



Analisis perbandingan *expected return* saham LQ-45 dengan CAPM: Pra vs saat pandemi COVID-19 (2018–2021)

Harold Kevin Alfredo

Universitas Malahayati

email: kevinmnj@malahayati.ac.id

Info Artikel :

Diterima :

24 Februari 2025

Disetujui :

21 Maret 2025

Dipublikasikan :

30 Maret 2025

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya perbedaan *expected return* saham sebelum dan selama COVID-19 di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh emiten saham yang menjadi anggota LQ-45 dari tahun 2018 - 2021. Sampel dalam penelitian ini berjumlah 27 emiten saham yang konsisten masuk LQ-45 periode 2018 - 2021. Menghitung *expected return* saham menggunakan CAPM di Microsof Excel dan menguji hipotesis penelitian menggunakan *Wilcoxon Signed - Rank t test* di JASP Statistics. Hasil penelitian memberikan tiga kesimpulan, yaitu, pertama, terdapat suatu perbedaan *expected return* 27 emiten saham sebelum dan selama COVID-19 berdasarkan perhitungan CAPM. Kedua, metode perhitungan CAPM menunjukkan bahwa *expected return* selama COVID-19 lebih tinggi dibandingkan dengan sebelum COVID-19. Ketiga, hasil penelitian ini memberikan kesimpulan yang membenarkan pihak yang baru masuk terdaftar sebagai investor saham di BEI pada masa COVID-19 yang membuktikan bahwa *expected return* emiten saham yang termasuk dalam LQ-45 lebih menarik selama masa COVID-19.

Kata kunci: CAPM, Indeks LQ-45, COVID-19, Investasi, Saham, Obligasi

ABSTRACT

This study aims to determine the differences in expected stock returns before and during COVID-19 on the Indonesia Stock Exchange. The population in this study were all stock issuers who were members of the LQ-45 from 2018 - 2021. The sample in this study amounted to 27 stock issuers who consistently entered LQ-45 for the period 2018 - 2021. Calculating the expected return of stocks using CAPM in Microsof Excel and testing the research hypothesis using the Wilcoxon Signed - Rank t test in JASP Statistics. The results of the study provide three conclusions, namely, first, there is a difference in the expected return of 27 stock issuers before and during COVID-19 based on CAPM calculations. Second, the CAPM calculation method shows that the expected return during COVID-19 is higher than before COVID-19. Third, the results of this study provide conclusions that justify the new entrants registered as stock investors on the IDX during the COVID-19 period which proves that the expected return of stock issuers included in the LQ-45 is more attractive during the COVID-19 period.

Keywords: CAPM, LQ-45, COVID-19, Investment, Stock, Bond

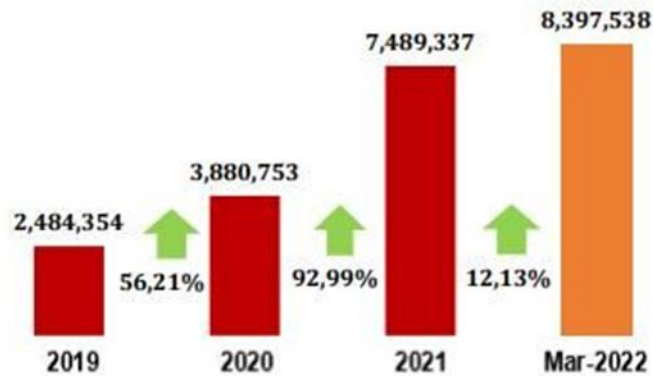


©2022 Penulis. Diterbitkan oleh Arka Institute. Ini adalah artikel akses terbuka di bawah lisensi Creative Commons Attribution NonCommercial 4.0 International License.
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

PENDAHULUAN

Jumlah investor di Bursa Efek Indonesia mengalami kenaikan drastis semenjak Indonesia terkena pandemic COVID pada tahun 2020 – 2021. Berdasarkan data Kustodian Sentral Efek Indonesia, pada tahun 2020 jumlah *Single Investor Identification (SID)* sebesar 3.880.753, meningkat sebesar 56,21% dari jumlah total investor yang terdaftar pada tahun 2019 sebesar 2.484.354. Pada tahun 2021, terjadi peningkatan jumlah investor sebesar 92,99% dibandingkan tahun 2020, yaitu sebesar 7.489.337 investor. Pada kuartal 1 2022, terjadi peningkatan jumlah investor sebesar 12,13% yang menjadikan jumlah investor sebesar 8.397.538. Di bawah ini, ditampilkan tabel dari CNBC Indonesia (Purwanti, 2022).

Data jumlah investor pasar modal (per Maret 2022)



Gambar 1. CNBC Indonesia

Investor di Bursa Efek dibagi menjadi dua, yaitu investor ritel (investor individu yang memiliki modal kecil) yang merupakan komposisi terbesar di Bursa Efek, dan Investor institusi (bank investasi yang memiliki modal besar) yang merupakan komposisi terkecil di Bursa Efek, namun memiliki pengaruh yang kuat dengan harga saham di Bursa Efek. Sebagian investor ritel di Indonesia adalah generasi milenial dan generasi Z yang baru masuk di pasar saham pada masa pandemic COVID. Pada umumnya, para investor ritel baru ini ikut berinvestasi di Bursa Efek untuk menjadi orang kaya yang merupakan suatu kesalahan pandangan dikarenakan investasi saham bukan merupakan tempat mencari kekayaan, tetapi merupakan tempat melindungi kekayaan dari inflasi dan Warren Buffet menjadi salah satu orang terkaya di dunia berkat investasi di pasar saham terjadi setelah dia berusia 60 tahunan, dan Warren Buffet masuk pasar saham pada usia 9 tahun. Pandangan sebagian besar investor baru Indonesia yang memandang investasi di Bursa Efek Indonesia sebagai tempat mencari kekayaan, menyebabkan mereka sering mengalami fenomena FOMO (*Fear of Missing Out*) ketika suatu saham di goreng oleh pemain besar di Bursa Efek dan saat saham di goreng tersebut dijual besar – besaran oleh pemain besar di Bursa Efek Indonesia, para investor ritel yang terjebak mengalami kehancuran finansial yang parah.

Peningkatan investor secara besar – besaran ke Bursa Efek Indonesia ketika ekonomi sedang turun karena *lockdown* yang diterapkan oleh pemerintah selama puncak penyebaran COVID 19 juga harus dipertanyakan apakah memang saham di bursa saham memberikan *expected return* yang sama atau lebih tinggi dibandingkan sebelum COVID 19? Sejumlah penelitian dilakukan di Indonesia untuk menemukan dampak COVID-19 terhadap imbal hasil saham, penelitian terhadap Jakarta Islamic Index menemukan bahwa rasio risk adjusted return, sharpe, treynor dan Jensen alpha tidak terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara sebelum dan selama pandemic Covid 19 (Winarto, 2022). Penelitian lainnya yang meneliti saham – saham efisien sebelum dan selama pandemi Covid-19 menemukan bahwa terdapat perbedaan excess return yang signifikan kearah positif pada kondisi setelah pandemi Covid-19 (Putra & Rinaldo, 2022). Penelitian terhadap saham yang termasuk dalam IDX30 ditemukan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara pengujian dengan metode Sharpe, Treynor, dan Jensen baik sebelum dan selama pandemi Covid 19 (J. A. Putri et al., 2022). Penelitian terhadap sektor perbankan menunjukkan bahwa gambaran volatilitas harga saham dan volume perdagangan yang mengalami fluktuasi tajam selama pandem (Wicaksono & Adyaksana, 2020). Hasil penelitian yang menggunakan saham Garuda sebagai sampel penelitian menunjukkan bahwa terdapat penurunan yang signifikan pada harga saham PT. Garuda Indonesia pada periode 30 hari sesudah peristiwa pengumuman kasus pertama COVID-19 di Indonesia dibandingkan dengan periode 30 hari sebelum pengumuman tersebut (Mangindaan & Manossoh, 2020). Penelitian yang menggunakan Indeks Sharpe pada emiten sektor transportasi dan logistic yang terdaftar di BEI sebelum dan selama pandemic COVID-19 menunjukkan bahwa dari 22 data diuji, hanya 6 emiten saham yang mengalami penurunan nilai saham, dengan 16 emiten saham menunjukkan peningkatan kinerja selama COVID-19,

dan tidak terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara waktu sebelum dan selama COVID-19 (Sinaga et al., 2022).

