumuman pertama kasus Covid-19 di Indonesia 2 Maret 2020. Hal ini ditunjukkan dengan harga saham yang turun dan volume transaksi yang meningkat setelah pengumuman kasus Covid-19 pertama di Indonesia.

Penelitian Herwany et al. (2021 : 39-47) bertujuan untuk memastikan apakah pandemi Covid-19 telah berdampak pada sektor-sektor yang ada, dan bagaimana dampaknya terhadap imbalan investasi Bursa Saham Indonesia (BEI). Metode penelitian yang digunakan adalah event study dengan menggunakan model pasar di sembilan sektor bursa dengan teknik purposive sampling, dan didukung dengan regresi Ordinary Least Square (OLS). Berdasarkan perhitungan imbalan investasi abnormal dalam jangka waktu 30 hari sebelum sampai dengan 30 hari setelahnya, hasil sektor properti keuangan, real estate, dan konstruksi menunjukkan penurunan nilai imbalan investasi abnormal. Sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi juga menunjukkan nilai imbalan investasi abnormal yang cenderung konstan, sedangkan nilai imbalan investasi abnormal di sektor lain meningkat. Dilihat dari nilai kumulatif imbalan investasi abnormal, sektor yang paling terpengaruh adalah keuangan, diikuti oleh sektor perdagangan, jasa, dan investasi. Sektor industri barang konsumsi dan pertambangan masih optimistis, sementara sektor lainnya menunjukkan sentimen negatif sementara. Secara keseluruhan, saham-saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dipengaruhi oleh Pandemi Covid-19 dengan nilai kumulatif negatif dari rata-rata imbalan investasi abnormal sampel. Hasil menggunakan regresi OLS juga memperkuat hubungan antara pandemi Covid-19 dan imbalan investasi pasar yang negatif dan signifikan.

Latifah et al. (2021 : 223-229) meneliti tentang dampak pandemi Covid-19 terhadap sektor industri barang konsumsi, khususnya saham INAF dan KAEF dari sektor usaha farmasi. Tujuannya adalah untuk menganalisis saham INAF dan KAEF selama pandemi, apakah kedua saham tersebut dapat bertahan atau tidak. Penelitian menggunakan pendekatan ekonomi global, dampak kebijakan luar negeri dan dalam negeri, pengaruh PSBB (Pembatasan Sosial Berskala Besar), serta lockdown yang dilakukan pada Maret-Desember. Metode yang digunakan adalah kualitatif, karena data dikumpulkan dari ISE (Bursa Efek Indonesia) dan Yahoo Finance. Pandemi Covid-19 telah membawa beberapa dampak langsung di Indonesia sehingga membuat setiap sektor mengalami penurunan terutama di Pasar Modal sejak Maret 2020. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa saham INAF dan KAEF dapat bertahan dan meningkatkan harga saham yang tinggi di masa pandemi Covid-19.

Penelitian Sebo dan Nafi (2020 : 113-126) bertujuan untuk mengetahui pengaruh inflasi, nilai tukar suku bunga, dan volume transaksi terhadap harga saham perusahaan di bidang

makanan dan minuman. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan analisis linier berganda, menggunakan 5 sampel perusahaan sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI pada periode Maret-September 2020 berdasarkan kriteria tertentu. Hasil penelitian menemukan bahwa inflasi, nilai tukar, dan suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan volume transaksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.

Penelitian Widyarti et al. (2021 : 61-70) bertujuan untuk menganalisis dampak yang ditimbulkan oleh wabah Covid-19 terhadap nilai perdagangan efek di BEI dan nilai tukar rupiah terhadap USD. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara nilai tukar rupiah dan nilai perdagangan selama periode pengamatan sebelum pandemi, tetapi pada masa pandemi hubungan yang signifikan ini tidak ada lagi.

Siswantoro (2020 : 227-238) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui perbedaan yang signifikan harga saham dan total perdagangan saham antara sebelum dan sesudah pengumuman kasus pertama Covid-19 di perusahaan hotel, restoran, dan pariwisata yang terdaftar di Indonesia Bursa Efek. Data diperoleh dari situs web www.finance.yahoo.com dengan sampel 20 perusahaan. Metode dalam penelitian ini adalah studi banding, data dianalisis dengan Wilcoxon Signed Rank Test. Hasilnya menunjukkan ada perbedaan yang signifikan harga saham dan total perdagangan saham antara sebelum dan sesudah pengumuman kasus pertama Covid-19.

Penelitian Ningsih et al. (2021 : 1206-1218) bertujuan untuk mengetahui pengaruh makroekonomi terhadap harga saham dalam masa pandemi Covid-19 dengan *financial distress* sebagai variable mediasi. Penelitian kuantitatif ini dilakukan pada perusahaan konsumsi non primer yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020 dengan teknik analisis *SmartPLS*. Hasil penelitian menunjukkan inflasi dan suku bunga tidak berpengaruh terhadap *financial distress*; inflasi, suku bunga dan *financial distress* berpengaruh terhadap harga saham; *financial distress* tidak mampu memediasi pengaruh inflasi dan suku bunga terhadap harga saham.

Artha & Paramita (2021 : 681-697) dalam penelitiannya menguji pengaruh suku bunga BI, nilai tukar, inflasi, SSEC indeks, indeks KLSE, indeks SET, dan indeks DJIA pada Indeks Harga Saham Gabungan. Pengambilan sampel menggunakan teknik purposive sampling dengan jumlah sampel 111 data pengamatan. Metode analisis data menggunakan multiple regresi linier dengan perangkat lunak IBM SPSS 25. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah terhadap Dolar AS berpengaruh negatif, Bursa Efek Kuala Lumpur berpengaruh

positif, sedangkan suku bunga BI, inflasi, indeks SSEK, indeks SET dan indeks DJIA tidak memiliki dampak pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Penelitian Nurmasari (2020 : 230-236) bertujuan untuk mengetahui perbedaan harga saham dan volume transaksi saham PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk. karena adanya pandemi Covid-19. Hasil analisis menunjukkan harga saham PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk. mengalami penurunan dibandingkan sebelum adanya kasus Covid-19, sedangkan untuk volume transaksi saham sesudah pengumuman menunjukkan nilai yang meningkat.

Winanti (2021 : 96-104) melakukan penelitian dengan tujuan menguji dampak Covid-19 pada harga saham bank syariah. Pengujian menghasilkan adanya perbedaan dari harga saham bank syariah sebelum pengumuman kasus positif Covid-19 dan setelah pengumuman positif Covid-19 di Indonesia, dimana terdapat penurunan harga saham bank syariah sesudah pengumuman Covid-19 dibandingkan dengan sebelum pengumuman Covid-19.

Penelitian Tambunan (2020 : 117-123) bertujuan untuk menganalisis saham-saham sektor apa saja yang masih mampu bertahan di masa pandemi Covid-19 di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa di masa pandemi Covid-19, para investor tetap dapat memperoleh keuntungan dalam berinvestasi saham apabila setiap keputusan yang dilakukan investor tersebut didukung oleh perhitungan yang matang. Saham-saham sektor industri konsumen, sektortelekomunikasi seperti data, tower dan sektor kesehatan seperti farmasi dan rumah sakit merupakan saham-saham yang dapat menjadi pilihan investor di masa pandemi Covid-19.

2.3. Hubungan Antar Variabel Penelitian

2.3.1. Indeks dan Imbalan Investasi Saham

Kinerja perusahaan terutama kinerja keuangan tercermin pada ratio-ratio keuangan perusahaan yang menjadi indikatornya. Jika ratio-ratio keuangannya baik maka kinerja perusahaan dinilai baik. Kinerja perusahaan yang baik membuat saham perusahaan yang bersangkutan menarik, sehingga permintaan tinggi, dan kinerja saham (harga/indek harga saham dan imbalan investasi saham) pun tinggi. Imbalan investasi (keuntungan modal) saham timbul ketika indeks harga sahamnya naik. Terdapat hubungan antara kinerja saham individual, dengan kinerja saham gabungan. Jika saham individual perusahaan-perusahaan yang ada dalam gabungan tersebut mempunyai kinerja tinggi maka kinerja saham gabungan yang bersangkutan pun tinggi, demikian pula sebaliknya. Jika saham individual perusahaan-perusahaan yang ada dalam kelompok syariah/konvensional tersebut mempunyai kinerja tinggi maka kinerja saham syariah/konvensional gabungan pun tinggi.

