
ABNORMAL RETURN DAN VOLATILITAS INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN PADA PASAR EKUITAS NEGARA ASEAN 5 SELAMA PANDEMI COVID-19

DISYA SEVIANA PUTRI

STIE Indonesia Banking School

disya.20191111036@ibs.ac.id

OSSI FERLI*

STIE Indonesia Banking School

ossi.ferli@ibs.ac.id

Abstract

World financial markets, particularly stock exchanges, have been affected by COVID-19. Marked by the Composite Stock Price Index (IHSG) of global exchanges which simultaneously decreased during the pandemic. This study aims to determine the difference between Abnormal Return before and after the announcement of Covid-19 by WHO and to determine the JCI volatility on the equity markets of ASEAN 5 countries during the Covid-19 pandemic. The sample used is the closing price of the ASEAN 5 daily global stock price index using the MSCI index via the investing.com website. This study uses a descriptive analysis method approach, with event study, GARCH and regression methods. The research period for abnormal returns was the closing price of the JCI at t-10, 1 day at the time of the announcement and t+10 and JCI volatility on March 12 2020-December 12 2022. The results showed that there were significant differences in abnormal returns before and after the announcement of Covid-19 by WHO in ASEAN 5 countries. Previous volatility had an effect on current volatility, and JCI volatility had a positive effect on abnormal returns during the Covid-19 period in ASEAN 5 countries.

Keywords: *abnormal returns, stock price volatility. GARCH, Covid-19, ASEAN*

ABSTRAK

Pasar keuangan dunia, khususnya bursa saham terkena dampak dan COVID-19. Ditandai dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bursa-bursa global yang serempak menurun selama pandemi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO dan untuk mengetahui volatilitas IHSG pada pasar ekuitas negara ASEAN 5 selama pandemi Covid-19. Sampel yang digunakan adalah harga penutupan indeks harga saham global harian ASEAN 5 dengan menggunakan indeks MSCJ melalui situs investing.com. Penelitian ini menggunakan pendekatan metode deskriptif analisis, dengan metode event study, GARCH dan regresi. Periode penelitian yang dilakukan untuk *abnormal return* adalah harga penutupan IHSG pada t-10, 1 hari saat pengumuman dan t+10 serta volatilitas IHSG pada 12 Maret 2020-12 Desember 2022. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO pada negara ASEAN 5. Volatilitas sebelumnya berpengaruh terhadap volatilitas saat ini, dan volatilitas IHSG berpengaruh positif terhadap *abnormal return* selama periode Covid-19 pada Negara ASEAN 5.