COVID-19 atau sering disebut coronavirus, merupakan penyakit yang disebabkan oleh virus dengan nama ilmiah SARS-COV-2, yang pertama kali dideteksi di kota Wuhan, Republik Rakyat China pada bulan Desember 2019. Virus ini menyebar dengan cepat dan menjadi pandemik di seluruh dunia pada awal 2020, termasuk ke Indonesia pada bulan Maret 2020 dan menyebabkan pemerintah di seluruh dunia melakukan kebijakan karantina massal satu kota seperti yang dilakukan oleh RRC atau melakukan kebijakan melarang aktivitas di luar rumah yang bertujuan untuk mengurangi potensi penderita penyakit ini. Gejala COVID-19 seperti batuk, demam, mudah capek, kehilangan indra penciuman, kehilangan indra pengecap, sakit kepala, dan sulit bernapas. Virus ini menyebar jika seorang penderita bersin di dekat orang lain, dan orang lain di dekat penderita tersebut berpotensi terkena virus COVID-19. Penyebaran virus ini begitu cepat, sehingga bisa menyebabkan satu keluarga menjadi penderita COVID-19 apabila salah satu anggota keluarga terkena COVID-19, maka, anggota keluarga yang lain akan dikarantina dalam rumah mereka selama dua minggu untuk memastikan anggota keluarga yang lain tidak terkena COVID-19.

Bahaya COVID-19 ini tidak menyebabkan pemerintah Indonesia memberikan tindakan yang cepat untuk menghambat penularan virus ini. Suatu penelitian menjelaskan terdapat tiga penyebab yang memperumit upaya pemerintah Indonesia untuk mengendalikan penyebaran COVID-19 di Indonesia, yaitu: pertama, narasi negatif dan lambannya respons pemerintah atas penyebaran COVID-19. Narasi-narasi yang disampaikan oleh elit politik sebelum COVID-19 masuk ke Indonesia menunjukkan nihilnya perasaan adanya krisis (*sense of crisis*) yang mengancam sehingga memperlambat pengambilan keputusan. Kedua, lemahnya koordinasi antar-stakeholder, khususnya antara pemerintah pusat dan pemerintah daerah. Ketidaksinkronan koordinasi ini mengakibatkan pengendalian virus korona menjadi terkatung-katung. Ketiga, ketidakacuhan atau ketidakpatuhan warga atas himbauan pemerintah. Impaknya, upaya penanganan menjadi tersendat karena tidak didukung oleh masyarakat luas (Agustino, 2020). Penelitian lain menemukan bahwa terdapat hubungan antara pengetahuan responden dengan perilaku pencegahan COVID-19 di masyarakat. Peningkatan pengetahuan masyarakat diperlukan untuk meningkatkan perilaku pencegahan COVID-19 (Mujiburrahman et al., 2020; Syakurah & Moudy, 2020; Yanti et al., 2020).

Dampak ekonomi dari tindakan pemerintah Indonesia yang melakukan tindakan karantina dan pembatasan aktivitas di luar rumah menyebabkan ekonomi Indonesia secara teknis bisa dikatakan berhenti sampai kebijakan pelonggaran dilakukan pada akhir tahun 2021 dan awal tahun 2022. Selama pandemic berlangsung, industri pariwisata, industri transportasi terutama sektor penerbangan, beserta industri tekstil, restoran, dan lain – lain harus menghentikan kegiatan operasional perusahaan dengan merumahkan sebagian besar atau seluruh karyawannya dan mengakibatkan perusahaan mengalami penurunan kerugian yang besar. Suatu penelitian menemukan bahwa sektor UMKM dan Koperasi mengalami penurunan omzet yang sangat signifikan sejak kemunculan COVID-19 (Amri, 2020). Namun, tidak semua sektor industri mengalami kerugian yang besar, sektor industri di bidang kesehatan, dan industri teknologi meraup keuntungan yang besar dari kebijakan pemerintah yang melakukan kebijakan karantina dan pembatasan aktivitas masyarakat di luar rumah. Permintaan akan alat kesehatan seperti pembersih tangan antiseptik cair, masker, dan kebijakan pemerintah yang mewajibkan suntik vaksin COVID-19 (masyarakat memang mendapatkan vaksin gratis dikarenakan pemerintah, perusahaan, dan lembaga internasional WHO yang membeli vaksin tersebut dari perusahaan pembuat vaksin seperti Pfizer, Moderna, dan Sinovac) memberikan keuntungan yang besar bagi perusahaan di sektor Kesehatan. Bagi perusahaan di industri teknologi seperti Tokopedia, Facebook, Google, dan Gojek yang memiliki layanan antar makanan bernama GoFood mengalami peningkatan keuntungan dari konsumen yang memesan makanan ataupun komunikasi berupa *video conference* menggunakan aplikasi Zoom atau Google Meet.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan salah satu model keuangan yang paling fundamental dan banyak digunakan dalam analisis investasi. Dikembangkan oleh Jack Treynor, William F. Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin pada tahun 1960-an, CAPM bertujuan untuk menghitung expected return suatu aset berdasarkan risiko sistematisnya. Model ini menjadi landasan penting dalam teori portofolio modern dan manajemen risiko, terutama dalam konteks menentukan imbal hasil yang diharapkan dari suatu investasi. Dalam kondisi kesempurnaan di pasar yang kompetitif dan asumsi yang memungkinkan kita untuk mempertimbangkan hanya rata-rata dan varians dari

pengembalian, CAPM menyediakan sebuah dan hipotesis yang dapat diuji secara empiris mengenai imbal hasil aset (Ross, 1977). Daya tarik dari CAPM adalah bahwa ia menawarkan prediksi yang kuat dan menarik secara intuitif prediksi yang kuat mengenai bagaimana mengukur risiko dan hubungan antara ekspektasi pengembalian dan risiko. Model ini adalah gambaran ideal tentang bagaimana pasar keuangan menentukan harga sekuritas dan dengan demikian menentukan hasil yang diharapkan dari investasi modal (Rossi, 2016).

