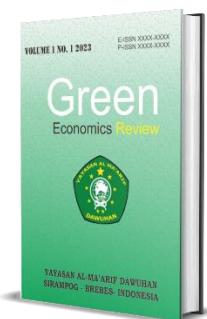




Navigating the Jakarta Islamic Index During the Pandemic: An Analysis of Abnormal Returns and Trading Volume Dynamics

Indah Amalia Putri*, **Ferry Khusnul Mubarok**

Universitas Islam Negeri Walisongo Semarang, Indonesia



ARTICLE INFO

Article history:

Received 15 January 2024

Accepted 30 March 2024

Publish 30 April 2024

Keywords:

Islamic Social Reporting, profitability, company size, type industry

ABSTRACT

This study aims to analyze the differences in abnormal returns and trading volume activity before and during the COVID-19 pandemic in companies listed on the Jakarta Islamic Index (JII). The COVID-19 pandemic has significantly impacted the global and national economy, including Indonesia's Islamic finance sector. This study presents a novel contribution by examining the effects of COVID-19 on Indonesia's Sharia-based stock market, a relatively underexplored area in Islamic finance literature. The research method used is an event study, utilizing secondary data of daily stock prices and trading volume activity for 21 days before and 21 days after the first COVID-19 case announcement on March 2, 2020. The sample comprises 30 stocks listed on the JII index. The analysis reveals significant differences in abnormal returns and trading volumes before and after the COVID-19 announcement, reflecting shifts in market responses to the global health crisis. The implications of this study provide valuable insights for investors, policymakers, and Sharia-compliant companies on the sensitivity of Islamic markets to major events like pandemics. Additionally, these findings are expected to aid in developing risk mitigation strategies for the Islamic stock market to address future global uncertainties.

@ Green Economics Review



This work is licensed under a
[Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](#)

* Corresponding author. email: indahamaliaputri@gmail.com
<http://dx.doi.org/10.1016/ger.2023.01.012>

Introduction

Sejak akhir tahun 2019, dunia diguncangkan oleh pandemi COVID-19 yang menyebabkan ketidakpastian ekonomi dan pasar global, termasuk di Indonesia. Virus COVID-19 yang disebabkan oleh SARS-CoV-2 ini pertama kali ditemukan di Wuhan, China, dan memiliki dampak signifikan terhadap kesehatan masyarakat serta perekonomian global (Susilo et al., 2020). Di Indonesia, kasus pertama COVID-19 diumumkan oleh Presiden Joko Widodo pada 2 Maret 2020, setelah dua warga negara Indonesia dinyatakan positif terpapar COVID-19. Pandemi ini segera menyebabkan gangguan dalam seluruh aspek kehidupan masyarakat, khususnya aktivitas ekonomi. Pada kuartal pertama 2020, Badan Pusat Statistik mencatat pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 2,97%, yang menunjukkan penurunan sebesar 2% dari kuartal IV tahun 2019 (BPS, 2020).

Fenomena ini mempengaruhi dinamika pasar modal, termasuk Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang turun tajam hingga mencapai level 3.937 pada 24 Maret 2020. Penurunan ini mencerminkan reaksi negatif pasar terhadap ketidakpastian yang diakibatkan oleh pandemi. Pasar modal di Indonesia dikenal rentan terhadap fluktuasi global, yang menimbulkan volatilitas harga saham (Febriyanti, 2020). Ketidakpastian ini memicu investor untuk menerapkan strategi investasi portofolio yang lebih berhati-hati, salah satunya adalah strategi momentum. Pengumuman pertama kasus COVID-19 dianggap sebagai momentum penting yang dapat mempengaruhi keputusan investasi, terlihat dari perubahan abnormal return dan volume perdagangan selama periode pengamatan. Menurut Jogiyanto Hartono (2014), reaksi pasar terhadap peristiwa tertentu, termasuk pandemi, dapat dilihat melalui perubahan abnormal return dan volume perdagangan yang mencerminkan minat serta ekspektasi investor terhadap pasar saham.

Terdapat beberapa fenomena GAP dalam penelitian ini. Pertama, GAP empiris menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap COVID-19 di pasar modal syariah, khususnya pada Jakarta Islamic Index (JII), belum dikaji secara mendalam di Indonesia. Hal ini penting mengingat indeks saham syariah sering kali menunjukkan performa yang berbeda dibandingkan indeks umum seperti IHSG, khususnya selama periode krisis, seperti yang terlihat pada krisis ekonomi 2008-2009 dan 2013 di mana JII menunjukkan performa yang lebih stabil dibandingkan IHSG (Bursa Efek Indonesia, 2020). Sementara itu, GAP teoritis muncul karena teori portofolio dan strategi momentum dalam konteks pasar modal syariah masih minim eksplorasi. Teori yang digunakan untuk memprediksi respon pasar sering kali berasal dari pasar konvensional, sementara pasar syariah memiliki karakteristik khusus yang membedakannya, seperti larangan transaksi yang bersifat spekulatif dan instrumen yang tidak sesuai dengan prinsip syariah.