Kata Kunci: *abnormal return, volatilitas harga saham. GARCH, Covid-19, ASEAN*

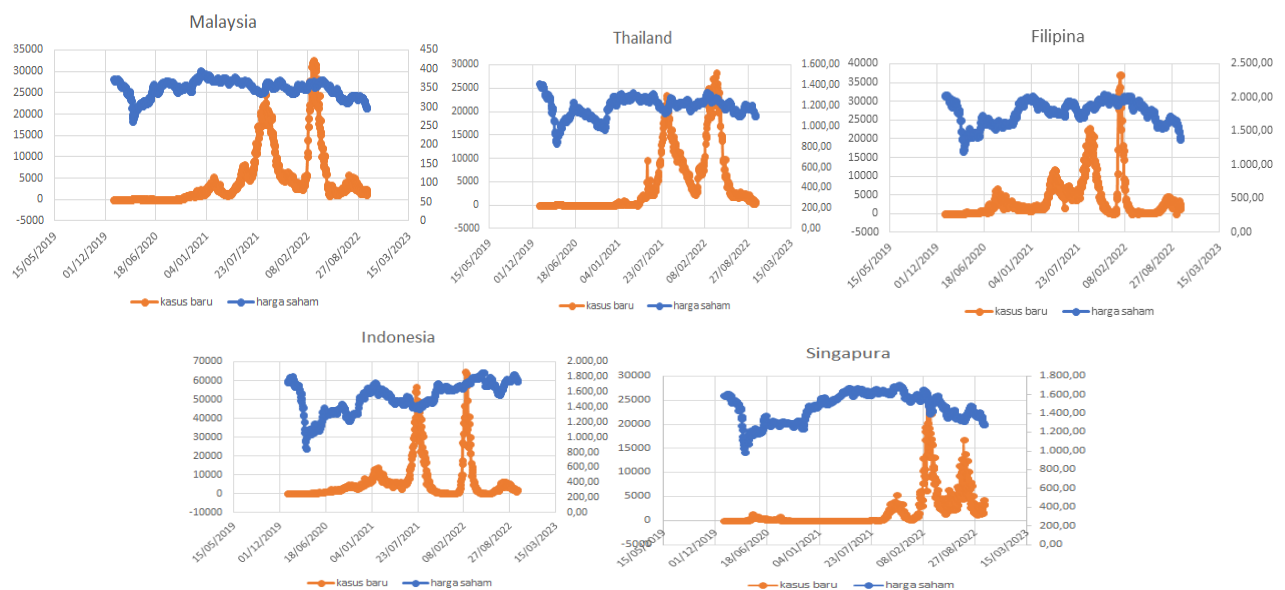
*) Corresponding Author

PENDAHULUAN

Penyakit menular COVID-19 pertama kali ditemukan pada akhir 2019 di Wuhan, Cina dan kemudian dinyatakan sebagai pandemi di seluruh dunia dan krisis terbesar abad ini oleh Organisasi Kesehatan Dunia (WHO) pada 11 Maret 2020. Krisis kesehatan ini telah menciptakan tantangan besar bagi kelanjutan perkembangan ekonomi global. Pasar saham khususnya, dan pasar keuangan secara umum, terkenal dengan ketidakpastiannya. Harga saham, komoditas, obligasi, semua jenis derivatif keuangan yang diperdagangkan, serta suku bunga dan nilai tukar rentan terhadap variabilitas yang konstan. Sebagai hasil dari variabilitas ini, pengembalian mereka selama periode waktu yang berbeda sangat fluktuatif dan sulit diperkirakan. Volatilitas selalu dianggap sebagai variabel kunci untuk menilai kondisi pasar keuangan dan untuk membuat keputusan oleh investor, manajer investasi, dan regulator keuangan.

Terdapat dua hal penting dalam berinvestasi khususnya pada saham, yaitu tingkat pengembalian atau imbal hasil (*return*) dan risiko. Secara umum investor menginginkan imbal hasil (*return*) yang maksimum dan dengan risiko yang minimum. Volatilitas *return* saham adalah faktor penting lain yang perlu dipertimbangkan. Volatilitas berarti *conditional variance* (varians dinamik) dari sebuah asset. Analisis volatilitas dapat digunakan untuk membantu dalam pembentukan portofolio, manajemen risiko dan pembentukan harga. Volatilitas ini juga digunakan dalam memprediksi risiko. Prediksi volatilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan dalam keputusan investasi. Misalnya, jika perkiraan volatilitas tinggi maka investor tersebut akan meninggalkan pasar atau menjual asetnya untuk meminimalkan risiko. Oleh karena itu, pemodelan volatilitas perlu dilakukan (Nastiti et al., 2012).

Pasar keuangan dunia, khususnya bursa saham terkena dampak dari COVID-19. Ditandai dengan indeks harga saham gabungan bursa-bursa global yang serempak menurun selama pandemi. Pola yang sama ditunjukkan di berbagai bursa di dunia. Investor di seluruh dunia sempat menderita potensi kerugian yang besar akibat pandemi COVID-19. Indeks saham Dow Jones selama Covid-19 mengalami penurunan atau perubahan yang substansial, meskipun indeks saham S&P 500 dan indeks saham EuroNext 100 tidak mengalami perubahan yang berarti (Ngwakwe, 2020). Pasar saham di seluruh dunia mengalami penurunan. Semua negara menurun selama epidemi, yang diukur dengan indeks harga saham gabungan bursa global. Penurunan tersebut juga dialami bursa saham Negara anggota ASEAN 5 selama pandemi.



Gambar 1. Harga Saham Dan Kasus Positif Covid-19 ASEAN 5

Sumber : Investing dan WHO

Berdasarkan Gambar 1 di atas, menunjukkan pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan ASEAN 5 mengalami penurunan. Penurunan nilai Indeks Harga Saham Gabungan pada ASEAN 5 tersebut terbesar terjadi pada Februari dan Maret 2020 dimana Covid-19 mulai memakan korban positif di Negara ASEAN dan semakin meningkat jumlahnya dari waktu ke waktu serta adanya pengumuman Covid-19 sebagai pandemi oleh WHO yaitu 11 Maret 2020. Penurunan nilai Indeks Harga Saham Gabungan pada ASEAN 5 tersebut dapat disebabkan oleh banyak faktor, salah satunya karena adanya pandemi Covid-19 yang banyak memengaruhi aktivitas perekonomian internasional. Berdasarkan fenomena tersebut dapat diketahui bahwa peristiwa pengumuman menyebarnya Covid-19 oleh WHO mempengaruhi indeks harga saham gabungan ASEAN 5. Untuk membuktikan secara analisis kuantitatif bahwa pengumuman Covid-19 mempengaruhi pasar modal masih perlu pengkajian lebih dalam. Oleh sebab itu, dalam penelitian ini penulis ingin mengetahui secara kuantitatif apakah pasar modal bereaksi terhadap Covid-19.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Endri et al (2021) yang meneliti mengenai volatilitas harga saham selama pandemi COVID-19. Perbedaan penelitian ini yaitu penelitian ini dilakukan pada bursa saham ASEAN 5 saat pandemi Covid-19. Sedangkan penelitian Endri et al (2021) dilakukan pada perusahaan yang tergabung dalam LQ45. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbedaan *Abnormal Return* pada sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO dan untuk mengetahui volatilitas indeks harga saham gabungan pada pasar ekuitas negara ASEAN 5 selama pandemi Covid-19.

