

Apakah Ada Peluang Ketika Krisis? Pandemi Covid-19 dan Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Ramel Yanuarta RE ¹, Alfitriani ², Silvia Netsyah³

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang^{1,2}

Badan Pusat Statistik, Padang³

*Corresponding author, e-mail: ramel.yanuarta@fe.unp.ac.id

ARTICLE INFO

Received 7 Juni 2023

Accepted 29 September 2023

Published 30 September 2023

Keywords Covid-19, return on assets, free cash flow, revenue, sektor cyclical and non-cyclical

DOI :

<http://dx.doi.org/10.24036/jmpe.v6i3.14811>

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the impact of Covid-19 on company performance on the Indonesian stock exchange, particularly the consumer cyclicals and consumer non-cyclicals sectors in 2017-2021. The sample of this study is the consumer cyclicals and consumer non-cyclicals sectors with 120 issuer and selected using with purposive sampling technique. The analytical method used is panel data regression analysis using Stata. The results show that (1) Covid-19 pandemic has a negative impact on the performance in the consumer cyclicals than on non-cyclicals consumer sectors, (2) when the firm's investment scale is smaller, the negative impact of COVID-19 pandemic on firm performance is not more pronounced, (3) the negative impact of COVID-19 pandemic on firm performance is not more pronounced, if a firm's sales revenue is less.



This is an open access article distributed under the Creative Commons 4.0 Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. ©2023 by author.

PENDAHULUAN

Pandemi Covid-19 membawa dampak serius pada semua tatanan kehidupan. Seluruh dunia dipaksa untuk menghadapi pandemi Covid-19, yang mau tidak mau mengakibatkan pergolakan signifikan di semua bidang, dari ekonomi hingga sosial (Chen & Chia-Wei, 2021; Piccarozzi et al., 2021). Data WHO mencatatkan sampai tanggal 30 Januari 2021, Covid-19 telah menginfeksi lebih dari 101,5 juta orang dan mengakibatkan lebih dari 2,1 juta kematian (WHO, 2021) dan memberikan dampak yang besar pada kesehatan, ekonomi, transportasi, dan bidang lainnya di berbagai industri dan wilayah di dunia (Islam et al., 2020; Xu et al., 2021). Pada tingkat makro, pandemi Covid-19 menyebabkan resesi global terburuk sejak "Great Depression" tahun 1930-an, yang pada ujungnya juga berdampak pada kinerja semua perusahaan di dunia (Fu dan

Shen, 2020; Shen *et. al.*, 2020; Liu, *et al.*, 2020; Saleh dan Nour, 2021; Devi dkk, 2020; Roosdiana, 2021).

Berbeda dengan krisis ekonomi yang telah berlalu, pandemi Covid-19 secara spesifik tidak hanya berdampak pada sisi *demand* tapi juga sisi *supply* (Hagerty dan William, 2020). Kebijakan “*lock-down*” atau hanya pembatasan aktivitas penduduk untuk menurunkan penyebaran Covid-19, menyebabkan terganggunya proses produksi barang dan jasa, mengganggu distribusi, dan pada sisi lainnya juga menurunkan permintaan (Cheval *et al.*, 2020). Sebagai akibatnya, banyak perusahaan mengalami penurunan penjualan, keuntungan dan kesulitan keuangan.

Banyak penelitian sebelumnya yang melihat dengan cara pandang yang homogen berkaitan dengan dampak Covid-19 terhadap kinerja perusahaan dan bagaimana tanggapan pasar saham terhadap Covid-19 tersebut (Narayan dan Phan 2020). Beberapa penelitian menganalisis dampak pandemi di tingkat pasar agregat yang pada akhirnya mengasumsikan bahwa pandemi Covid-19 memiliki dampak yang sama untuk semua sektor (Devi dkk., 2020; Roosdiana, 2021). Namun Shen dkk. (2020) secara detail memperlihatkan perbedaan dampak Covid-19 yang berbeda pada setiap sektor. Dalam penelitian lain, Khatib dan Nour (2021) melihat bahwa pandemi Covid-19 memang berdampak signifikan terhadap karakteristik bisnis, seperti kinerja, struktur tata kelola, likuiditas, dan tingkat leverage, namun perbedaan antara waktu sebelum dan sesudah pandemi tidak signifikan.

Beberapa perdebatan yang timbul dapat terjadi karena secara sistematis pandemi Covid-19 berdampak pada semua perusahaan karena goncangannya bersifat *uncontrollable*. Dalam kondisi tersebut, karakteristik spesifik perusahaan dan industri memberikan faktor pembeda terhadap dampak pandemi COVID-19. Seperti Shen dkk. (2020) yang secara khusus melihat bagaimana faktor skala investasi atau pendapatan penjualan perusahaan yang relatif lebih kecil, menimbulkan efek merugikan yang lebih substansial pada kinerja perusahaan.

Menurut teori *real options*, manajer cenderung menunda investasi ketika ketidakpastian meningkat seperti pada saat pandemi Covid-19 saat ini, yang dapat menyebabkan hilangnya proyek yang menguntungkan (Zeng dkk., 2016). Ketersediaan dana tunai tersebut menjadi penyangga keberlanjutan operasional perusahaan. Hal ini juga berlaku dalam kondisi normal. Manajer dan pemegang saham juga menghendaki agar *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan besar karena akan sejalan dengan besarnya peluang investasi serta kesejahteraan bagi pemegang saham maupun manajer. Dengan demikian, posisi *free cash flow* perusahaan diperkirakan memberikan dampak yang positif terhadap kinerja perusahaan; memberikan peluang investasi yang lebih besar dalam kondisi normal dan sebaliknya menjadi penyangga keberlanjutan operasional perusahaan ketika terjadinya krisis ekonomi.