Pandemi COVID-19 memicu reaksi pasar modal yang belum pernah terjadi sebelumnya. Reaksi ini mencerminkan ketidakpastian tinggi di kalangan investor terhadap prospek ekonomi jangka panjang. Baker et al. (2020) meneliti dampak COVID-19 pada pasar modal global, menemukan bahwa volatilitas pasar meningkat secara signifikan setelah pengumuman kasus pertama COVID-19 di berbagai negara. Reaksi pasar ini, sebagaimana didukung oleh Ashraf (2020), ditunjukkan dengan abnormal return negatif yang tinggi, terutama ketika kasus dan kematian akibat COVID-19 meningkat. Ini mengindikasikan bahwa pandemi tidak hanya mengganggu sentimen jangka pendek, tetapi juga memperburuk ketidakpastian investor di masa depan. Dalam konteks pasar syariah, Narayan et al. (2021) menemukan bahwa pasar modal syariah menunjukkan ketahanan yang lebih baik selama pandemi, berbeda dengan pasar konvensional yang lebih terpengaruh oleh kebijakan lockdown dan stimulus ekonomi. Hal ini diduga karena pembatasan spekulasi di pasar syariah yang mengurangi risiko volatilitas. Pendapat ini didukung oleh Yarovaya et al. (2021), yang menyoroti bahwa Jakarta Islamic Index (JII) bertindak sebagai "safe haven" selama krisis, menunjukkan performa yang relatif stabil dibandingkan dengan indeks saham konvensional. Stabilitas ini mengindikasikan bahwa pasar syariah lebih tahan terhadap ketidakpastian dan fluktuasi pasar.

Pada skala nasional, pengumuman kasus pertama COVID-19 di Indonesia menjadi sinyal penting yang memicu abnormal return dan perubahan volume perdagangan. Studi oleh Al-Awadhi et al. (2020) menemukan bahwa peristiwa seperti pengumuman kasus pertama di negara-negara berkembang, termasuk

Indonesia, memberikan momentum bagi investor yang lebih rentan terhadap perubahan sentimen. Temuan ini diperkuat oleh Topcu dan Gulal (2020), yang mencatat bahwa pasar negara berkembang sangat sensitif terhadap ketidakpastian global, dan pengumuman COVID-19 memberikan efek signifikan terhadap return pasar. Dari sisi strategi investasi, abnormal return dan volume perdagangan digunakan sebagai alat untuk mengukur minat pasar terhadap suatu saham, sebagaimana dijelaskan dalam teori investasi oleh Hartono (2014). Studi Yarovaya et al. (2021) mendukung penggunaan pendekatan Trading Volume Activity (TVA) untuk mengukur minat investor terhadap saham syariah, terutama dalam kondisi ketidakpastian pasar akibat pandemi. Investor dapat memanfaatkan fluktuasi abnormal return dan volume perdagangan sebagai panduan dalam strategi momentum, terutama di sekitar peristiwa signifikan seperti pandemi, untuk mencapai keputusan investasi yang lebih optimal.

Dengan latar belakang ini, penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi reaksi pasar modal syariah, khususnya JII, terhadap pengumuman kasus pertama COVID-19 di Indonesia. Fokus penelitian ini adalah menganalisis abnormal return dan volume perdagangan pada saham-saham JII selama periode pengamatan sebagai refleksi dari minat investor. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur investasi syariah dengan menyoroti perilaku pasar dalam merespons peristiwa besar, serta menawarkan strategi investasi yang sesuai dengan prinsip syariah di tengah ketidakpastian pasar.

Literature Review

Efisiensi pasar modal mengacu pada kemampuan suatu pasar untuk mencerminkan informasi relevan ke dalam harga saham secara cepat dan akurat. Dalam pasar yang efisien, harga saham akan segera merespons perubahan informasi penting, seperti kondisi ekonomi global, kebijakan pemerintah, atau peristiwa-peristiwa besar yang terjadi secara nasional dan internasional. Hal ini penting bagi investor, karena memberikan keyakinan bahwa mereka dapat membuat keputusan berdasarkan informasi yang akurat dan terkini (Fama, 1970). Teori efisiensi pasar membagi efisiensi menjadi tiga bentuk: lemah, setengah kuat, dan kuat, yang mengindikasikan seberapa cepat dan akurat informasi tercermin pada harga saham di pasar (Malkiel, 2003). Dalam praktiknya, teori sinyal atau signaling theory memperkaya pemahaman tentang respons pasar terhadap informasi baru, di mana investor menggunakan berbagai sinyal yang diberikan perusahaan melalui tindakan manajerial sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi. Tindakan seperti pengumuman laporan keuangan, promosi produk, atau kebijakan korporat lainnya berfungsi sebagai sinyal yang memberi informasi terkait kondisi perusahaan dan memperkecil risiko informasi asimetris antara perusahaan dengan pihak eksternal (Spence, 1973). Dengan menyampaikan sinyal yang positif, perusahaan berupaya untuk menunjukkan keunggulan kompetitif yang dimilikinya sehingga meningkatkan kepercayaan investor (Ross, 1977).