KAJIAN LITERATUR

Teori Sinyal

Menurut Brigham & Houston (2015) sinyal merupakan suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen suatu perusahaan untuk memberi petunjuk kepada stockholder perihal bagaimana pandangan manajemen terkait prospek perusahaan. Teori tersebut didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak memiliki akses ke informasi perusahaan yang sama. Suatu informasi terkadang hanya diketahui oleh pengelola atau perusahaan, namun tidak dengan pemegang saham sehingga tidak terjadi asimetris informasi antara pengelola dengan pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2015), teori sinyal menjelaskan persepsi manajemen tentang pertumbuhan masa depan perusahaan, yang mempengaruhi tanggapan calon investor terhadap perusahaan. Sinyal tersebut berupa informasi yang menjelaskan upaya manajemen untuk memenuhi keinginan pemilik. Data tersebut dianggap sebagai indikator penting bagi investor dan pelaku usaha dalam mengambil keputusan investasi. Informasi yang disampaikan oleh perusahaan dan diterima oleh investor akan diinterpretasikan dan dianalisis terlebih dahulu untuk menentukan apakah informasi tersebut merupakan sinyal positif (*good news*) atau sinyal negatif (*bad news*) (Jogiyanto, 2014).

Teori Efisiensi Pasar (Market Efficiency)

Menurut Tandelilin (2010), pasar yang efisien adalah harga semua sekuritas yang diperdagangkan dalam pasar tersebut telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Jika di dalam pasar modal terdapat suatu saham yang bereaksi atas sesuatu hal tidak termasuk kedalam konsep yang ada dalam pasar efisien tersebut, maka dapat disebut gangguan atau anomali. Menurut Tandelilin (2010) mengklasifikasi bentuk pasar efisien ke dalam tiga kategori, efisiensi dalam bentuk lemah (*Weak form*), efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*Semi Strong*), dan efisiensi dalam bentuk kuat (*Strong form*).

Pasar Modal

Pasar Modal merupakan tempat dimana produk keuangan jangka panjang seperti utang dan ekuitas dapat diperdagangkan (Darmadji, 2011). Pasar modal adalah tempat berlangsungnya pertukaran sumber daya moneter jangka panjang. Selama lebih dari setahun, jenis proteksi yang diperdagangkan telah bergeser (Sartono, 2014). Oleh karena itu, pasar modal dapat diartikan sebagai tempat para pialang atau penyokong keuangan melakukan kegiatan jual beli saham dan surat berharga guna menarik dana yang dapat digunakan sebagai tambahan modal.

Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat

diperdagangkan sebagai hutang atau modal sendiri. Pasar modal dapat digambarkan sebagai abstrak pasar di mana dana jangka panjang, yaitu dana yang diinvestasikan selama lebih dari satu tahun. Di Pasar modal pada dasarnya mirip dengan pasar lainnya yaitu terdapat penjual dan pembeli yang berhasil. Ketika lebih banyak orang yang ingin membeli daripada ingin menjual maka harga akan naik, ketika tidak ada yang ingin membeli dan banyak yang ingin menjual maka harga akan turun.

Volatilitas Harga Saham

Volatilitas harga saham adalah naik turunnya harga saham dari waktu ke waktu (Misbah et al., 2013). Disisi lain ,volatilitas harga saham, Menurut Habib et al., (2012) merupakan risiko sistemik yang hanya dihadapi oleh investor saham biasa. Informasi baru yang memasuki pasar atau bursa dapat menyebabkan volatilitas. Akibatnya, pelaku pasar menilai kembali aset yang dipertimbangkan. Menurut Hussainey et al., (2011) volatilitas harga saham merupakan indikator risiko yang menunjukkan tingkat perubahan harga saham selama pada pasang surut atau fluktuasi per satuan waktu dalam siklus pergerakan harga saham. Jarak antara harga terendah dan tertinggi suatu saham dalam satu satuan waktu dapat diterjemahkan ke dalam konsep volatilitas harga. Sedangkan volatilitas harga saham adalah selisih antara harga tertinggi dan terendah suatu saham di pasar modal selama periode tertentu.

***Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 Oleh WHO**

Abnormal return bertujuan untuk melihat seberapa besar pengaruh suatu peristiwa (*event*) terhadap harga suatu saham. *Abnormal return* bisa bernilai positif maupun negatif (Jogiyanto, 2013). Nilai negatif dari rata-rata *abnormal return* menandakan bahwa pandemi virus Corona ini memiliki dampak negatif terhadap kegiatan operasi perusahaan, sehingga mengakibatkan turunnya laba atau bahkan kerugian pada perusahaan. Peristiwa covid-19 ini menimbulkan kekhawatiran investor di pasar modal. Situasi ini akhirnya menjadi sinyal negatif bagi investor hingga menyebabkan penurunan tajam pada harga saham perusahaan (Sahputra et al., 2022). Kebanyakan investor memilih menjual saham yang mereka miliki dan menunggu kondisi hingga benar-benar kondusif. Oleh karena itu, pasar modal diduga bereaksi negatif terhadap peristiwa covid-19 di Pasar Saham, yang dicerminkan oleh adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman covid-19 ini. Terdapat perbedaan signifikan negatif CAR pada subsector pariwisata dan restaurant pada saat peristiwa Covid 19 di Indonesia (Hindayani, 2020). Negatif signifikan *abnormal return* pada t+1 dan t+2 setelah peristiwa pengumuman kasus Covid-19 pertama di Indonesia, yang mengindikasikan bahwa Covid-19 pandemi berpengaruh negatif terhadap operasional perusahaan (Sahputra et al., 2022).

