



Received 21-08-23

Revised 03-04-24

Accepted 03-04-24

Affiliation:

^{1,2}Universitas Airlangga,
Surabaya, Indonesia

³Universitas Internasional
Semen Indonesia, Gresik,
Indonesia

***Correspondence:**

niluh.narsa@feb.unair.ac.id

DOI:

10.24036/wra.v12i1.1249
45

Pengaruh Intervensi Pemerintah dalam Penanganan Covid-19 Terhadap Return Saham

Ainun Toyyibah¹, Niluh Putu Dian Rosalina Handayani Narsa^{2*}, Fitri Romadhon³

Abstract

Purpose – This research aims to obtain empirical evidence regarding the influence of government intervention in handling Covid-19 on stock returns.

Design/methodology/approach – This research was conducted on companies listed on the LQ45 index of the Indonesia Stock Exchange for 2020-2021. The total number of observations was 43 companies obtained using the purposive sampling method. This research is quantitative using multiple linear regression analysis techniques. The dependent variable in this research is stock returns. The independent variable used is government intervention consisting of social restriction policies, prevention and health policies, and economic support. Three control variables are also used, namely company size, profitability (ROA), and leverage (DER).

Findings – The research results show that social restriction policies and economic support have a positive effect on stock returns, while prevention and health policies have a negative effect on stock returns.

Originality/value – This research is initial research that provides evidence of the influence of government intervention in handling Covid-19 on stock returns in Indonesia by utilizing the OxCORT index.

Research limitations/implications – The implication of this research is that investors can anticipate increases and decreases in company share prices by considering several indices related to government intervention. The coverage area used is only limited to Indonesia.

Keywords: government intervention, Covid-19 pandemic, stock return

Article Type: Research Paper



Pendahuluan

Sejak kemunculan pertamanya di Wuhan pada Desember 2019, Covid-19 telah mempengaruhi berbagai bidang, baik kesehatan, ekonomi, hingga politik. Peningkatan kasus baru yang cukup signifikan membuat WHO akhirnya mendeklarasikan virus ini sebagai pandemi pada 11 Maret 2020 (WHO, 2020). Pasar saham yang menjadi barometer ekonomi merespons secara impulsif pandemi Covid-19. Pada awal tahun 2020, IHSG mengalami penurunan sebesar 37,33% dari Rp6.284 (2 Januari 2020) menjadi Rp3.938 pada 24 Maret 2020. Beberapa penelitian telah membuktikan adanya pengaruh negatif Covid-19 terhadap *return* saham (Al-Awadhi, 2020; Ashraf, 2020). Baker *et al.* (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa pasar saham merespons Covid-19 jauh lebih kuat dibandingkan dengan pandemi sebelumnya (Flu Spanyol tahun 1918–1919 & influenza tahun 1957–1958 dan 1968). Kuatnya pengaruh ini terletak pada keparahan pandemi Covid-19, kemudahan penyebaran virus, tingkat kematian yang cukup tinggi, serta penyebaran informasi yang jauh lebih cepat daripada tahun-tahun sebelumnya.

Munculnya pandemi Covid-19 telah mendorong pertumbuhan riset di bidang akuntansi karena mendesaknya pemahaman terhadap dampak pandemi tersebut terhadap berbagai aspek ekonomi, termasuk pasar saham (ASEAN, 2022). Tantangan ini mendorong para peneliti, termasuk kami, untuk mengeksplorasi bagaimana intervensi pemerintah menanggapi krisis kesehatan global dan dampaknya terhadap kinerja keuangan perusahaan. Artikel ini berperan dalam aliran riset akuntansi dengan fokus pada pengaruh intervensi pemerintah terhadap *return* saham selama periode pandemi Covid-19. Penelitian ini memberikan kontribusi penting dalam literatur akuntansi dengan menggali lebih dalam hubungan antara tindakan pemerintah dan kinerja pasar saham.

Peningkatan kasus positif Covid-19 yang eksponensial dengan tingkat kematian yang cukup tinggi telah memacu beberapa negara untuk melakukan *disease containment* melalui pembatasan aktivitas. Berbagai pendekatan kebijakan telah dilaksanakan untuk meminimalkan dampak pandemi, di antaranya: penutupan sekolah dan tempat kerja, larangan perjalanan melalui penutupan perbatasan internasional, *lockdown*, karantina, kebijakan *testing Covid-19*, *contact tracing* dan lain sebagainya. Intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19 ini secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi *return* saham (Ashraf, 2020). Efek langsung dari kebijakan yang dilakukan pemerintah berupa penurunan kegiatan ekonomi masyarakat yang berpengaruh terhadap pendapatan perusahaan maupun perorangan. Penurunan kegiatan ekonomi ini mempengaruhi sentimen investor dan mengakibatkan penurunan *return* saham (Ashraf, 2020). Efek tidak langsung dari kebijakan pemerintah berupa pengurangan jumlah kasus Covid-19. Kebijakan pemerintah yang ketat dan komprehensif, seperti pembatasan sosial, kebijakan karantina, dan lain sebagainya dapat mengurangi penambahan kasus baru. Hal ini memberi sinyal kepada investor bahwa krisis pandemi terkendali, sehingga mengurangi ketidakpastian investor dan pada akhirnya meningkatkan *return* saham (Narayan, Phan, & Liu, 2020; Narsa *et al.*, 2023).

Penelitian empiris terkait pengaruh intervensi pemerintah dalam menghadapi Covid-19 terhadap *return* saham menghasilkan hasil yang beragam. Ashraf (2020) menemukan bahwa intervensi pemerintah berkaitan dengan kebijakan pembatasan sosial berupa penutupan sekolah dan tempat kerja, pembatalan acara publik, pembatasan transportasi umum, pembatasan perjalanan internasional, dan lain sebagainya berdampak negatif langsung pada *return* pasar saham disebabkan karena adanya efek buruk pada aktivitas ekonomi. Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian lainnya seperti Chen *et al.* (2020), Jiang *et al.* (2021), dan Owjimehr & Samadi (2022) yang menemukan bahwa kebijakan pembatasan sosial memiliki efek negatif signifikan pada *return* saham. Sementara penelitian yang lain menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara pembatasan sosial dengan *return* saham (Chang *et al.*, 2021; Wang *et al.*, 2021; Gu *et al.*, 2022; Y.H. Saif-Alyousfi, 2022).

Intervensi pemerintah berkaitan dengan kebijakan penanggulangan dan kesehatan berupa program kesadaran publik, kebijakan pengujian, *contact tracing*, karantina, kebijakan vaksinasi, dan lain sebagainya yang diukur melalui *containment and health index* menghasilkan *return* pasar yang positif (Ashraf, 2020). Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian lainnya seperti Chang *et al.*

(2021), Wang *et al.* (2021), dan Jiang *et al.* (2021) yang menemukan adanya pengaruh positif signifikan antara kebijakan penanggulangan dan kesehatan dengan *return* pasar saham. Berbeda dengan penelitian tersebut, Owjimehr dan Samadi (2022) menemukan bahwa kebijakan penanggulangan dan kesehatan tambahan yang dilakukan pemerintah mengurangi *return* saham. Selanjutnya, intervensi pemerintah berupa pemberian dukungan ekonomi menghasilkan pengembalian pasar yang positif Ashraf (2020). Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian lainnya seperti Gu J *et. al* (2022), Owjimehr dan Samadi (2022), Wang *et al.* (2021), Jiang *et al.* (2021) yang menemukan bahwa dukungan ekonomi memiliki dampak positif signifikan terhadap *return* saham.