Dalam konteks pasar modal syariah, Jakarta Islamic Index (JII) menjadi salah satu indeks yang mewakili saham-saham syariah di Indonesia. Diluncurkan pada 3 Juli 2000 oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Danareksa Investment Management, JII terdiri dari 30 saham paling likuid yang telah memenuhi kriteria syariah. Kehadiran JII menawarkan alternatif bagi investor yang ingin berinvestasi sesuai prinsip-prinsip syariah, serta menyediakan instrumen investasi yang lebih stabil di tengah volatilitas pasar modal konvensional. Beberapa studi menunjukkan bahwa indeks syariah, seperti JII, mampu menunjukkan ketahanan yang baik dalam menghadapi krisis ekonomi, memberikan perlindungan bagi investor dari dampak negatif peristiwa global yang mengancam stabilitas pasar saham konvensional (Nurhayati & Wasilah, 2015).

Metode studi peristiwa (event study) sering digunakan untuk menganalisis dampak suatu peristiwa spesifik terhadap harga saham, baik selama maupun setelah peristiwa tersebut berlangsung. Peristiwa ini bisa berupa aksi korporasi yang terprediksi, seperti stock split, penerbitan saham baru, dividen, atau merger; serta peristiwa tidak terprediksi, seperti krisis finansial atau pandemi. Dengan menggunakan studi peristiwa, peneliti dapat menganalisis respons harga saham terhadap informasi tertentu, yang umumnya direfleksikan dalam bentuk abnormal return. Abnormal return merupakan selisih antara return aktual dengan return yang diharapkan, yang menunjukkan perubahan nilai saham di luar ekspektasi normal

akibat adanya peristiwa tertentu. Abnormal return memungkinkan investor untuk mengidentifikasi saham mana yang paling terdampak oleh peristiwa dan membuat keputusan investasi yang optimal berdasarkan perubahan tersebut (MacKinlay, 1997; Brown & Warner, 1985).

Pandemi COVID-19 menjadi peristiwa yang signifikan di pasar modal global, termasuk di Indonesia. Virus ini pertama kali ditemukan di Wuhan, China pada akhir 2019, dan menyebar cepat melalui transmisi droplet antar manusia. Di Indonesia, dampak COVID-19 terhadap pasar modal mulai terasa sejak kasus pertama diumumkan pada Maret 2020. Penyebaran virus ini tidak hanya mengganggu kehidupan sosial, tetapi juga mengakibatkan disrupsi besar dalam aktivitas ekonomi dan penurunan tajam harga saham. Banyak perusahaan mengalami penurunan produksi dan pendapatan, yang menyebabkan gelombang pemutusan hubungan kerja. Pemerintah pun mengeluarkan berbagai kebijakan untuk membatasi penyebaran virus, yang secara tidak langsung turut mempengaruhi sentimen investor di pasar modal (Baker et al., 2020). Situasi ini menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 memicu reaksi pasar yang kuat, terutama dengan meningkatnya volatilitas dan penurunan nilai saham secara signifikan. Secara keseluruhan, abnormal return menjadi indikator yang penting untuk mengukur respons pasar terhadap peristiwa-peristiwa besar. Dalam konteks pandemi, abnormal return yang terjadi menunjukkan perbedaan besar antara return aktual dan return yang diharapkan, mencerminkan ketidakpastian yang tinggi di pasar. Hal ini relevan bagi investor yang perlu menilai kinerja sekuritas selama peristiwa tertentu dan menentukan strategi investasi yang efektif. Dengan pendekatan ini, investor dapat menilai saham yang paling terpengaruh oleh peristiwa tertentu, seperti pandemi COVID-19, dan memanfaatkan perubahan nilai saham yang terjadi di luar ekspektasi normal untuk meraih keuntungan optimal (Hartono, 2014).

Trading volume mengacu pada jumlah saham yang diperdagangkan dalam periode waktu tertentu dan menjadi indikator penting untuk mengukur reaksi pasar terhadap keputusan atau peristiwa yang melibatkan perusahaan. Volume perdagangan mencerminkan tingkat likuiditas saham, sehingga volume yang lebih tinggi menunjukkan minat yang meningkat dari para investor, baik karena prospek positif maupun informasi yang signifikan. Salah satu metode untuk menganalisis volume perdagangan adalah melalui rasio Trade Volume Activity (TVA), yaitu perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar. TVA yang tinggi mengindikasikan aktivitas perdagangan yang lebih besar, yang dapat menjadi indikasi meningkatnya minat investor terhadap saham tertentu atau ekspektasi akan perubahan harga yang signifikan (Lee & Swaminathan, 2000).