H1: Terdapat perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO pada pasar ekuitas ASEAN 5 dan Regional

Analisis Volatilitas

Volatilitas merupakan metode statistik untuk mengukur fluktuasi harga selama periode tertentu, namun bukan untuk mengukur tingkat harga, melainkan mengukur tingkat variasinya selama periode tertentu. Volatilitas harga yang berlebihan dapat menjadi masalah. Makin tinggi volatilitas, berarti makin besar risiko yang harus ditanggung. Oleh karena itu, analisis volatilitas harga bermanfaat untuk mengetahui karakteristik harga di dalam sebuah pasar sehingga dapat membantu melakukan proyeksi atau pendugaan harga di masa yang akan datang (Carolina et al., 2016).

Studi yang mengkaji mengenai volatilitas pada ASEAN 5 akibat dampak Covid-19 antara lain terlihat bahwa semua negara ASEAN 6 memiliki persamaan periode varians t yang dipengaruhi secara signifikan oleh lag varians periode sebelumnya dan lag error periode sebelumnya (Ferli, 2020). Negara Indonesia, Malaysia dan Singapura mengalami perpanjangan waktu tingkat volatilitas yang tinggi, Thailand mengalami volatilitas ringan dalam jangka pendek dan volatilitas tinggi dalam jangka panjang dan hanya Filipina yang mengalami volatilitas ringan dalam jangka pendek dan tidak ada volatilitas jangka panjang yang meningkat (Ain Shahrier, 2022).

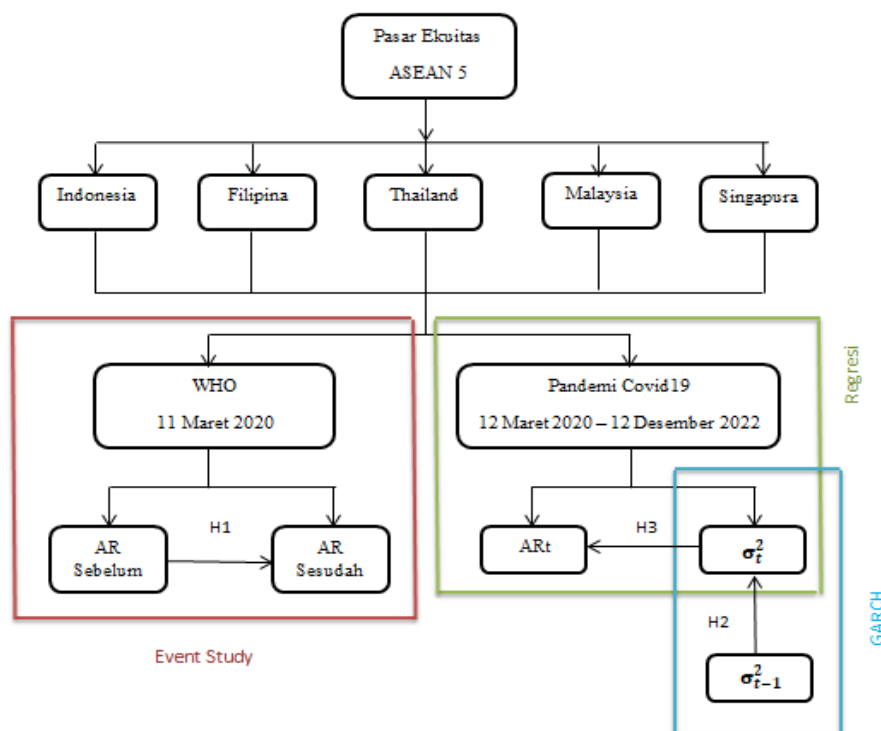
H2: Volatilitas sebelumnya berpengaruh terhadap volatilitas saat ini pada pasar ekuitas ASEAN 5 dan Regional.

Pengaruh Volatilitas terhadap *Abnormal return*

Menurut Hussainey et al., (2011) volatilitas harga saham merupakan indikator risiko yang menunjukkan tingkat perubahan harga saham selama pada pasang surut atau fluktuasi per satuan waktu dalam siklus pergerakan harga saham. Jarak antara harga terendah dan tertinggi suatu saham dalam satu satuan waktu dapat diterjemahkan ke dalam konsep volatilitas harga. Hubungan antara tingkat volatilitas dengan *return* yaitu semakin besar volatilitasnya maka akan semakin besar tingkat ketidakpastian *return* saham yang dapat diperoleh. Salah satu dari sepuluh prinsip manajemen keuangan menyatakan bahwa investor tidak akan mau mengambil risiko yang lebih tinggi kecuali mereka dapat mengimbangnya dengan pengembalian yang lebih tinggi (*high risk, high return*) (Keown et al., 2001).

Volatilitas IHSG dengan *abnormal return* berpengaruh positif, hasil penelitian menunjukkan volatilitas IHSG berpengaruh terhadap abnormal return, dengan meningkatnya risiko harga saham yang lebih tinggi menyebabkan *abnormal return* di BEI mengalami tekanan (Endri et al., 2021). Volatilitas IHSG berpengaruh positif terhadap *abnormal return* pada peristiwa Covid-19 di saham Bursa Efek Indonesia (AIPAMA, 2020). Hasil tersebut membuktikan bahwa jika volatilitas meningkat maka *abnormal return* akan meningkat juga.

H3: Volatilitas indeks harga saham gabungan berpengaruh positif pada *Abnormal Return* saham selama periode COVID-19 pada pasar ekuitas ASEAN 5 dan Regional.



