

PENGARUH FINANCIAL IMMUNITY PERUSAHAAN TERHADAP STOCK RETURN DI ASIA MENGHADAPI MASA PANDEMI COVID-19

Tri Nanda FSW, Irene Rini Demi Pangestuti
Magister Manajemen, Universitas Diponegoro, Indonesia
Email : trinanda@gmail.com

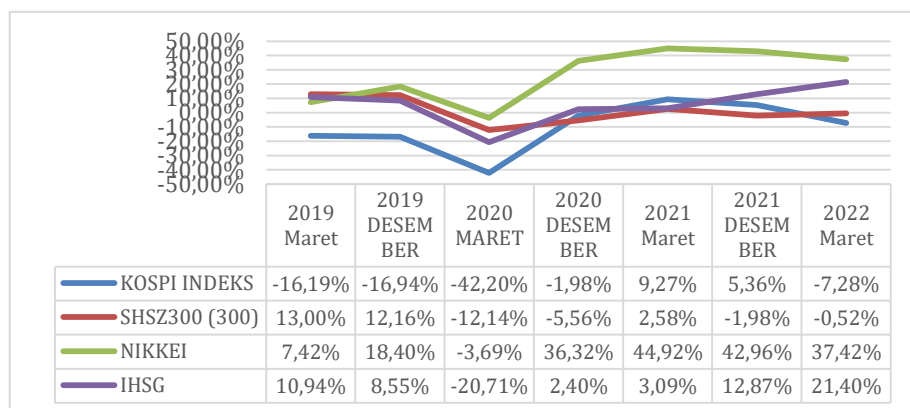
Abstract

The declining stock market conditions due to the Covid-19 pandemic are considered to be overcome by a strong financial position. The company is said to have good financial resilience with its ability to maximize its profitability, be able to compete with competitive stock prices, good management in fulfilling its obligations, and being socially responsible for the creation of a sustainable business environment. In this study, we try to examine the effect of Financial Immunity as measurement in Return on Assets, Price Earning Ratio, Book-to-market Value, and Corporate Social Responsibility on Stock Return (Studies on Public Companies in Asia during the Covid-19 Pandemic). This study uses a quantitative approach, with multiple linear regression with panel data. The results of the study found that ROA and CSR can be used as measurement for the company's Financial Immunity where both of them partially have a positive effect on Stock Return during the Covid-19 pandemic in Asia. Meanwhile, BMV and PER cannot be used as measurement for the company's Financial Immunity where they partially do not have any influence on Stock Return during the Covid-19 pandemic in Asia. Meanwhile, simultaneously ROA, BMV, PER, and CSR as a measurement for Financial Immunity have an effect on Stock Return during the Covid-19 pandemic.

Financial Immunity; Return On Assets; Price Earning Ratio; Book-to-market Value; Stock Returns, Covid-19, Asia, MRA

1. PENDAHULUAN

Melewati masa pandemi Covid-19, pergerakan return saham empat indeks di Asia mengalami penurunan tajam tepatnya di bulan Maret 2020. Misalnya, Hang Seng Index (HSCC) turun sebesar 12,14%, Indeks KOSPI200 turun sebesar -42,20%, IHSG turun sebesar -20,27%, dan N255 turun sebesar -3,69%. Masing-masing indeks kemudian mulai mengalami peningkatan pergerakan return saham namun dengan tingkat yang berbeda-beda. Mengawali tahun 2021, Hang Seng Index (HSCC) mengalami hanya sebesar 2,58%, Indeks KOSPI naik cukup tinggi sebesar 9,27%, IHSG naik sebesar 3,09%, dan N255 naik tajam sebesar +44,92% (MSN Economy, 2022).



Gambar 1. Pergerakan Return Saham 4 Index di Asia

Melihat ulasan diatas, maka dapat dikatakan suatu perusahaan di suatu negara dapat rentan terhadap pandemi Covid-19, sementara yang lain tidak dan beberapa pasar saham mengatasi pandemi dengan lebih baik daripada yang lain.

Proksi pertama yang menentukan ketahanan keuangan perusahaan adalah ROA. ROA merupakan rasio penting yang dapat menggambarkan profitabilitas perusahaan untuk mengukur efektivitasnya dalam menghasilkan *return* dengan memanfaatkan semua aktiva yang dimilikinya (Azis et al., 2015). Untuk menarik minat investor dalam membeli saham, perusahaan yang pandai dapat memanfaatkan manajemen asetnya. Sebagaimana pada hasil penelitian telah membuktikan ROA signifikan dan positif sebagai proksi ketahanan keuangan pada return stock di Indonesia dan China (Wijaya et al., 2022), ROA juga berpengaruh positif dan signifikan pada return saham selama pandemi Covid-19 (Ayu et al., 2021; Chue & Xu, 2018; Dwi Octaviana & Ruhana Dara, 2022; Harlan & Wijaya, 2022; Zaman et al., 2021). Namun hasil yang berbeda justru ditemukan dalam beberapa penelitian membuktikan ROA justru berpengaruh negatif dan signifikan pada pengambilan saham menghadapi pandemi Covid-19 (Daniswara & Daryanto, 2019; Ery Yanto et al., 2021), sedangkan hasil lain juga ditemukan bahwa secara parsial ROA tidak berpengaruh pada pengambilan saham saat pandemi Covid-19