Keadaan pandemi COVID-19 juga membuat pendapatan perusahaan menjadi tidak stabil. Beberapa perusahaan melakukan penutupan terhadap usahanya dikarenakan perusahaan mengalami penurunan pendapatan sehingga tidak mampu untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan seperti biasanya. Pendapatan diartikan sebagai aliran masuk atau kenaikan manfaat ekonomi dalam bentuk pemasukan, penambahan aset atau penurunan

kewajiban yang berdampak pada kenaikan ekuitas di luar modal pemilik (Kartikahadi dkk., 2012). Penelitian awal telah melaporkan bahwa kinerja perusahaan dan keberlanjutannya sangat dipengaruhi di sisi pendapatan (Kells, 2020; Larcker et al., 2020). Perusahaan yang terus berinovasi dan beradaptasi serta mengubah produksi dan penjualan secara proaktif, bisa dibilang memiliki peluang lebih tinggi untuk bertahan dan berkembang dalam kondisi yang tidak normal (Mather, 2020).

Pandemi Covid-19 mendorong pemerintah dalam jangka pendek mengambil kebijakan yang lebih mengutamakan keselamatan penduduknya dengan mengurangi kontak sosial selama pandemi yang menghadirkan skenario yang tidak terduga dan menyebabkan perubahan pada kinerja perusahaan (Larcker et al., 2020). Dengan kebijakan pembatasan aktivitas penduduknya bahkan sampai dalam bentuk “*lock down*”, berdampak pada menyusutnya permintaan akan barang dan jasa (Hagerty dan Williams 2020). Hal ini menyebabkan penurunan pendapatan perusahaan, dan pada akhirnya penurunan kinerja perusahaan.

Skala pendapatan mempunyai hubungan positif dengan kinerja dan kemampuan perusahaan untuk bertahan. Perusahaan berskala besar memiliki kekuatan yang lebih kompetitif dibandingkan dengan perusahaan kecil karena pangsa pasar yang lebih besar, akses yang lebih baik ke modal, pengalaman dan efisiensi operasional (Ichev dan Marinč, 2018). Pandemi Covid-19 diakui mengganggu kinerja perusahaan dari sisi *demand* namun perusahaan yang menghasilkan pendapatan yang lebih kecil relatif mempunyai risiko terdampak yang lebih besar pandemi Covid-19 (Shen dkk., 2020).

Menjadi tantangan bagi peneliti untuk membangun kerangka teoritis dan metodologis untuk mengeksplorasi faktor-faktor kunci yang mempengaruhi operasi perusahaan dan strategi awal mereka untuk mengatasi kesulitan selama pandemi Covid-19 (Obrenovic et al., 2020). Dengan penelitian tersebut diharapkan dapat menjelaskan bagaimana mekanisme dampak keadaan darurat kesehatan masyarakat karena pandemi Covid-19 terhadap kinerja perusahaan, untuk dijadikan sebagai strategi pencegahan di masa datang.

Hal ini menjadi penting karena krisis ekonomi yang diakibatkan oleh pandemi seperti Covid-19 yang terjadi saat ini, telah terjadi sejak dulu dan diperkirakan akan terjadi di masa yang akan datang (Baldwin dan Weder di Mauro, 2020). Pada abad ke-21 saja, dunia telah mengalami empat wabah pandemi yaitu SARS pada tahun 2002, flu burung pada tahun 2009, MERS pada tahun 2012, dan Ebola yang memuncak pada 2013–2014. Walaupun krisis ekonomi yang mengiringi memperlihatkan tingkat keparahan yang berbeda, namun secara substansi pandemi Covid-19 tidak dapat dilihat dalam perspektif yang sama karena resesi yang diakibatkannya bersumber dari faktor eksternal. Berbeda dengan resesi yang terjadi pada beberapa tahun sebelumnya, lebih diakibatkan oleh faktor internal sistem keuangan (Zubair, Kabir, dan Huang 2020).

Penelitian ini berkontribusi memberikan pemahaman dalam melihat dampak pandemi Covid-19 terhadap kinerja perusahaan, khususnya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Secara spesifik, penelitian ini menggunakan faktor karakteristik spesifik perusahaan yaitu *free cash flow* dan pendapatan untuk melihat sekaligus dampak pandemi Covid-

19 dari sisi *supply* dan *demand*, serta memasukkan karakteristik spesifik industri sebagai determinan kinerja perusahaan yang akan dinilai dengan *return on assets* (ROA).

Mempertimbangkan karakteristik spesifik industri menjadi penting karena perusahaan-perusahaan dalam satu industri yang sama akan menunjukkan struktur bisnis dan individu yang homogen (Phan, Sharma, dan Narayan 2015), yang sekaligus menggambarkan tahap perkembangan dan statusnya dalam perekonomian nasional. Namun, setiap industri mempunyai karakteristik spesifik yang berbeda (heterogen), sehingga walaupun terjadinya resesi berdampak pada semua perusahaan namun masing-masing industri memiliki kecenderungan untuk bereaksi secara berbeda terhadap guncangan resesi tersebut (Narayan dan Sharma, 2011).