Persamaan Capital Asset Pricing Model adalah: (Elbannan, 2014)

$$ER_i = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

Penelitian yang menggunakan perusahaan manufaktur dengan metode Du – Pont menemukan bahwa *total asset turnover*, *net profit margin*, *return on investment* dan *return on equity* memiliki pengaruh Signifikan sebelum dan saat pandemi sedangkan Equity Multiplier tidak memiliki pengaruh Signifikan sebelum dan saat pandemic (Prasetyo & Isnwardiati, 2022). Penelitian yang melakukan penelitian terhadap perubahan kurs dan volume perdagangan indeks LQ-45 menghasilkan dua penemuan, yaitu pertama, terdapat perbedaan yang signifikan antara kurs pra dan pasca pengumuman kasus awal Covid-19, dan kedua, bahwa volume perdagangan saham pada Indeks LQ-45 baik pra maupun pasca pengumuman Covid-19 di Indonesia ada perbedaan yang signifikan (Harsanti & Retnosari, 2022).

Penelitian-penelitian terdahulu yang telah dilakukan di Indonesia mengenai dampak COVID-19 terhadap imbal hasil saham memberikan berbagai temuan yang beragam. Namun, sebagian besar penelitian menggunakan metode rasio kinerja seperti Sharpe, Treynor, dan Jensen alpha (J. A. Putri et al., 2022; Sinaga et al., 2022; Winarto, 2022). Meskipun metode ini berguna, metode tersebut memiliki keterbatasan dalam menangani volatilitas tinggi dan faktor-faktor non-keuangan yang muncul selama pandemi, seperti kebijakan lockdown, sentimen investor, atau ketidakpastian global. Maka, penelitian ini memakai model CAPM dikarenakan CAPM dirancang khusus untuk menghitung *expected return* dengan mempertimbangkan risiko sistematis (beta) dan premi risiko pasar. Dengan menggunakan CAPM, penelitian ini dapat memberikan wawasan baru tentang apakah saham-saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) memberikan *expected return* yang sama atau lebih tinggi selama pandemi COVID-19 dibandingkan sebelum pandemi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian yang bersifat kuantitatif, yaitu penelitian yang hasilnya berupa angka, dan menggunakan teknik statistik untuk menjelaskan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Jenis data penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapatkan dari pihak lain yang sudah mengumpulkan, mengolah dan mempublikasikannya. Data sekunder dalam penelitian ini diambil dari situs Investing.com untuk pergerakan harga saham emiten yang masuk di dalam indeks LQ-45 dan indeks IHSG, KSEI untuk data obligasi yang dipakai dalam penelitian ini, dan Indonesia Stock Exchange (IDX) mengenai ringkasan laporan keuangan perusahaan. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mengumpulkan data dari internet (jurnal penelitian, indeks LQ-45, indeks IHSG, dan obligasi), dan buku materi perkuliahan mengenai topik investasi. Data saham yang diambil adalah data bulanan, dan kupon obligasi yang dinyatakan pertahun akan dibagi dengan 12 untuk mendapatkan kupon per bulan obligasi. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh emiten saham yang masuk di dalam indeks LQ-45 dari tahun 2018 – 2022. Namun, karena evaluasi dan penggantian anggota di indeks LQ-45 dilakukan setiap 6 bulan sekali, berarti dalam setahun ada dua kali (Februari – Juli, dan Agustus – Januari). Maka, saya memutuskan untuk memakai data anggota emiten LQ-45 pada periode Februari 2018 – Agustus 2021. Metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini metode *purposive sampling*. Kriteria sampel untuk penelitian ini adalah: (1) emiten saham yang konsisten masuk di indeks LQ-45 dari tahun 2018 – 2021, dan (2) sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia, minimal pada bulan November 2017.

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah

1. *Actual Return* (R_i) adalah selisih antara saham saat ini dengan saham sebelumnya, dan dibagi dengan saham sebelumnya.
2. *Excess Return* adalah selisih antara *actual return* dengan *risk free rate*
3. *Return* bebas risiko (R_f) adalah nilai bunga bulanan dari bunga per tahun obligasi

4. *Beta* adalah koefisien yang mengukur tingkat sensitifitas return suatu saham terhadap return pasar
5. *Return market* (R_m) adalah selisih antara harga indeks saat ini dengan harga indeks sebelumnya dibagi dengan harga indeks sebelumnya

Langkah-langkah dalam penelitian ini, sebagai berikut: (1). Pengambilan dan Perhitungan Data, (2). Menghitung *expected return* saham menggunakan CAPM, (3). Menggunakan *Wilcoxon Signed - Rank sample t test* di aplikasi JASP Statistics dengan data saham pra COVID19 dimulai dari bulan juli tahun 2018 – bulan Maret tahun 2020, dan data saham selama COVID19 dimulai bulan April 2020 – bulan Desember 2021. Alasannya adalah, karena COVID19 diumumkan sebagai wabah global pada tanggal 11 Maret 2020, dan (4) melakukan analisis hasil dari langkah ketiga untuk menyimpulkan apakah terdapat perbedaan antara *expected return* emiten saham yang menjadi anggota indeks LQ-45 antara sebelum dan selama pandemi COVID-19.

Penelitian terhadap harga saham PT Garuda Indonesia Persero (Tbk) sebelum dan sesudah COVID-19, menemukan adanya perbedaan harga yang signifikan pada rata – rata harga saham PT. Garuda Indonesia sebelum dan sesudah peristiwa pandemic COVID-19 (Mangindaan & Manossoh, 2020). Penelitian yang meneliti reaksi investor sebagai dampak COVID-19 pada sektor perbankan di Indonesia menemukan bahwa selama COVID-19 terjadi penurunan *abnormal return* dan peningkatan rata – rata *Trading Volume Activity* (TVA) setelah pengumuman COVID-19 sebagai pandemi global (Wicaksono & Adyaksana, 2020).

Berdasarkan hasil penelitan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

1. H_1 = terdapat perbedaan *expected return* yang signifikan antara periode pra COVID-19 dan selama masa pandemi COVID-19 pada emiten saham yang konsisten masuk ke dalam indeks LQ-45 selama Juli 2018 – Desember 2021.
2. H_2 = Sebagian besar saham mengalami penurunan *expected return* selama masa pandemi COVID-19

HASIL DAN PEMBAHASAN

CAPM

Tabel 1 di bawah ini akan menampilkan hasil perhitungan CAPM dari 27 emiten saham.

Tabel 1. CAPM Sebelum dan Selama COVID-19

Bulan	ADR O	AKR A	ANT M	ASII	BBCA	BBNI	BBRI	BBT N	BMR I	EXC L	GGR M	HMS P	ICBP
7/1/2018	0.022	0.035	0.046	0.0315	0.0239	0.044	0.033	0.054	0.033	0.025	0.021	0.023	0.009
8/1/2018	0.016	0.024	0.030	0.0217	0.0171	0.030	0.022	0.035	0.022	0.018	0.015	0.016	0.008
9/1/2018	0.003	0.010	0.016	0.0083	0.0040	0.016	0.009	0.021	0.009	0.005	0.002	0.003	0.004
10/1/2018	0.017	0.037	0.052	0.0307	0.0196	0.050	0.033	0.064	0.033	0.022	0.016	0.019	0.001
11/1/2018	0.037	0.054	0.084	0.0553	0.0406	0.081	0.059	0.099	0.058	0.044	0.035	0.039	0.012
12/1/2018	0.014	0.021	0.026	0.0188	0.0151	0.025	0.019	0.030	0.019	0.016	0.013	0.014	0.007
1/1/2019	0.045	0.077	0.102	0.0570	0.0488	0.099	0.071	0.122	0.071	0.053	0.043	0.047	0.013
2/1/2019	0.022	0.045	0.055	0.0389	0.0254	0.062	0.042	0.080	0.042	0.028	0.021	0.024	0.000
3/1/2019	0.011	0.015	0.018	0.0141	0.0117	0.018	0.014	0.021	0.014	0.012	0.011	0.011	0.007
4/1/2019	0.001	0.002	0.005	0.0008	0.0012	0.004	0.001	0.007	0.001	0.000	0.001	0.001	0.005
5/1/2019	0.025	0.052	0.073	0.0438	0.0288	0.070	0.047	0.089	0.047	0.032	0.024	0.028	0.000
6/1/2019	0.025	0.041	0.054	0.0365	0.0274	0.052	0.038	0.064	0.038	0.029	0.024	0.027	0.010
7/1/2019	0.007	0.009	0.010	0.0087	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
8/1/2019	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
9/1/2019	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
10/1/2019	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
11/1/2019	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
12/1/2019	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
1/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
2/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
3/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
4/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
5/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
6/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
7/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
8/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
9/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
10/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
11/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
12/1/2020	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
1/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
2/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
3/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
4/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
5/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
6/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
7/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
8/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
9/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
10/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
11/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
12/1/2021	0.008	0.010	0.012	0.0090	0.0080	0.010	0.008	0.011	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006