(Kohar Mudzakar & Wardanny, 2021)

Proksi kedua yang termasuk dalam ketahanan keuangan perusahaan adalah Price Earning Rasio (PER) untuk mengukur dari sisi rasio harga saham terhadap pendapatannya, dimana PER ini dianggap dapat menghitung kemampuan suatu saham dalam menghasilkan keuntungan (Saputra, 2022). PER yang tinggi mewakili saham pertumbuhan dan perusahaan yang memiliki harga saham kompetitif akan lebih tahan ketika terjadi bencana seperti pandemi Covid-19. Sebagaimana hasil analisis yang mengungkapkan PER mempengaruhi *return* abnormal saham ketika adanya pandemi Covid-19, dan saham dengan PER yang rendah lebih rentan terhadap guncangan (Farooq et al., 2021). Namun hasil penelitian berbeda juga ditemukan yang mengungkapkan bahwa PER berpengaruh negatif dan signifikan pada *return* saham di masa pandemi Covid-19 (Sun et al., 2021), dan PER tidak berpengaruh pada harga saham (Faruk & Marsono, 2022).

Kemudian proksi ketiga dalam ketahanan keuangan adalah BMV dipilih untuk menilai buku saham dengan membandingkan pada nilai pasarnya, BMV dianggap dapat menunjukkan apakah saham perusahaan memiliki kemungkinan berisiko berkinerja lebih buruk atau sedang dalam keadaan sehat (Forner & Vázquez Veira, 2019a), gabungan dari BMV yang tinggi dan rasio fundamental berbasis akuntansi menunjukkan kekuatan fundamental perusahaan (J. D. Piotroski & So, 2012). Rasio book-to-market menjadi indikator investasi yang berharga, dan berinvestasi di perusahaan dengan rasio BMV yang tinggi lebih menguntungkan karena perusahaan akan lebih tahan menghadapi hambatan. Sebagaimana dalam hasil penelitian membuktikan perusahaan dengan BMV yang tinggi memiliki return saham yang lebih tinggi juga selama masa pandemi Covid-19 (Hou, 2021; Li & Wu, 2022; Mao, 2021; Niu et al., 2021). Namun hasil penelitian berbeda ditemukan bahwa BMV justru berpengaruh negatif pada return saham selama masa pandemi Covid-19 (Liu et al., 2020). BMV yang rendah selama masa Covid-19, dapat menjelaskan kelebihan return bisnis layanan. Rasio buku-ke-pasar yang rendah mengungkapkan bahwa bisnis memiliki nilai yang ditaksir terlalu tinggi oleh pasar. Dengan kata lain, pasar dan masyarakat memiliki tinggi harapan terhadap bisnis tersebut.

Sedangkan dari sisi eksternal perusahaan, ketahanan keuangan perusahaan dapat dilihat dari tanggung jawab sosial perusahaan, yang diungkapkan dengan Corporate Social Responsibility (CSR) dianggap akan meningkatkan kepercayaan investor bahwa perusahaan juga mendukung wilayah tempatnya berdiri untuk terciptanya lingkungan yang aman dalam keberlanjutan bisnis yang akan terus dijalankannya, sehingga membuatnya dapat lebih bertahan bahkan saat menghadapi krisis (Boubaker et al., 2017; Chintrakarn et al., 2021; Ding et al., 2021b; He et al., 2022; Khendra & Bangun, 2021). Selain itu juga perusahaan yang kuat mempraktikkan CSR mengurangi efek negatif penurunan return saham ketika masa pandemi Covid-19 (C.-D. Chen et al., 2022; He et al., 2022;

Pham et al., 2021). Namun hasil penelitian berbeda ditemukan bahwa pengungkapan CSR perusahaan ketika sebelum adanya wabah tidak dapat melindungi kekayaan pemegang saham ketika terjadinya krisis akibat pandemi, tidak terbukti bahwa CSR mempengaruhi return saham selama periode crash ketika terjadinya pandemi Covid-19 (Bae et al., 2021).

Tabel 1. Rata-Rata ROA, PER, BMV, dan CSR Perusahaan Publik di Asia

VARIABEL	TAHUN	CHINA	INDONESIA	JAPAN	KOREA
		HAN SENG	IHSG	NIKKEI225	KOSPI200
ROA	2019	0,065	0,070	0,051	0,036
	2020	0,070	0,057	0,042	0,039
	2021	0,074	0,079	0,043	0,060
PER	2019	37,171	30,015	19,479	27,074
	2020	38,906	30,015	20,886	39,385
	2021	32,531	32,805	23,723	18,619
BMV	2019	0,782	0,815	0,783	0,751
	2020	0,776	0,924	0,745	0,762
	2021	0,774	0,834	0,753	0,765
CSR	2019	0,099	0,201	0,416	0,310
	2020	0,110	0,216	0,433	0,314
	2021	0,149	0,275	0,449	0,356