TVA menjadi alat yang berharga bagi investor dan analis dalam menilai aktivitas pasar karena memungkinkan mereka melihat fluktuasi minat dan pola perdagangan terhadap suatu saham dalam konteks peristiwa tertentu. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa volume perdagangan seringkali menjadi lebih tinggi di sekitar peristiwa besar, seperti pengumuman pendapatan atau perubahan kebijakan ekonomi, yang dapat mencerminkan ekspektasi atau spekulasi di kalangan investor (Gervais, Kaniel, & Mingelgrin, 2001). Selain itu, volume perdagangan yang meningkat dapat juga diartikan sebagai sinyal bahwa terdapat ketidakpastian pasar atau perubahan persepsi risiko, yang dapat memengaruhi pergerakan harga saham secara signifikan. Dalam konteks event study, analisis TVA membantu mengidentifikasi apakah suatu peristiwa memiliki dampak signifikan pada minat dan aktivitas perdagangan, yang dapat digunakan sebagai dasar untuk keputusan investasi (Chordia, Roll, & Subrahmanyam, 2001). Dengan demikian, TVA merupakan salah satu indikator kunci dalam mengevaluasi respons pasar dan mengukur likuiditas saham, serta memberikan wawasan yang lebih dalam mengenai sentimen pasar di sekitar peristiwa-peristiwa penting. Penilaian ini dapat membantu investor dalam mengambil keputusan yang lebih tepat, terutama pada kondisi pasar yang volatil atau saat terjadi peristiwa besar yang berpotensi memengaruhi stabilitas harga saham.

Pengukuran Variabel

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR : Return of stock i on the t-th event

R_{it} : Realized return of share i on the t-th Abnormal event

E (R_{it}): Expected return of stock i at the t-th event

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} : Realized return of stock i on the tth event

P_{it} : The price of stock i on the tth event

P_{it-1} : The price of stock i on the t-1st event

TVA = Number of shares of company i traded in a certain time

Number of shares of company i in circulation in a certain time

Perumusan Hipotesis

Formulasi hipotesis mengenai abnormal return dan volume perdagangan sebelum dan selama pandemi COVID-19 didasarkan pada teori efisiensi pasar, teori sinyal, serta pengaruh peristiwa besar terhadap pasar modal. Secara teoritis, dalam pasar yang efisien, informasi baru yang signifikan, seperti pandemi COVID-19, seharusnya segera tercermin dalam harga saham dan volume perdagangan (Fama, 1970). Pandemi COVID-19 yang berdampak luas memengaruhi pasar secara global dan menyebabkan perubahan perilaku investor akibat ketidakpastian ekonomi yang tinggi dan prospek pendapatan yang terpengaruh negatif. Dalam hal ini, abnormal return dan volume perdagangan dapat dijadikan sebagai indikator respons pasar terhadap ketidakpastian yang muncul akibat peristiwa besar.

Secara empiris, berbagai penelitian telah menunjukkan bahwa peristiwa krisis besar, seperti krisis keuangan Asia tahun 1997 atau krisis ekonomi global 2008, berdampak signifikan terhadap abnormal return dan volume perdagangan. Studi dari Baker et al. (2020) menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 menimbulkan reaksi pasar yang ekstrem, ditandai dengan volatilitas yang tinggi dan perubahan signifikan dalam harga saham di berbagai pasar modal, termasuk di Indonesia. Abnormal return adalah selisih antara return yang diharapkan dengan return aktual, yang sering kali muncul ketika terjadi peristiwa besar dan tak terduga, seperti pengumuman pertama kasus COVID-19. Hal ini memungkinkan abnormal return digunakan sebagai indikator sensitivitas pasar terhadap peristiwa tertentu. Selain itu, peristiwa krisis cenderung menyebabkan peningkatan volume perdagangan karena investor melakukan reposisi portofolio mereka dalam upaya merespons kondisi pasar yang baru (Chordia, Roll, & Subrahmanyam, 2001). Dengan demikian, munculnya pandemi COVID-19 diperkirakan menyebabkan perbedaan signifikan dalam abnormal return dan volume perdagangan sebelum dan selama pandemi, sejalan dengan perubahan sentimen dan perilaku investasi di pasar modal.

Secara logis, hipotesis tersebut dibangun berdasarkan asumsi bahwa ketidakpastian ekonomi akibat COVID-19 memengaruhi perilaku investor. Perubahan abnormal return yang signifikan sebelum dan selama pandemi mencerminkan ketidakpastian yang lebih tinggi, sehingga mengindikasikan adanya reaksi pasar yang kuat terhadap peristiwa yang tak terduga. Investor mungkin menunjukkan kecenderungan untuk mengambil posisi defensif, atau bahkan melakukan aksi jual sebagai respons terhadap risiko yang meningkat, yang berdampak pada perubahan return yang tidak normal. Di sisi lain, volume perdagangan yang meningkat selama pandemi menunjukkan aktivitas jual beli yang lebih intens di pasar, karena investor mencari strategi untuk mengelola risiko dan memanfaatkan fluktuasi harga. Oleh karena itu, hipotesis alternatif dibentuk untuk menguji ada atau tidaknya perbedaan signifikan dalam abnormal return dan volume perdagangan sebelum dan selama pandemi, dengan asumsi bahwa COVID-19 membawa perubahan besar pada kedua indikator ini di pasar modal.