Gambar 2. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan harian indeks harga saham global harian ASEAN 5 yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Filipina, dan Thailand dengan menggunakan indeks MSCI yang diperoleh melalui situs Investing.com. Selain itu periode penelitian yang dilakukan untuk *abnormal return* adalah harga penutupan IHSG pada 10 hari sebelum pengumuman WHO, 1 hari saat pengumuman WHO virus COVID-19 sebagai pandemi pada 11 Maret 2020 (Setyvani, 2020), dan 10 hari setelah pengumuman Covid-19 oleh WHO serta untuk *abnormal return* dan volatilitas IHSG selama periode Covid-19 yaitu pada 12 Maret 2020 – 12 Desember 2022. Desain penelitian ini menggunakan pendekatan metode deskriptif analisis, dengan menggunakan metode *event study*, GARCH dan regresi. Secara garis besar tahapan penelitian dimulai dari persiapan perangkat pengolahan dan perhitungan data, pengumpulan data, pengolahan data, perhitungan dan analisis *abnormal return* dan volatilitas IHSG. Data tersebut

kemudian diolah menggunakan aplikasi E-view 12.

Abnormal Return

Pada metode ini diasumsikan bahwa *abnormal return* merupakan selisih antara actual return saham dengan *expected return*. *Abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan menggunakan periode estimasi 30 hari yaitu dari 15 Januari 2020 sampai 25 Februari 2020 dan periode jendela 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO, dengan menggunakan perhitungan cumulative abnormal return (CAR) untuk masing-masing negara ASEAN 5...

$$CAR = \sum k AR_{it..t} + \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

CAR_{it} = CAR sekuritas ke i periode ke t

AR = Abnormal return sekuritas ke i hari ke a (periode awal) sampai hari ke t (akhir)

Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH)

Model GARCH adalah model yang dikembangkan dengan cara mengintegrasikan autoregresi kuadrat lag residual kedalam bentuk varian lag pertama, dengan mengasumsikan varian data berfluktuasi dipengaruhi oleh m data fluktuasi sebelumnya dan sejumlah r dari volatilitas sebelumnya (Paulina, 2022).

Model GARCH (1,1) dinyatakan dengan rumus:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 \dots\dots\dots(2)$$

Dimana:

σ_t^2 = Variansi dari error pada waktu t

α_0 = Komponen konstanta

α_1 = Parameter pertama dari ARCH

ε_t^2 = Kuadrat residual pada waktu ke-t

β_1 = Parameter pertama dari GARCH

Regresi Sederhana

Uji regresi sederhana untuk menganalisis pengaruh volatilitas indeks harga saham gabungan terhadap abnormal return saham selama periode COVID-19 di pasar ekuitas ASEAN 5 dan regional. Uji hipotesis ini merupakan pemodelan hubungan antara satu variabel dependen dengan satu variabel independen.

Rumus metode Analisa Regresi Sederhana:

$$AR = \alpha + \beta \text{ volatilitas} + e \dots\dots\dots(3)$$

Dimana:

Y = Abnormal return

a = Harga Y bila X = 0 (harga kontan)

b = Angka arah atau koefisien regresi, yang menunjukkan angka peningkatan ataupun penurunan variabel dependen yang didasarkan pada variabel independen. Bila b (+) maka naik, dan bila (-) maka terjadi penurunan.

X = Volatilitas

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Perbedaan Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Covid-19 Oleh WHO

Berdasarkan syarat pengambilan Uji Paired Sample t-Test dalam pengujian hipotesis 1 maka dapat dilihat bahwa variabel *cumulative abnormal return* (CAR) sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO di masing-masing Negara ASEAN 5 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0000. Sedangkan variabel *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO pada regional ASEAN 5 juga memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0000. Hal ini menunjukkan nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat nilai signifikansi yang

telah ditetapkan yakni 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_0) ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO.

Table 1.
Pengujian Hipotesis 1

Periode	Signifikansi	Kesimpulan
Sebelum-sesudah pengumuman (Indonesia)	0,0000	Terdapat perbedaan
Sebelum-sesudah pengumuman (Filipina)	0,0000	Terdapat perbedaan
Sebelum-sesudah pengumuman (Thailand)	0,0000	Terdapat perbedaan
Sebelum-sesudah pengumuman (Malaysia)	0,0000	Terdapat perbedaan
Sebelum-sesudah pengumuman (Singapura)	0,0000	Terdapat perbedaan
Sebelum-sesudah pengumuman (Regional)	0,0000	Terdapat perbedaan

Sumber : diolah oleh penulis (2023)

Pengaruh Volatilitas Sebelumnya Terhadap Volatilitas Saat Ini

Berdasarkan syarat pengambilan GARCH (1.1) dalam pengujian hipotesis 2 maka dapat dilihat bahwa probabilitas pada volatilitas masing-masing negara ASEAN 5 dan Regional memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0000. Hal ini menunjukkan nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat nilai signifikansi yang telah ditetapkan yakni 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_0) ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa volatilitas sebelumnya berpengaruh terhadap volatilitas saat ini pada pasar modal ASEAN 5. Nilai coefficient volatilitas keseluruhan negatif Maka dapat disimpulkan bahwa volatilitas di Negara ASEAN 5 mengalami penurunan. Penurunan volatilitas ini terjadi sebagai hasil koreksi dari kesalahan *overreaction*. Maka dapat disimpulkan bahwa volatilitas di Negara ASEAN 5 mengalami penurunan. Penurunan volatilitas ini terjadi sebagai hasil koreksi dari kesalahan *overreaction*.