Menelusuri data keempat variabel tersebut yang ada di empat indeks terbesar di Asia, dimana pandemi ini bermula, Indonesia dan Jepang mengalami rata-rata ROA turun ketika pandemi terjadi sebesar 0,57 dan 0,42, Korea dan China mengalami kenaikan yang tidak signifikan di 0,07 dan 0,039. Namun menghadapi masa-masa adaptasi meskipun mengalami hasil yang berbeda-beda, keempat indeks sama-sama mengalami pertumbuhan rata-rata ROA di tahun 2021. Namun rata-rata PER juga mengalami kenaikan dan perurunannya yang berbeda-beda, China dan Korea mengalami rata-rata PER terendah di tahun 2021 yaitu 32,531 dan 18,619. Sedangkan di tahun yang sama, Indonesia dan Jepang justru mulai menunjukkan kenaikan PER di 32,805 dan 23,723. BMV Korea memiliki nilai tertingginya di tahun 2021 sebesar 0,765 sedangkan China dan Jepang justru memiliki nilai terendahnya di tahun 2020 sebesar 0,776 dan 0,745. Indonesia justru memiliki kenaikan rata-rata BMV di tahun 2020 sebesar 0,924. Sedangkan memasuki masa-masa pandemi dan masa-masa adaptasi terhadap pandemi, keempat indeks perusahaan di empat negara China, Indonesia, dan Korea konsisten mengalami pertumbuhan di tahun 2020 dan 2021.

Mengulas fenomena gap dan banyaknya hasil inkonsistensi penelitian, pada kesempatan kali ini penulis akan meneliti lebih lanjut hubungan antara ketahanan keuangan perusahaan pada tingkat negara, pengaruhnya pada return saham dalam menghadapi pandemi Covid-19 dengan memanfaatkan himpunan data yang lebih spesifik, periode waktu yang lebih lama, dan membandingkan ketahanan keuangan sebelum dan sesudah pandemi Covid-19 untuk mengisi kesenjangan yang ada dan diharapkan dapat memberikan analisis lebih baik terkait prediktor kekebalan pasar terhadap pandemi Covid-19.

Hypothesis Development

Pengaruh *Return on Assets* sebagai proksi *Financial Immunity* terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak informasi ketika profitabilitasnya di atas rata-rata industri dapat memberikan sinyal kepada pemilik dan calon investor tentang posisinya yang kuat untuk bertahan (Singhvi & Desai, 1971). Terdapat hubungan langsung antara profitabilitas dan

tingkat pengungkapan, yang mendukung teori pensinyalan (Musleh Al-Sartawi & Reyad, 2018). Jika ROA semakin tinggi, akan semakin baik kondisi keuangan perusahaan, karena itu berarti perusahaan mampu menghasilkan return yang tinggi dalam melakukan semua bentuk manajemen sumber daya (Wijaya et al., 2022). Selama masa pandemi Covid-19 ROA juga memiliki efek positif yang signifikan terhadap return saham (Ayu et al., 2021; Chue & Xu, 2018; Dwi Octaviana & Ruhana Dara, 2022; Harlan & Wijaya, 2022; Zaman et al., 2021). Melihat latar belakang diatas, hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1: Return On Assets berpengaruh positif terhadap Stock Return.

Pengaruh Book to Market Value sebagai proksi *Financial Immunity* terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Mengacu pada konsep teori sinyal, dalam menghadapi pandemi Covid-19, BMV dapat memberikan sinyal awal untuk pemantauan pasar, dan perusahaan dapat menggunakan BMV sebagai salah satu strategi untuk menggambarkan seberapa kuat kondisi keuangan perusahaannya. BMV dapat memberikan informasi tentang pendapatan dan risikonya, sebelum kinerja buruk yang sebenarnya dapat terjadi dalam empat hingga sembilan kuartal yang akan datang (Balasubramanian et al., 2019). Saham dengan rasio buku-ke-pasar yang tinggi, menjadi strategi pertumbuhan nilai yang sangat menguntungkan (Forner & Vázquez Veira, 2019b). Hal tersebut selaras dengan penelitian yang mengungkapkan BMV yang tinggi yang disertai dengan fundamental berbasis akuntansi yang kuat dapat meningkatkan return rata-rata paling sedikit 7,5% per tahun (J. Piotroski, 2001). Variabel rasio buku terhadap pasar memiliki efek positif yang signifikan pada return saham karena BMV yang tinggi menunjukkan persepsi pasar pada nilai perusahaan masih rendah sehingga bisa menjadi sinyal peluang investasi yang sangat baik bagi investor (B Yulianto Nugroho, 2020). Maka hipotesis dalam penelitian ini yaitu:

H2: Book to Market Value berpengaruh positif terhadap Stock Return.