Bulan	ADR O	AKR A	ANT M	ASII	BBCA	BBNI	BBRI	BBT N	BMR I	EXC L	GGR M	HMS P	ICBP
8/1/2019	0.01851	0.03917	0.05491	0.03234	0.02078	0.05282	0.03532	0.06740	0.03511	0.02368	0.01706	0.02019	0.00136
9/1/2019	0.01977	0.04148	0.05802	0.03430	0.02215	0.05582	0.03743	0.07114	0.03721	0.02521	0.01825	0.02154	0.00111
10/1/2019	0.01467	0.02169	0.02704	0.01936	0.01544	0.02632	0.02038	0.03128	0.02031	0.01642	0.01417	0.01524	0.00791
11/1/2019	0.02033	0.04249	0.05939	0.03516	0.02276	0.05714	0.03836	0.07279	0.03814	0.02588	0.01877	0.02213	0.00100
12/1/2019	0.04761	0.08210	0.10839	0.07069	0.05139	0.10489	0.07567	0.12924	0.07533	0.05624	0.04518	0.05041	0.01441
1/1/2020	0.03816	0.07521	0.10344	0.06296	0.04222	0.09958	0.05830	0.12583	0.05793	0.04744	0.03556	0.04117	0.00252
2/1/2020	0.06418	0.12292	0.16769	0.10349	0.07052	0.16173	0.11196	0.20319	0.11138	0.07888	0.06005	0.06895	0.00765
3/1/2020	0.16259	0.30342	0.41074	0.25684	0.17802	0.39646	0.27714	0.49585	0.27575	0.19784	0.15269	0.17403	0.02707
4/1/2020	0.02641	0.04322	0.05603	0.03766	0.02825	0.05433	0.04008	0.05520	0.03992	0.03052	0.02523	0.02777	0.01023
5/1/2020	0.01455	0.02146	0.02674	0.01918	0.01530	0.02604	0.02017	0.03092	0.02011	0.01628	0.01406	0.01511	0.00789
6/1/2020	0.03351	0.05624	0.07357	0.04872	0.03600	0.07127	0.05200	0.08731	0.05178	0.03920	0.03191	0.03536	0.01163
7/1/2020	0.04887	0.08442	0.11151	0.07266	0.05277	0.10791	0.07779	0.13300	0.07744	0.05777	0.04637	0.05176	0.01466
8/1/2020	0.02166	0.03452	0.04432	0.03027	0.02307	0.04301	0.03212	0.05209	0.03199	0.02488	0.02076	0.02271	0.00929
9/1/2020	0.07942	0.15087	0.20532	0.12724	0.08725	0.19808	0.13754	0.24851	0.13683	0.09730	0.07439	0.08522	0.01066
10/1/2020	0.05064	0.09288	0.12507	0.07891	0.05527	0.12079	0.08500	0.15060	0.08458	0.06121	0.04767	0.05407	0.00999
11/1/2020	0.08489	0.15569	0.20965	0.13227	0.09265	0.20247	0.14248	0.25245	0.14178	0.10261	0.07991	0.09054	0.01675
12/1/2020	0.04017	0.07367	0.09920	0.06259	0.04384	0.09580	0.06742	0.11944	0.06708	0.04855	0.03781	0.04289	0.00793
1/1/2021	0.02355	0.04320	0.05817	0.03670	0.02571	0.05618	0.03954	0.07005	0.03934	0.02847	0.02217	0.02515	0.00465
2/1/2021	0.02273	0.04169	0.05614	0.03542	0.02481	0.05422	0.03816	0.06760	0.03797	0.02748	0.02140	0.02427	0.00449
3/1/2021	0.03880	0.07117	0.09583	0.06046	0.04235	0.09255	0.06513	0.11539	0.06481	0.04690	0.03653	0.04143	0.00766
4/1/2021	0.01248	0.02289	0.03082	0.01945	0.01362	0.02977	0.02095	0.03712	0.02085	0.01509	0.01175	0.01333	0.00246
5/1/2021	0.00913	0.01675	0.02255	0.01423	0.00997	0.02178	0.01533	0.02716	0.01525	0.01104	0.00850	0.00975	0.00180
6/1/2021	0.04254	0.07801	0.10505	0.05528	0.04642	0.10145	0.07139	0.12649	0.07104	0.05142	0.04004	0.04542	0.00839
7/1/2021	0.02456	0.04504	0.05055	0.03827	0.02680	0.05857	0.04122	0.07303	0.04102	0.02968	0.02312	0.02622	0.00485
8/1/2021	0.03565	0.05538	0.05803	0.05554x	0.03890	0.08502	0.05983	0.10600	0.05954	0.04309	0.03355	0.03806	0.00704
9/1/2021	0.02013	0.03692	0.04971	0.03137	0.02197	0.04801	0.03379	0.05986	0.03362	0.02433	0.01895	0.02149	0.00397
10/1/2021	0.04479	0.08214	0.11051	0.05979	0.04888	0.10682	0.07517	0.13319	0.07480	0.05414	0.04216	0.04782	0.00884
11/1/2021	0.02217	0.04055	0.05475	0.03454	0.02420	0.05288	0.03721	0.06593	0.03703	0.02680	0.02087	0.02367	0.00438
12/1/2021	0.00442	0.00812	0.01093	0.00589	0.00483	0.01055	0.00743	0.01316	0.00739	0.00535	0.00417	0.00472	0.00087