Table 2.
Pengujian Hipotesis 2

Negara	Coefficient	Prob β_1
Indonesia	-0,9977	0,0000
Filipina	-0,9974	0,0000
Thailand	-0,9999	0,0000
Malaysia	-0,9967	0,0000
Singapura	-0,9982	0,0000
Regional	-0,9999	0,0000

Keterangan:

*** Signifikansi 1% level,

** Signifikansi 5% level,

* Signifikansi 10% level

Sumber: diolah oleh penulis (2023)

Table 3.
Uji Signifikansi

Negara	Variabel	Coefficient	Std. Error	Prob.
Indonesia	C	0,0003	0,0001	0,0895
	RESID(-1)^2	0,1500	0,1869	0,4223
	GARCH (-1)	0,6000	0,2435	0,0138
Filipina	C	0,0003	9,58E-05	0,0014
	RESID(-1)^2	0,1500	0,1538	0,3296
	GARCH (-1)	0,6000	0,1303	0,0000
Thailand	C	0,0002	0,0001	0,0536
	RESID(-1)^2	0,1500	0,1170	0,1999
	GARCH (-1)	0,6000	0,1792	0,0008
Malaysia	C	0,0001	7,31E-05	0,1375
	RESID(-1)^2	0,1499	0,1896	0,4291
	GARCH (-1)	0,5999	0,2703	0,0265
Singapura	C	0,0001	0,0001	0,3288
	RESID(-1)^2	0,1500	0,1801	0,4050
	GARCH (-1)	0,6000	0,4049	0,1384
Regional	C	0,0001	8,41E-05	0,1330
	RESID(-1)^2	0,1500	0,1558	0,3357
	GARCH (-1)	0,6000	0,2532	0,0178

Keterangan:

*** Signifikansi 1% level,

** Signifikansi 5% level,

* Signifikansi 10% level

Sumber : diolah oleh penulis (2023)

Sehingga berdasarkan hasil model GARCH (1,1) tersebut, model persamaan varians model GARCH (1,1) dapat ditulis sebagaimana berikut ini.

A. Indonesia

$$\sigma_t^2 = 0,0003 + 0,1500 \varepsilon_{t-1}^2 + 0,6000 \sigma_{t-1}^2$$

B. Filipina

$$\sigma_t^2 = 0,0003 + 0,1500 \varepsilon_{t-1}^2 + 0,6000 \sigma_{t-1}^2$$

C. Thailand

$$\sigma_t^2 = 0,0002 + 0,1500 \varepsilon_{t-1}^2 + 0,6000 \sigma_{t-1}^2$$

D. Malaysia

$$\sigma_t^2 = 0,0001 + 0,1499 \varepsilon_{t-1}^2 + 0,5999 \sigma_{t-1}^2$$

E. Singapura

$$\sigma_t^2 = 0,0001 + 0,1500 \varepsilon_{t-1}^2 + 0,6000 \sigma_{t-1}^2$$

F. Regional

$$\sigma_t^2 = 0,0001 + 0,1500 \varepsilon_{t-1}^2 + 0,6000 \sigma_{t-1}^2$$

Berdasarkan estimasi model GARCH (1,1) untuk persamaan *unconditional variance*, semua negara-negara ASEAN 5 memiliki volatilitas sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap volatilitas saat ini. Hal ini sesuai dengan volatilitas yang bervariasi waktu dan ini merupakan bukti

penggunaan spesifikasi GARCH (1.1) secara tepat. Nilai $\alpha_1 + \beta$ yang mendekati satu pada setiap model estimasi menunjukkan persistensi volatilitas *return* saham yang tinggi.

Pengaruh *Abnormal Return* terhadap Volatilitas

Berdasarkan syarat pengambilan Regresi Sederhana dalam pengujian hipotesis 3 maka dapat dilihat bahwa volatilitas terhadap *abnormal return* memiliki *Probability* (0,0000) < 5% dengan nilai koefisien keseluruhan Negara ASEAN 5 dan regional bernilai positif sehingga volatilitas IHSG terhadap *abnormal return* mempunyai pengaruh positif signifikan. Volatilitas IHSG terbukti memiliki hubungan searah dengan *abnormal return*, artinya jika volatilitas IHSG meningkat maka *abnormal return* akan meningkat.

Table 4.
Pengujian Hipotesis 3

Negara	Coefficient	Prob.
Indonesia	0,9906	0,0000
Filipina	0,9984	0,0000
Thailand	1,0009	0,0000
Malaysia	0,9977	0,0000
Singapura	0,9967	0,0000
Regional	0,9930	0,0000

Keterangan:

*** Signifikansi 1% level,

** Signifikansi 5% level,

* Signifikansi 10% level

Sumber : diolah oleh penulis (2023)

Pembahasan

Abnormal Return sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *cumulative abnormal return* (CAR) sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO di masing-masing Negara ASEAN 5 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0000. Sedangkan variabel *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO pada regional ASEAN 5 juga memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0000. Hal ini menunjukkan nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat nilai signifikansi yang telah ditetapkan yakni 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_0) ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO. sesuai dengan hasil.