Penelitian ini membagi karakteristik spesifik industri dalam dua sektor yaitu industri yang terdampak besar dan terdampak kecil yang belum terduga dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Perusahaan yang mempunyai kecenderungan akan terdampak besar merupakan perusahaan yang industrinya mengikuti siklus perekonomian, yang di Bursa Efek Indonesia dinamakan dengan sektor *consumer cyclicals*. Sektor ini mempunyai karakteristik permintaan barang dan jasa cenderung berbanding lurus dengan fluktuasi ekonomi. Sektor industri kedua adalah sektor *consumer non-cyclicals*, yang siklus industrinya tidak sejalan dengan siklus perekonomian dikarenakan perusahaan melakukan produksi atau distribusi produk dan jasa yang bersifat anti-siklis. Dengan adanya perbedaan karakteristik ini, kedua sektor diperkirakan akan memperlihatkan kinerja yang berbeda pada kondisi pandemi Covid-19 yang terjadi saat ini.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menganalisis dampak pandemi Covid-19 terhadap kinerja keuangan emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode laporan keuangan tahun 2017–2021. Periode tersebut dibedakan atas dua yaitu periode pandemi Covid-19 (2020-2021) dan sebelum pandemi Covid-19 (2017-2019). Secara spesifik, pemilihan sampel dengan pendekatan *purposive* yaitu dari dua sektor industri, *consumer cyclicals* dan *consumer non-cyclicals*, dengan jumlah 68 emiten pada *consumer cyclicals* dan 52 emiten pada sektor *consumer non-cyclicals*. Jumlah sampel tersebut merupakan hasil penelusuran emiten sektoral tahun 2021 dengan pendekatan baru di BEI (IDX-IC menggantikan JASICA) dan tidak ada perubahan secara mundur dari tahun 2017 serta memperhatikan ketersediaan data laporan keuangan lengkap yang telah dipublikasikan melalui *website* BEI sampai bulan Juni 2022.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis regresi data panel pada aplikasi pengolahan data Stata. Model penelitian adalah seperti persamaan 1.

$$roa_{it} = \beta_0 + \beta_1.lnfcf_{it} + \beta_2.lnrev_{it} + \beta_3.dyc_{it} + \beta_4.dcov_{it} + \beta_5.dcov_{it} \# dyc_{it} + \beta_6.dcov_{it} \# lnfcf_{it} + \beta_7.dcov_{it} \# lnrev_{it} + \varepsilon_{it} \quad 1)$$

Kinerja keuangan diukur dengan *return on assets* (*roa*) sebagai variabel endogen dengan empat faktor determinan yaitu *free cash flow* (*fcf*), *revenue* (*rev*) dalam skala *continuous* dan dua variabel *dummy* sektor (*dyc*: 1 = sektor *consumer cyclicals*, dan 0 = sektor *consumer non-cyclicals*) dan variabel *dummy* periode pandemi Covid-19 (*dcov*: 1 = tahun 2020-2021, dan 0 = tahun 2017-2019). Karena

perbedaan skala data yang sangat besar maka dilakukan transformasi variabel *fcf* dan *rev* ke dalam bentuk logaritma natural (*ln*) menjadi *lnfcf* dan *lnrev*. Untuk melihat adanya dampak moderasi periode pandemi Covid-19 dengan tiga variabel eksogen yang lain, digunakan tiga variabel interaksi yaitu interaksi *dummy* sektor dengan *dummy* periode pandemi Covid-19 (*dcovi#dcycit*), interaksi antara variabel *lnfcf* dengan *dummy* periode pandemi Covid-19 (*dcovi#lnfcfi*), dan interaksi antara variabel *lnrev* dengan *dummy* periode pandemi Covid-19 (*dcovi#lnrevit*).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Ringkasan Statistik Sampel Berdasarkan Variabel Penelitian

Sampel	Statistik	<i>roa</i>	<i>fcf</i> *	<i>rev</i> *
Total	N	560	560	560
	<i>mean</i>	3,2	11,62	141,5
	<i>sd</i>	11	116,9	1584,9
	<i>cv</i>	3,43	10,1	11,2
	<i>min</i>	-50,3	-0,701	0.0001
	<i>max</i>	71,3	1619,3	22226,9
Consumer cyclicals	N	300	300	300
	<i>mean</i>	1.59	0.339	3.860
	<i>sd</i>	9.85	0.596	6.222
	<i>cv</i>	6.2	1.76	1.61
	<i>min</i>	-50.3	-0.701	0.0002
	<i>max</i>	71.3	3.232	43.466
Sebelum Covid-19 (2017-2019)	N	180	180	180
	<i>mean</i>	3.93	0.279	3.990
	<i>sd</i>	9.32	0.486	6.021
	<i>cv</i>	2.37	1.74	1.51
	<i>min</i>	-31.9	-0.701	0.0003
	<i>max</i>	71.3	3.131	34.744
Setelah Covid-19 (2020-2021)	N	120	120	120
	<i>mean</i>	-1.92	0.429	3.665
	<i>sd</i>	9.61	0.724	6.534
	<i>cv</i>	-5	1.68	1.78
	<i>min</i>	-50.3	-0.027	0.0002
	<i>max</i>	18.8	3.232	43.466
Consumer non-Cyclicals	N	260	260	260
	<i>mean</i>	5.07	24.64	300.5
	<i>sd</i>	11.9	170.84	231.8
	<i>cv</i>	2.35	6.93	7.71
	<i>min</i>	-31.7	-0.267	0.0001
	<i>max</i>	52.6	1619.3	22226.9
Sebelum Covid-19 (2017-2019)	N	156	156	156
	<i>mean</i>	5.16	21.06	382.1

	sd	12.2	145.2	2673.7
	cv	2.37	6.8	7
	min	-31.7	-0.000	0.0001
	max	52.6	1262.6	22226.9
Setelah Covid-19 (2020-2021)	N	104	104	104
	mean	4.93	30.01	178.09
	sd	11.4	203.9	1652.7
	cv	2.32	6.8	9.28
	min	-25.1	-0.267	0.0001
	max	49.3	1619.3	16868.8

Sumber: BEI, data diolah.