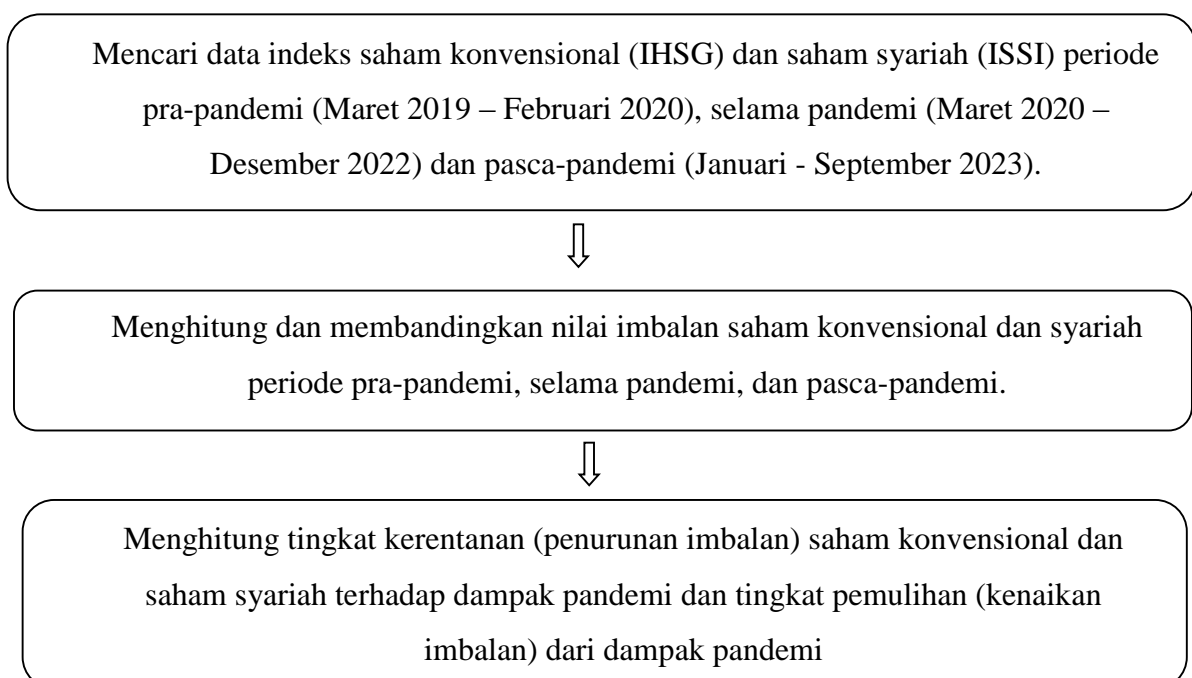
2.3.2. Kerentanan dan Ketangguhan Saham

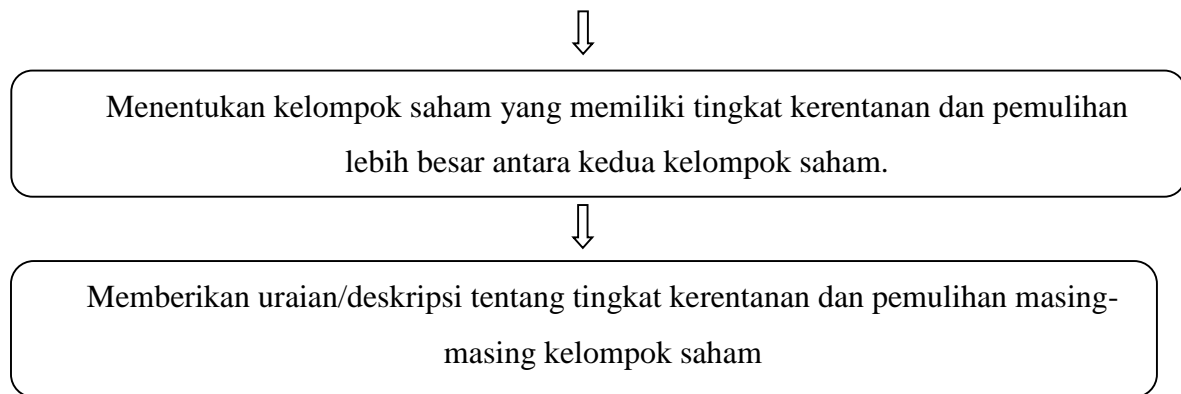
Adanya pandemi Covid-19 berdampak ke segala aspek kehidupan, termasuk aspek ekonomi. Pasar modal pun tak terhindar dari dampak pandemi. Hal ini dapat dilihat dari melemahnya indeks saham-saham individual maupun imbalan investasi yang diperoleh, yang tentu saja diikuti dengan melemahnya indeks saham kelompok dan imbalan investasinya. Demikian pula yang terjadi pada indeks saham konvensional IHSG, indeks saham syariah (ISSI) dan imbalan investasinya. Penurunan imbalan investasi sebagai dampak pandemi ini menunjukkan kerentanan saham terhadap dampak pandemi. Kerentanan saham sektoral inilah yang menjadi objek penelitian ini. Adanya penurunan imbalan investasi tersebut menunjukkan adanya kerentanan saham terhadap dampak pandemi Covid-19. Berapa besar kerentanan saham konvensional dan saham syariah?

Ketika pandemi usai diharapkan imbalan investasi saham gabungan kembali meningkat sebagai tanda pemulihan saham dari dampak pandemi. Pemulihan saham gabungan ini juga menjadi objek penelitian ini. Adanya kenaikan imbalan investasi tersebut menunjukkan adanya pemulihan saham dari dampak pandemi Covid-19. Berapa besar tingkat pemulihan saham konvensional dan saham syariah?

2.4. Kerangka Penelitian

Berdasarkan teori-teori yang ada dan hasil-hasil penelitian terdahulu, maka kerangka penelitian ini digambarkan sebagai berikut :





2.5. Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai dugaan/jawaban sementara dari pertanyaan dalam rumusan penelitian. Hipotesis diajukan untuk menjawab rumusan masalah yang bersifat pembuktian inferensi, dan oleh karena itu perlu dianalisis secara inferensial. Dalam penelitian ini hipotesis diajukan untuk menjawab rumusan masalah 1 – 3, yang dirumuskan sebagai berikut :

1. Imbalan investasi di masa pra-pandemi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada saham syariah (H1).
2. Imbalan investasi di masa pandemi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada saham syariah (H2).
3. Imbalan investasi di masa pasca-pandemi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada saham syariah (H3).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Lokasi dan Waktu Penelitian

Penelitian ini mengambil data dari Pusat Referensi Pasar Modal yang beralamat di Gedung Bursa Efek Indonesia, Menara 2, Lantai 1, Jalan Jenderal Sudirman Kaveling 52-53, Jakarta Selatan 12190. Penelitian dilaksanakan bulan Agustus 2023, dengan periode data Januari 2019 – September 2023.

3.2. Populasi

Populasi adalah sekelompok individu atau obyek tertentu yang mempunyai satu atau lebih karakteristik umum yang menjadi pusat perhatian dalam suatu penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham konvensional dan saham syariah yang terdaftar di BEI pada bulan Januari 2019 – September 2023, yang tergabung dalam kelompok saham konvensional dan saham syariah, dan tidak dilakukan pengambilan sampel.