H1: Terdapat perbedaan signifikan dalam abnormal return sebelum dan selama COVID-19.

H2: Terdapat perbedaan signifikan dalam volume perdagangan sebelum dan selama COVID-19.

Method, Data, and Analysis

Penelitian ini menggunakan studi peristiwa, yaitu alat analisis yang sudah mapan dan sering digunakan dalam penelitian ekonomi dan keuangan di pasar modal. Metode ini secara khusus digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa tertentu terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan data pasar keuangan. Tujuan dari studi peristiwa adalah untuk mengevaluasi respons pasar terhadap suatu peristiwa dan informasi yang diungkapkan sebagai dampak dari peristiwa tersebut. Analisis ini juga disebut sebagai analisis residual atau pengujian indeks kinerja abnormal, di mana studi peristiwa banyak digunakan untuk meneliti pengaruh peristiwa terhadap harga saham di pasar modal (Setyawasih, 2007). Data yang digunakan dalam penelitian ini tergolong sebagai data sekunder, karena dikumpulkan melalui pemeriksaan, analisis, dan studi terhadap materi seperti literatur, buku, dan dokumen. Menurut Ulber Silalahi (2009), data sekunder adalah informasi yang sebelumnya dikumpulkan oleh pihak lain sebelum penelitian dilakukan, yang didukung oleh definisi populasi dan sampel (Herviani & Febriansyah, 2016). Sumber data dalam penelitian ini mencakup situs www.idx.co.id dan www.finance.yahoo.com.

Populasi penelitian ini terdiri dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) dari tahun 2016 hingga 2020. Sugiyono (2013) menjelaskan bahwa populasi mengacu pada kelompok subjek atau objek yang memiliki kualitas dan karakteristik yang berbeda, dari mana peneliti dapat menarik kesimpulan. Sampel adalah bagian dari populasi yang memiliki karakteristik serupa. Penelitian ini menggunakan teknik sampling non-probabilitas, yaitu purposive sampling, di mana sampel dipilih berdasarkan pertimbangan tertentu dan tidak memberikan setiap anggota populasi peluang yang sama untuk disampling (Sugiyono, 2013). Beberapa kriteria digunakan untuk mendapatkan sampel, seperti memilih perusahaan yang terdaftar di JII dalam periode 21 hari sebelum dan sesudah pengumuman kasus COVID-19 pertama. Berdasarkan kriteria ini, diperoleh total 30 sampel. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi, yaitu dengan mengumpulkan data dari dokumen seperti buku, jurnal, koran, dan lainnya (Kusumastuti, Adhi, Khoiron, Ahmad Mustamil, Achmadi, 2020). Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari beberapa tahap. Pertama, uji statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel penelitian, di mana nilai standar deviasi, nilai maksimum, nilai minimum, dan rata-rata dari variabel yang ada dihitung (Sugiyono, 2013). Selanjutnya, dilakukan uji normalitas untuk menentukan apakah data berasal dari populasi yang berdistribusi normal.

Setelah uji normalitas dilakukan, langkah berikutnya adalah pengujian hipotesis. Hasil uji normalitas menentukan metode yang sesuai untuk pengujian hipotesis. Jika data berdistribusi normal, maka digunakan uji statistik parametrik, yaitu uji t sampel berpasangan. Namun, jika data tidak berdistribusi normal, maka digunakan uji statistik non-parametrik, yaitu Wilcoxon signed rank. Selanjutnya, tingkat signifikansi ditentukan. Penelitian ini menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Jika nilai probabilitas $\leq \text{Alpha } (\alpha)$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Sebaliknya, jika nilai probabilitas $> \text{Alpha } (\alpha)$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

Result and Discussion

Uji Statistik Deskriptif

Tabel 1.
Hasil Analisis Deskriptif

	Descriptive Statistics				
	N	Min	Max	Mean	Std.Deviation
AR_Sebelum	30	-0.025590	0.035765	0.00559661	0.014235617
AR_Saat	30	-0.0033503	0.011707	-0.00597128	0.012635418
TVA_Sebelum	30	0.000173	0.024550	0.00246751	0.004782969
TVA_Saat	30	0.000141	0.028738	0.00358488	0.005641507

Sumber: Data diolah peneiti (2023)

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif di atas diperoleh 30 data (N) yang berasal dari jumlah sampel perusahaan. Tabel tersebut menunjukkan hasil statistik deskriptif dari masing-masing variabel penelitian. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa nilai minimum abnormal return (AR) pada perusahaan mengalami penurunan sebesar 0,007913 yaitu dari -0,025590 pada periode sebelum COVID-19 menjadi -0,0033503 saat COVID-19. Nilai maximum mengalami penurunan sebesar 0,024058 yaitu dari 0,035765 menjadi 0,011707. Nilai rata-rata mengalami penurunan sebesar 0,01156789 yaitu dari 0,00559661 menjadi -0,00597128. Standar deviasi mengalami penurunan sebesar 0,001600199 yaitu dari 0,014235617 pada periode sebelum COVID-19 menjadi 0,012635418 saat COVID-19. Uji statistik deskriptif untuk nilai minimum trading volume activity (TVA), mengalami penurunan sebesar 0,00032 yaitu dari 0,000173 pada periode sebelum COVID-19 menjadi 0,000141 saat COVID-19. Nilai maksimum TVA mengalami kenaikan sebesar 0,004188 dari 0,024550 menjadi 0,00358488. Nilai rata-rata TVA mengalami kenaikan sebesar 0,00111737 yaitu dari 0,00246751 menjadi 0,00358488. Nilai standar deviasi TVA mengalami kenaikan sebesar 0,000858538 yaitu dari 0,004782969 menjadi 0,005641507.