*Dalam Triliunan Rupiah, kecuali cv dan N

Tabel 1 memberikan gambaran secara deskriptif, karakteristik sampel penelitian berdasarkan variabel penelitian yaitu *return on assets (roa)* sebagai variabel endogen, dan *free cash flow (fcf)* serta *revenue (rev)*. Secara keseluruhan terdapat 560 data dari 120 emiten sampel selama 5 tahun (2017-2021) dengan rata-rata (*mean*) *roa* adalah 3,2, *fcf* sebesar Rp 11,62 Triliun dan *rev* sebesar Rp 141,5 Triliun.

Karakteristik sampel terlihat sangat beragam seperti yang ditunjukkan beberapa indikator di Tabel 1. Diwakili dari indikator sebaran data terlihat nilainya yang relatif lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-ratanya, dengan nilai simpangan baku (*sd*) untuk *roa* sebesar 11, *fcf* Rp 116,9 Triliun dan *rev* Rp 1584,9 Triliun. Beberapa emiten juga memperlihatkan raihan keuntungan negatif dengan nilai terendah *roa* = -50,3 dan pendapatan (*rev*) terendah sekitar Rp 0,1 Milyar.

Secara terpisah, untuk emiten sektor *consumer cyclicals* menghasilkan rata-rata *roa* yang lebih rendah yaitu 1,59 banding 5,07 *roa* sektor *consumer non-cyclicals*, namun mempunyai risiko dengan indikator simpangan baku yang lebih besar. Besarnya nilai simpangan baku secara relatif terhadap nilai rata-ratanya diperlihatkan oleh nilai koefisien variasi *cv* yang juga lebih besar untuk emiten sektor *consumer cyclicals* yaitu 6,2 berbanding 2,35 pada emiten sektor *consumer non-cyclicals*. Dari nilai *fcf* dan *rev*, emiten sektor *consumer cyclicals* juga menunjukkan nilai yang lebih rendah yaitu Rp 0,339 Triliun dan Rp 3,86 Triliun dibandingkan dengan sektor *consumer non-cyclicals*, Rp 24,64 Triliun dan Rp 300,5 Triliun.

Jika emiten sampel masing-masing sektor dikelompokkan berdasarkan periode sebelum dan setelah pandemi Covid-19, ringkasan data memperlihatkan terjadinya penurunan kinerja (*roa*) pada periode pandemi Covid-19 namun dengan tingkat yang berbeda. Emiten sektor *consumer cyclicals* menunjukkan penurunan rata-rata *roa* yang relatif lebih dalam dari 3,93 menjadi -1,91. Sedangkan rata-rata *roa* emiten sektor *consumer non-cyclicals* hanya mengalami penurunan dari 5,07 menjadi 4,93. Penurunan *roa* sektor *consumer non-cyclicals* dapat dikatakan dalam kondisi yang masih normal karena pandemi Covid-19 tidak berakibat guncangan yang besar pada sektor ini, dimana penurunan *roa* sejalan dengan turunnya koefisien variasi (*cv*) dari 2,37 menjadi 2,32. Sangat berbeda pada sektor *consumer cyclicals* yang mengalami guncangan pada saat pandemi Covid-19, dimana penurunan *roa* juga disertai dengan peningkatan koefisien

variasi *cv* dari 2,37 menjadi -5. Hal ini menjadi indikasi awal bahwa pandemi Covid-19 memberikan dampak yang jauh lebih besar pada emiten sektor *consumer cyclicals*.

Selanjutnya, pendapatan emiten (*rev*) juga terjadi penurunan pada periode Covid-19 dari Rp 3,99 Triliun sebelum periode pandemi Covid-19 pada emiten sektor *consumer cyclicals* menjadi Rp 3,665 Triliun pada periode pandemi Covid-19, dan pada sektor *consumer non-cyclicals* turun dari Rp 382,1 Triliun menjadi Rp 178,09 Triliun setelah pandemi Covid-19. Sedangkan untuk posisi arus kas *fcf*, terjadi peningkatan kas bebas yang tersedia pada kedua sektor ketika pandemi Covid-19, dari Rp 0,279 Triliun menjadi Rp 0,429 Triliun pada emiten sektor *consumer cyclicals* dan dari Rp 21,06 Triliun menjadi Rp 30,01 Triliun pada emiten sektor *consumer non-cyclicals*.

Hasil Estimasi Persamaan Regresi

Penelitian ini menggunakan model *random effect* berdasarkan hasil uji *Chow*, Uji *Hausman* dan Uji *Breusch Pagan Lagrange Multiplier* (LM), seperti terlihat pada Tabel 2. Perbedaan antar emiten sampel tidak bisa diabaikan dalam mengestimasi persamaan regresi karena teridentifikasi pada *error* berupa variabel random atau stokastik. Artinya, emiten sampel yang dipilih dari dua sektor *consumer cyclicals* dan sektor *consumer non-cyclicals*, sudah bersifat random dan dapat merepresentasikan karakteristik populasi. Walaupun terdapat 11 pengelompokan sektor berdasarkan IDX-IC di BEL, secara umum karakteristik industri masing-masing sektor dapat diwakili oleh karakteristik sektor *consumer cyclicals* dan sektor *consumer non-cyclicals*. Selanjutnya, dengan pilihan model *random effect*, estimasi persamaan regresi menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS).