Salah satu aspek penting dari penelitian ini adalah pemilihan perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 pada tahun 2020 hingga 2021 yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling* sebagai sampel. Keputusan ini didasarkan pada pertimbangan bahwa perusahaan-perusahaan ini memiliki aktivitas perdagangan saham yang aktif dan merupakan indikator penting dari kinerja pasar saham Indonesia. Lebih jauh lagi, pemilihan sampel ini sejalan dengan praktik yang dilakukan oleh penelitian top dalam bidang akuntansi yang juga menggunakan indeks LQ45 sebagai sampel, seperti yang dilakukan oleh (Maziyyah, 2022; Puspitaningrum & Septina, 2022; Jecinna & Zielma, 2021; Putra & Dana, 2020). Saham perusahaan yang tergolong dalam indeks LQ45 aktif diperdagangkan dan harga sahamnya berfluktuasi (Putra dan Dana, 2020), sehingga dapat memberikan gambaran secara akurat terkait pengaruh intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19 terhadap *return* saham. Selain itu, indeks LQ45 mencakup setidaknya 70% dari nilai kapitalisasi pasar saham (Jecinna dan Zielma, 2021). Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 memberikan gambaran kinerja pasar saham secara keseluruhan.

Penelitian menggunakan data *index* yang diterbitkan dalam *Oxford Covid-19 Government Response Tracker* (OxCORT) untuk mengukur variabel intervensi pemerintah serta laporan keuangan kuartalan dan tahunan dari perusahaan terkait dalam kurun waktu tahun 2020 hingga 2021. Intervensi pemerintah terdiri dari kebijakan pembatasan sosial, kebijakan penanggulangan dan kesehatan, serta dukungan ekonomi yang masing-masing diukur menggunakan *stringency index*, *cointainment and health index*, dan *economic support index*. Peneliti menambahkan tiga variabel kontrol yang berhubungan dengan karakteristik keuangan perusahaan, yakni ukuran perusahaan, profitabilitas dan *leverage* (Chen *et al.*, 2020; Ramelli & Wagner, 2020; Song *et al.*, 2021; Ding *et al.*, 2020; Heyden & Heyden, 2021; Narsa & Prananjaya, 2017). Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan tujuan untuk memperoleh bukti empiris terkait pengaruh intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19 terhadap *return* saham. Data sampel terpilih akan diuji dengan teknik analisis regresi linier berganda menggunakan SPSS versi 28. Peneliti juga melakukan *robustness test* dengan mengubah *time frame* data penelitian, yakni data kuartalan diubah menjadi data harian terkait intervensi pemerintah dan *return* saham. Hal ini bertujuan untuk mengetahui bahwa hasil pengujian menunjukkan ketahanan (*robust*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan pembatasan sosial selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa semakin ketat kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah, maka semakin tinggi *return* saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena investor menilai bahwa sikap tanggap pemerintah dalam merespon pandemi Covid-19 dengan mulai menerapkan kebijakan pembatasan sosial dapat mencegah penyebaran Covid-19 dan menguntungkan negara dalam jangka panjang. Kebijakan penanggulangan dan kesehatan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, sedangkan dukungan ekonomi pemerintah berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Selanjutnya, beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian menunjukkan perbedaan hasil. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan profitabilitas dan *leverage* yang masing-masing diukur menggunakan ROA dan DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Penelitian ini memiliki sistematika penulisan yang terdiri dari lima bagian, yakni: bagian pertama berisi pendahuluan yang memberikan gambaran mengenai latar belakang fenomena, tujuan, kontribusi penelitian serta sistematika penulisan. Kemudian, bagian kedua berisi tinjauan pustaka yang memberikan penjelasan terkait landasan teori, pengembangan hipotesis, penelitian terdahulu serta kerangka

konseptual. Selanjutnya, bagian berisi metode penelitian, pengukuran variabel penelitian serta teknik uji analisis. Bagian keempat berisi tentang hasil dan pembahasan yang diperoleh berdasarkan pengujian yang telah dilakukan oleh peneliti. Pada bagian terakhir berisi tentang kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran.

Reviu Literatur

Behavioral Finance

Teori standard *finance* atau *traditional finance* lebih banyak diterima oleh kalangan akademisi dan praktisi sebelum tahun 1990 (Ricciardi dan Simon, 2000). *Standard finance* memiliki empat landasan utama: (1) investor rasional; (2) pasar efisien; (3) investor harus merancang portofolio sesuai dengan teori portofolio *mean-variance*; dan (4) pengembalian yang diharapkan adalah fungsi dari risiko dan hanya risiko (Statman, 2010).

Peristiwa *market crash* yang pernah terjadi dalam sejarah seperti *Great Depression* pada tahun 1929 dan *Black Monday* yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 1987 menunjukkan bahwa emosi dapat mempengaruhi rasionalitas investor. Peristiwa ini menunjukkan adanya anomali pasar yang tidak dapat dijelaskan oleh *traditional finance*. Oleh sebab itu, para peneliti keuangan terdorong untuk mengaitkan fenomena tersebut dengan aspek psikologis yang dikenal dengan *behavioral finance*. Berdasarkan teori *behavioral finance*, keadaan darurat akan berdampak pada psikologis dan perilaku investor. Hal ini kemudian akan berpengaruh terhadap harga saham (He *et al.*, 2020). Adanya pengaruh ini menunjukkan bahwa investor tidak hanya mempertimbangkan nilai dasar saham, melainkan juga faktor psikologis yang berperan dalam pengambilan keputusan investasi. *Behavioral finance* berdasar pada dua asumsi yakni arbitrase yang terbatas (*limit to arbitrage*) dan sentimen investor (Thaler 1999). Chowdhury *et al.* (2014) menyatakan bahwa sentimen investor merupakan kecenderungan investor untuk melakukan spekulasi, yakni keyakinan atau perasaan terhadap situasi tertentu. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Firdaus (2021) menunjukkan bahwa sentimen investor selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

Menurut teori *behavioral finance*, intervensi pemerintah akan berdampak pada pasar saham dengan mempengaruhi kegiatan ekonomi dan sentimen investor melalui dua aspek (He *et al.*, 2020). Pertama, kebijakan yang diterapkan pemerintah dapat secara efektif mengurangi penyebaran Covid-19 dan membantu meredakan kepanikan investor. Dengan demikian akan berdampak positif pada *return* saham (Narayan, Phan, & Liu, 2020). Kedua, intervensi pemerintah yang tegas dapat memberikan sinyal kepada investor bahwa krisis pandemi dapat dikendalikan, sehingga mengurangi ketidakpastian investor tentang prospek masa depan dan memperkuat kepercayaan mereka di pasar saham (Sharif, Aloui, & Yarovaya, 2020; Kizys, Tzouvanas, & Donadelli, 2021; Prananjaya & Narsa, 2019).