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas Abnormal Return

	Tests of Normality			Shapiro-Wilk			
	Kolmogorov-Smirnov ^a	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
AAR_SEBELUM	.083		30	.200*	.993	30	.999
AAR_SAAT	.105		30	.200*	.947	30	.138

Sumber: Data diolah peneiti (2023)

Dapat disimpulkan bahwa nilai signifikansi pada tabel kolmogorov smirnov untuk abnormal return sebelum dan saat adalah 0,200 dan 0,200 terlihat nilai signifikansi sebelum lebih besar dari 0,05. Melalui uji Shapiro-Wilk abnormal return sebelum dan saat juga memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 yaitu untuk abnormal return sebelum COVID-19 yaitu 0,999 dan saat COVID-19 sebesar 0,138 dengan kata lain abnormal return memiliki persebaran data yang normal. Maka untuk uji hipotesis dapat dilakukan dengan uji paired sample t-test

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas Volume Perdagangan

	Tests of Normality			Shapiro-Wilk			
	Kolmogorov-Smirnov ^a	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ATVA_SEBELUM	.340		30	.000	.463	30	.000
ATVA_SAAT	.278		30	.000	.558	30	.000

Sumber: Data diolah peneiti (2023)

Sementara itu, untuk variabel volume perdagangan hasil uji normalitas dapat disimpulkan bahwa nilai signifikansi trading volume activity sebelum dan saat adalah 0,000 terlihat nilai signifikansi sebelum dan saat lebih kecil dari 0,05 dengan kata lain persebaran datanya tidak normal. Untuk menormalkan data perlu dilakukan treatmen yaitu menghapus data outlier. Data outlier adalah data yang memiliki karakteristik unik dan muncul dalam bentuk ekstrim. Berikut hasil uji normalitas variabel volume perdagangan setelah dilakukan pengeliminasian outlier:

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas Variabel Volume Perdagangan Setelah Eliminasi Outlier

	Tests of Normality			Shapiro-Wilk			
	Kolmogorov-Smirnov ^a	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TVA_SEBELUM	.149		20	.200*	.931	20	.165
TVA_SAAT	.106		20	.200*	.961	20	.555

Sumber: Data diolah peneiti (2023)

Dapat disimpulkan bahwa nilai signifikansi pada tabel uji normalitas variabel volume perdagangan setelah eliminasi outlier dengan Uji Kolmogrov-Smirnov sebelum dan saat adalah 0,200 dan 0,200 terlihat nilai signifikansi sebelum lebih besar dari 0,05. Melalui uji Shapiro-Wilk volume perdagangan sebelum dan saat juga memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 yaitu untuk volume perdagangan sebelum COVID-19 yaitu 0,165 dan saat COVID-19 sebesar 0,555 dengan kata lain volume perdagangan memiliki persebaran data yang normal setelah dilakukan eliminasi outlier. Maka untuk uji hipotesis dapat dilakukan dengan uji paired sample t-test.

Tabel 5.*Hasil Uji Hipotesis Variabel Abnormal Return*

Paired Samples Test									
Paired Differences									
	Mean	Std. Deviation	Mean	95% Confidence Interval of the Difference			t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper				
Pair 1	AAR_SEBELUM - AAR_SAAT	.011567889	.020801057	.003797736	.003800647	.019335132	3.046	29	.005

Sumber: Data diolah peneliti (2023)

Berdasarkan hasil uji paired sample t-test nilai signifikansi *abnormal return* <0,05 yaitu 0,005, maka H0 ditolak Ha diterima, artinya terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan saat COVID-19.

Tabel 6.*Hasil Uji Hipotesis Variabel Volume Perdagangan Setelah Eliminasi Outlier*

Paired Samples Test									
Paired Differences									
	Mean	Std. Deviation	Mean	95% Confidence Interval of the Difference			t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper				
Pair 1	TVA_SEBELUM - TVA_SAAT	-.000468287	.000394181	.000088142	-.000652769	-.000283804	-5.313	19	.000

Sumber: Data diolah peneliti (2023)

Pengujian menunjukkan adanya perbedaan dalam jumlah perdagangan yang dilakukan sebelum dan selama COVID-19. Perbedaan ini sangat penting karena menunjukkan bahwa COVID-19 telah memengaruhi volume perdagangan. Berdasarkan data yang disajikan dalam tabel 4.7 dan 4.8, terlihat bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam pengembalian abnormal (AR) sebelum dan sesudah pandemi COVID-19. Pengujian hipotesis (H1) menunjukkan tingkat signifikansi <0,05, yaitu 0,005, yang menguatkan perbedaan dalam AR pada perusahaan-perusahaan yang diteliti sebelum dan setelah pandemi. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengembalian abnormal dari perusahaan sampel telah dipengaruhi secara signifikan oleh COVID-19. Karena hipotesis nol (H0) ditolak dan hipotesis alternatif (H1) diterima, penelitian ini mendukung adanya perbedaan yang jelas dalam pengembalian abnormal sebelum dan sesudah pandemi COVID-19.