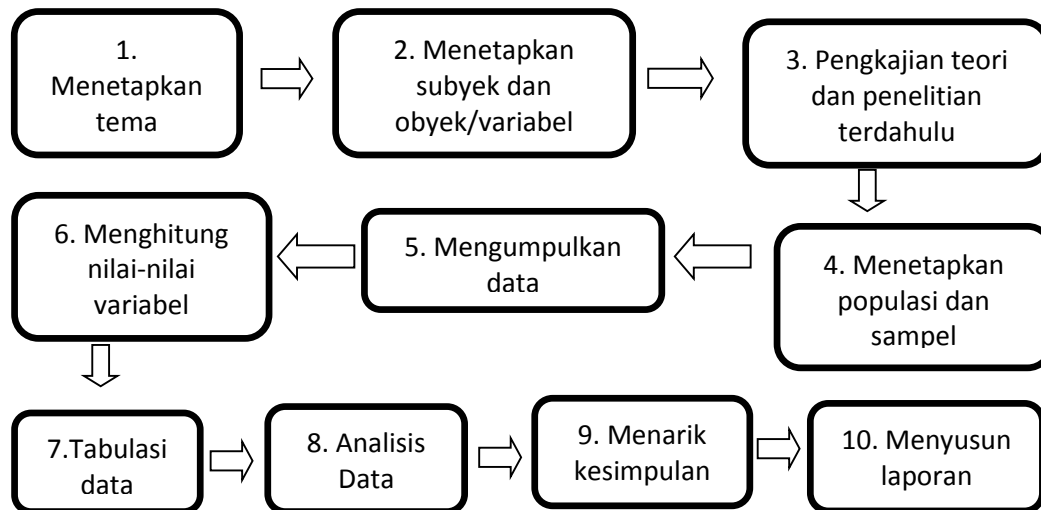
3.3. Rancangan Penelitian

Penelitian ini dirancang sebagai sebuah penelitian kuantitatif-komparatif. Penelitian kuantitatif-komparatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk membandingkan nilai kuantitatif variabel/obyek antara dua subyek atau lebih. Dalam penelitian ini hendak dibandingkan imbalan investasi, tingkat kerentanan dan tingkat pemulihan antara saham konvensional dan saham syariah masa pra-pandemi, selama pandemi dan pasca-pandemi Covid-19.

Metode analisis yang digunakan meliputi analisis deskriptif dan analisis inferens. Analisis inferens yang digunakan adalah uji hipotesis selisih rerata, untuk menguji perbedaan imbalan investasi antara saham konvensional dan saham syariah di masa sebelum, selama, dan setelah pandemi (3 kali pengujian).

3.4. Tahapan Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan dengan tahapan sebagai berikut :



1. Tahap pertama adalah menetapkan tema. Tema penelitian ini adalah perbandingan imbalan investasi, kerentanan dan pemulihan saham antara saham konvensional dan saham syariah dalam tiga periode, yaitu periode sebelum, selama, dan setelah pandemi Covid-19.
2. Tahap ke dua adalah menetapkan subyek dan obyek/variabel penelitian. Subyek penelitian ini adalah kelompok saham konvensional dan saham syariah yang ada di BEI, sedangkan obyek/variabelnya adalah imbalan investasi dalam 3 periode, kerentanan dan pemulihan saham.
3. Tahap ke tiga adalah melakukan mempelajari teori-teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu (artikel jurnal) yang relevan dengan tema penelitian.
4. Tahap ke empat adalah menetapkan populasi dan sampel. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang ada di BEI pada 2019 – 2023 dalam kelompok saham konvensional dan saham syariah. Seluruh saham adalah anggota populasi yang diteliti, tidak dilakukan pengambilan sampel (*Sampling*).
5. Tahap ke lima adalah mengumpulkan data yang diperlukan, yaitu indeks harga saham konvensional gabungan (IHSG) dan indeks harga saham syariah gabungan (ISSI) selama periode pengamatan dari tahun 2019 - 2023. IHSG dan ISSI dapat diperoleh datanya berupa data final (sudah jadi), tidak perlu penghitungan sendiri.
6. Tahap ke enam adalah menghitung nilai-nilai variabel, yaitu (1) imbalan investasi dari saham konvensional (IHSG) dan saham syariah (ISSI) berupa keuntungan modal saham gabungan, (2) tingkat kerentanan, dan (3) tingkat pemulihan saham.

7. Tahap ke tujuh adalah melakukan pengolahan dan tabulasi nilai-nilai variabel yang telah diperoleh.
8. Tahap ke delapan adalah melakukan analisis deskriptif, analisis inferens, dan pembahasan.
9. Tahap ke sembilan adalah menarik kesimpulan berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan.
10. Tahap terakhir adalah membuat laporan penelitian.

3.5. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Penelitian ini melibatkan 3 variabel mandiri, yaitu (1) imbalan investasi dari saham konvensional (IHSG) dan saham syariah (ISSI) berupa keuntungan modal saham, (2) tingkat kerentanan dan (3) tingkat pemulihan saham. Imbalan investasi saham diukur dari keuntungan modal saham (Capital gain/loss) dari saham konvensional dan saham syariah. Imbalan investasi (keuntungan modal) saham timbul dari kenaikan indeks harga saham IHSG dan ISSI. Indeks harga saham adalah perbandingan antara harga pasar saham pada suatu periode dan harga pasar pada periode dasarnya atau harga perdana. Tinggi/rendahnya indeks menunjukkan tinggi/rendahnya harga relatif saham.

BEI merumuskan indeks harga saham gabungan konvensional (IHSG) dan saham syariah (ISSI) sebagai berikut (idx.co.id., 2022):

$\text{IHSG} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$	Nilai pasar = jumlah seluruh saham di pasar x harga pasar terakhir Nilai dasar = jumlah saham seluruh saham di pasar x harga dasar dari seluruh saham yang ada di pasar
$\text{ISSI} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$	Nilai pasar = jumlah seluruh saham syariah di pasar x harga pasar terakhir Nilai dasar = jumlah saham seluruh saham syariah di pasar x harga dasar dari seluruh saham yang ada di pasar

Indeks harga saham syariah Indonesia (ISSI) secara konseptual serupa dengan indeks harga saham gabungan (IHSG). Jika IHSG merupakan gabungan indeks harga saham seluruh saham perusahaan yang tercatat (listing) di pasar modal (BEI), maka ISSI merupakan gabungan indeks harga saham seluruh saham syariah.

Imbalan investasi saham diukur dari keuntungan modal saham (Capital gain/loss). *Capital gain/loss* (keuntungan/kerugian modal) merupakan selisih harga investasi sekarang relatif dengan harga periode lalu (Jogiyanto, 2022). Keuntungan modal saham merupakan bagian dari imbalan investasi saham. Keuntungan modal saham adalah imbalan investasi

saham yang berasal dari kenaikan indeks harga pasarnya. Keuntungan modal saham gabungan/pasar (R_m), dan keuntungan modal gabungan saham syariah (R_s) dirumuskan oleh Jogyanto (2022) sebagai berikut :

$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	dimana $IHSG_t$ adalah $IHSG$ suatu periode, dan $IHSG_{t-1}$ adalah $IHSG$ periode sebelumnya
$R_s = \frac{ISSI_t - ISSI_{t-1}}{ISSI_{t-1}}$	dimana $ISSI_t$ adalah $ISSI$ suatu periode, dan $ISSI_{t-1}$ adalah $ISSI$ periode sebelumnya

Keuntungan modal saham syariah serupa dengan keuntungan modal saham konvensional. Jika keuntungan modal saham konvensional merupakan gabungan keuntungan modal seluruh saham yang tercatat di pasar modal, maka keuntungan modal saham syariah merupakan gabungan keuntungan modal seluruh saham syariah.

Kerentanan imbalan investasi dihitung dari penurunan imbalan investasi saham dari masa pra-pandemi ke masa pandemi. Pemulihan imbalan investasi dihitung dari kenaikan imbalan investasi saham dari masa pandemi ke masa pasca-pandemi.

Kerentanan/penurunan imbalan investasi = Imbalan investasi pra-pandemi – Imbalan investasi masa pandemi

Pemulihan imbalan investasi = Imbalan investasi pasca pandemi – Imbalan investasi masa pandemi
--

3.6. Pengumpulan Data

Untuk mendukung penelitian dan analisis terhadap masalah yang diteliti maka diperlukan data relevan yang berasal dari sumber yang benar dan dapat dipercaya. Penelitian ini menggunakan data masa lalu (*expost facto*) berupa data saham di BEI, terutama data indeks harga saham sektoral bulanan selama periode data yang dibutuhkan yaitu data Januari 2019 – September 2023. Sesuai dengan jenis data yang diperlukan (data sekunder), maka metode pengumpulan data digunakan dengan teknik dokumentasi yang didasarkan pada data bulanan yang dipublikasikan oleh BEI.