Pengaruh PER sebagai proksi *Financial Immunity* terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Dengan mengacu pada teori sinyal, perusahaan dapat memanfaatkan pengungkapan PER untuk memberikan sinyal kepada calon investor (Nalurita, 2015). PER digunakan investor dan calon investor untuk memprediksi pendapatan masa depan perusahaan, yang kemudian dibagikan dalam bentuk dividen di kepada para pemegang saham (Safitri et al., 2020). PER yang lebih tinggi akan menunjukkan bahwa kinerja perusahaan juga semakin baik, sedangkan PER juga akan rendah jika tingkat pertumbuhannya rendah (Sari, 2021). Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin tahan pula ia secara keuangan untuk terus bertahan menghadapi berbagai hambatan yang ada. Hal tersebut juga selaras dengan penelitian lain, bahwa PER secara positif dan signifikan mempengaruhi return saham selama masa pandemi Covid-19 (Farooq et al., 2021). Maka melihat ulasan diatas hipotesis dalam penelitian ini yaitu:

H3: PER berpengaruh positif terhadap Stock Return.

Pengaruh CSR sebagai proksi *Financial Immunity* terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Perusahaan harus mempertimbangkan berbagai pemangku kepentingan sehingga CSR dapat membantu mengurangi risiko kehilangan satu atau lebih dukungan dari para pemangku kepentingan. CSR memainkan peran protektif bagi perusahaan ketika pasar menghadapi krisis kepercayaan yang meluas. Selain itu, hasil penelitian menyoroti pentingnya keterlibatan yang lebih luas dalam praktik CSR bagi perusahaan, tidak hanya untuk meningkatkan reputasi mereka tetapi juga untuk proteksi perusahaan, selama peristiwa kepercayaan negatif yang tidak terduga (Liang et al., 2021). Sebagaimana dalam beberapa penelitian telah membuktikan hubungan positif antara kinerja CSR perusahaan Korea dan kinerja keuangan menggunakan data MCSI yang dianggap lebih andal (Kim et

al., 2013; Lee & Hess, 2022), CSR yang diukur dengan MSCI membuktikan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan pada stock returns (Lee & Hess, 2022; Liang et al., 2021; Malik & Shim, 2022), selain itu kondisi keuangan yang lebih kuat berpengaruh positif dan signifikan pada harga saham ketika masa pandemi Covid-19 dan kegiatan CSR yang lebih kuat sebelum pandemi mengalami kinerja harga saham yang unggul (C.-D. Chen et al., 2022; He et al., 2022; Pham et al., 2021). Berdasarkan ulasan tersebut, maka hipotesisnya yaitu:

H4: CSR berpengaruh positif terhadap Stock Return.

Pengaruh ROA, BMV, PER, dan CSR secara simultan sebagai proksi *Financial Immunity* terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Ketahanan keuangan dapat diukur dengan mengacu pada apakah keuangan bisnis perusahaan seimbang, dengan mempertimbangkan beberapa komponen utama seperti profitabilitas, solvabilitas, dan efisiensi operasi, dimana semuanya harus dipertimbangkan dalam satu kombinasi (Maverick; 2022). Sedangkan menurut (Dasgupta et al., 2010) perusahaan yang memiliki kekebalan keuangan dapat dilihat dalam kemampuannya untuk mengakses pendanaan dari internal dan eksternal untuk membantu mengatasi dampak negatif dari Covid-19 dimana dapat dijelaskan dalam informasi perusahaan (misalnya pengungkapan kebijakan dan laporan keuangan) atau lingkungan kelembagaannya dapat mempengaruhi kepentingan perusahaan dibandingkan dengan faktor pasar yang lebih luas. Hal tersebut sejalan dengan konsep Signaling Theory, dimana informasi ketahanan keuangan yang dapat perusahaan beri kepada penerima informasi, dapat bermanfaat bagi perusahaan dalam memaksimalkan keuntungannya. Maka berdasarkan ulasan diatas, studi ini menggunakan rasio keuangan yang penting untuk bertahan hidup dimana rasio-rasio ini dapat diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan keuangannya untuk memberikan sinyal yang positif untuk mendukung ketahanan keuangan perusahaan dalam menghadapi pandemi Covid-19. Rasio-rasio yang mewakili bagaimana profitabilitas, solvabilitas, efisiensi operasi, kemampuannya untuk mengakses pendanaan dari internal dan eksternal, serta tanggung jawab sosial perusahaan yang mendukung dalam sustainability perusahaan disatukan dalam satu kombinasi (*Financial Immunity*), yaitu ROA, BMV, PER, dan CSR (Wijaya et al., 2022).

H5: ROA, BMV, PER, dan CSR secara simultan sebagai proksi *Financial Immunity* berpengaruh positif terhadap Stock Return.

2. METHOD

Metode penelitian adalah kuantitatif, teknis analisis yang digunakan dengan regresi linear berganda. Data berbentuk time series dan cross section, dimana kedua jenis kombinasi data ini disebut data panel. Pengumpulan data berupa data sekunder. seperti informasi dari Bloomberg Terminals dan Finance Laboratorium Universitas Diponegoro, jurnal publikasi, dan website atau media lainnya akan membantu penelitian. Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang termasuk dalam 4 indeks saham yang ada di Asia, yaitu Hang Seng Indeks, Kospi200, Nikkei225, dan IHSG dengan keseluruhan total 990 data pada periode tahun 2019 - 2022.