Tabel 2. Nilai Statistik Pengujian Model Regresi Data Panel Terbaik

Statistik	Uji <i>Chow</i> *	Uji <i>Hausman</i> #	Uji LM+
Nilai Paramater	8.46	1.48	207.59
Probabilitas	0.0000	0.9608	0.0000

Keterangan: * = Statistik *F*, # = Statistik *chi2* dan + = Statistik *chibar2*

Tabel 3 menunjukkan statistik hasil estimasi regresi model *random effect* yang dapat diturunkan seperti dalam bentuk persamaan 2.

$$\begin{aligned}
 roa_{it} = & -29,304 + 0.341 \lnfcf_{it} + 0.891 \lnrev_{it} + 0.407 dcyc_{it} + 1.316 dcov_{it} \\
 & - 5.428 dcov_{it}\#dcyc_{it} + 0.005 dcov_{it}\#\lnfcf_{it} + - 0.058 dcov_{it}\#\lnrev_{it}
 \end{aligned} \quad 2)$$

Statistik hasil estimasi menunjukkan hanya variabel *lnfcf* dan *lnrev* yang berpengaruh signifikan terhadap *roa*, sedangkan variabel *dcyc* dan *dcov* tidak. Pengaruh *lnfcf* dan *lnrev* adalah positif dimana setiap kenaikan 1 persen pada *lnfcf* dan *lnrev* akan meningkatkan *roa* secara berurutan rata-rata sebesar 0,341 dan 0,891. Tidak ada perbedaan *roa* pada periode sebelum dan setelah pandemi Covid-19 dan tidak ada juga perbedaan *roa* pada emiten di kedua sektor.

Tabel 3. Hasil Estimasi Regresi ROA dengan Model Panel Random Effect

	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>z</i>	<i>P> z </i>	<i>[95% Conf. Interval]</i>	
<i>lnfcf</i>	.3413922	.1571830	2.17	0.030	.0333192	.6494653
<i>lnrev</i>	.8911069	.3207296	2.78	0.005	.2624885	1.519725
<i>dcyc</i>	.4077646	1.5881890	0.26	0.797	-2.705028	3.520557
<i>dcov</i>	1.3166700	8.1176310	0.16	0.871	-14.59359	17.22693
<i>dcov#dcyc</i>	-5.4284560	1.4161640	-3.83	0.000	-8.204086	-2.652825
<i>dcov#lnfcf</i>	.0054253	.1806772	0.03	0.976	-.3486955	.3595461
<i>dcov#lnrev</i>	-.0587195	.3132393	-0.19	0.851	-.6726573	.5552184
<i>cons</i>	-29.3046600	8.8387030	-3.32	0.001	-46.6282	-11.98112

Sumber: Bursa Efek Indonesia, data diolah.

Sedangkan untuk efek moderasi, hanya variabel *dcov#dcyc* yang berpengaruh signifikan terhadap *roa* emiten sampel penelitian, variabel *dcov#lnfcf* dan *dcov#lnrev* tidak berpengaruh signifikan. Artinya, walaupun *lnfcf* dan *lnrev* berpengaruh signifikan terhadap *roa* namun tidak ada perbedaan efeknya pada periode sebelum dan setelah pandemi Covid-19. Sebaliknya, walaupun tidak ada perbedaan *roa* antara emiten sektor *consumer cyclicals* dengan emiten sektor *consumer non-cyclicals*, secara relatif pandemi Covid-19 berdampak pada lebih rendahnya *roa* emiten sektor *consumer cyclicals* rata-rata sebesar -5,428 dibandingkan dengan emiten sektor *consumer non-cyclicals*.

Dampak Pandemi COVID-19 terhadap Kinerja Emiten Berdasarkan Skala Investasi

Hasil estimasi memperlihatkan *free cash flow (fcf)* sebagai ukuran skala investasi perusahaan (Shen dkk., 2020) berdampak signifikan pada kinerja emiten di BEI yang diukur dengan *return on assets (roa)*. Besarnya *fcf* yang dihasilkan perusahaan berdampak positif pada kinerja perusahaan secara langsung. Namun, dampak tersebut tidak termoderasi dengan kondisi krisis yang diakibatkan oleh pandemi Covid-19. Pandemi Covid-19 tidak menjadikan dampak *fcf* terhadap kinerja perusahaan menjadi berbeda. Artinya, sebagai karakteristik spesifik perusahaan, *fcf* merupakan faktor internal yang dapat dikendalikan dan sehingga berdampak sesuai dengan karakteristik masing-masing perusahaan. Perusahaan dapat menentukan kebijakan aliran kas bebas yang sesuai dengan strategi mereka.

Hal ini dijelaskan teori *real options* (Zeng dkk., 2016). Secara umum pandemi Covid-19 berdampak pada turunnya kinerja perusahaan dan mengakibatkan meningkatnya ketidakpastian operasional perusahaan. Untuk menjaga kemampuan perusahaan beradaptasi terhadap guncangan aliran kas, maka perusahaan melakukan pengendalian kas (*cash holding policy*) agar perusahaan tidak mengalami defisit kas (Arfan *et al.*, 2017) karena ada kebutuhan bahan baku, tenaga kerja, tanah, dan infrastruktur lainnya demi menjaga operasional perusahaan. Kebijakan yang mengutamakan pengendalian kas ini akan meningkatkan posisi *free cash flow (fcf)* dan mengurangi momentum pengembangan perusahaan dengan mengurangi investasi baik pada aset tetap maupun modal kerja.

Dalam kondisi lain, manajer dan pemegang saham juga menghendaki agar *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan selalu meningkat karena akan sejalan dengan meningkatnya peluang investasi serta kesejahteraan dan manfaat yang akan diperoleh baik bagi pemegang

saham maupun bagi manajer. Meningkatnya posisi *fcf* ini diperkirakan memberikan dampak yang positif terhadap kinerja perusahaan, karena disertai dengan opsi manajemen apakah digunakan untuk investasi atau menjadi penyangga ketika risiko operasional meningkat. Dengan demikian, baik dalam kondisi pandemi Covid-19 maupun tidak, ketersediaan arus kas bebas (*fcf*) yang besar memberikan dampak positif bagi perusahaan, memberikan peluang investasi yang besar dan menjadi penyangga kelangsungan operasional perusahaan ketika resesi.