3.7. Pengolahan Data dan Analisis

3.7.1. Perhitungan Nilai Variabel

Pengolahan data dilakukan dengan cara membuat perhitungan nilai variabel-variabel penelitian sesuai dengan operasionalisasi variabel yang telah dikemukakan di atas, meliputi :

1. Perhitungan nilai variabel imbalan investasi (keuntungan modal) saham konvensional dan saham syariah sebelum, selama, dan setelah pandemi.
2. Perhitungan tingkat kerentanan imbalan investasi kedua kelompok saham.
3. Perhitungan tingkat pemulihan imbalan investasi kedua kelompok saham.

3.7.2. Analisis Statistik Deskriptif

Dalam analisis ini akan ditentukan nilai rerata, minimal, dan maksimal dari variabel-variabel penelitian dan diberikan uraian penjelasan/deskripsi tentang nilai-nilai tersebut. Variabel penelitian yang dimaksud adalah: (1) imbalan investasi saham berupa keuntungan modal saham masing-masing kelompok saham, (2) tingkat kerentanan saham, dan (3) tingkat pemulihan saham.

3.8. Hipotesis Penelitian dan Hipotesis Statistik

Dalam penelitian ini hipotesis diajukan untuk rumusan masalah poin 1 - 3, dimana hipotesis penelitian dan hipotesis statistik dirumuskan sebagai berikut :

1. H1 : Imbalan investasi saham konvensional di masa pra-pandemi tidak lebih tinggi daripada saham syariah.
 H1o : Imbalan investasi saham konvensional di masa pra-pandemi tidak lebih tinggi daripada saham syariah.
 H1a : Imbalan investasi saham konvensional di masa pra-pandemi lebih tinggi daripada saham syariah.
2. H2 : Imbalan investasi saham konvensional di masa pandemi tidak lebih tinggi daripada saham syariah
 H2o : Imbalan investasi saham konvensional di masa pandemi tidak lebih tinggi daripada saham syariah
 H2a : Imbalan investasi saham konvensional di masa pandemi lebih tinggi daripada saham syariah
3. H3 : Imbalan investasi saham konvensional di masa pasca-pandemi tidak lebih tinggi daripada saham syariah
 H3o : Imbalan investasi saham konvensional di masa pasca-pandemi tidak lebih tinggi

3.11. Biaya Penelitian

Anggaran biaya penelitian disajikan dalam tabel di bawah ini.

No	Jenis Pengeluaran	Biaya (Rp)	Persentase
1	Gaji dan Upah	Rp. 500.000	14,28%
2	Kertas dan alat tulis	500.000	14,28%
3	Perjalanan/transport	1.500.000	42,86%
4	Penyusunan Proposal dan Laporan	1.000.000	28,57%
	Jumlah	3.500.000	100%

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Pasar Saham di Indonesia

Pasar/bursa saham syariah di Indonesia merupakan bagian dari Bursa Efek Indonesia (BEI). BEI didirikan dengan visi menjadi bursa kelas dunia yang kredibel dan *acknowledged* (diakui keberadaannya). Adapun misinya adalah menciptakan pasar yang kompetitif untuk menarik investor dan perusahaan-perusahaan terdaftar melalui pemberdayaan para anggota dan partisipan pasar saham, penciptaan nilai tambah, efisiensi biaya, dan implementasi tata kelola yang baik. Sekuritas saham yang beredar di bursa efek adalah saham konvensional dan saham syariah. Di pasar saham Indonesia saat ini terdapat 871 saham yang terdaftar dan diperdagangkan secara resmi, 868 emiten, nilai kapitalisasi Rp 9.459,174 trilyun. Dari jumlah itu terdapat 574 (65,9%) saham syariah (ISSI), 574 (66,13%) emiten, dengan nilai kapitalisasi Rp 4.562,904 trilyun (66,13%) (idx.co.id. per Mei dan Juni 2023) seperti tampak pada tabel di bawah ini.

Keterangan	Seluruh Saham	Saham Syariah	Kontribusi
Nilai kapitalisasi pasar	Rp 9.459,174 trilyun	Rp 4.562,904 trilyun	48,24%
Jumlah saham tercatat	871 saham	574 saham	65,90%
Jumlah emiten	868 perusahaan	574 perusahaan	66,13%

Sumber: idx.co.id

Data pertengahan tahun 2023 di atas menunjukkan peranan atau kontribusi saham syariah dalam perkembangan pasar modal di Indonesia. Hampir 50% nilai kapitalisasi pasar, sekitar 66% jumlah saham tercatat dan jumlah emiten adalah kontribusi dari saham syariah.

Populasi penelitian ini adalah saham konvensional dan saham syariah yang terdaftar di BEI, yaitu 871 saham konvensional dan 574 saham syariah dengan indeks gabungannya masing-masing IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan konvensional) dan ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia).

4.2. Data Nilai-nilai Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Imbalan investasi yang dihitung dari perubahan indeks (IHSG dan ISSI) dari 12 bulan pra-pandemi covid-19 sampai 9 bulan pasca-pandemi (Februari 2019 s/d September 2023). Data nilai variabel-variabel tersebut tersaji pada tabel 4.1, tabel 4.2, dan tabel 4.3. di bawah ini.

Tabel 4.1. Imbalan Saham Masa Pra-Pandemi

PRA-PANDEMI	Saham Syariah		Saham Konvensional	
	ISSI	Return	IHSG	Return
Februari '2019	191,196	-	6443,348	-
Maret	190,168	-0,538	6468,755	0,394
April	188,430	-0,914	6455,352	-0,207
Mei	181,100	-3,890	6209,117	-3,814
Juni	186,013	2,713	6358,629	2,408
Juli	186,976	0,518	6390,505	0,501
Agustus	192,862	3,148	6328,470	-0,971
September	188,927	-2,040	6169,102	-2,518
Oktober	189,493	0,300	6228,317	0,960
November	180,934	-4,517	6011,830	-3,476
Desember	187,727	3,754	6299,539	4,786
Januari '2020	173,145	-7,768	5940,048	-5,707
Februari	156,750	-9,469	5452,704	-8,204
Average		-1,559		-1,321
Variance		17,581		12,994
Std. Dev		4,193		3,605

Tabel 4.3. Imbalan Saham Masa Pasca-Pandemi

PASCA-PANDEMI	Saham Syariah		Saham Konvensional	
	ISSI	Return	IHSG	Return
Desember '2022	217,726	-	6850,619	-
Januari '2023	212,641	-2,336	6839,342	-0,165
Februari	212,267	-0,176	6843,239	0,057
Maret	211,266	-0,472	6805,277	-0,555
April	213,643	1,125	6915,716	1,623
Mei	195,178	-8,643	6633,261	-4,084
Juni	198,854	1,883	6661,879	0,431
Juli	210,360	5,786	6931,360	4,045
Agustus	212,986	1,248	6953,260	0,316
September	216,988	1,879	6939,890	-0,192
Oktober	207,130	-4,543	6752,210	-2,704

Average		-0,425		-0,123
Variance		14,263		4,350
Std. Dev		3,777		2,086

Tabel 4.2. Imbalan Saham Masa Pandemi

MASA PANDEMI	Saham Syariah		Saham Konvensional	
	ISSI	Return	IHSG	Return
Februari '2020	156,750	-	5452,704	-
Maret	133,990	-14,520	4538,930	-16,758
April	144,865	8,116	4716,403	3,910
Mei	143,810	-0,728	4753,612	0,789
Juni	144,908	0,764	4905,392	3,193
Juli	150,130	3,604	5149,627	4,979
Agustus	150,755	0,416	5238,487	1,726
September	143,810	-4,607	4870,039	-7,033
Oktober	150,470	4,631	5128,225	5,302
November	165,112	9,731	5612,415	9,442
Desember	177,483	7,492	5979,073	6,533
Januari '2021	172,226	-2,962	5862,352	-1,952
Februari	183,362	6,466	6241,796	6,473
Maret	176,887	-3,531	6985,522	11,915
April	177,118	0,131	5995,616	-14,171
Mei	174,511	-1,472	5947,463	-0,803
Juni	171,947	-1,469	5985,489	0,639
Juli	175,443	2,033	6070,039	1,413
Agustus	175,752	0,176	6150,299	1,322
September	181,541	3,294	6286,943	2,222
Oktober	185,788	2,339	6591,346	4,842
November	186,522	0,395	6533,932	-0,871
Desember	189,019	1,339	6581,482	0,728
Januari '2022	189,124	0,056	6631,151	0,755
Februari	192,318	1,689	6888,171	3,876
Maret	199,910	3,948	7071,442	2,661
April	208,184	4,139	7228,914	2,227
Mei	209,067	0,424	7148,970	-1,106
Juni	200,391	-4,150	6911,582	-3,321
Juli	205,837	2,718	6951,123	0,572
Agustus	208,629	1,356	7178,590	3,272
September	204,096	-2,173	7040,798	-1,919
Oktober	207,731	1,781	7098,890	0,825