Model penelitian yang digunakan adalah model dengan metode Efek Tetap (*Fixed Effect Model*) dengan menggunakan pendekatan Ordinary Least Squared (OLS) untuk mengestimasi model sebagaimana dalam hasil uji Chow dimana *Probability Cross-section Chi-square* nilainya lebih kecil dari 0,05 dan Uji Hausman test, dimana nilai *probability cross-section random* nilainya lebih kecil dari 0,05.

Persamaan dengan memasukkan masing-masing variabel penelitian ditambahkan masa penelitian dengan sebelum dan selama terjadinya pandemi Covid-19 menjadi persamaan 1:

$$Y_{it} = \alpha + (\beta_1 X_1)_{i,t} + (\beta_2 X_2)_{i,t} + (\beta_3 X_3)_{i,t} + (\beta_4 X_4)_{i,t} + (\beta_5 X_5)_{i,t} + COV_t + \varepsilon_{it}$$

Dimana :

Y : Stock Return

α : Konstanta

β : Koefisien Regresi

X_1 : ROA

X_2 : BMV

X_3 : PER

X_4 : CSR

COV_t : adalah variabel dummy, 1 untuk masa selama pandemi Covid-19, dan 0 adalah untuk sebelum pandemi Covid-19.

ε_{it} : Standar Error

3. RESULT AND DISCUSSION

Uji Pengujian Kesesuaian Model (*Test of Goodness of Fit*)

Tabel 2. Hasil Analisis Uji Koefisien Determinasi Persamaan I

Dependent Variable: Y RETURN STOCK
Method: Panel Least Squares
Date: 11/03/22 Time: 11:16
Sample: 2019 2021
Periods included: 3
Cross-sections included: 330
Total panel (unbalanced) observations: 988

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.598045	0.197360	-3.030228	0.0025
X1_ROA	5.235487	0.601004	8.711235	0.0000
X2_BMV	-0.134037	0.241760	-0.554420	0.5795
X3_PER	-0.000510	0.000424	-1.203576	0.2292
X4_CSR	0.012960	0.002704	4.792941	0.0000
D_COVID_ERA	0.202620	0.030111	6.729097	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.421041	Mean dependent var	0.107578	
Adjusted R-squared	0.124911	S.D. dependent var	0.440895	
S.E. of regression	0.412440	Akaike info criterion	1.330581	
Sum squared resid	111.0799	Schwarz criterion	2.990555	
Log likelihood	-322.3073	Hannan-Quinn criter.	1.961857	
F-statistic	1.421814	Durbin-Watson stat	2.957069	
Prob(F-statistic)	0.000082			

Berdasarkan hasil diatas, berikut intrepretasinya dengan menggunakan persamaan 1:

$$Y = -0,598 + 5,235X_1 - 0,134X_2 - 0,0005X_3 + 0,012X_4 + 0,2026 COV_t + \varepsilon_{it}$$

Berdasarkan hasil regresi persamaan I di atas dapat disimpulkan bahwa variabel bebas yaitu ROA dan CSR dinyatakan signifikan. Hal ini didasarkan dengan melihat nilai probabilitas (*t-test probability*), sebesar kurang dari 0,05 ($\alpha = 5\%$ atau 0,05) atau signifikan sedangkan BMV dan PER tidak signifikan atau nilai lebih dari 0,05. Dalam penelitian ini terdapat variabel *dummy* yang juga signifikan yaitu *COVID_ERA*. Nilai *R-squared* yaitu sebesar 0,421 atau 42,1% dimana nilai ini menunjukkan pengaruh seluruh variabel bebas yaitu ROA, BMV, PER dan CSR serta variabel *dummy COVID_ERA* terhadap variabel terikat. Sisanya sebesar 57,9 % menunjukkan bahwa model dipengaruhi oleh faktor lain.

Uji Signifikansi Parameter Parsial (Uji Statistik t)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.598045	0.197360	-3.030228	0.0025
X1 ROA	5.235487	0.601004	8.711235	0.0000
X2 BMV	-0.134037	0.241760	-0.554420	0.5795
X3 PER	-0.000510	0.000424	-1.203576	0.2292
X4_CSR	0.012960	0.002704	4.792941	0.0000
D COVID ERA	0.202620	0.030111	6.729097	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.421041	Mean dependent var	0.107578	
Adjusted R-squared	0.124911	S.D. dependent var	0.440895	
S.E. of regression	0.412440	Akaike info criterion	1.330581	
Sum squared resid	111.0799	Schwarz criterion	2.990555	
Log likelihood	-322.3073	Hannan-Quinn criter.	1.961857	
F-statistic	1.421814	Durbin-Watson stat	2.957069	
Prob(F-statistic)	0.000082			

Tabel 3. Hasil Uji Statistik t Persamaan 1

Berdasarkan tabel regresi diatas maka diperoleh hasil sebagai berikut :

H1 : Pengaruh *Return On Assets* sebagai proksi Financial Immunity terhadap *Stock Return* selama masa pandemi Covid-19

Pada tabel diatas terlihat bahwa nilai probabilitas variabel ROA sebesar 0,0000 $0,0000 < 0.05$ atau lebih kecil dari nilai alpha ($\alpha = 0,05$), maka dapat dikatakan H1 diterima. Selain itu, ROA memiliki nilai t-hitung sebesar 8,711 dengan t-tabel = 1,962378 dengan nilai t-hitung > t-tabel artinya bahwa variabel ROA memiliki kontribusi terhadap *Stock Return*. Nilai t positif berarti ROA memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Stock Return* karena menunjukkan hubungan yang searah atau.