Signaling Theory

Signaling theory yang dikemukakan oleh Michael Spence (1973) menyebutkan bahwa pemberi sinyal memberikan suatu sinyal kepada penerima sinyal terkait suatu pengumuman atau peristiwa tentang informasi yang relevan. Kemudian, penerima sinyal akan menyesuaikan perilakunya dengan sinyal yang telah diterima. Sinyal atau informasi yang diperoleh dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan baik bagi individu, perusahaan, maupun pemerintah (Connelly, 2011). Teori ini memberikan penekanan pada pentingnya kekuatan dan efek dari penyampaian informasi oleh perusahaan terhadap keputusan yang akan diambil oleh investor atau pihak eksternal lainnya. Informasi yang diberikan oleh pihak perusahaan dapat memberikan gambaran mengenai kinerja dan kondisi perusahaan secara transparan kepada para pemegang saham maupun investor di luar perusahaan.

Informasi (pengumuman) yang dipublikasikan baik oleh perusahaan maupun pihak lain yang dapat mempengaruhi perusahaan akan memberikan sinyal bagi investor. Sinyal ini pada akhirnya akan

mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan (Jecuinna & Zielma, 2021). Investor akan menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut, kemudian akan mengidentifikasi apakah sinyal tersebut merupakan sinyal baik atau sinyal buruk (Jogiyanto, 2003). Ketika suatu peristiwa atau pesan mempengaruhi keyakinan penerima dan memicu suatu tindakan tertentu, maka peristiwa atau pesan tersebut dinilai mengandung informasi, yang nantinya akan terefleksi dalam perubahan harga atau volume saham (Suwardjono, 2013). Berdasarkan teori sinyal, informasi baru yang timbul terkait kebijakan pemerintah dalam merespon pandemi Covid-19 akan dianalisis bagaimana dampaknya terhadap perusahaan, yang pada akhirnya mempengaruhi keputusan investor dan menimbulkan terjadinya pergerakan harga saham. Investor akan menyesuaikan perilakunya dengan sinyal yang telah diterima, yakni dapat bereaksi secara positif maupun negatif.

Kebijakan Pembatasan Sosial dan Return Saham

Kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah dapat mengurangi penyebaran virus di satu sisi, namun menimbulkan dampak yang besar pada masyarakat karena menurunnya aktivitas ekonomi di sisi lain. Puspitaningrum & Septina (2022) dalam penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas perusahaan terdaftar di LQ45 mengalami penurunan selama pandemi Covid-19. Ketika investor menilai efek yang merugikan ini, kebijakan pembatasan sosial yang dilakukan pemerintah menyebabkan penurunan *return* saham. Sejalan dengan *signaling theory*, sinyal yang didapat oleh investor berupa kebijakan pembatasan sosial dinilai sebagai sinyal negatif (*bad news*) oleh investor karena dampaknya pada aktivitas ekonomi dan pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan, sehingga menyebabkan *return* saham menjadi negatif. Di lain sisi, menurut teori *behavioral finance*, intervensi pemerintah akan berdampak pada pasar saham dengan mempengaruhi sentimen investor melalui dua aspek (He *et al.*, 2020). Pertama, kebijakan yang diterapkan pemerintah dapat secara efektif mengurangi penyebaran Covid-19 dan membantu meredakan kepanikan investor yang disebabkan oleh peningkatan jumlah kasus dan kematian akibat Covid-19 yang cukup tinggi. Dengan demikian akan berdampak positif pada *return* saham (Narayan, Phan, & Liu, 2020). Kedua, keberhasilan pemerintah dalam menerapkan kebijakan pembatasan sosial menunjukkan bahwa krisis pandemi dapat dikendalikan, sehingga mengurangi ketidakpastian investor tentang prospek masa depan dan memperkuat kepercayaan mereka di pasar saham (Sharif, Aloui, & Yarovaya, 2020; Kizys, Tzouvanas, & Donadelli, 2021).

Ashraf (2020) menemukan bahwa intervensi pemerintah berkaitan dengan kebijakan pembatasan sosial berdampak negatif langsung pada *return* pasar saham disebabkan karena adanya efek buruk pada aktivitas ekonomi. Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian lainnya seperti Chen *et al.* (2020), Jiang *et al.* (2021), dan Owjimehr & Samadi (2022) yang menemukan bahwa kebijakan pembatasan sosial memiliki efek negatif signifikan pada *return* saham. Sementara penelitian yang lain menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara pembatasan sosial dengan *return* saham (Chang *et al.*, 2021; Wang *et al.*, 2021; Gu J *et al.*, 2022; Y.H. Saif-Alyousfi, 2022). Narayan, Phan, & Liu (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa *lockdown* merupakan kebijakan paling efektif dalam meredakan efek Covid-19 dibanding kebijakan lainnya, maka hipotesis pertama yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H1: Kebijakan pembatasan sosial selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif terhadap return saham.

Kebijakan Penanggulangan & Kesehatan dan Return Saham

Dalam rangka mengurangi jumlah penambahan kasus Covid-19, pemerintah menerapkan kebijakan penanggulangan dan kesehatan berupa sosialisasi kesadaran publik, kebijakan tes Covid-19, *contact tracing*, anjuran penggunaan masker, perlindungan untuk lansia, serta kebijakan vaksinasi. Kebijakan ini terbukti mampu mengurangi penambahan kasus baru dan kematian akibat Covid-19 (Hsiang *et al.*, 2020). Keberhasilan pemerintah dalam menekan penyebaran virus pada akhirnya menimbulkan reaksi pasar yang positif karena dapat meredakan kepanikan dan meningkatkan kepercayaan investor kepada

pemerintah untuk mengendalikan pandemi. Sejalan dengan teori *behavioral finance*, intervensi ini dapat meningkatkan sentimen investor kearah positif, yang berdampak pada kenaikan harga saham (Lee *et al.*, 2002). Keberhasilan pemerintah dalam menerapkan kebijakan penanggulangan dan kesehatan mengurangi ketidakpastian investor tentang prospek masa depan dan memperkuat kepercayaan mereka di pasar saham.

Ashraf (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa kebijakan penanggulangan dan kesehatan menghasilkan *return* pasar yang positif. Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian *lainnya* seperti Chang *et al.* (2021), Wang *et al.* (2021), dan Jiang *et al.* (2021) yang memperoleh kesimpulan bahwa kebijakan yang berkaitan dengan penanggulangan dan kesehatan berpengaruh positif signifikan pada *return* pasar saham. Berdasarkan pemaparan landasan teori dan hasil empiris dari penelitian terdahulu, hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Kebijakan penanggulangan dan kesehatan selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif terhadap return saham.