INCO	INDF	INTP	JSM R	KLB F	MNC N	PGAS	PTBA	PTPP	SMG R	TLK M	UNT R	UNV R	WIK A
0.032	0.013	0.031	0.035	0.016	0.037	0.053	0.019	0.068	0.037	0.020	0.017	0.011	0.055
72	82	00	75	98	28	73	82	09	58	26	56	73	84
0.022	0.010	0.021	0.024	0.012	0.025	0.035	0.014	0.044	0.025	0.014	0.013	0.009	0.036
52	91	46	39	84	33	44	59	27	51	87	20	62	74
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.009	0.001	0.008	0.010	0.000	0.011	0.021	0.001	0.029	0.011	0.001	0.000	0.003	0.022
09	86	09	85	03	74	27	62	60	91	87	31	07	49
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.032	0.004	0.030	0.036	0.009	0.039	0.063	0.013	0.084	0.039	0.014	0.010	0.001	0.066
53	85	01	97	47	22	32	63	37	66	28	32	78	41
0.057	0.020	0.054	0.063	0.027	0.066	0.098	0.032	0.126	0.067	0.033	0.028	0.016	0.102
71	98	36	60	10	58	56	64	50	16	50	24	91	66
0.019	0.010	0.018	0.021	0.011	0.021	0.029	0.013	0.037	0.021	0.013	0.011	0.008	0.031
49	04	62	00	61	77	99	04	18	92	26	91	99	05
0.069	0.024	0.065	0.077	0.032	0.080	0.120	0.038	0.155	0.081	0.040	0.033	0.019	0.125
99	49	85	29	08	99	60	94	20	71	00	49	46	68
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.041	0.007	0.038	0.046	0.012	0.049	0.078	0.018	0.104	0.049	0.018	0.013	0.003	0.082
12	31	05	55	95	29	74	04	45	83	84	99	56	51
0.014	0.008	0.013	0.015	0.009	0.015	0.021	0.010	0.025	0.016	0.010	0.009	0.007	0.021
50	61	97	45	60	93	06	48	54	02	62	78	96	72
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.001	0.004	0.000	0.002	0.003	0.002	0.007	0.002	0.011	0.002	0.002	0.003	0.004	0.007
20	12	71	05	23	48	11	43	15	57	31	07	71	70
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.046	0.008	0.042	0.052	0.015	0.055	0.087	0.020	0.116	0.055	0.021	0.016	0.004	0.092
28	78	86	29	04	34	98	68	50	93	56	19	63	17
0.037	0.015	0.035	0.041	0.019	0.043	0.063	0.022	0.080	0.043	0.023	0.019	0.012	0.065
97	33	91	61	11	45	16	52	38	80	05	81	82	69
0.008	0.007	0.008	0.009	0.007	0.009	0.010	0.007	0.012	0.009	0.007	0.007	0.006	0.011
88	00	71	18	32	33	97	60	40	36	64	37	79	18
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.034	0.005	0.031	0.038	0.010	0.041	0.066	0.014	0.088	0.041	0.015	0.011	0.002	0.069
18	32	55	81	14	15	28	48	23	61	16	03	13	50
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.036	0.005	0.033	0.041	0.010	0.043	0.069	0.015	0.093	0.044	0.016	0.011	0.002	0.073
24	91	47	10	97	56	97	53	03	04	25	90	55	35
0.019	0.010	0.019	0.021	0.011	0.022	0.030	0.013	0.038	0.022	0.013	0.012	0.009	0.031
99	18	10	56	82	36	90	30	36	52	53	12	10	99
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.037	0.006	0.034	0.042	0.011	0.044	0.071	0.016	0.095	0.045	0.016	0.012	0.002	0.075
14	17	32	11	34	62	59	00	14	11	73	29	74	05
0.073	0.025	0.069	0.081	0.033	0.085	0.127	0.040	0.164	0.086	0.042	0.035	0.020	0.132
77	57	39	50	62	42	39	87	04	18	00	10	24	76
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.066	0.014	0.061	0.074	0.023	0.078	0.123	0.030	0.163	0.079	0.032	0.024	0.008	0.129
26	50	55	56	14	77	84	93	20	59	15	73	77	61
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.108	0.026	0.101	0.121	0.040	0.128	0.200	0.052	0.262	0.129	0.054	0.042	0.017	0.209
74	65	26	90	35	57	03	71	44	87	64	88	57	19
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.269	0.072	0.251	0.300	0.105	0.316	0.488	0.135	0.637	0.320	0.139	0.111	0.050	0.510
41	63	49	97	47	95	27	10	90	07	71	53	86	22
0.039	0.015	0.037	0.042	0.019	0.044	0.065	0.023	0.083	0.045	0.023	0.020	0.013	0.067
16	67	02	93	59	84	29	13	15	21	68	31	07	91
0.019	0.010	0.018	0.021	0.011	0.022	0.030	0.013	0.037	0.022	0.013	0.012	0.009	0.031
79	13	91	34	74	13	55	19	90	28	42	04	06	63
0.050	0.018	0.047	0.055	0.024	0.058	0.086	0.029	0.110	0.058	0.029	0.025	0.015	0.089
75	99	86	85	29	43	09	07	25	93	82	27	47	63
0.075	0.026	0.071	0.083	0.034	0.087	0.131	0.041	0.168	0.088	0.043	0.035	0.020	0.136
84	16	31	80	45	84	09	93	86	63	10	98	67	63
0.031	0.013	0.029	0.034	0.016	0.035	0.051	0.019	0.065	0.036	0.019	0.017	0.011	0.053
42	45	78	30	45	76	40	15	06	04	58	00	46	40
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.133	0.033	0.124	0.149	0.050	0.157	0.244	0.065	0.320	0.159	0.067	0.053	0.022	0.255
62	77	53	63	43	74	67	47	59	32	81	51	73	80
0.082	0.023	0.077	0.092	0.033	0.096	0.148	0.042	0.193	0.097	0.043	0.035	0.017	0.154
68	66	31	15	51	94	33	40	21	88	78	33	13	91
0.138	0.039	0.129	0.154	0.056	0.162	0.248	0.071	0.323	0.164	0.073	0.059	0.028	0.259
60	66	59	46	17	50	64	07	87	07	39	22	71	67
0.065	0.018	0.061	0.073	0.026	0.076	0.117	0.033	0.153	0.077	0.034	0.028	0.013	0.122
58	77	31	08	58	89	64	62	24	63	72	02	59	86

INCO	INDF	INTP	JSM R	KLB F	MNC N	PGAS	PTBA	PTPP	SMG R	TLK M	UNT R	UNV R	WIK A
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.038	0.011	0.035	0.042	0.015	0.045	0.068	0.019	0.089	0.045	0.020	0.016	0.007	0.072
46	00	96	86	59	09	99	72	86	52	36	43	97	05
0.037	0.010	0.034	0.041	0.015	0.043	0.066	0.019	0.086	0.043	0.019	0.015	0.007	0.069
12	62	70	36	04	52	58	03	73	94	65	86	69	54
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.063	0.018	0.059	0.070	0.025	0.074	0.113	0.032	0.148	0.074	0.033	0.027	0.013	0.118
35	13	23	60	67	28	65	48	04	99	54	07	12	69
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.020	0.005	0.019	0.022	0.008	0.023	0.036	0.010	0.047	0.024	0.010	0.008	0.004	0.038
38	83	05	71	26	89	56	45	62	12	79	71	22	18
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.014	0.004	0.013	0.016	0.006	0.017	0.026	0.007	0.034	0.017	0.007	0.006	0.003	0.027
91	27	94	62	04	48	75	64	84	65	89	37	09	93
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.069	0.019	0.064	0.077	0.028	0.081	0.124	0.035	0.162	0.082	0.036	0.029	0.014	0.130
45	87	93	40	14	42	58	61	28	21	77	67	39	11
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.040	0.011	0.037	0.044	0.016	0.047	0.071	0.020	0.093	0.047	0.021	0.017	0.008	0.075
09	47	49	68	25	01	93	56	69	46	23	13	31	12
0.058	0.016	0.054	0.064	0.023	0.068	0.104	0.029	0.135	0.068	0.030	0.024	0.012	0.109
20	65	41	86	59	23	40	84	99	89	82	87	06	04
0.032	0.009	0.030	0.036	0.013	0.038	0.058	0.016	0.076	0.038	0.017	0.014	0.006	0.061
87	40	73	63	32	53	96	85	80	90	40	04	81	58
0.073	0.020	0.068	0.081	0.029	0.085	0.131	0.037	0.170	0.086	0.038	0.031	0.015	0.137
12	92	37	49	63	73	18	49	86	56	72	24	15	00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.036	0.010	0.033	0.040	0.014	0.042	0.064	0.018	0.084	0.042	0.019	0.015	0.007	0.067
19	36	84	34	67	44	93	56	58	85	17	47	50	81
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0.007	0.002	0.006	0.008	0.002	0.008	0.012	0.003	0.016	0.008	0.003	0.003	0.001	0.013
22	07	75	05	93	47	96	70	88	55	83	09	50	53