November	209,010	0,616	7081,313	-0,248
Desember	217,726	4,170	7020,803	-0,855
Average		1,065		0,899
Variance		18,897		30,171
Std. Dev		4,347		5,493

Tabel 4.4. Kenaikan/Penurunan Imbalan Saham

SAHAM	Pra-pandemi	Masa Pandemi	Kenaikan	Pasca-Pandemi	Penurunan
Syariah :					
Average	-1,559	1,065	2,624	-0,425	1,490
Variance	17,581	18,897		14,263	
Std. Dev	4,193	4,347		3,777	
Konvensional:					
Average	-1,321	0,899	2,220	-0,123	1,022
Variance	12,994	30,171		4,350	
Std. Dev	3,605	5,493		2,086	

4.3. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif adalah analisis yang dilakukan untuk mendeskripsikan/menguraikan sekumpulan data dalam bentuk nilai minimum, maksimum, median, dan *mean* (rerata). Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini menjelaskan nilai *mean* (rerata) dari imbalan kedua kelompok saham (konvensional dan syariah).

Tabel 4.1 – 4.3 adalah perhitungan imbalan (keuntungan modal) saham konvensional dan saham syariah di masa pra-pandemi, selama pandemi, dan masa pasca-pandemi yang dihitung dari kenaikan/pnurunan indeks dari bulan ke bulan. Dari tabel-tabel tersebut dapat dideskripsikan sebagai berikut :

1. Imbalan saham konvensional dan saham syariah di masa pra-pandemi masing-masing - 1,321% dan -1,559% per bulan. Imbalan saham konvensional sedikit lebih baik dibanding saham syariah, dimana imbalan negatif (kerugian modal) lebih rendah.
2. Imbalan saham konvensional dan saham syariah di masa pandemi masing-masing 0,889% dan 1,065% per bulan. Terlihat bahwa imbalan saham kedua jenis saham di masa pandemi justru mengalami kenaikan dari negatif (kerugian modal) menjadi positif (keuntungan modal). Disamping itu juga tampak bahwa imbalan saham syariah sedikit lebih baik dibanding saham konvensional dimana keuntungan modal sedikit lebih tinggi.

3. Imbalan saham konvensional dan saham syariah di masa pasca-pandemi masing-masing -0,046% dan -0,425% per bulan. Terlihat bahwa imbalan saham kedua jenis saham di masa pasca-pandemi justru mengalami penurunan lagi dari positif (keuntungan modal) menjadi negatif (kerugian modal). Disamping itu juga tampak bahwa imbalan saham konvensional lebih baik dibanding saham syariah, dimana kerugian modal yang dialami lebih kecil.
4. Kenaikan imbalan saham konvensional dan saham syariah di masa pandemi masing-masing 2,22% dan 2,624% dimana kenaikan imbalan saham syariah lebih tinggi daripada saham konvensional.
5. Penurunan imbalan saham konvensional dan saham syariah di masa pasca-pandemi masing-masing 1,022% dan 1,490% dimana penurunan imbalan saham syariah lebih besar dibanding saham konvensional.
6. Kenaikan imbalan saham syariah di masa pandemi lebih tinggi daripada saham konvensional, tetapi penurunan imbalan saham syariah di masa pasca-pandemi juga lebih besar daripada saham konvensional.

4.4. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk menguji hipotesis bahwa:

4. Imbalan investasi di masa pra-pandemi saham konvensional lebih tinggi daripada saham syariah (H1).
5. Imbalan investasi di masa pandemi saham konvensional lebih tinggi daripada saham syariah (H2).
6. Imbalan investasi di masa pasca-pandemi saham konvensional lebih tinggi daripada saham syariah (H3).

Uji hipotesis dilakukan sebanyak 3 kali dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Langkah-langkah uji hipotesis ini adalah sebagai berikut (Levin et al., 2017) :

1. Merumuskan hipotesis

Ho: saham konvensional tidak lebih tinggi daripada saham syariah ($\mu_1 = \mu_2$)

Ha: saham konvensional tidak lebih tinggi daripada saham syariah ($\mu_1 \neq \mu_2$)

2. Menentukan kriteria statistik uji (Z/t)
3. Menentukan tingkat signifikansi dan batas wilayah kritis.
4. Menghitung nilai statistik uji (Z/t)

5. Membandingkan nilai statistik uji dengan batas wilayah kritis untuk menentukan apakah H_0 diterima atau ditolak.
6. Menarik kesimpulan.

4.4.1. Uji Hipotesis Perbedaan Imbalan Investasi di Masa Pra-Pandemi

1. Rumusan Hipotesis :

H_0 : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah ($\mu_1 \leq \mu_2$).

H_a : Imbalan investasi saham konvensional lebih tinggi daripada imbalan Investasi saham syariah ($\mu_1 > \mu_2$).

2. Statistik uji :
$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

3. Bataskritis : $\alpha = 0,05$ $n_1 = 12$ $n_2 = 12$ $t = 1,717$
 H_0 diterima dan H_a ditolak jika t hitung $\leq 1,717$
 H_a diterima dan H_0 ditolak jika t hitung $> 1,717$

4. Perhitungan :

Saham konvensional : $\bar{X}_1 = -1,321$ $S_1^2 = 12,994$

Saham syariah : $\bar{X}_2 = -1,559$ $S_2^2 = 17,581$

$$S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

$$S_p^2 = \frac{(12 - 1)(12,994) + (12 - 1)(17,581)}{12 + 12 - 2} = 15,2875$$

$$S_p = 3,9099$$

$$\begin{aligned} \sigma_{(X_1 - X_2)} &= S_p \sqrt{\left\{ \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right\}} \\ &= 3,9099 \sqrt{\left(\frac{1}{12} + \frac{1}{12} \right)} = 1,5960 \end{aligned}$$

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

$$t = \frac{(-1,321 + 1,559) - 0}{1,596} = 0,1491$$

5. Karena t hitung (1,596) < t tabel (1,717), maka H_0 diterima
6. Kesimpulan : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah (perbedaannya tidak signifikan).

4.4.2. Uji Hipotesis Perbedaan Imbalan Investasi di Masa Pandemi

1. Rumusan Hipotesis :
 H_0 : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah ($\mu_1 \leq \mu_2$).
 H_a : Imbalan investasi saham konvensional lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah ($\mu_1 > \mu_2$).

2. Statistik uji :
$$Z = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

3. Bataskritis : $\alpha = 0,05$ $n_1 = 34$ $n_2 = 34$ $t = 1,96$
 H_0 diterima dan H_a ditolak jika t hitung $\leq 1,96$
 H_a diterima dan H_0 ditolak jika t hitung $> 1,96$

4. Perhitungan :
 Saham konvensional : $\bar{X}_1 = 0,8993$ $S_1^2 = 30,1709$
 Saham syariah : $\bar{X}_2 = 1,0650$ $S_2^2 = 18,8970$

$$\begin{aligned}\sigma_{(X_1 - X_2)} &= \sqrt{\{(S_1^2/n_1) + (S_2^2/n_2)\}} \\ &= \sqrt{\{(30,1709/34) + (18,897/34)\}} \\ &= \sqrt{(0,5556 + 0,8874)} \\ &= 1,2012\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}t &= \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}} \\ &= \frac{(0,8993 - 1,0650) - 0}{1,2012} = -0,1379\end{aligned}$$

5. Karena t hitung (0,1379) < t tabel (1,96), maka H_0 diterima
6. Kesimpulan: Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah (perbedaannya tidak signifikan).

4.4.3. Uji Hipotesis Perbedaan Imbalan Investasi di Masa Pasca-Pandemi

1. Rumusan Hipotesis :

Ho : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah ($\mu_1 \leq \mu_2$).