Hal ini berarti terdapat hubungan langsung antara profitabilitas dan tingkat pengungkapan, yang mendukung teori pensinyalan (Musleh Al-Sartawi & Reyad, 2018). Perusahaan yang mampu menghasilkan *return* yang tinggi dalam melakukan semua bentuk manajemen sumber daya, dapat dikaitkan dengan nilai ROA yang semakin tinggi maka semakin baik pula ketahanan keuangan perusahaan tersebut. Pada penelitian ini juga membuktikan ROA bisa dijadikan tolak ukur sebuah perusahaan memiliki ketahanan keuangan atau tidak, khususnya dalam menghadapi hambatan seperti pandemi Covid-19. Baik manajemen maupun investor dapat mempertimbangkan dan memaksimalkan kinerja ROA sebagai profitabilitas perusahaan untuk mengukur efektivitasnya dalam menghasilkan *return*. Sebagaimana pada hasil penelitian sebelumnya yang juga telah membuktikan ROA berpengaruh signifikan dan positif sebagai proksi ketahanan keuangan pada return saham di Indonesia dan China (Wijaya et al., 2022), ROA juga berpengaruh positif dan signifikan pada return saham selama pandemi Covid-19 (Ayu et al., 2021; Chue & Xu, 2018; Dwi Octaviana & Ruhana Dara, 2022; Harlan & Wijaya, 2022; Zaman et al., 2021).

H2 : Pengaruh *Book to Market Value* sebagai proksi Financial Immunity terhadap *Stock Return* selama masa pandemi Covid-19

Pada tabel diatas terlihat bahwa nilai probabilitas variabel BMV sebesar 0,579. Nilai probabilitas lebih besar dari nilai alpha ($\alpha = 0,05$) atau nilai $0,579 > 0.05$, maka H1 ditolak. Variabel BMV memiliki nilai t-hitung sebesar -0,554 dengan t-tabel = 1,962378. Nilai t-hitung < t-tabel artinya bahwa variabel BMV secara parsial tidak memiliki kontribusi terhadap *Stock Return*. Dapat disimpulkan bahwa BMV tidak berpengaruh terhadap *Stock Return*. Secara teori perusahaan dengan

BMV yang tinggi dianggap memiliki persaingan berkelanjutan dengan begitu dapat menjadikannya lebih tahan jika terjadi krisis seperti pandemi. Sebagaimana dengan nilai BMV yang tinggi dianggap sebagai ukuran risiko perusahaan, dapat membawa premi *return* yang lebih baik.

Namun berdasarkan hasil penelitian ini, BMV tidak berpengaruh terhadap Stock Return. BMV terbentuk atas penawaran dan permintaan harga saham yang ada di bursa indeks. Maka minat investor dalam berinvestasi tidak hanya melihat dari BMV yang tinggi, tetapi lebih kepada kinerja perusahaan tersebut baik serta *going concern*-nya. Hal ini berarti dalam menghadapi pandemi Covid-19, BMV tidak dapat memberikan sinyal awal untuk pemantauan pasar dan baik perusahaan maupun investor tidak dapat menggunakan BMV sebagai salah satu strategi untuk menggambarkan seberapa kuat kondisi keuangan perusahaannya.

H3 : Pengaruh Price Earning Ratio sebagai proksi Financial Immunity terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Pada tabel di atas dapat dibuktikan dengan nilai probabilitas variabel PER sebesar 0,2292 lebih besar dari nilai alpha ($\alpha = 0,05$) atau nilai $0,2292 > 0,05$, maka H1 ditolak. PER memiliki nilai t-hitung sebesar -1,203 dengan t-tabel = 1,962378. Nilai t-hitung < t-tabel artinya bahwa variabel PER tidak memiliki kontribusi terhadap *Stock Return*.