Dukungan Ekonomi Pemerintah dan Return Saham

Kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan oleh pemerintah memberikan dampak yang signifikan terhadap aktivitas ekonomi. Merespon hal ini, pemerintah memberikan dukungan ekonomi kepada masyarakat yang terdampak. Dukungan ekonomi yang dimaksud berupa pemberian bantuan sosial dan keringanan kredit. Bantuan sosial dalam bentuk transfer tunai membantu masyarakat untuk membeli barang-barang kebutuhan primer ketika penerapan kebijakan PSBB atau *lockdown*. Selain itu, kebijakan ini dapat meningkatkan kepatuhan masyarakat terhadap pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah, karena masyarakat tidak lagi khawatir kebutuhan primernya tidak terpenuhi. Adanya dukungan ekonomi ini dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap kemampuan pemerintah dalam mengendalikan dampak ekonomi dari pandemi Covid-19, sehingga investor akan bereaksi secara positif. Sejalan dengan teori *behavioral finance*, dukungan ekonomi yang diberikan pemerintah akan meningkatkan sentimen positif investor, yang pada akhirnya akan meningkatkan *return* saham.

Ashraf (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa dukungan ekonomi pemerintah menghasilkan *return* pasar yang positif. Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian *lainnya* seperti Gu J *et al.* (2022), Owjimehr dan Samadi (2022), Wang *et al.* (2021), Jiang *et al.* (2021) yang menemukan bahwa dukungan ekonomi berdampak positif signifikan pada *return* saham, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: Dukungan ekonomi pemerintah selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif terhadap return saham.

Metode

Sumber Data dan Sampel Penelitian

Pengumpulan data diperoleh melalui *website* resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), *Yahoo Finance*, *website Oxford Covid-19 Government Response Tracker*, dan *website investing.com*. Data perubahan harga saham harian didapatkan melalui *Yahoo Finance*, kemudian data mengenai tiga jenis intervensi pemerintah diperoleh melalui *website Oxford Covid-19 Government Response Tracker* (www.bsg.ox.ac.uk), sedangkan data kinerja keuangan diperoleh dari laporan triwulan dan tahunan perusahaan yang diakses melalui *website* resmi BEI.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia. Saham perusahaan yang tergolong dalam indeks LQ45 aktif diperdagangkan dan harga sahamnya berfluktuasi (Putra dan Dana, 2020), sehingga dapat memberikan gambaran secara akurat terkait pengaruh intervensi pemerintah dalam penanganan pandemi Covid-19 terhadap *return* saham. Selain itu, indeks LQ45 mencakup setidaknya 70% dari nilai kapitalisasi pasar saham (Jecuinna dan Zielma, 2021). Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 memberikan

gambaran kinerja pasar saham secara keseluruhan. Perusahaan terindeks LQ45 juga memberikan kemungkinan *output* dengan standar deviasi yang rendah (Pratama & Narsa, 2022). Periode penelitian dilakukan pada kuartal-1 tahun 2020 hingga kuartal-4 tahun 2021. Pemilihan periode penelitian ini didasarkan pada kemunculan kasus terkonfirmasi Covid-19 pertama kali di Indonesia, yakni pada 1 Maret 2020. Selain itu, IHSG mengalami penurunan yang cukup signifikan pada awal tahun 2020, yakni sebesar 37,33% dari Rp6.284 (2 Januari 2020) menjadi Rp3.938 pada 24 Maret 2020. Kemudian, Q4 2021 dipilih sebagai batas periode penelitian karena mempertimbangkan ketersediaan laporan keuangan perusahaan yang telah dipublikasikan. Dengan periode penelitian yang cukup panjang ini, diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif terkait pengaruh intervensi pemerintah dalam penanganan pandemi Covid-19 terhadap *return* saham. Berdasarkan kriteria pemilihan, sampel penelitian berjumlah 344 sampel data dari 43 perusahaan yang terpilih dan diuraikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel Data

Kriteria	2020				2021				TOTAL
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 BEI	45	45	45	45	45	45	45	45	360
<i>Listing</i> selama periode 2020-2021	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(8)
Data yang dibutuhkan tidak lengkap	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(8)
Jumlah Sampel Penelitian	43	43	43	43	43	43	43	43	344

Model Empiris Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19 terhadap *return* saham. Atas dasar tujuan tersebut, peneliti menggunakan uji regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut (Persamaan 1):

$$Return_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 SI_{it} + \beta_2 CHI_{it} + \beta_3 ESI_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 DER_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

<i>Return</i>	: <i>Return</i> saham
α	: Konstanta
β	: Koefisien Regresi
SI	: Kebijakan pembatasan sosial
CHI	: Kebijakan penanggulangan dan kesehatan
ESI	: Dukungan ekonomi
FSIZE	: Ukuran Perusahaan
ROA	: <i>Return on Assets</i>
DER	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
ε	: Residual atau Kesalahan Prediksi
i	: perusahaan
t	: kuartal

Definisi Variabel dan Pengukurannya

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham yang diukur melalui selisih antara harga penutupan pada kuartal ke-t dan t-1 dibagi dengan harga pada kuartal ke t-1 untuk menghitung return saham kuartalan.

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Variabel independen terdiri dari tiga intervensi pemerintah, yakni kebijakan pembatasan sosial yang mengacu pada *stringency index*, kebijakan penanggulangan dan kesehatan yang mengacu pada *containment and health index*, dan dukungan ekonomi yang mengacu pada *economic support index*. Ketiga indeks ini diterbitkan oleh *Blavatnik School of Government University of Oxford* (Hale et al., 2020). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuartalan, yakni rata-rata data harian dalam satu kuartal. Penggunaan indeks ini mengacu pada penelitian [Ashraf \(2020\)](#), [Chen et al. \(2020\)](#), [Wang et al. \(2021\)](#), [Jiang et al. \(2021\)](#), dan [Gu J et al. \(2022\)](#).

Variabel kontrol dalam penelitian ini, diantaranya adalah *firm size* atau ukuran perusahaan yang diukur melalui nilai logaritma natural dari total aset ([Altuwaijri & Kalyanaraman, 2020](#)), profitabilitas diukur menggunakan *Return On Assets (ROA)*, yakni rasio laba bersih terhadap total aset ([Ding et al., 2021](#)), dan *leverage* diukur dengan *Debt-to-Equity Ratio (DER)*, yakni rasio total hutang dibagi dengan total ekuitas ([Song et al., 2021](#)).

$$FSIZE = Ln (Total Assets)$$

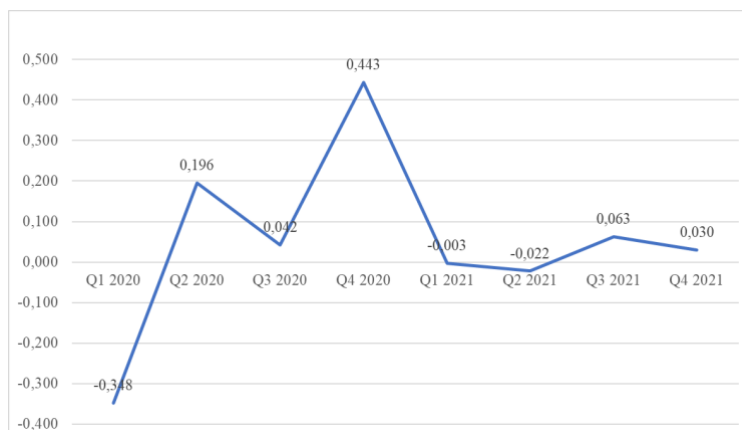
$$ROA = \frac{Profit\ After\ Tax}{Total\ Assets}$$

$$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$$

Analisis atas 344 data sampel perusahaan dalam penelitian ini akan diolah menggunakan perangkat lunak pengolah data statistik SPSS versi 28. Pengujian hipotesis dari hubungan antar variabel akan menggunakan metode regresi linear berganda dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui hubungan linier antara 1 variabel dependen dan 2 atau lebih variabel independen, arah hubungan, serta besarnya pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen ([Ghozali, 2018](#)).