Ha : Imbalan investasi saham konvensional lebih tinggi daripada imbalan Investasi saham syariah ($\mu_1 > \mu_2$).

2. Statistik uji :

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

3. Bataskritis : $\alpha = 0,05$ $n_1 = 10$ $n_2 = 10$ $t = 1,734$

Ho diterima dan Ha ditolak jika t hitung $\leq 1,734$

Ha diterima dan Ho ditolak jika t hitung $> 1,734$

4. Perhitungan :

Saham konvensional : $\bar{X}_1 = -0,123$ $S_1^2 = 4,350$

Saham syariah : $\bar{X}_2 = -0,425$ $S_2^2 = 14,263$

$$S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

$$S_p^2 = \frac{(10 - 1)(4,350) + (10 - 1)(14,263)}{10 + 10 - 2}$$

$$S_p^2 = \frac{39,15 + 128,367}{18} = 9,3065$$

$$S_p = 3,0506$$

$$\begin{aligned} \sigma_{(X_1 - X_2)} &= S_p \sqrt{\left\{ \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right\}} \\ &= 3,0506 \sqrt{\left(\frac{1}{10} + \frac{1}{10} \right)} \\ &= 1,365 \end{aligned}$$

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

$$t = \frac{(-0,123 + 0,425) - 0}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

$$t = \frac{1,365}{0,2212}$$

5. Karena t hitung (0,221) < t tabel (1,761), maka H_0 diterima
6. Kesimpulan : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah (perbedaannya tidak signifikan).

4.5. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.5.1. Deskripsi Imbalan Investasi

Besarnya imbalan saham konvensional dan saham syariah pada masa pra-pandemi, masa pandemi, dan pasca-pandemi ditunjukkan pada tabel di bawah ini.

Keterangan	Pra-Pandemi		Masa Pandemi		Pasca Pandemi	
	Syariah	Konv.	Syariah	Konv.	Syariah	Konv.
Rerata	-1,559	-1,3207	1,065	0,8993	-0,425	-0,123
Std. Dev	4,193	3,6047	4,347	5,4928	3,777	2,086

Pandemi covid-19 dinyatakan secara resmi 2 Maret 2020 yang segera diikuti dengan berbagai pembatasan kegiatan sosial masyarakat, dan segera berdampak ke berbagai bidang, termasuk bidang ekonomi. Pasar modal sebagai bagian dari sistem ekonomi nasional pun terdampak, yang tampak pada indeks individual, indeks sektoral, indeks kelompok-kelompok saham, dan indeks harga saham gabungan (IHSG) serta imbalan investasi saham. Imbalan investasi saham berupa keuntungan modal dalam penelitian ini dihitung dari indeks bulanan, jadi imbalan yang diperoleh adalah imbalan per bulan selama periode yang diteliti. Selama 1 tahun (12 bulan) sebelum pandemi melanda kondisi pasar saham sedang dalam keadaan tidak menguntungkan, dimana saham konvensional maupun saham syariah memperoleh imbalan investasi berupa keuntungan modal negatif (kerugian modal). Dengan keuntungan modal -1,32% saham konvensional masih lebih baik daripada saham syariah yang memperoleh keuntungan modal -1,56%.

Selama hampir 3 tahun (34 bulan) masa pandemi melanda kondisi pasar saham malah menjadi lebih baik, dimana saham konvensional maupun saham syariah memperoleh imbalan investasi berupa keuntungan modal (positif). Dengan keuntungan modal 1,06% saham syariah menjadi lebih menguntungkan daripada saham konvensional yang memperoleh keuntungan modal 0,90%. Meskipun agak janggal, ini adalah kenyataan yang menggembirakan. Dapat

dikatakan bahwa saham-saham di Indonesia secara umum tangguh menghadapi dampak pandemi covid-19 yang melanda Indonesia khususnya dan dunia pada umumnya. Dalam hal ini kejanggalan terjadi, dimana ketika pandemi melanda kondisi pasar saham malah membaik.

Pandemi dinyatakan berakhir secara resmi pada akhir Desember 2022, ditandai dengan pelonggaran/pembebasan kegiatan dari segala pembatasan kegiatan (protokol kesehatan). Periode pasca-pandemi pada saat penelitian dilaksanakan baru ada data 10 bulan (Januari – Oktober 2023). Selama 10 bulan pasca-pandemi kondisi pasar saham malah menjadi kurang menguntungkan, dimana imbalan investasi saham konvensional maupun saham syariah mengalami penurunan bahkan sampai mengalami kerugian modal. Dengan kerugian modal 0,425% kerugian modal saham syariah lebih besar daripada saham konvensional yang memperoleh kerugian modal 0,123%. Sekali lagi kejanggalan terjadi, dimana pandemi berakhir kondisi pasar saham malah melemah.

4.5.2. Deskripsi Perubahan Imbalan Investasi

Perubahan imbalan investasi saham konvensional dan saham syariah dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Saham	Pra-pandemi	Masa Pandemi	Kena-ikan	Pasca-Pandemi	Penu-runan
Syariah : Average	-1,559	1,065	2,624	-0,425	1,490
Konvensional: Average	-1,321	0,899	2,220	-0,123	1,022

Selama 1 tahun (12 bulan) sebelum pandemi melanda kondisi pasar saham sedang dalam keadaan tidak menguntungkan, dimana saham konvensional maupun saham syariah memperoleh imbalan investasi berupa keuntungan modal negatif (kerugian modal). Selama 34 bulan pandemi melanda dampaknya pun melanda semua sektor. Namun bagi pasar saham Indonesia kedatangan pandemi justru berdampak positif, dimana keuntungan modal saham yang diperoleh menjadi positif. Kedatangan pandemi justru meningkatkan imbalan saham secara umum. Imbalan saham syariah -1,56% sebelum pandemi menjadi 1,06% di masa pandemi, atau mengalami kenaikan 2,62%. Imbalan saham konvensional -1.32% sebelum pandemi menjadi 0,90% di masa pandemi, atau mengalami kenaikan 2,22%. Dengan demikian kenaikan imbalan yang dicapai saham syariah lebih tinggi dari pada saham konvensional. Ini menunjukkan bahwa saham syariah lebih tangguh daripada saham konvensional dalam menghadapi dampak pandemi.

Ketika pandemi dinyatakan berakhir dampak positifnya diharapkan dirasakan oleh semua sektor. Namun bagi pasar saham Indonesia berlalunya pandemi justru berdampak negatif, dimana keuntungan modal saham yang diperoleh mengalami penurunan bahkan sampai mengalami kerugian. Berlalunya pandemi justru menurunkan imbalan saham secara umum. Imbalan saham syariah 1,06% pada masa pandemi menjadi -0,425% di masa pasca-pandemi, atau mengalami penurunan 1,49%. Imbalan saham konvensional 0,90% di masa pandemi menjadi -0,425% di masa pasca-pandemi, atau mengalami penurunan 1.022%. Dengan demikian penurunan imbalan yang dialami saham syariah lebih besar dari pada saham konvensional.

4.5.3. Hasil Analisis Inferensial (Uji Hipotesis)

Analisis deskriptif di atas menjelaskan besarnya imbalan investasi saham, perbedaan, kenaikan/penurunan yang terjadi pada saham konvensional dan saham syariah di masa pra-pandemi, selama pandemi, dan pasca-pandemi yang dilihat secara matematis atau nominalnya. Analisis deskriptif tidak membuktikan apakah perbedaan, kenaikan/penurunan yang ada signifikan atau tidak. Untuk membuktikan signifikansi perlu dilakukan analisis inferensial berupa uji hipotesis.

Uji hipotesis dilakukan untuk membuktikan tidak adanya perbedaan imbalan investasi antara kedua jenis saham, dimana imbalan saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan saham syariah. Hal ini dilakukan untuk menjawab stereotype bahwa investasi saham syariah kurang menarik karena imbalannya lebih kecil dibanding saham konvensional. Analisis uji hipotesis selengkapnya disampaikan dalam lampiran. Dari uji hipotesis yang dilakukan terbukti bahwa imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada saham syariah, baik pada masa pra-pandemi, masa pandemi, maupun pasca-pandemi. Walaupun tampak adanya perbedaan secara nominal, perbedaan tersebut terbukti tidak signifikan secara statistik.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Dari hasil analisis penelitian yang telah dilakukan secara deskriptif dan inferensial dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Pada masa pra-pandemi imbalan saham konvensional dan saham syariah masing-masing -1,321% dan -1,559%. Pada masa pandemi imbalan saham konvensional dan saham syariah masing-masing 0,899% dan 1,065%. Pada masa pasca-pandemi imbalan saham konvensional dan saham syariah masing-masing -0,123% dan -0,425%.