Nilai PER yang rendah dapat menandakan harga pasar yang rendah dimiliki oleh saham perusahaan tersebut dibandingkan nilai intrinsiknya dan menarik untuk dijadikan pilihan investasi, dan investor akan cenderung memilihnya karena perusahaan dengan nilai PER yang terlalu tinggi tidak sesuai dengan nilai intrinsiknya terlebih disaat masa pandemi Covid-19. Maka PER tidak dapat dijadikan ukuran bagi perusahaan maupun investor dalam menilai Financial Immunity perusahaan, khususnya dalam menghadapi masa pandemi Covid-19. Sebagaimana dalam penelitian yang membuktikan bahwa PER justru tidak berpengaruh terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19 (Faruk & Marsono, 2022; Hasibuan et al., 2010)

H4 : Pengaruh Corporate Social Responsibility sebagai proksi Financial Immunity terhadap Stock Return selama masa pandemi Covid-19

Pada tabel di atas terlihat bahwa nilai probabilitas variabel CSR sebesar 0,0000. Nilai probabilitas lebih kecil dari nilai alpha ($\alpha = 0,05$) atau nilai $0,0000 < 0,05$, maka H1 diterima. Variabel CSR memiliki nilai t-hitung sebesar 4,792 dengan t-tabel = 1,962378. Nilai t-hitung > t-tabel artinya bahwa variabel CSR memiliki kontribusi terhadap *Stock Return*. Nilai t positif berarti menunjukkan hubungan yang searah atau CSR memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Stock Return*.

Maka dalam penelitian ini dapat dibuktikan bahwa ketahanan keuangan perusahaan dalam menghadapi masa pandemi Covid-19, baik manajemen dan investor dapat menilainya dari tanggung jawab sosial perusahaan, yang diungkapkan dalam Corporate Social Responsibility (CSR), semakin tinggi skor CSR maka perusahaan lebih bertahan bahkan saat menghadapi krisis (Boubaker et al., 2017; Ding et al., 2021; Khendra & Bangun, 2021). Hal ini didukung oleh penelitian yang juga membuktikan bahwa perusahaan dengan praktik CSR yang kuat mengurangi efek negatif penurunan return saham ketika masa pandemi Covid-19 (C.-D. Chen et al., 2022; He et al., 2022; Pham et al., 2021)

Uji Simultan (Uji F)

Berikut adalah hasil uji F persamaan 1:

Tabel 4. Hasil Uji F Persamaan 1

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.421041	Mean dependent var	0.107578
Adjusted R-squared	0.124911	S.D. dependent var	0.440895
S.E. of regression	0.412440	Akaike info criterion	1.330581
Sum squared resid	111.0799	Schwarz criterion	2.990555
Log likelihood	-322.3073	Hannan-Quinn criter.	1.961857
F-statistic	1.421814	Durbin-Watson stat	2.957069
Prob(F-statistic)	0.000082		

Uji F dilakukan bertujuan untuk menganalisa pengaruh secara simultan variabel-variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Melihat pada nilai F-tabel ($df = 330$; $n = 990$; $k = 6$; $\alpha = 5\%$) = 1,167537, maka berdasarkan hasil perhitungan nilai F-hitung pada persamaan I memiliki diperoleh nilai sebesar 1,4218. Nilai F-hitung > F-tabel atau $1,4218 > 1,167537$ dan nilai probabilitas F-hitung sebesar 0,000082 lebih kecil dari nilai alpha ($\alpha = 5\%$) atau $0,000082 < 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel bebas secara kolektif dalam persamaan 1 berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Hipotesis 1, 2,3 dan 4 terbukti dengan tingkat *Adjusted R-squared* 0,1249 atau 12,49%.

4. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

Kondisi pasar saham yang menurun karena adanya pandemi Covid-19 dianggap dapat diatasi dengan posisi keuangan yang kuat. Perusahaan dikatakan memiliki ketahanan keuangan yang baik dengan kemampuannya dalam memaksimalkan profitabilitasnya, mampu bersaing dengan harga saham yang kompetitif, pengelolaan yang baik dalam menyanggupi kewajibannya, dan bertanggungjawab secara sosial untuk terciptanya lingkungan bisnis yang berkelanjutan. Ketahanan keuangan perusahaan atau disebut *Financial Immunity* perusahaan kemudian diproksikan sebagai ROA, BMV, PER, dan CSR. Namun begitu banyak inkonsistensi hasil penelitian terkait proksi ketahanan keuangan dalam mempengaruhi return pasar saham selama masa pandemi Covid-19. Hasil dalam penelitian ini diharapkan dapat semakin memperjelas analisis terkait prediktor kekebalan pasar di masa pandemi Covid-19.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, dengan regresi linear berganda dengan data panel. Berdasarkan hasil pengujian yang sudah dilakukan, diperoleh beberapa kesimpulan bahwa ROA dan CSR dapat dijadikan proksi *Financial Immunity* perusahaan dimana keduanya secara parsial berpengaruh positif terhadap *Stock Return* selama masa pandemi Covid-19 di Asia. Sedangkan BMV dan PER tidak dapat dijadikan proksi *Financial Immunity* perusahaan dimana keduanya secara parsial tidak memberikan pengaruh apapun terhadap *Stock Return* selama masa pandemi Covid-19 di Asia.