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Saputra et al., (2021) dengan hasil penelitian bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman pandemi Covid-19 oleh WHO di perusahaan *Food and beverage* yang terdaftar di BEI pada periode Februari 2020 sampai April 2020. Penelitian Kusnandar & Bintari (2020) dengan hasil terdapat perbedaan harga saham syariah sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 di ASEAN. Selain itu Nuraini Rachmawati et al., (2021) dengan hasil penelitian terdapat perbedaan harga saham ASEAN sebelum dan sesudah diterapkannya kebijakan *lockdown*. Beberapa penelitian menghasilkan hasil yang sama karena ketika masa pandemi, investor cenderung menjual sahamnya secara aktif sehingga menyebabkan turunnya harga saham. Para investor yang menjual sahamnya karena dampak psikologis kecemasan investor terhadap *return* saham yang diakibatkan oleh dampak COVID-19.

Pengaruh Volatilitas sebelumnya terhadap Volatilitas saat ini

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa probabilitas pada volatilitas masing-masing negara ASEAN 5 dan Regional memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0000. Hal ini menunjukkan nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat nilai signifikansi yang telah ditetapkan yakni 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_0) ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa volatilitas sebelumnya berpengaruh terhadap volatilitas saat ini pada pasar modal ASEAN 5.

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Ferli (2020) mengenai volatilitas pada ASEAN 5 akibat dampak Covid-19 antara lain terlihat bahwa semua negara ASEAN 6 memiliki persamaan periode varians t yang dipengaruhi secara signifikan oleh lag varians periode sebelumnya dan lag error periode sebelumnya. Volatilitas *return* dari suatu pasar saham tidak hanya dipengaruhi oleh guncangan dan volatilitas pada saat ini saja, melainkan juga dipengaruhi oleh guncangan dan volatilitas pada waktu sebelumnya. Hasil yang telah dikemukakan sebelumnya menjadi informasi yang sangat penting bagi para pelaku pasar, khususnya bagi para investor, dalam memahami pergerakan (volatilitas) *return* saham pada pasar saham ASEAN 5. Sehingga, para investor dalam mengamati atau menganalisis pergerakan *return* saham perlu melihat pergerakan *return* saham sebelumnya serta guncangan yang terjadi pada periode sebelumnya.

Pengaruh Volatilitas indeks harga saham gabungan terhadap *Abnormal Return* saham

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa volatilitas terhadap *abnormal return* memiliki Probability $(0,0000) < 5\%$ dengan nilai koefisien keseluruhan Negara ASEAN 5 dan regional bernilai positif. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_o) ditolak sehingga volatilitas IHSG terhadap *abnormal return* mempunyai pengaruh positif signifikan. Volatilitas IHSG terbukti memiliki hubungan searah dengan *abnormal return*, artinya jika volatilitas IHSG meningkat maka *abnormal return* akan meningkat. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Endri et al. (2021) dengan hasil penelitian bahwa volatilitas IHSG terbukti memiliki hubungan searah dengan *abnormal return* selama periode COVID-19 di Bursa Efek Indonesia.

Hubungan antara tingkat volatilitas dengan return yaitu semakin besar volatilitasnya maka akan semakin besar tingkat ketidakpastian return saham yang dapat diperoleh. Salah satu dari sepuluh prinsip manajemen keuangan menyatakan bahwa investor tidak akan mau mengambil risiko yang lebih tinggi kecuali mereka dapat mengimbangnya dengan pengembalian yang lebih tinggi (high risk, high return) (Keown et al., 2001).

PENUTUP

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan dan disarankan sebagai berikut:

Terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman Covid-19 oleh WHO. Oleh karena itu disarankan bagi pelaku investasi, khususnya bagi para investor, perlu mengamati perkembangan dalam pasar saham khususnya faktor internal dan eksternal. Faktor internal yaitu fundamental dari perusahaan, sedangkan faktor eksternal yaitu seperti keadaan dan kebijakan ekonomi. Jika dilihat dari hasil penelitian hipotesis pertama, pengumuman Covid-19 menjadi salah satu faktor yang dapat mempengaruhi harga saham. Dapat dilihat dari *abnormal return* yang negatif.

Volatilitas sebelumnya berpengaruh terhadap volatilitas saat ini pada pasar modal ASEAN 5. Oleh karena itu disarankan para investor dalam mengamati atau menganalisis pergerakan return saham perlu melihat pergerakan *return* saham sebelumnya serta guncangan yang terjadi pada periode sebelumnya.

Volatilitas indeks harga saham gabungan berpengaruh positif pada *Abnormal Return* saham selama periode COVID-19 pada pasar modal ASEAN 5. Dengan hasil penelitian tersebut bahwa volatilitas IHSG terbukti memiliki hubungan searah dengan *abnormal return* selama Covid-19, artinya jika volatilitas IHSG meningkat maka *abnormal return* akan meningkat.

Dalam Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu objek yang diteliti hanya Negara ASEAN 5 sehingga bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk meneliti objek lain, seperti Pasar Asia lainnya. Peristiwa yang diteliti hanya pada Periode Covid-19 sehingga bagi peneliti selanjutnya dapat menggunakan model penelitian yang sama untuk peristiwa lainnya. Indeks saham yang digunakan hanya menggunakan indeks MSCI sehingga bagi peneliti selanjutnya dapat mencoba menggunakan indeks harga saham lainnya.