Hasil dan Pembahasan

Gambaran Umum



Gambar 1. Grafik Return Saham LQ45 2020-2021

Grafik pergerakan rata-rata *return* saham perusahaan terdaftar di indeks LQ45 selama periode pengamatan ditunjukkan pada Gambar 2. Berdasarkan grafik tersebut dapat diamati bahwa rata-rata *return* saham perusahaan mengalami penurunan yang cukup signifikan pada kuartal-I tahun 2020, yakni sebesar 34,8 persen. Periode ini merupakan saat dimana WHO mengumumkan status Covid-19 sebagai sebuah pandemi. Kepanikan yang terjadi mengenai dampak pandemi yang akan meluas ke berbagai sektor menyebabkan jatuhnya pasar saham di periode tersebut. Rata-rata *return* saham mengalami kenaikan pada kuartal-IV tahun 2020, dimana pemerintah mulai gencar mengadaptasi kebijakan-kebijakan baru untuk menanggulangi penyebaran Covid-19 serta dampaknya terhadap berbagai sektor. *Return* saham kembali mengalami penurunan pada kuartal-I tahun 2021 karena tingginya lonjakan kasus Covid-19 varian terbaru.

Deskripsi Statistik

Tabel 2 menunjukkan bahwa jumlah pengamatan (N) sebanyak 344 pengamatan. *Return* saham (RETURN) sebagai variabel dependen memiliki nilai minimum sebesar -0,67 dengan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,05, yang berarti bahwa seluruh perusahaan dalam sampel penelitian memiliki rata-rata *return* sebesar 5% selama tahun 2020-2021. Nilai minimum yang negatif menunjukkan bahwa *return* saham mengalami penurunan sebesar 67%.

Kebijakan pembatasan sosial (SI) sebagai variabel independen yang diukur menggunakan *stringency index* menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 61,455 dengan nilai minimum dan maksimum masing-masing sebesar 25,33 dan 71,76. Variabel kebijakan penanggulangan dan kesehatan (CHI) yang diukur dengan *containment and health index* menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 57,74 dengan nilai minimum dan maksimum masing-masing sebesar 18,10 dan 73,41. Variabel dukungan ekonomi (ESI) yang diukur dengan *economic support index* menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 30,15 dengan nilai minimum dan maksimum masing-masing sebesar 0 dan 37,5. Nilai minimum sebesar 0 menunjukkan bahwa pemerintah tidak memberikan dukungan ekonomi sama sekali terhadap masyarakat dalam periode tertentu selama pandemi Covid-19. Hasil statistik ini menunjukkan bahwa terdapat kesenjangan yang cukup besar dalam intensitas tindakan intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19. Pada tahap awal pandemi, pemerintah belum mengenali tingkat keparahan Covid-19, sehingga tingkat intervensinya rendah. Namun, dengan penyebaran Covid-19 yang cepat, tingkat intervensi pemerintah secara bertahap meningkat

Tabel 2. Deskripsi Statistik Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	344	-0,67	1,89	0,0500	0,3152
SI	344	25,33	71,76	61,4550	14,3703
CHI	344	18,10	73,41	57,7438	16,4342
ESI	344	0,00	37,50	30,1463	12,3053
FSIZE	344	15,57	21,27	17,9325	1,3274
ROA	344	-0,06	0,14	0,0176	0,0222
DER	344	0,10	18,20	2,0288	2,8414
Valid N (listwise)	344				

Pengujian Hipotesis

Tabel 3 menunjukkan hasil uji F. Hasil uji tersebut menunjukkan bahwa setidaknya satu diantara variabel independen yakni kebijakan pembatasan sosial, kebijakan penanggulangan dan kesehatan, serta dukungan ekonomi berpengaruh terhadap variabel dependen *return* saham ($F = 32,94; p < 0,05$).

Tabel 3. Hasil Uji Keterandalan Model (Test F)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12,597	6	2,100	32,943	<,001 ^b
	Residual	21,478	337	0,064		
	Total	34,076	343			

Tabel 4 menginterpretasikan pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pembatasan sosial (SI) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai koefisien sebesar 0,037 ($t = 8,39$; $p < 0,05$). Artinya, semakin ketat kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah, maka *return* saham akan semakin meningkat. Sehingga, H1 diterima. Kemudian, variabel kebijakan penanggulangan dan kesehatan (CHI) berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai koefisien -0,040 ($t = -9,15$; $p < 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa ketika pemerintah menerapkan kebijakan terkait kesehatan tambahan, maka akan menurunkan *return* saham. Dengan demikian, H2 ditolak. Variabel dukungan ekonomi (ESI) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai koefisien 0,020 ($t = 8,10$; $p < 0,05$). Artinya, semakin banyak dukungan ekonomi yang diberikan pemerintah kepada masyarakat, maka *return* saham akan semakin meningkat, maka H3 diterima.

Tabel 4. Hasil Uji Parsial (t-test)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,068	0,239		0,283	0,777
	SI	0,037	0,004	1,708	8,392	0,000
	CHI	-0,040	0,004	-2,064	-9,146	0,000
	ESI	0,020	0,003	0,799	8,096	0,000
	FSIZE	-0,036	0,013	-0,151	-2,841	0,005
	ROA	-1,091	0,667	-0,077	-1,636	0,103
	DER	0,005	0,006	0,041	0,780	0,436

Tabel 5 menunjukkan angka koefisien determinasi. Model memiliki nilai *R Square* sebesar 0,37. Artinya, variabel-variabel independen yang dimasukkan kedalam model dapat menjelaskan 37% variabel dependen yakni *return* saham. Sedangkan sisanya yaitu 63% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 5. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.608 ^a	0,370	0,358	0,2524543

Pembahasan

Menurut Wang *et al.* (2021), semakin ketat langkah-langkah pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah menunjukkan semakin tinggi *return* saham. Lebih lanjut, penelitian yang dilakukan oleh Anh & Gan (2020), Chang *et al.* (2021), Yang & Deng (2021), dan Gu J *et al.* (2022) memperoleh

kesimpulan bahwa pembatasan sosial berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Mengacu pada hasil regresi, ketika nilai indeks kebijakan pembatasan sosial semakin tinggi, *return* saham juga mengalami peningkatan. Apabila dikonsepsikan ke dalam H1, hasil regresi linear menunjukkan keselarasan konsep, dimana semakin tinggi nilai indeks kebijakan pembatasan sosial, maka semakin tinggi pula *return* saham perusahaan. Hasil regresi linear membuktikan bahwa kebijakan pembatasan sosial selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai koefisien sebesar 0,037 ($t = 8,39$; $p < 0,05$) sehingga H1 diterima. Artinya, semakin ketat kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah, maka semakin tinggi *return* saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan secara ketat dapat secara efektif menekan penyebaran Covid-19 dan menguntungkan negara dalam jangka panjang. Efektivitas penerapan kebijakan pembatasan sosial menunjukkan bahwa krisis pandemi dapat dikendalikan, sehingga dapat memunculkan optimisme investor dan menyebabkan *return* saham menjadi positif.