Perbedaan Pengembalian Abnormal dari Sebelum dan Selama COVID-19

Hasil pengujian H1 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengembalian abnormal sebelum dan selama COVID-19 dengan nilai signifikansi pengembalian abnormal <0,05, yaitu 0,005, yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam pengembalian abnormal (AR) pada sampel perusahaan yang diteliti selama periode sebelum pandemi COVID-19 dan selama pandemi COVID-19. Hasil ini menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 telah memberikan perbedaan yang signifikan dalam pengembalian abnormal (AR) dibandingkan dengan periode sebelum pandemi. Dengan hasil pengujian H0 yang ditolak dan H1

yang diterima, penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan dalam pengembalian abnormal (AR) sebelum dan selama pandemi COVID-19.

Perbedaan Volume Perdagangan antara Sebelum dan Selama COVID-19

Hasil pengujian H2 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam volume perdagangan antara sebelum dan selama COVID-19. Uji t sampel berpasangan memiliki nilai signifikansi 0,000, yang berarti $<0,05$, sehingga H_a diterima dan H_0 ditolak, yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam volume perdagangan sebelum dan selama COVID-19 pada sampel perusahaan yang diteliti, yaitu Jakarta Islamic Index sebelum pandemi COVID-19 dan selama pandemi COVID-19. Hasil ini menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 telah memberikan perbedaan yang signifikan dalam aktivitas volume perdagangan (TVA) dibandingkan dengan periode sebelum pandemi COVID-19. Dengan hasil pengujian H_0 yang ditolak dan H_2 yang diterima, penelitian ini membuktikan adanya perbedaan dalam aktivitas volume perdagangan (TVA) sebelum dan selama pandemi COVID-19.

Pembahasan

Penelitian ini menganalisis perbedaan volume perdagangan Jakarta Islamic Index (JII) antara periode sebelum pandemi dan selama pandemi COVID-19. Hipotesis yang diajukan menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara kedua periode tersebut untuk perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, yang berarti pengumuman kasus COVID-19 pertama di Indonesia mengandung informasi publik yang memicu reaksi dari pelaku pasar. Reaksi ini muncul sebelum dan selama pandemi karena informasi tersebut tersedia secara bersamaan bagi semua pelaku pasar. Selama periode COVID-19, variabel pengembalian abnormal rata-rata tercatat negatif, yang menunjukkan bahwa pengembalian yang diperoleh oleh para pelaku pasar lebih rendah dari yang diharapkan. Ini mencerminkan bahwa pelaku pasar memberikan respon yang lebih pesimis ketimbang optimis, terlihat dari penurunan signifikan harga saham akibat berita terkait kasus COVID-19, yang berujung pada pengembalian saham yang negatif.

Pelaku pasar dominan cenderung menafsirkan pengumuman COVID-19 sebagai berita negatif akibat ketidakpastian pasar. Namun, beberapa pelaku pasar lainnya melihat penurunan harga saham sebagai momentum yang dapat meningkatkan pengembalian portofolio mereka. Mereka melakukan analisis lebih lanjut terhadap pengumuman tersebut, yang memerlukan pemahaman mendalam mengenai dampak informasi ini terhadap harga sekuritas. Penelitian ini juga menguji hipotesis mengenai adanya perbedaan volume perdagangan sebelum dan selama wabah COVID-19. Hasil analisis pada Jakarta Islamic Index menunjukkan bahwa rata-rata volume perdagangan meningkat setelah pengumuman kasus pertama COVID-19 di Indonesia. Peningkatan volume perdagangan ini tidak sejalan dengan penurunan harga saham yang terjadi secara signifikan pasca pengumuman tersebut, menunjukkan bahwa banyak pelaku pasar memilih untuk menjual saham mereka karena potensi kerugian akibat pandemi.

Dalam kondisi pasar yang menurun dengan adanya peningkatan volume perdagangan, terlihat bahwa para pembeli mungkin kurang antusias dibandingkan para penjual. Selain itu, psikologi investor Muslim selama pandemi turut memengaruhi perilaku pasar, di mana mereka cenderung bereaksi cepat, impulsif, dan intuitif, alih-alih mengandalkan analisis fundamental atau teknikal. Oleh karena itu, banyak pelaku pasar yang melakukan diversifikasi aset ke pilihan yang lebih aman guna melindungi investasi mereka.