Hasil ini memberikan kesimpulan yang berbeda dengan Shen dkk. (2020) yang menyatakan bahwa pandemi Covid-19 berdampak pada kinerja perusahaan melalui mekanisme ketersediaan aliran kas yang menjadi ukuran skala investasi. Shen dkk. (2020) menjelaskan bahwa dampak negatif pandemi Covid-19 lebih rendah pada perusahaan yang mempunyai *fcf* yang lebih rendah. Hasil ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan terdampak pandemi Covid-19 tidak melalui mekanisme skala investasi.

Dampak Pandemi COVID-19 terhadap Kinerja Emiten Berdasarkan Pendapatan

Pandemi COVID-19 yang mengguncang perekonomian dunia membuat banyak negara mengalami penurunan pendapatan, termasuk Indonesia. Belanja yang meningkat untuk mengatasi wabah dan ekonomi, serta seretnya pemasukan pajak dan penerimaan negara menjadi penyebabnya. Kemiskinan global akan meningkat, layanan publik terutama di bidang kesehatan dan pendidikan menjadi lebih tegang, pertumbuhan ekonomi mengalami penyusutan, serta ketimpangan yang akan meningkat. Selain itu, banyak negara mengalami tekanan yang serupa, seperti meningkatnya penggunaan anggaran dan utang publik. Disebabkan bertambahnya kegiatan dengan pengeluaran berskala besar namun pendapatan pajak turun.

Dalam penelitian ini, hasil uji terhadap hipotesis ketiga juga tidak sepenuhnya terbukti dalam pernyataan bahwa dampak pandemi COVID-19 akan terasa ketika pendapatan perusahaan rendah. Berdasarkan hierarki kebutuhan Maslow, permintaan konsumen dalam jangka pendek akan kesehatan dan keselamatan lebih mendesak daripada kontak sosial selama pandemi, sehingga permintaan menyusut (Hagerty dan Williams, 2020). Faktor-faktor tersebut menjadi penyebab penurunan pendapatan perusahaan, yang pada akhirnya berujung pada penurunan kinerja perusahaan. Hal ini dapat terlihat pada produktivitas dan pendapatan perusahaan yang menurun tajam akibat dari langkah-langkah penerapan pembatasan kegiatan, yang mampu menyebabkan penurunan kinerja. Namun secara sistematis, dampak negatif COVID-19 tidak secara khusus berpengaruh pada pendapatan perusahaan. Sama halnya dengan skala investasi, pendapatan perusahaan mengalami perubahan akibat risiko internal perusahaan, yang akan berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan tanpa keberadaan pandemi.

Dampak Pandemi COVID-19 terhadap Kinerja Emiten Sektor *Consumer Non-cyclicals* dan *Consumer cyclicals*

Hasil estimasi model regresi yang dikontrol dengan efek moderasi menunjukkan bahwa secara parsial tidak ada perbedaan signifikan antara *roa* emiten sektor *consumer cyclicals* dengan emiten sektor *consumer non-cyclicals* (*dcyc*). Begitu juga pandemi Covid-19, secara parsial juga

tidak berdampak signifikan pada penurunan *roa* emiten di BEI (*dcov*). Bahkan nilai koefisien regresi variabel *roa* menunjukkan nilai yang positif. Walaupun tidak signifikan, artinya secara rata-rata ada peningkatan profitabilitas (*roa*) dari sampel penelitian.

Dampak pandemi Covid-19 baru terlihat signifikan pada variabel interaksi *dcov#dcyc*, dimana persamaan regresi memperlihatkan emiten sektor *consumer cyclicals* menghasilkan *roa* lebih rendah 5,43 dari *roa* emiten sektor *consumer non-cyclicals*. Terjadi moderasi yang mengindikasikan bahwa dampak pandemi Covid-19 merupakan efek karakteristik industri dari emiten yang ada di BEI. Dalam perspektif risiko sistematis, terdapat industri yang kinerjanya berfluktuasi sejalan dengan siklus ekonomi (bisnis) yang terjadi. Emiten yang masuk kelompok ini termasuk ke dalam sektor *consumer cyclicals*. Sedangkan sebagian emiten yang lain, mempunyai karakteristik industri yang tidak mengikuti fluktuasi siklus ekonomi (bisnis) yang dikelompokkan ke dalam sektor *consumer non-cyclicals*. Hal ini sejalan dengan Khatib dan Nour (2021) yang menyimpulkan bahwa walaupun pandemi Covid-19 berdampak signifikan terhadap karakteristik bisnis, seperti kinerja, struktur tata kelola, likuiditas, dan tingkat *leverage*, namun perbedaan antara waktu sebelum dan sesudah pandemi tidak signifikan. Pandemi Covid-19 mempengaruhi kinerja emiten di BEI melalui mekanisme efek sistematis, bagaimana korelasi fluktuasi industri terhadap siklus ekonomi.

Phan, Sharma, dan Narayan (2015) menyatakan bahwa perusahaan dalam satu industri yang sama akan menunjukkan karakteristik spesifik industri yang sama. Mereka mempunyai struktur bisnis dan individu yang homogen terkait proses produksi dalam sebuah perekonomian. Karakteristik spesifik industri tersebut sekaligus menggambarkan tahap perkembangan dan statusnya dalam perekonomian nasional yang berbeda (heterogen) untuk sektor yang berbeda. Sehingga ketika terjadi krisis, masing-masing industri memiliki kecenderungan untuk bereaksi secara berbeda terhadap guncangan krisis tersebut (Narayan dan Sharma, 2011).