Secara tidak langsung, hasil penelitian ini menginterpretasikan bahwa teori *behavioral finance* melandasi perubahan harga saham perusahaan. Kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah berhasil mempengaruhi sentimen investor dan mengakibatkan kenaikan *return* saham. Intervensi pemerintah mempengaruhi sentimen investor melalui dua aspek. Pertama, kebijakan yang diterapkan pemerintah dapat secara efektif mengurangi penyebaran Covid-19 dan membantu meredakan kepanikan investor. Dengan demikian akan berdampak positif pada *return* saham (Narayan, Phan, & Liu, 2020). Kedua, keberhasilan pemerintah dalam menerapkan kebijakan pembatasan sosial menunjukkan bahwa krisis pandemi dapat dikendalikan, sehingga mengurangi ketidakpastian investor tentang prospek masa depan dan memperkuat kepercayaan mereka di pasar saham (Sharif, Aloui, & Yarovaya, 2020; Kizys, Tzouvanas, & Donadelli, 2021). Dengan kebijakan pembatasan sosial yang ketat, diharapkan mampu menekan penyebaran Covid-19 dan memberikan dampak positif terhadap perusahaan dalam jangka panjang. Pembatasan sosial yang ketat diverifikasi sebagai langkah paling efektif untuk mengurangi penyebaran Covid-19 (Narayan et al., 2021). Disamping itu, hasil pengujian ini tidak selaras dengan *signaling theory*. Penurunan aktivitas ekonomi yang pada akhirnya menurunkan kinerja keuangan perusahaan (Puspitaningrum & Septina, 2022) terbukti bukan merupakan sinyal negatif (*bad news*) yang menurunkan *return* saham.

Menurut Owjimehr dan Samadi (2022), meningkatnya indeks kebijakan penanggulangan dan kesehatan menunjukkan semakin rendahnya *return* saham perusahaan. Lebih lanjut, mengacu pada hasil regresi, ketika nilai indeks kebijakan penanggulangan dan kesehatan tinggi, *return* saham mengalami penurunan. Apabila dikonsepsikan ke dalam H2, hasil regresi linear menunjukkan ketidakeselarasan konsep, dimana semakin tinggi nilai indeks kebijakan penanggulangan dan kesehatan, maka semakin rendah *return* saham perusahaan. Hasil regresi linear membuktikan bahwa kebijakan penanggulangan dan kesehatan selama pandemi Covid-19 berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai koefisien -0,040 ($t = -9,15$; $p < 0,05$) sehingga H2 ditolak. Hal ini berarti bahwa ketika pemerintah menerapkan kebijakan penanggulangan dan kesehatan tambahan, maka akan menurunkan *return* saham.

Secara tidak langsung, hasil penelitian ini menginterpretasikan bahwa teori *behavioral finance* melandasi perubahan harga saham perusahaan. Dalam hal ini, kebijakan penanggulangan dan kesehatan yang dilakukan oleh pemerintah berupa sosialisasi kesadaran publik, kebijakan pengujian (*testing*), kebijakan pelacakan kontak (*tracing*), karantina, kebijakan vaksinasi, dan lain sebagainya meningkatkan sentimen negatif investor, yang berdampak pada penurunan harga saham (Lee et al., 2002). Hal ini disebabkan karena ketidakefektifan kebijakan yang diterapkan pemerintah. Menteri, pemerintah provinsi, dan kelompok pengendalian Covid-19 dinilai lambat dalam penanganan kasus Covid-19 (Andriani, 2020). Berkaitan dengan *tracing* atau pelacakan, KawalCOVID19 mencatat Rasio Lacak-Isolasi (RLI) Indonesia hanya sebesar 3,64 pada September 2020. Angka ini masih jauh lebih rendah dari anjuran WHO yakni pelacakan antara 10 – 30 orang per satu kasus positif terkonfirmasi. Semakin rendah angka RLI, semakin sedikit jumlah ODP (Orang Dalam Pengawasan) dan OTG (Orang Tanpa Gejala) yang berhasil terdeteksi melalui proses *tracing* dan isolasi dibandingkan dengan jumlah kasus yang terkonfirmasi. Rendahnya rasio pelacakan ini mengakibatkan lambatnya pasien positif

Covid-19 terdeteksi. Hal ini membuat pasien Covid-19 yang positif namun belum terdeteksi memiliki kemungkinan untuk tetap berinteraksi dengan orang lain dan berpotensi menyebarkan Covid-19. Berkaitan dengan *testing*, pemerintah sangat selektif dalam menguji pasien dengan gejala Covid-19 menggunakan *Polymerase Chain Reaction* (PCR). Oleh karena itu, Indonesia tetap berada dalam daftar negara dengan tingkat *testing* Covid-19 yang sangat rendah. Berdasarkan data yang dirilis oleh *Worldometer* (2020), jumlah tes Covid-19 di Indonesia sampai tanggal 13 Juli 2020 adalah 1.061.367 tes atau 3.879 per 1 juta penduduk. Berbeda dengan rasio *testing* Covid-19 di China yakni sebesar 62.814 tes per 1 juta populasi dan Amerika Serikat sebesar 128.281 tes per 1 juta penduduk. Kapasitas *testing* Covid-19 Indonesia masih di angka 0,4 : 1.000 populasi per minggu. Jika meninjau standar WHO yakni 1 : 1.000 populasi per minggu, maka kapasitas *testing* Indonesia masih belum memenuhi standar minimal. *Testing* merupakan kunci pencegahan penularan Covid-19. Rendahnya angka *testing* dan *tracing* ini menimbulkan pesimisme investor, sehingga mempengaruhi sentimen investor dan menyebabkan *return* saham menjadi negatif.

Menurut [Ashraf \(2020\)](#), meningkatnya indeks dukungan ekonomi pemerintah menunjukkan semakin tingginya *return* saham perusahaan. Sejalan dengan hasil penelitian tersebut, beberapa penelitian lainnya seperti [Gu J et al. \(2022\)](#), [Owjimehr dan Samadi \(2022\)](#), [Wang et al. \(2021\)](#), [Jiang et al. \(2021\)](#) juga menemukan bahwa dukungan ekonomi pemerintah memiliki dampak positif yang signifikan pada *return* saham. Lebih lanjut, mengacu pada hasil regresi, ketika nilai indeks dukungan ekonomi pemerintah tinggi, *return* saham juga mengalami peningkatan. Apabila dikonsepsikan ke dalam H3, hasil regresi linear menunjukkan keselarasan konsep, dimana semakin tinggi nilai indeks dukungan ekonomi pemerintah, maka akan meningkatkan *return* saham perusahaan. Hasil regresi linear membuktikan bahwa dukungan ekonomi pemerintah selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham dengan nilai koefisien 0,020 ($t = 8,10$; $p < 0,05$) sehingga H3 diterima.