Meskipun secara nominal terdapat perbedaan imbalan antara kedua kelompok saham, tetapi perbedaan tersebut tidak signifikan baik pada masa pra-pandemi, pandemi, dan pasca-pandemi. Dengan kata lain imbalan investasi saham konvensional tidak terbukti lebih tinggi daripada imbalan saham syariah, baik pada masa pra-pandemi, pandemi, dan pasca-pandemi.

2. Penurunan imbalan saham pada masa pandemi menunjukkan kerentanan saham terhadap dampak pandemi, sebaliknya kenaikan imbalan menunjukkan ketangguhan saham. Dalam masa pra-pandemi baik saham konvensional maupun saham syariah memperoleh imbalan negatif, masing-masing -1,321% dan -1,559%. Ketika pandemi melanda, pandemi malah berdampak positif terhadap pasar saham dimana baik saham konvensional maupun saham syariah malah memperoleh imbalan positif, masing-masing 0,893% dan 1,065%. Saham konvensional dan saham syariah mengalami kenaikan imbalan masing-masing sebesar 2,22% dan 2,62%, dimana kenaikan imbalan saham syariah lebih tinggi dari pada saham konvensional. Hal ini dapat diartikan bahwa saham syariah lebih tangguh daripada saham konvensional dalam menghadapi dampak pandemi.

3. Kenaikan imbalan saham pada masa pasca-pandemi menunjukkan pemulihan saham dari dampak pandemi. Setelah pandemi berakhir saham konvensional dan saham syariah memperoleh imbalan masing-masing -0,123% dan -0,425%. Berarti saham konvensional dan saham syariah mengalami penurunan imbalan masing-masing sebesar 1,022% dan 1,490%, dimana penurunan imbalan saham syariah lebih besar dari pada saham konvensional.
4. Simpulan butir 1, 2 dan 3 menunjukkan anomali/kejanggalan pasar saham di Indonesia menghadapi dampak pandemi covid-19, dimana: (1) di masa pandemi imbalan saham konvensional maupun syariah justru mengalami kenaikan dari kerugian modal menjadi keuntungan modal; dan (2) di masa pasca-pandemi imbalan saham konvensional maupun syariah justru mengalami penurunan dari keuntungan modal menjadi kerugian modal.

5.2. Saran-saran

5.2.1. Saran untuk penelitian berikutnya

Bagi pihak-pihak yang berkepentingan dengan penelitian saham, penelitian tentang kerentanan dan pemulihan saham di Indonesia dari dampak pandemi ini dapat dikembangkan lebih lanjut dengan perubahan sebagai berikut :

- a. Menambah atau mengganti variabel dan indikator kerentanan dan pemulihan.
- b. Menggunakan sampel saham yang berbeda, misal kelompok saham tertentu.
- c. Menggunakan metode penelitian yang berbeda, misalnya metode sampling dan penentuan ukuran sampel.
- d. Menggunakan metode analisis yang berbeda.
- e. Berusaha mengungkap penyebab terjadinya anomali, dimana imbalan investasi saham konvensional maupun syariah justru meningkat pada waktu pandemi melanda, tetapi justru menurun ketika pandemi berakhir.

5.2.2. Saran untuk pemangku kepentingan pasar saham

Indeks dan imbalan saham syariah pada umumnya lebih rendah daripada indeks dan imbalan saham konvensional secara nominal, meski selisihnya tidak signifikan secara statistik. Meski selisihnya tidak signifikan, tetapi para pemangku kepentingan pasar saham syariah hendaknya berusaha agar indeks dan imbalan saham syariah bisa ditingkatkan sehingga tidak kalah dengan saham konvensional. Hal ini mengingat pasar saham syariah terus tumbuh baik jumlah emiten, jumlah lembar saham, nilai kapitalisasi, maupun jumlah pemegang sahamnya.

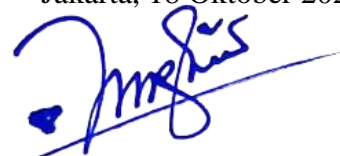
Dengn adanya temuan bahwa kenaikan imbalan saham syariah ketika pandemi melanda pada umumnya lebih tinggi daripada indeks dan imbalan saham konvensional, maka para pemangku kepentingan pasar saham syariah hendaknya berusaha agar indeks dan imbalan saham syariah bisa ditingkatkan sehingga tidak kalah dengan saham konvensional. Hal ini mengingat pasar saham syariah terus tumbuh baik jumlah emiten, jumlah lembar saham, nilai kapitalisasi, maupun jumlah pemegang sahamnya.

Adanya temuan bahwa imbalan saham konvensional dan syariah meningkat ketika pandemi melanda dan justru menurun ketika pandemi berakhir hendaknya menjadi perhatian para pemangku kepentingan pasar saham untuk berusaha mengungkap penyebab terjadinya kejanggalan tersebut. Hal ini akan bisa digunakan untuk membuat kebijakan untuk meningkatkan ketangguhan saham di Indonesia.

PENUTUP

Demikian laporan penelitian ini dibuat dengan harapan dapat memberikan manfaat bagi semua pihak. Namun demikian penelitian ini bukan tanpa kekurangan. Oleh karena itu peneliti mengharapkan kritik dan saran yang membangun agar penelitian berikutnya menjadi lebih baik.

Jakarta, 18 Oktober 2023



Dr. M. Anhar, M.Si.,Ak.,CA.

DAFTAR REFERENSI

- Alam, M. M., Wei, H., & Wahid, A. N. M. (2021). Covid-19 outbreak and sectoral performance of the Australian stock market: An event study analysis. *Australian Economic Papers*, 60(3), 482–495. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12215>
- Bash, A. (2020). International Evidence of Covid-19 and Stock Market Returns: An Event Study Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(4), 34–38. <https://doi.org/10.32479/ijefi.9941>
- Bora, D., & Basistha, D. (2020). The Outbreak of Covid-19 Pandemic and Its Impact on Stock Market Volatility: Evidence from a Worst-affected Economy. *Abstract*. <https://doi.org/10.21203/rs.3.rs-57471/v1>
- Cao Mai Phuong, L. (2021). The Impact of Covid-19 on Stock Price: An Application of Event Study Method in Vietnam. *Journal of Asian Finance*, 8(5), 0523–0531. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0523>
- Febriyanti, G. A. (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>
- Gil-Alana, L. A., & Claudio-Quiroga, G. (2020). The Covid-19 Impact on The Asian Stock Markets. *Asian Economics Letters*, 1(2). <https://doi.org/10.46557/001c.17656>
- Herwany, A., Febrian, E., Anwar, M., & Gunardi, A. (2021). The Influence of the Covid-19 Pandemic on Stock Market Returns in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 39–47. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0039>
- Khan, M. A., Ullah, M., Usman, A., Malik, H. A., & Khan, M. K. (2020). Impact of Covid-19 on Global Economy. *International Journal of Management (IJM)*, 11(8), 956–969. <https://doi.org/10.34218/IJM.11.8.2020.087>
- Khanthavit, A. (2020). Foreign Investors' Abnormal Trading Behavior in The Time of Covid-19. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 63–74. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO9.063>