Seperti pada emiten sektor *consumer cyclicals* yang lebih terdampak pandemi Covid-19 karena secara industri merupakan perusahaan yang menyediakan barang yang bersifat siklus atau barang sekunder sehingga permintaan barang dan jasa ini berbanding lurus dengan pertumbuhan ekonomi. Dengan kata lain, sektor ini secara sederhana adalah sektor yang pendapatannya terpengaruh oleh kondisi makro ekonomi dan siklus bisnis. Sektor *cyclical* juga dapat dikatakan sebagai sektor perusahaan yang menghasilkan produk barang atau jasa yang dibeli ketika ekonomi sedang naik atau *booming* dan sebaliknya. Sektor *consumer cyclical* cenderung lebih *volatile* dan mengikuti tren ekonomi secara umum. Hampir keseluruhan industri pada sektor ini merasakan dampak pandemi.

Sebaliknya, emiten sektor *consumer non-cyclical* mencakup perusahaan yang melakukan produksi atau distribusi produk dan jasa yang secara umum dijual kepada konsumen. Namun barang yang dijual bersifat anti-siklis atau barang primer/dasar sehingga permintaan barang dan jasa tidak dipengaruhi oleh fluktuasi ekonomi. Sektor ini disebut juga dengan sektor defensif. Hal ini dikarenakan bagaimanapun kondisi ekonomi, barang atau jasa tersebut masih dicari karena menjadi kebutuhan sehari-hari.

Sektor *consumer non-cyclicals* sebagai sektor kebutuhan akan barang primer (BEI, 2020), mampu membuatnya tetap bertahan terhadap perubahan ekonomi yang tiba-tiba. Industri ini masih bertahan karena menyediakan barang-barang akan kebutuhan pokok harian yang secara ekonomi bersifat inelastis. Permintaan akan barang-barang kebutuhan yang disediakan sektor *consumer non-cyclicals* tidak akan banyak berubah walaupun ditawarkan dengan harga yang lebih mahal. Sebagian perusahaan memang terdampak pandemi, namun dampaknya dapat diatasi. Dengan kata lain, pandemi COVID-19 tidak membawa dampak yang tajam pada sektor *Consumer Non-Cyclicals* (BEI, 2020). Hal ini didukung oleh penelitian Irmayani (2020) bahwa tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah pandemi COVID-19 ditetapkan sebagai bencana darurat nasional terhadap *return* saham perusahaan. Untuk beberapa emiten yang tidak terlalu terdampak, situasi tersebut dapat diantisipasi dengan perubahan perilaku masyarakat yang melakukan pembelian secara *take-away*. Begitu juga dengan industri retail yang masih bisa bertahan, karena memanfaatkan penjualan melalui *e-commerce*.

SIMPULAN

Penelitian ini membahas dampak pandemi COVID-19 terhadap kinerja perusahaan, khususnya pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* dan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menemukan bahwa pandemi COVID-19 tidak memberikan dampak pada kinerja perusahaan melalui mekanisme skala investasi dari *free cash flow* dan pendapatan perusahaan. Secara umum pandemi COVID-19 tidak memberikan pengaruh yang sama pada semua perusahaan. Namun, pada perusahaan-perusahaan yang siklus industrinya sejalan dengan siklus ekonomi (sektor *consumer cyclicals*), menunjukkan kinerja yang lebih rendah pada masa pandemi COVID-19 dibandingkan perusahaan-perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*. Hal ini menunjukkan bahwa masih ada peluang bagi beberapa perusahaan, terutama pada sektor *consumer non-cyclicals*, untuk dapat menjaga kinerjanya ketika terjadi krisis seperti pandemi COVID-19.

Secara manajerial, hasil ini berimplikasi pada manajemen perusahaan untuk menetapkan strategi-strategi khusus untuk melepaskan perusahaan dari kesulitan ketika terjadinya situasi krisis karena peluang untuk menjaga kinerja tersebut masih tetap ada. Bagi investor, kondisi fundamental perusahaan menjadi penting untuk diperhatikan terutama sekali terkait skala investasi dari *free cash flow* dan pendapatan perusahaan. Ketika memasuki awal-awal masa krisis ekonomi, investor juga perlu melakukan *rebalancing* portofolio investasinya pada perusahaan-perusahaan yang lebih tahan terhadap krisis seperti sektor *consumer non-cyclicals*.

Penelitian ini hanya memasukkan dua sektor *consumer* yaitu *consumer cyclicals* dan *consumer non-cyclicals*, yang masih terdapat berbagai sub-sektor di dalamnya. Dengan mempertimbangkan sub-sektor yang ada dan/atau sektor-sektor lainnya, penelitian selanjutnya diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih spesifik terkait variabel yang digunakan. Penelitian selanjutnya juga diharapkan dapat mengkaji jalur mekanisme dampak pandemi COVID-19 (krisis ekonomi) terhadap kinerja perusahaan selain melalui mekanisme skala investasi dan pendapatan perusahaan.