CAPM merupakan model keuangan yang digunakan untuk menentukan tingkat pengembalian ekspektasian dari suatu aset berdasarkan risiko sistematisnya. Model ini menghubungkan hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian dengan mempertimbangkan beta sebagai ukuran volatilitas aset terhadap pasar. Dalam konteks pandemi COVID-19, dinamika risiko dan pengembalian mengalami perubahan signifikan yang dapat berdampak pada Keputusan investasi. Berdasarkan hasil perhitungan CAPM sebelum dan selama COVID-19 yang ditampilkan pada tabel di atas, ditemukan bahwa terjadi perbedaan imbal hasil yang diharapkan sebelum COVID-19, dan selama COVID-19. Perbedaan ini disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu:

1. Kondisi pasar yang tidak stabil. Pandemi menyebabkan guncangan pasar, termasuk penurunan likuiditas, volatilitas indeks saham global, dan perubahan kebijakan moneter. Hal ini meningkatkan premi risiko, sehingga imbal hasil yang diharapkan oleh investor juga berubah.
2. Perilaku investor dan sentimen pasar.
 - a. Sebelum COVID-19: investor cenderung rasional dengan ekspektasi return yang stabil.
 - b. Selama COVID-19: terjadi *flight to safety*, di mana investor beralih ke aset aman seperti emas atau obligasi pemerintah. Pergeseran ini menyebabkan penyesuaian harga dan *expected return* pada aset berisiko.
3. Perbedaan kinerja sektor. Beberapa sektor (teknologi, Kesehatan) mungkin menunjukkan beta lebih rendah karena permintaan yang meningkat selama pandemi. Sementara sektor lain (pariwisata, ritel) mengalami penurunan drastis, meningkatkan beta dan mengurangi *expected return*.

Descriptive Statistics

Di bawah ini ditampilkan *descriptive statistics* 27 emiten saham di aplikasi JASP. Pada *descriptive statistics*, nilai valid untuk rata – rata sebelum COVID dan rata – rata selama COVID adalah 27 dengan *missing* untuk kedua variabel adalah 0 menunjukkan terdapat kelengkapan data yang dilakukan pada sampel yang sama untuk kedua kondisi, meminimalkan bias akibat data tidak lengkap. Hal ini mengindikasikan bahwa kontrol kualitas telah dilakukan dengan baik. Pada kedua variabel, *median* dan *mean* sangat dekat (sebelum COVID *mean*: -0.014, dan *median*: -0.015). Hal ini menunjukkan data yang simetris dan tidak ada *skewness* (ketidakseimbangan) yang signifikan. Terjadi peningkatan *mean* dari -0.014 menjadi 0.013 selama COVID. Pergeseran ini mengindikasikan adanya

perubahan sistemik yang signifikan antara kedua variabel. Variabel yang diukur dalam penelitian ini adalah hasil CAPM yang menunjukkan bahwa selama COVID-19 nilai imbal hasil yang diharapkan berdasarkan rumus CAPM lebih tinggi dibandingkan sebelum COVID-19. Hal ini berarti, beberapa saham yang diteliti dalam penelitian memberikan imbal hasil diharapkan berdasarkan CAPM yang lebih tinggi selama COVID-19 dibandingkan sebelum COVID-19. Standar deviasi dan *varians* selama COVID lebih rendah dibandingkan sebelum COVID-19. Hal ini menunjukkan bahwa data selama COVID lebih homogen. Hal ini didukung oleh koefisien variasi selama COVID sebesar 0.498, yang menunjukkan variasi relatif terhadap *mean* lebih kecil. Hal ini berarti, bahwa selama COVID-19, mayoritas nilai CAPM sampel saham yang diteliti merupakan saham yang mendapatkan keuntungan besar Ketika terjadi COVID-19, sebesar sektor farmasi, pertambangan, dan teknologi. Hasil uji Shapiro – Wilk mengonfirmasi bahwa data terdistribusi normal secara statistik (nilai $p > 0.05$). penelitian ini menggunakan uji Wilcoxon dikarenakan ukuran sampel yang kecil ($n = 27$). Sebelum COVID, nilai bervariasi dari negatif (-0.044) hingga mendekati netral (0.004). selama COVID, rentang bergeser ke nilai positif (0.03 – 0.029). Hal ini menunjukkan bahwa selama COVID-19 sebagian besar sampel memberikan imbal hasil CAPM yang tinggi dibandingkan sebelum COVID-19. Selain itu, rentang data lebih sempit (0.026 versus 0.048), sejalan dengan penurunan standar deviasi.

Tabel 2. Descriptive Statistics

	Rata - Rata Sebelum COVID	Rata - rata Selama COVID
Valid	27	27
Missing	0	0
Median	-0.014	0.013
Mean	-0.015	0.013
Std. Error of Mean	0.002	0.001
Std. Deviation	0.012	0.006
Coefficient of variation	-0.822	0.498
Variance	1.464×10^{-4}	4.192×10^{-5}
Shapiro-Wilk	0.954	0.954
P-value of Shapiro-Wilk	0.261	0.261
Minimum	-0.044	0.003
Maximum	0.004	0.029

Wilcoxon Signed – Rank t test

Tabel 3. Paired Samples T-Test

Measure 1	Measure 2	W	z	df	p	Hodges-Lehmann Estimate	Rank-Biserial Correlation	SE Rank-Biserial Correlation
Rata – Rata Sebelum COVID	Rata – rata Selama COVID	1.000	-4.517		2.980×10^{-8}	-0.027	-0.995	0.217

Note. Wilcoxon Signed-rank test.

Tabel 3 menampilkan hasil uji *Wilcoxon Signed – Rank t test*. Penelitian ini menggunakan $\alpha = 0,05$. Nilai W dalam *Wilcoxon Signed – Rank t test* untuk data berjumlah 27 dengan $\alpha = 0,05$ adalah 107. Hasil *Wilcoxon Signed – Rank t test* pada tabel di bawah, yaitu sebesar W hitung = 1, dan lebih kecil dibandingkan W tabel = 107. Maka, hasil penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara sebelum COVID-19 dengan selama COVID-19. Nilai z sebesar -4.517 menunjukkan bahwa rata – rata sebelum COVID lebih rendah dibandingkan selama COVID. Nilai P-value sebesar 2.980×10^{-8} . Lebih rendah dibandingkan 0,05, menunjukkan bahwa adanya perbedaan signifikan antara sebelum COVID-19 dengan selama COVID-19. Hodges-Lehmann Estimate menunjukkan mengenai selisih median antara dua variabel, sebesar = -0,027 (median rata – rata sebelum COVID -0,014 – median rata – rata setelah COVID 0,013). Rank-Biserial Correlation menunjukkan korelasi antara kedua variabel sebesar -0,995 yang berarti nilai rata – rata *expected return* CAPM selama COVID-19 lebih besar dibandingkan nilai rata – rata *expected return* CAPM sebelum COVID-19.