Conclusion

Berdasarkan penelitian mengenai hubungan antara profitabilitas perusahaan, ukuran, dan jenis industri terhadap tingkat pengungkapan ISR di perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2016 hingga 2020, dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar menunjukkan adanya perbedaan signifikan dalam pengembalian abnormal sebelum dan selama pandemi COVID-19. Selain itu, terjadi perbedaan mencolok dalam volume perdagangan perusahaan-perusahaan tersebut sebelum dan selama pandemi. Implikasi dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 telah mempengaruhi kinerja pasar saham dan perilaku investasi di perusahaan yang terdaftar di

JII, yang menekankan pentingnya transparansi dan pengungkapan informasi yang lebih baik, terutama di sektor-sektor yang terdampak oleh krisis. Perusahaan perlu meningkatkan praktik pengungkapan ISR untuk membangun kepercayaan investor dan pemangku kepentingan lainnya, terutama dalam menghadapi ketidakpastian yang disebabkan oleh kondisi eksternal yang tidak terduga. Selain itu, penelitian ini dapat menjadi acuan bagi regulator untuk merumuskan kebijakan yang mendorong pengungkapan informasi yang lebih baik, yang pada gilirannya dapat berkontribusi pada stabilitas dan pertumbuhan pasar modal syariah di Indonesia.

References

- Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100326. DOI: 10.1016/j.jbef.2020.100326
- Ashraf, B. N. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?. *Research in International Business and Finance*, 54, 101249. DOI: 10.1016/j.ribaf.2020.101249
- Badan Pusat Statistik. (2020). "Laporan Statistik Ekonomi Kuartal I." Diakses dari <https://bps.go.id>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742-758. DOI: 10.1093/raps/raaa008
- Baker, S. R., et al. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742-758.
- Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Bursa Efek Indonesia. (2020). "Jakarta Islamic Index Performance." Diakses dari <https://idx.co.id>
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2001). Market liquidity and trading activity. *Journal of Finance*, 56(2), 501-530.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Febriyanti, G. A. (2020). Dampak pandemi Covid-19 terhadap harga saham dan aktivitas volume perdagangan (Studi kasus saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia). *Indonesia Accounting Journal*, 2(2), 204. <https://doi.org/10.32400/iaj.30579>
- Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. H. (2001). The high-volume return premium. *Journal of Finance*, 56(3), 877-919.
- Hartono, J. (2014). Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Herviani, V., & Febriansyah, A. (2016). TINJAUAN ATAS PROSES PENYUSUNAN LAPORAN KEUANGAN PADA YOUNG ENTERPRENEUR ACADEMY INDONESIA BANDUNG. *Jurnal Riset Akuntansi*, VII(2).
- Jugiyanto, H. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (6th ed.). BPFE-Yogyakarta.
- Kusumastuti, Adhi, Khoiron, Ahmad Mustamil, Achmadi, T. A. (2020). *Metode Penelitian Kuantitatif*. Deepublish.
- Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2000). Price momentum and trading volume. *Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069.
- Machali, I. (2016). *Metode Penelitian Kuantitatif* (A. Q. Habib (Ed.); 1st ed.). Program Studi MPI FITK UIN Sunan Kalijaga.

- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Liu, G. (2021). COVID-19 lockdowns, stimulus packages, travel bans, and stock returns. *Finance Research Letters*, 38, 101732. DOI: 10.1016/j.frl.2020.101732
- Nurhayati, S., & Wasilah. (2015). Akuntansi syariah di Indonesia. Salemba Empat.
- Putri, R. N. (2020). Indonesia dalam Menghadapi Pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 20(2), 705. https://doi.org/10.33087/jiubj.v20i2.1010
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Setyawasih, R. (2007). Studi Tentang Peristiwa-Panduan Riset Manajemen Keuangan di Pasar Modal. *Jurnal Optimal Vol. 1, No.1 Maret 2007*, 1(1), 52–58.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Susilo, A., Rumende, C. M., Pitoyo, C. W., Santoso, W. D., Yulianti, M., Herikurniawan, H., Sinto, R., Singh, G., Nainggolan, L., Nelwan, E. J., Chen, L. K., Widhani, A., Wijaya, E., Wicaksana, B., Maksum, M., Annisa, F., Jasirwan, C. O. M., & Yunihastuti, E. (2020). Coronavirus Disease 2019: Tinjauan Literatur Terkini. *Jurnal Penyakit Dalam Indonesia*, 7(1), 45. https://doi.org/10.7454/jpdi.v7i1.415
- Topcu, M., & Gulal, O. S. (2020). The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Finance Research Letters*, 36, 101691. DOI: 10.1016/j.frl.2020.101691
- Yarovaya, L., Elsayed, A. H., & Hammoudeh, S. (2021). Determinants of spillovers between Islamic and conventional financial markets: Exploring the safe haven and hedging effects during the COVID-19 pandemic. *Pacific-Basin Finance Journal*, 66, 101519. DOI: 10.1016/j.pacfin.2021.101519
- www.idx.co.id. (n.d.). *Indeks Saham Syariah*.
- www.yahoo.finance.co.id
- www.bps.go.id