REFERENSI

- Baldwin, R., & Weder di Muaro, B. (2020). *Economics in the Time of COVID-19*. cepr Press.
- Chen, Hsuan-Chi., & Yeh, Chia-Wei. (2021). Global Financial Crisis and COVID-19: Industrial Reactions. *Financ Res Lett*. 2021 Oct;42:101940. Doi: 10.1016/j.frl.2021.101940. Epub 2021 Jan 19. PMID:34566533; PMCID: PMC8450756.
- Cheval, B., ET AL. (2020). Relationships Between Changes in Self Reported Physical Activity, Sedentary Behavior and Health during the Coronavirus (COVID19) Pandemic in France and Switzerland, *Journal of Sports Sciences*, pp. 1-6. Doi: 10.1080/02640414.2020.1841396.
- Devi, S., Warasniasih, Ni Made S., Masdiantini, Putu R., & Musmini, L. S. (2020). The Impact of COVID-19 Pandemic on the Financial Performance of Firms on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 23(2), 226-242.
- Esomar, M. J. F., & Chritianty, R. (2021). Covid-19 Pandemic Impact towards the Financial Performance of Companies on Service Sector in BEI. *Jurnal Konsep Bisnis dan Manajemen*, 7(2), 227-233.
- Fu, M., & Shen, H. (2020). COVID-19 and Corporate Performance in the Energy Industry. *Energy Research Letters*, 1(1). <https://doi.org/10.46557/001c.12967>.
- Gil-Alana, L., & Monge, M. (2020). Crude Oil Prices and COVID-19: Persistence of the Shock. *Energy Research Letters*, 1(1). <https://doi:10.46557/001c.13200>.
- Hagerty, S. & Williams, L. M. (2020). The impact of COVID-19 on mental health: The interactive roles of brain biotypes and human connection. *Brain, Behavior, & Immunity-Health*, 5. <https://doi:10.1016/j.bbih.2020.100078>.
- Harahap, L. R., Anggraini, R., Ellys, & Effendy, R. (2020). Analisis Rasio Keuangan Terhadap Kinerja Perusahaan PT Eastparc Hotel, Tbk (Masa Awal Pandemi Covid-19). *Competitive Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 5(1), 57-63. <http://jurnal.umt.ac.id/index.php/competitive/article/view/4050>.
- Husnan, S. & Pudjiastuti, E. (2015). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Ichev, R. & Marinc, M. (2018). Stock Prices and Geographic Proximity of Information: Evidence from the Ebola Outbreak, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 56, pp. 153-166.
- Irmayani, N. W. (2020). Dampak Pandemi Covid-19 terhadap Reaksi Pasar pada Sektor Consumer Goods Industry di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 1227-1240. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/EEB/article/download/66813/37866>.
- Islam, A.N; Laato, S; Talukder, S; Sutinen, E. (2020). Misinformation Sharing and Social Media Fatigue during COVID-19: an Affordance and Cognitive Load Perspective. *Technol. Forecast. Soc. Chang.* 2020, 159, 120201.
- Iyke, B. (2020). The disease outbreak channel of exchange rate return predictability: Evidence from COVID-19. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2277-2297. <https://doi:10.1080/1540496X.2020.1784718>.
- Kartikahadi, H., & dkk. (2016). *Akuntansi Keuangan Menengah Berbasis SAK Berbasis IFRS Buku I*. Jakarta: Salemba Empat.

- Kasiram. (2020). *Metodologi Penelitian*. Malang: UIN Maliki Press.
- Kells, S. (2020). Impacts of COVID-19 on Performance Governance and assurance, *International Finance and Economics*, and Non-fiction Book Publishing: Some Personal Reflections. *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol. No. 4, pp. 629-635.
- Mather, P. (2020). Leadership and Governance in a Crisis: Some Reflections on COVID-19, *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol. 16 No. 4, pp. 579-585.
- Narayan, P. (2020). Oil price news and COVID-19 - Is there any connection? *Energy Research Letters*, 1 (1):13176.
- Narayan, P., & Sharma, S.S. (2011). New Evidence on Oil Price and Firm Results. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 35, Issue 12, pp. 3253-3262. Doi:10.1016/j.jbankfin.2011.05.010.
- Narayan, P., & S, S. (2020). Country responses and the reaction of the stock market to COVID-19 – A preliminary exposition. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56 (10):2138–2150. doi:10.1080/1540496X.2020.1784719.
- Obrenovic, B., Du, J., Godinic, D., Tsoy, D., Aamir, M., Khan, S., & Jakhongirov, I. (2020). Sustaining Enterprise Operations and Productivity during the COVID-19 Pandemic: Enterprise Effectiveness and Sustainability Model. *Sustainability*, Vol.12 No. 15, pp 1-27.
- Phan, D, H, B., Sharma, S.S., Narayan, P.K. (2015). Stock Return Forecasting: Some New Evidence. *International Review of Financial Analysis* Vol. 40 pp. 38-51. Doi: 10.1016/j.irfa.2015.05.002.
- Piccarozzi, M., Silvestri, C., Morganti, P. (2021). COVID-19 in Management Studies: A Systematic Literature Review, 3791 doi: 10.3390/su13073791.
- Roosdiana. (2021). Dampak Pandemi Covid-19 terhadap Kinerja Perusahaan Property dan real estate. *IKRA-ITH Ekonomika*, 133-141.
- Khatib, Saleh, FA., Noor,, Abdalnaser. (2021). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance During The COVID-19 Pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 0943-0952.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2213-2230 doi: 10.1080/1540496X.2020.1785863.
- Syamsudin, & Lukman. (2013). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Xu, E., Xie, Y., & Al-Aly, Z. (2021). Long Term Neurologic Outcomes of COVID-19. *Nat Med* 28, 2406-2415. <https://doi.org/10.1038/s41591-022-02001-z>.
- Zeng, Guang., et al., (2016). Effect of Growth Mindset of School Engagement and Psychological Well-Being of Chinese Primary and Middle School Students: The Mediating Role of Resilience. *Frontiers of Psychology*. Doi: 10.3389/fpsyg.2016.01873.
- Zubair, S., R, K., & X, H. (2020). Does the Financial Crisis Change the Effect of Financing on Investment? Evidence from Private SMEs. *Journal of Business Research*, 110:456-63 doi:10.1016/j.jbusres.2020.01.063.
- World Health Organisation – WHO. (2021). *WHO coronavirus disease (COVID-19) dashboard*. Available at: <https://covid19.who.int/>.