- Lathifah, H. M., Febrianti, D. S., Utami, A. P., Ulhaq, A. A., Tulasmi, T., & Mukti, T. (2021). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Nilai Harga Saham Syariah di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 7(1), 223. <https://doi.org/10.29040/jiei.v7i1.1772>
- Levin, R.I., Masood H. Siddiqui, David S. Rubin, and Sanjay Rastogi (2017) : *Statistics For Management* 8e. Pearson India Education Services Pvt. Ltd : India
- Liew, V. K.-S. (2020). Abnormal Returns on Tourism Shares in The Chinese Stock Exchanges Amid Covid-19 Pandemic. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Nurmasari, I. (2020). Dampak Covid-19 Terhadap Perubahan Harga Saham dan Volume Transaksi. *Jurnal Sekuritas (Saham, Ekonomi, Keuangan Dan Investasi)*, 3(3), 230–236.
- Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 23 Tahun 2014.
- Riaz, S., Ahmed, R., Parkash, R. And Ahmad, M.J. (2020). Determinants of Stock Market Investor Behavior in Covid-19: A Study on the Pakistan Stock Exchange. *International Journal of Disaster Recovery and Business Continuity*. Vol.11, No. 3, (2020), pp. 977 - 990
- Shaikh, M., Shaikh, S. H., Ullah, M., & Shah, A. B. (2021). Covid-19 Outbreak and Stock Return of G7 Economies. *International Journal of Management (IJM)*, 12(4), 15–26. <https://doi.org/10.34218/IJM.12.4.2021.003>
- Sebo, S., & Moch Nafi, H. (2020). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Suku Bunga, dan Volume Transaksi Terhadap Harga Saham Perusahaan Pada Kondisi Pandemi Covid-19. *Jurnal Akuntansi dan Perpajakan* (Vol. 6, Issue 2). <http://jurnal.unmer.ac.id/index.php/ap>
- Siswantoro, S. (2020). Efek diumumkanannya kasus pertama Covid-19 terhadap harga saham dan total saham yang diperdagangkan. *Jurnal Akuntansi, Keuangan dan Manajemen (Jakman)*, 1(3), 227–238. <https://doi.org/10.35912/jakman.v1i3.38>
- Susanto, D. dan A. Sabardi, *Analisis Teknikal di Bursa Efek*, Edisi 2, Yogyakarta, UPP STIM YKPN, 2016.
- Tambunan, D. (2020). Investasi Saham di Masa Pandemi COVID-19. *Jurnal Sekretari dan Manajemen*, 4(2). <http://ejournal.bsi.ac.id/ejurnal/index.php/widyacipta>
- Van Horne, J.C. and J.M. Wachowicz, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan 2 (Terjemahan)*, Jakarta, Salemba Empat, 2016.
- Widyartati, P., Setiawati, I., & Indriastuti, A. (2021). Kurs dan Nilai Perdagangan Saham di BEI Sebelum dan Pada Masa Pandemi Covid-19. *BALANCE: Economic, Business, Management, and Accounting Journal*, XVII(1).
- Winanti, A. (2021). Dampak Covid-19 Terhadap Harga Saham Bank Syariah. *Articles Information Abstract Jurnal Sekuritas*. 4(2), 96. <http://www.idx.co.id>
- <https://jdih.maritim.go.id/id/penetapan-status-faktual-pandemi-covid-19-di-indonesia#>, diunduh 5 Februari 2020.
- <https://setkab.go.id/presiden-jokowi-umumkan-pencabutan-kebijakan-ppkm/>, diunduh 15 Januari 2023.

<https://www.cnbcindonesia.com/market/20210125150721-17-218547/resmi-mulai-hari-ini-bei-kelompokkan-emiten-di-12-sektor>, diunduh 5 Februari 2023.

<https://nasional.kompas.com/read/2022/03/02/10573841/2-maret-2020-saat-indonesia-pertama-kali-dilanda-covid-19>, diunduh 8 Agustus 2023.

<https://www.djkn.kemenkeu.go.id/artikel/baca/16064/Pandemi-Covid-19-Dan-Menurunnya-Perekonomian-Indonesia.html>, diunduh 8 Agustus 2023

OJK.go.id., diunduh 15 Mei 2022.

idx.co.id.

LAMPIRAN - UJI HIPOTESIS

I. UJI HIPOTESIS PERBEDAAN IMBALAN DI MASA PRA-PANDEMI

1. Rumusan Hipotesis :

Ho : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah.

Ha : Imbalan investasi saham konvensional lebih tinggi daripada imbalan Investasi saham syariah.

2. Statistik uji :

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(x_1 - x_2)}}$$

3. Bataskritis : $\alpha = 0,05$ $n_1 = 12$ $n_2 = 12$ $t = 1,717$
 Ho diterima dan Ha ditolak jika t hitung < 1,717
 Ha diterima dan H0 ditolak jika t hitung > 1,717

4. Perhitungan :

Saham konvensional : $\bar{X}_1 = -1,321$ $S_1^2 = 12,994$
 Saham syariah : $\bar{X}_2 = -1,559$ $S_2^2 = 17,581$

$$S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

$$S_p^2 = \frac{(12 - 1)(12,994) + (12 - 1)(17,581)}{12 + 12 - 2} = 15,2875$$

$$S_p = 3,9099$$

$$\sigma_{(x_1 - x_2)} = S_p \sqrt{\left\{ \left(\frac{1}{n_1} \right) + \left(\frac{1}{n_2} \right) \right\}}$$

$$= 3,9099 \sqrt{\left(\frac{1}{12} + \frac{1}{12} \right)} = 1,5960$$

$$(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)$$

$$t = \frac{(-1,321 + 1,559) - 0}{1,596} = 0,1491$$

5. Karena t hitung (1,596) < t tabel (1,717), maka H_0 diterima
6. Kesimpulan : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah (perbedaannya tidak signifikan).

II. UJI HIPOTESIS PERBEDAAN IMBALAN DI MASA PANDEMI

1. Rumusan Hipotesis :
 H_0 : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah.
 H_a : Imbalan investasi saham konvensional lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah.

$$2. \text{ Statistik uji : } Z = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

3. Bataskritis : $\alpha = 0,05$ $n_1 = 34$ $n_2 = 34$ $t = 1,96$
 H_0 diterima dan H_a ditolak jika t hitung < 1,96
 H_a diterima dan H_0 ditolak jika t hitung > 1,96

4. Perhitungan :
 Saham konvensional : $\bar{X}_1 = 0,8993$ $S_1^2 = 30,1709$
 Saham syariah : $\bar{X}_2 = 1,0650$ $S_2^2 = 18,8970$

$$\begin{aligned} \sigma_{(X_1 - X_2)} &= \sqrt{\{(S_1^2/n_1) + (S_2^2/n_2)\}} \\ &= \sqrt{\{(30,1709/34) + (18,897/34)\}} \\ &= \sqrt{(0,5556 + 0,8874)} \\ &= 1,2012 \end{aligned}$$

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}} = \frac{(0,8993 - 1,0650) - 0}{1,2012} = -0,1379$$

5. Karena t hitung (0,1379) < t tabel (1,96), maka H_0 diterima
6. Kesimpulan Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah (perbedaannya tidak signifikan).

III. UJI HIPOTESIS PERBEDAAN IMBALAN DI MASA PASCA-PANDEMI

1. Rumusan Hipotesis :

H_0 : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah ($\mu_1 \leq \mu_2$).

H_a : Imbalan investasi saham konvensional lebih tinggi daripada imbalan Investasi saham syariah ($\mu_1 > \mu_2$).

2. Statistik uji :
$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(x_1 - x_2)}}$$

3. Bataskritis : $\alpha = 0,05$ $n_1 = 8$ $n_2 = 8$ $t = 1,761$
 H_0 diterima dan H_a ditolak jika t hitung $\leq 1,761$
 H_a diterima dan H_0 ditolak jika t hitung $> 1,761$

4. Perhitungan :

Saham konvensional : $\bar{X}_1 = 0,186$ $S_1^2 = 4,841$

Saham syariah : $\bar{X}_2 = 0,046$ $S_2^2 = 17,405$

$$S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

$$S_p^2 = \frac{(8 - 1)(4,841) + (8 - 1)(17,405)}{8 + 8 - 2}$$

$$S_p^2 = \frac{33,887 + 121,835}{14} = 11,123$$

$$S_p = 3,335$$

$$\sigma_{(x_1 - x_2)} = S_p \sqrt{\{(1/n_1) + 1/n_2\}}$$

$$= 3,335 \sqrt{(1/8 + 1/8)}$$

$$= 1,668$$

$$t = \frac{(X_1 - X_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sigma_{(X_1 - X_2)}}$$

$$t = \frac{(0,186 + 0,046) - 0}{1,668}$$

$$t = 0,139$$

5. Karena t hitung $(0,139) < t$ tabel $(1,761)$, maka H_0 diterima
6. Kesimpulan : Imbalan investasi saham konvensional tidak lebih tinggi daripada imbalan investasi saham syariah (perbedaannya tidak signifikan).