DAFTAR RUJUKAN

- Ain Shahrir, N. (2022). Contagion Effects in ASEAN-5 Exchange Rates During the Covid-19 Pandemic. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62(March), 101707. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101707>
- AIPAMA, W. (2020). Covid-19 Outbreak, Abnormal Return Dan Volatilitas Harga Saham: Studi Kasus Pada Pasar Saham Di Indonesia.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2015). *Manajemen Keuangan*. Jakarta; Erlangga.
- Carolina, R. A., Mulatsih, S., & Anggraeni, L. (2016). Analisis Volatilitas Harga Dan Integrasi Pasar Kedelai Indonesia Dengan Pasar Kedelai Dunia Analysis of Price Volatility and Market Integration between World and Indonesia's Soybean Markets. *Jurnal Agro Ekonomi*, 34(1), 47–66.
- Darmadji, T. (2011). *Pasar Modal di Indonesia*. Salemba Empat.
- Endri, E., Aipama, W., Razak, A., Sari, L., & Septiano, R. (2021). Stock price volatility during the COVID -19 pandemic: The GARCH model. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(4), 12–20. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(4\).2021.02](https://doi.org/10.21511/imfi.18(4).2021.02)
- Ferli, O. (2020). How Asean Economic Community (AEC) Progress From Equity Market Correlation. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis*, 5(1), 1–12. <http://jrmb.ejournal-feuniat.net/index.php/JRMB/article/view/326>
- Habib, Y., Kiani, I., Muhammad, & Khan, A., & Ali, M. (2012). Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan. Type: Double Blind Peer Reviewed International Research Journal Publisher: Global Journals Inc, 12(5).
- Hindayani, N. (2020). Analisis Reaksi Pasar Saham Atas Peristiwa Covid-19 Di Indonesia. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi)*, 4(3), 1645–1661. <http://journal.stiemb.ac.id/index.php/mea/article/view/647>
- Hussainey, K., Oscar Mgbame, C., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(1), 57–68. <https://doi.org/10.1108/15265941111100076>
- Jogiyanto. (2013). *Teori portofolio dan analisis investasi: edisi kedelapan*. BPFE. Jogiyanto.
- (2014). *Teori Portofolio dan analisis Investasi*. In Tesis. BPFE.
- Kusnandar, D. L., & Bintari, V. I. (2020). Perbandingan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Perubahan Waktu Perdagangan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Pasar Modal Dan Bisnis*, 2(2). <https://doi.org/10.37194/jpmb.v2i2.49>
- Misbah, S., Ahmad, S., Muhammad, J. A., Muhammad, S., Sayyad, U.-A., & Khan, S.-U.-R. (2013). Stock Price Volatility in Relation to Dividend Policy; A Case Study of Karachi Stock Market. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 13(3), 426–431. <https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.13.3.1752>
- Nastiti, K., Nastiti, K. L. A., & Suharsono, A. (2012). Analisis Volatilitas Saham Perusahaan Go Public dengan Metode ARCH-GARCH. *Jurnal Sains Dan Seni ITS*, 1(1), D259–D264. http://ejurnal.its.ac.id/index.php/sains_seni/article/view/2030%0Ahttps://ejurnal.its.ac.id
- Ngwakwe, C. C. (2020). Effect of COVID-19 Pandemic on Global Stock Market Values: A Differential Analysis. *Audœ*, Vol. 16, N(2), 255–269. <http://journals.univdanubius.ro/index.php/oeconomica/article/view/6548>
- Nuraini Rachmawati, E., Saputra, R., Sintya Prihatin, D., & Ria Yusnita, R. (2021). Dampak Penerapan Lockdown Terhadap Pergerakan Harga Saham Pada Negara Di ASEAN. *Jurnal Ekonomi KIAT*, 32(1), 110–121. [https://doi.org/10.25299/kiat.2021.vol32\(1\).7791](https://doi.org/10.25299/kiat.2021.vol32(1).7791)
- Paulina. (2022). Analisis Volatilitas Variabel Makroekonomi dan Harga Saham Menggunakan Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (Garch Model). *Jurnal Manajemen Strategi Dan Aplikasi Bisnis*, 5(1), 127–141. <https://doi.org/10.36407/jmsab.v5i1.533>
- Sahputra, A., . L., Dharma, F., & Amelia, Y. (2022). Analisis Perbandingan Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Sesudah Diumumkannya Kasus Pertama Covid-19. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 15(1), 29–40. <https://doi.org/10.30813/jab.v15i1.2796>
- Saputra, M. Y., Yetti, F., & Hidayati, S. (2021). Analisis Abnormal Return Sebelum Dan Saat Pandemi Covid -19 Terhadap

- Saham Sektor Food and Beverages. Konferensi Riset Nasional Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi, 2, 839–848. Sartono, A. (2014). Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi (ed. 4, cet.). BPFE.
- Setyvani, G. (2020). WHO Resmi Sebut Virus Corona Covid-19 sebagai Pandemi Global. <https://www.kompas.com/sains/read/2020/03/12/083129823/who-resmi-sebut-virus-corona-covid-19-sebagai-pandemi-global?page=all>
- Tandelilin, E. (2010). Dasar-dasar Manajemen Investasi. Manajemen Investasi, 1–34.