**Tabel 4. Assumption Checks
Test of Normality (Shapiro-Wilk)**

	W	p
Rata – Rata Sebelum COVID - Rata – rata Selama COVID	0.954	0.261
<i>Note.</i> Significant results suggest a deviation from normality.		

Tabel 4 menampilkan uji normalitas menggunakan Shapiro -Wilk, nilai W sebesar 0.954 untuk kedua kelompok menunjukkan bahwa data cenderung mendekati distribusi normal dikarenakan nilai ini mendekati angka 1. p-value sebesar 0.261 untuk kedua kelompok. Karena $p > 0.05$, tidak ada bukti statistik untuk menolak hipotesis normalitas. Hal ini berarti, data tidak menyimpang secara signifikan dari distribusi normal.

Tabel 5. Descriptives

	N	Mean	SD	SE	Coefficient of variation
Rata – Rata Sebelum COVID	27	-0.015	0.012	0.002	-0.822
Rata – rata Selama COVID	27	0.013	0.006	0.001	0.498

Tabel 5 menampilkan deskriptif dengan nilai *mean* sebelum COVID sebesar -0.015 yang kemudian meningkat menjadi 0.013 selama COVID. Hal ini menunjukkan bahwa nilai negatif sebelum COVID memiliki rata – rata nilai aset yang lebih rendah dari tingkat bebas risiko. Sedangkan, nilai positif selama COVID menunjukkan bahwa nilai aset rata – rata memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari tingkat bebas risiko, didorong oleh beta positif selama pandemi. Nilai *standard deviation* sebesar 0.012 sebelum COVID 19 menunjukkan bahwa terdapat variabilitas yang tinggi sebelum COVID. Nilai *standard deviation* selama COVID-19 sebesar 0.006 menunjukkan bahwa terdapat variabilitas yang rendah selama COVID. Hal ini menunjukkan bahwa selama COVID, stabilitas lebih baik dalam pengembalian dibandingkan sebelum COVID-19. *Standard Error* sebelum COVID sebesar 0.002 dan selama COVID sebesar 0.001 menunjukkan bahwa sebelum COVID nilai *mean* mendekati nilai sebenarnya, dan selama COVID menghasilkan nilai yang lebih presisi. Nilai *Standard Error* yang kecil menunjukkan keandalan perbedaan *mean* antar periode. *Coefficient of Variation* sebelum COVID memiliki nilai -0.882 yang memiliki arti bahwa ini memiliki nilai variabilitas yang sangat tinggi, menunjukkan tingkat risiko atau ketidakpastian yang signifikan. *Coefficient of Variation* selama COVID memiliki nilai 0.498 yang menunjukkan variabilitas relatif lebih moderat, mencerminkan risiko yang lebih terkendali.

Hasil pengujian di atas menerima hipotesis H_1 yang menyatakan terdapat perbedaan *expected return* yang signifikan antara periode pra COVID-19 dan selama masa pandemi COVID-19 pada emiten saham yang konsisten masuk ke dalam indeks LQ-45 selama Juli 2018 – Desember 2021 dan dibagi menjadi dua periode, yaitu sebelum COVID-19 (Juli 2018 – Maret 2020, dan April 2020 – Desember 2021). Hal ini mengindikasikan bahwa faktor eksternal yang disebabkan oleh pandemi, termasuk kebijakan pemerintah, perubahan perilaku investor, serta dinamika ekonomi makro, memiliki pengaruh yang nyata terhadap kinerja saham emiten yang secara konsisten masuk dalam indeks LQ-45 selama periode Juli 2018 – Desember 2021. Namun, hasil pengujian ini menolak H_2 yang menyatakan saham mengalami penurunan *expected return* selama masa pandemi COVID-19, dimana hasilnya menunjukkan terjadinya peningkatan *expected return* emiten saham. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang memakai metode Markowitz yang menemukan terdapat perbedaan *expected return* dan risiko portofolio baik komposisi 50:50 maupun 70:30 sebelum dan saat pandemi (Hariyanto et al., 2023). Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang menemukan bahwa terdapat perbedaan signifikan harga saham dan *return* saham LQ45 sebelum dan sesudah pengumuman nasional wabah Covid-19 (N. M. Putri & Ratnawati, 2022).

Pembahasan

Penelitian ini dilakukan untuk mencari pengungkapan apakah terdapat perbedaan *expected return* emiten saham, sebelum COVID-19 dengan selama COVID-19, dan apakah hasil *expected return* emiten saham selama COVID-19 lebih rendah dibandingkan sebelum COVID-19 dengan menggunakan

metode CAPM untuk mengukur hasil *expected return* saham. Hasil penelitian dapat saya jelaskan sebagai berikut:

1. Perbedaan *expected return* 27 emiten saham yang selalu masuk sebagai anggota LQ-45 dari tahun 2018 -2021.dengan menggunakan CAPM. Terdapat perbedaan signifikan antara *expected return* saham sebelum dan selama COVID-19. Hasil perhitungan CAPM menunjukkan bahwa *expected return* saham selama COVID-19 lebih tinggi dibandingkan *expected return* saham sebelum COVID-19. Kinerja positif ke-27 saham anggota LQ-45 selama COVID bisa dilihat pada tabel *Descriptive Statistics* pada bagian nilai minimum dan maksimum selama COVID-19 yang masing – masing bernilai 0,003 dan 0,029, lebih besar dibandingkan nilai minimum dan maksimum sebelum COVID-19 yang masing – masing bernilai -0,044 dan 0,004. Penyebab tingginya *expected return* emiten saham LQ-45 selama COVID-19 yaitu, *corporate action* yang perusahaan lakukan selama wabah COVID-19 memberikan keyakinan kepada investor bahwa perusahaan mampu menghadapi wabah COVID dengan baik, dan prospek majunya perusahaan akibat dampak *corporate action* tersebut setelah wabah COVID-19 tidak diumumkan sebagai pandemi, jenis produk yang dijual perusahaan salah satu produk kebutuhan sehari – hari, rencana manajemen perusahaan yang ingin melakukan ekspansi bisnis, produk atau jasa yang perusahaan tawarkan merupakan produk atau jasa yang menunjang konsumen selama wabah COVID-19.
2. *Expected return* ke-27 emiten saham yang lebih tinggi selama COVID-19 menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan terbuka yang terdaftar di BEI mengalami penurunan kinerja yang drastis selama COVID-19. Perusahaan ini beroperasi di sektor yang mendapatkan keuntungan besar selama COVID-19 (sektor teknologi, dan Kesehatan), beroperasi di sektor bahan baku (tambang), beroperasi di sektor kebutuhan sehari – hari (sektor manufaktur), dan melakukan rencana korporasi yang diprediksi memberikan keuntungan yang besar di masa depan (rencana investasi tambang nikel Antam oleh Tesla). Temuan ini mengindikasikan bahwa resiliensi dan adaptabilitas perusahaan menjadi kunci utama dalam menghadapi krisis, serta bahwa investasi pada sektor-sektor tertentu dapat memberikan imbal hasil yang menarik bahkan dalam situasi yang penuh ketidakpastian.