Secara tidak langsung, hasil penelitian ini menginterpretasikan bahwa teori *behavioral finance* melandasi perubahan harga saham perusahaan. Dukungan ekonomi yang diberikan pemerintah terbukti mampu meningkatkan sentimen positif investor, yang pada akhirnya akan meningkatkan *return* saham. Dukungan ekonomi pemerintah memperkuat kepercayaan investor terhadap kemampuan pemerintah dalam mengendalikan dampak ekonomi dari pandemi Covid-19. Dukungan ekonomi pemerintah berupa pemberian bantuan sosial, keringanan kredit, dan lain sebagainya dapat meningkatkan aktivitas perekonomian dan melawan dampak buruk dari pandemi Covid-19 pada perekonomian masyarakat. Adanya kebijakan dukungan ekonomi ini dapat meningkatkan kepercayaan investor pada pemerintah, sehingga investor bereaksi secara positif dan mengakibatkan *return* saham menjadi positif.

Robustness Test

Dalam penelitian ini, *robustness test* dilakukan dengan mengubah *time frame* data penelitian, yakni data kuartalan diubah menjadi data harian terkait intervensi pemerintah dan *return* saham. Hal ini bertujuan untuk mengetahui bahwa hasil pengujian menunjukkan ketahanan (*robust*). Berdasarkan hasil analisis regresi dapat diketahui bahwa dengan memodifikasi data penelitian menjadi data harian, tetap menghasilkan kesimpulan yang sama, yakni (1) kebijakan pembatasan sosial selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham (koefisien = -0,0003; $t = 6,265$; $p < 0,05$), (2) kebijakan penanggulangan dan kesehatan selama pandemi Covid-19 berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham (koefisien = -0,0004; $t = -7,085$; $p < 0,05$), dan (3) dukungan ekonomi pemerintah selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham (koefisien = -0,0003; $t = 8,983$; $p < 0,05$). Hal ini berarti bahwa model penelitian ini menunjukkan ketahanan (*robust*).

Simpulan

Kelesuan ekonomi dan peningkatan kasus positif Covid-19 yang eksponensial telah memacu beberapa negara untuk menerapkan berbagai kebijakan untuk meminimalkan dampak pandemi. Intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19 secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi *return* saham (Ashraf, 2020). Dalam penelitian sebelumnya, ketatnya kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan oleh pemerintah telah terbukti meningkatkan *return* saham (Narayan, Phan, & Liu (2020). Lebih lanjut, kebijakan terkait penanggulangan dan kesehatan serta dukungan ekonomi pemerintah juga terbukti meningkatkan *return* saham (Wang et al., 2021). Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh intervensi pemerintah dalam penanganan Covid-19 terhadap *return*.

Penelitian dilakukan terhadap 43 perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia periode tahun 2020-2021 yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria tertentu yang telah ditetapkan. Data diambil dalam periode kuartalan dan dianalisis menggunakan software SPSS 28 dengan teknik analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan pembatasan sosial selama pandemi Covid-19 berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa semakin ketat kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan pemerintah, maka semakin tinggi *return* saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena investor menilai bahwa sikap tanggap pemerintah dalam merespon pandemi Covid-19 dengan mulai menerapkan kebijakan pembatasan sosial dapat mencegah penyebaran Covid-19 dan menguntungkan negara dalam jangka panjang. Kebijakan penanggulangan dan kesehatan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, sedangkan dukungan ekonomi pemerintah berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

Indikator yang digunakan untuk menilai intervensi pemerintah dalam penelitian ini terbatas pada tiga indikator, yakni kebijakan pembatasan sosial, kebijakan penanggulangan dan kesehatan, serta dukungan ekonomi. Kemudian, populasi yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia. Peneliti tidak mengikutsertakan perusahaan lain dalam Bursa Efek Indonesia yang memiliki karakteristik yang berbeda-beda yang berpotensi merespon secara berbeda terhadap intervensi pemerintah. Cakupan wilayah yang digunakan juga hanya terbatas di Indonesia, sehingga peneliti tidak dapat membandingkan hubungan antar variabel dari dua atau lebih wilayah yang memiliki karakteristik pasar yang berbeda selama pandemi Covid-19. Saran yang dapat dipertimbangkan untuk penelitian selanjutnya yaitu dapat menambahkan indikator lain yang digunakan untuk menilai intervensi pemerintah, memperluas periode penelitian, serta memperluas cakupan wilayah penelitian.

Daftar Pustaka

- Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100326. <https://doi.org/10.1016/J.JBEF.2020.100326>
- Altuwaijri, B. M., & Kalyanaraman, L. (2020). CEO Education-Performance Relationship: Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(8), 259–268. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO8.259>
- Andriani, H. (2020). *Effectiveness of Large-Scale Social Distancings (PSBB) toward the New Normal Era during COVID-19 Outbreak: a Mini Policy Review* (Vol. 5, Issue 2). www.covid-19.go.id
- Anh, D. L. T., & Gan, C. (2020). The impact of the COVID-19 lockdown on stock market performance: evidence from Vietnam. *Journal of Economic Studies*, 48(4), 836–851. <https://doi.org/10.1108/JES-06-2020-0312/FULL/PDF>
- Ashraf, B. N. (2020). Economic impact of government interventions during the COVID-19 pandemic: International evidence from financial markets. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100371. <https://doi.org/10.1016/J.JBEF.2020.100371>

- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742–758. <https://doi.org/10.1093/RAPSTU/RAAA008>
- Chang, C. P., Feng, G. F., & Zheng, M. (2021). Government Fighting Pandemic, Stock Market Return, and COVID-19 Virus Outbreak. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(8), 2389–2406. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1873129>
- Chen, M. H., Demir, E., García-Gómez, C. D., & Zaremba, A. (2020). The impact of policy responses to COVID-19 on U.S. travel and leisure companies. *Annals of Tourism Research Empirical Insights*, 1(1), 100003. <https://doi.org/10.1016/J.ANNALE.2020.100003>
- Chowdhury, S. S. H., Sharmin, R., & Rahman, A. (2014). Effect of Sentiment on the Bangladesh Stock Market Returns. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2416223>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2021.03.005>
- Firdaus, A. P. (2021). Analisis Pengaruh Sentimen Investor Terhadap Return Saham Sektor BEI Pada Masa Pandemi COVID-19. *Jurnal Khazanah Intelektual*, 5(2), 1107–1127. <https://doi.org/10.37250/NEWKIKI.V5I2.121>
- Ghozali, Imam. 2018. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang
- Gu, J., Yue, X. G., Nosheen, S., Naveed -ul-Haq, & Shi, L. (2022). Does more stringencies in government policies during pandemic impact stock returns? Fresh evidence from GREF countries, a new emerging green bloc. *Resources Policy*, 76, 102582. <https://doi.org/10.1016/J.RESOURPOL.2022.102582>
- Hale, T., Angrist, N., Kira, B., Petherick, A., Phillips, T., & Webster, S. (2020). *Variation in government responses to COVID-19*. <https://www.bsg.ox.ac.uk/sites/default/files/2020-05/BSG-WP-2020-032-v6.0.pdf>
- He, P., Sun, Y., Zhang, Y., & Li, T. (2020). COVID–19’s Impact on Stock Prices Across Different Sectors—An Event Study Based on the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2198–2212. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785865>
- Heyden, K. J., & Heyden, T. (2021). Market reactions to the arrival and containment of COVID-19: An event study. *Finance Research Letters*, 38, 101745. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101745>
- Hsiang, S., Allen, D., Annan-Phan, S., Bell, K., Bolliger, I., Chong, T., Druckenmiller, H., Huang, L. Y., Hultgren, A., Krasovich, E., Lau, P., Lee, J., Rolf, E., Tseng, J., & Wu, T. (2020). The effect of large-scale anti-contagion policies on the COVID-19 pandemic. *Nature* 2020 584:7820, 584(7820), 262–267. <https://doi.org/10.1038/s41586-020-2404-8>
- Jecuinna, P., & Zielma, A. (2021). Dampak Penerapan PSBB Covid-19 dan Harga Saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). *JEMMA (Journal of Economic, Management and Accounting)*, 4(2), 149. <https://doi.org/10.35914/jemma.v4i2.736>
- Jiang, B., Gu, D., Sadiq, R., Mohsan Khan, T., & Chang, H. L. (2021). Does the stringency of government interventions for COVID19 reduce the negative impact on market growth? Evidence from Pacific and South Asia. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1934058>
- Jogiyanto, H. (2003). Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi 3). BPFE.
- Kizys, R., Tzouvanas, P., & Donadelli, M. (2021). From COVID-19 herd immunity to investor herding in international stock markets: The role of government and regulatory distancings. *International Review of Financial Analysis*, 74. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101663>

- Lee, W. Y., Jiang, C. X., & Indro, D. C. (2002). Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. *Journal of Banking & Finance*, 26(12), 2277–2299.
[https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00202-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00202-3)
- Maziyyah, Z. (2022). Pengaruh Rasio Keuangan dan Firm Size terhadap Return Saham LQ45 pada Masa Pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10, 782–792.
<https://doi.org/10.26740/JIM.V10N3.P782-792>
- Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Liu, G. (2021). COVID-19 lockdowns, stimulus packages, travel bans, and stock returns. *Finance Research Letters*, 38, 101732.
<https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101732>
- Narsa, N. P. D. R. H., Afifa, L. M. E., & Wardhaningrum, O. A. (2023). Fraud triangle and earnings management based on the modified M-score: A study on manufacturing company in Indonesia. *Heliyon*, 9(2).
- Narsa, N. P. D. R. H., & Prananjaya, K. P. (2017). Hubungan Faktor Internal dan Eksternal terhadap Proses Pengambilan Keputusan Etis. *Journal of Accounting and Investment*, 18(1), 80-101.
- Owjimehr, S., & Samadi, A. H. (2022). Government Policy Response to COVID-19 and Stock Market Return: The Case of Iran. *Contributions to Economics*, 423–439. https://doi.org/10.1007/978-3-030-89996-7_19
- OXCGR. *The Oxford Covid-19 Government Response Tracker (OXCGR)*. (n.d.). Retrieved March 20, 2022, from www.bsg.ox.ac.uk/covidtracker
- Prananjaya, K. P., & Narsa, N. P. D. R. H. (2019). Obedience pressure and tax sanction: An experimental study on tax compliance. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 21(2), 68-81.
- PRATAMA, B. Y., NARSA, N. P. D. R. H., & PRANANJAYA, K. P. (2022). Tax avoidance and the readability of financial statements: Empirical evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(2), 103-112.
- Puspitaningrum, G., & Septina, F. (2022). Analisis Kinerja Keuangan dan Harga Saham LQ45 pada Periode Sebelum dan Selama Pandemi COVID-19. *Jurnal Ekonomi & Manajemen Universitas Bina Sarana Informatika*. <https://doi.org/10.31294/jp.v17i2>
- Putra, I Komang Agus Adi Swara & Dana, I Made (n.d.). Study of Optimal Portfolio Performance Comparison: Single Index Model and Markowitz Model on LQ45 Stocks in Indonesia Stock Exchange. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 237–244. Retrieved May 18, 2022, from www.ajhssr.com
- Ramelli, S., Wagner, A. F., Schrimpf, A., Wang, J., Zeckhauser, R. J., & Ziegler, A. (2020). Feverish Stock Price Reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655.
<https://doi.org/10.1093/RCFS/CFAA012>
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). *What Is Behavioral Finance?* Business, Education and Technology Journal . https://www.researchgate.net/publication/234163799_What_Is_Behavioral_Finance
- Sharif, A., Aloui, C., & Yarovaya, L. (2020). COVID-19 pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: Fresh evidence from the wavelet-based approach. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101496.
<https://doi.org/10.1016/J.IRFA.2020.101496>
- Sinaga, J., Wu, T., & Chen, Y. (2022). Impact of government interventions on the stock market during COVID-19: a case study in Indonesia. *SN Business & Economics*, 2(9).
<https://doi.org/10.1007/s43546-022-00312-4>
- Song, H. J., Yeon, J., & Lee, S. (2021). Impact of the COVID-19 pandemic: Evidence from the U.S. restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 92, 102702.
<https://doi.org/10.1108/JCEFTS-07-2021-0030/FULL/PDF>
- Spence, Michael. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3. (Aug., 1973), pp. 355-374.
- Statman, -Meir. (2010). *What Is Behavioral Finance and Why Does It Matter?*
<https://www.dalbar.com/Portals/dalbar/Cache/News/PressReleases/QAIB->
- Swardjono. 2013. Teori Akuntansi Perekayasaan Pelaporan Keuangan. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta

- Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters. In *Journal of Behavioral Decision Making J. Behav. Dec. Making* (Vol. 12, Issue 3).
- Wang, Y., Zhang, H., Gao, W., & Yang, C. (2021). COVID-19-related government interventions and travel and leisure stock. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 49, 189–194. <https://doi.org/10.1016/J.JHTM.2021.09.010>
- Worldometer. *COVID Live - Coronavirus Statistics - Worldometer*. (n.d.). Retrieved June 3, 2022, from <https://www.worldometers.info/coronavirus/?ut>
- WHO. *Situation reports*. (n.d.). Retrieved March 20, 2022, from <https://www.who.int/indonesia/news/novel-coronavirus/situation-reports>
- World Bank. *Indonesia Overview: Development news, research, data | World Bank*. (n.d.). Retrieved February 26, 2023, from <https://www.worldbank.org/en/country/indonesia/overview>
- Y.H. Saif-Alyousfi, A. (2022). The impact of COVID-19 and the stringency of government policy responses on stock market returns worldwide. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-07-2021-0030/FULL/PDF>
- Yang, H., & Deng, P. (2021). The Impact of COVID-19 and Government Intervention on Stock Markets of OECD Countries. *Asian Economics Letters*, 1(4). <https://doi.org/10.46557/001c.18646>