Penelitian terdahulu yang mendukung penelitian ini adalah penelitian yang menggunakan rasio *risk adjusted return*, rasio Sharpe, dan rasio Jensen untuk melakukan komparasi kinerja saham yang terdaftar di *Jakarta Islamic index* sebelum dan selama Pandemi-19 yang menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara waktu sebelum dan selama COVID-19 dengan rasio *risk adjusted return* memberikan nilai tinggi selama COVID-19 yang berarti kinerja saham JII lebih bagus selama COVID-19 (Winarto, 2022).

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan sebagai berikut, yaitu: pertama, terdapat suatu perbedaan *expected return* 27 emiten saham sebelum dan selama COVID-19 berdasarkan perhitungan CAPM. Kedua, metode perhitungan CAPM menunjukkan bahwa *expected return* selama COVID-19 lebih tinggi dibandingkan dengan sebelum COVID-19. Ketiga, hasil penelitian ini memberikan kesimpulan yang membenarkan pihak yang baru masuk terdaftar sebagai investor saham di BEI pada masa COVID-19 yang membuktikan bahwa *ekspected return* emiten saham yang termasuk dalam LQ-45 lebih menarik selama masa COVID-19.

Meskipun penelitian ini memberikan kontribusi yang signifikan dalam memahami dampak pandemi COVID-19 terhadap *expected return* saham-saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia (BEI), terdapat beberapa kekurangan yang perlu diakui dan diatasi dalam penelitian selanjutnya. Berikut adalah beberapa kekurangan yang dapat diidentifikasi, yaitu: keterbatasan dari model CAPM, periode penelitian yang terbatas, fokus pada saham indeks LQ-45, tidak mempertimbangkan faktor makroekonomi, dan keterbatasan dalam pengujian statistik.

Penelitian ini menggunakan periode jangka panjang, yaitu selama 42 bulan dengan mengambil data bulanan harga saham. dengan memakai metode perhitungan CAPM. Saran untuk penelitian selanjutnya lebih baik menggunakan metode perhitungan lain seperti Arbitrage Pricing Theory atau metode perhitungan lain yang lebih akurat dibandingkan CAPM.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustino, L. (2020). Analisis Kebijakan Penanganan Wabah Covid-19: Pengalaman Indonesia. *Jurnal Borneo Administrator*, 16(2), 253–270. <https://doi.org/10.24258/jba.v16i2.685>
- Amri, A. (2020). Dampak covid-19 terhadap UMKM di Indonesia. *BRAND Jurnal Ilmiah Manajemen Pemasaran*, 2(1), 123–131.
- Elbannan, M. A. (2014). The Capital Asset Pricing Model: An Overview of the Theory. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1), p216. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n1p216>
- Hariyanto, W., Izza Noor A, F., & Biduri, S. (2023). Analisis Expected Return Dan Risiko Portofolio Sebelum Dan Pada Saat Pandemi Covid-19 Pada Saham LQ-45. *Equilibrium: Jurnal Ekonomi-Manajemen-Akuntansi*, 18(1), 136. <https://doi.org/10.30742/equilibrium.v18i2.2116>
- Harsanti, F. S., & Retnosari, R. (2022). Dampak COVID-19 Terhadap Perubahan Kurs Dan Volume Perdagangan Saham Pada Indeks LQ-45. *Accounting Global Journal*, 6(1), 67–77. <https://doi.org/10.24176/agj.v6i1.7401>
- Mangindaan, J. V., & Manossoh, H. (2020). Analisis Perbandingan Harga Saham PT Garuda Indonesia Persero (Tbk.) Sebelum dan Sesudah Pandemi Covid-19. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 10(2), 80–85. <https://doi.org/10.35797/jab.v10i2.80-85>
- Mujiburrahman, M., Riyadi, M. E., & Ningsih, M. U. (2020). Hubungan Pengetahuan dengan Perilaku Pencegahan Covid-19 di Masyarakat. *Jurnal Keperawatan Terpadu (Integrated Nursing Journal)*, 2(2), 130–140. <https://doi.org/10.32807/jkt.v2i2.85>
- Prasetyo, O. F., & Isnuwardiati, K. (2022). Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Manufactur Dengan Metode Du-Pont Saat Pra Dan Saat Pandemi COVID-19. *Publik: Jurnal Manajemen Sumber Daya Manusia, Administrasi Dan Pelayanan Publik*, 9(2), 220–230. <https://doi.org/10.37606/publik.v9i2.335>
- Purwanti, T. (2022, April 14). *Investor Pasar Modal RI Makin Banyak, Tembus 8,3 Juta!* <https://www.cnbcindonesia.com/market/20220414130213-17-331715/investor-pasar-modal-ri-makin-banyak-tembus-83-juta>
- Putra, I. R., & Rinaldo, D. (2022). Analisis Perbandingan Saham-Saham Efisien dengan Metode CAPM Sebelum dan Setelah Pandemi Covid-19. *Moneter - Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), 66–74. <https://doi.org/10.31294/moneter.v9i1.12292>
- Putri, J. A., Susanti, E., & Sianipar, R. T. (2022). Analisis perbandingan evaluasi kinerja portofolio saham sebelum dan di masa pandemi COVID-19 di IDX 30. *Owner*, 6(4), 4249–4262. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i4.1197>
- Putri, N. M., & Ratnawati, D. (2022). Analisis kinerja saham LQ45 selama pandemi covid-19. *Nusantara: Jurnal Ilmu Pengetahuan Sosial*, 9(4), 1329–1341.
- Ross, S. A. (1977). The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short-Sale Restrictions and Related Issues. *The Journal of Finance*, 32(1), 177–183. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03251.x>
- Rossi, M. (2016). The capital asset pricing model: A critical literature review. *Global Business and Economic Review*, 18(5), 604–617.
- Sinaga, M. H., Tarigan, W. J., & Saragih, M. (2022). Pengukuran Kinerja Portofolio Investasi Dengan Menggunakan Indeks Sharpe Pada Emiten Sektor Transportasi Dan Logistik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Sebelum Dan Selama Masa Pandemic Covid—19. *Owner*, 6(4), 3541–3552. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i4.1200>
- Syakurah, R. A., & Moudy, J. (2020). Pengetahuan terkait Usaha Pencegahan Coronavirus Disease (COVID-19) di Indonesia. *HIGEIA (Journal of Public Health Research and Development)*, 4(3), 333–346. <https://doi.org/10.15294/higeia.v4i3.37844>

-
- Wicaksono, C. A., & Adyaksana, R. I. (2020). Analisis Reaksi Investor Sebagai Dampak Covid-19 Pada Sektor Perbankan di Indonesia. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 6(2). <https://doi.org/10.34204/jiafe.v6i2.2227>
- Winarto, W. W. A. (2022). Analisis Komparasi Kinerja Saham Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Indeks Sebelum Dan Selama Pandemi COVID 19. *Jurnal Manajemen Dayasaing*, 23(2), 146–156. <https://doi.org/10.23917/dayasaing.v23i2.16015>
- Yanti, N. P. E. D., Nugraha, I. M. A. D. P., Wisnawa, G. A., Agustina, N. P. D., & Diantari, N. P. A. (2020). Public Knowledge about Covid-19 and Public Behavior During the Covid-19 Pandemic. *Jurnal Keperawatan Jiwa*, 8(4), 491. <https://doi.org/10.26714/jkj.8.4.2020.491-504>