Keterbatasan Penelitian

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini diantaranya periode pengamatan dalam penelitian ini cukup singkat sehingga kurang dapat menjelaskan pengaruh *Financial Immunity* perusahaan yang diproksikan dalam ROA, BMV, PER, dan CSR terhadap *Stock Return* selama masa pandemi Covid-19 dikarenakan penelitian ini juga baru dilakukan ketika pandemi Covid-19 belum lama terjadi. Selain itu objek penelitian yang hanya meneliti di negara-negara ekonomi besar di Asia seperti China, Jepang, Indonesia, dan Korea kurang mampu untuk menangkap seluruh ketahanan keuangan perusahaan-perusahaan di Asia yang begitu luas dan kompleks. Hasil penelitian yang membuktikan bahwa hanya terdapat dua variabel (ROA dan CSR) yang dapat dijadikan proksi sebagai ketahanan keuangan menunjukkan bahwa masih memungkinkan untuk diteliti lebih lanjut apakah ada prediktor variabel lain yang dapat menjelaskan ketahanan keuangan lebih baik lagi.

Saran Penelitian

Saran yang dapat diajukan untuk penelitian selanjutnya dengan merdasarkan keterbatasan yang telah disebutkan sebelumnya, yaitu:

1. Menambah periode pengamatan dan objek penelitian di negara-negara berkembang baik di Asia maupun benua lain dalam penelitian ini sehingga pengaruh *Financial Immunity* perusahaan yang diproksikan dalam ROA, BMV, PER, dan CSR terhadap *Stock Return* selama masa pandemi Covid-19 di Asia dapat diketahui secara lebih lengkap dan kompleks.
2. Menambah variabel penelitian diluar dari ROA, BMV, PER, dan CSR untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *Stock Return* yang memungkinkan sebagai prediktor yang dapat menjelaskan *Financial Immunity* perusahaan.
3. Bagi investor dan manajemen perusahaan apabila hendak melakukan investasi dengan menggunakan *return* saham sebaiknya mempertimbangkan berbagai faktor khususnya dalam penelitian ini seperti ROA dan CSR sebagai signal ketahanan keuangan perusahaan khususnya jika terdapat masalah-masalah global seperti terjadinya pandemi Covid-19.

REFERENCES

- Ayu, D., Nadyayani, D., Agung, A., & Suarjaya, G. (2021). the Effect of Profitability on Stock Return. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 5(1), 695–703.
- Azis, M., Mintarti, S., & Nadir, M. (2015). *Manajemen Investasi Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor Dan Return Saham*. Deepublish.
- B Yulianto Nugroho. (2020). The Effect Of Book To Market Ratio, Profitability, And Investment On Stock Return. *International Journal Of Economics And Management Studies*, 7(6), 102–107. <https://doi.org/10.14445/23939125/Ijems-V7i6p114>
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., Saeed, A., Avci, B., Clark, E., Lajili-Jarjir, S., Lewis, J., Lucotte, Y., Rouatbi, W., Saffar, W., Sassi, S., & Shahrokhi, M. (2017). Does Corporate Social Responsibility Reduce Financial Distress Risk? Does Corporate Social Responsibility Reduce Financial Distress Risk? In *JIRF Research Meeting In Montpellier*. VSBF.
- Chen, C.-D., Su, C.-H. (Joan), & Chen, M.-H. (2022). Are ESG-committed hotels financially resilient to the COVID-19 pandemic? An autoregressive jump intensity trend model. *Tourism Management*, 93(March), 104581. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2022.104581>
- Chue, T. K. H., & Xu, J. (2018). Profitability, Asset Investment, and Aggregate Stock Returns. *SSRN Electronic Journal*, 143. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3089007>
- Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, Price Informativeness, And Stock Return Synchronicity: Theory And Evidence. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 45(5), 1189–1220. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000505>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate Immunity To The COVID-19 Pandemic. *Journal Of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- Farooq, U., Nasir, A., Bilal, & Quddoos, M. U. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on abnormal returns of insurance firms: a cross-country evidence. *Applied Economics*, 53(31), 3658–3678. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1884839>
- Faruk, A. R. Al, & Marsono, A. D. (2022). Comparative Analysis of Sharia Stock Performance Before and During Covid-19 Pandemic in Indonesia. *Perbanas Journal of Islamic Economics & Business*, 2(1), 65–74.

- Forner, C., & Vázquez Veira, P. J. (2019a). Using book-to-market ratio, accounting strength, and momentum to construct a value investing strategy: the case of Spain. *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 48(1), 21–49. <https://doi.org/10.1080/02102412.2018.1461460>
- Hasibuan, R. N., Muda, I., & Bukit, R. (2010). *Stock Investment Decision Making Analysis with Price Earning Ratio (PER) and Capital Asset Pricing Model (CAPM) Approaches*. 8414–8429.
- Liang, S. H., Lin, H. C., Chou, Y. T., & Hsiao, H. Y. (2021). The insurance value of csr during the financial crisis in taiwan. *International Journal of Management and Sustainability*, 10(2), 33–51. <https://doi.org/10.18488/journal.11.2021.102.33.51>
- Liu, H., Manzoor, A., Wang, C., Zhang, L., & Manzoor, Z. (2020). The COVID-19 outbreak and affected countries stock markets response. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(8). <https://doi.org/10.3390/ijerph17082800>
- Liu, S. (2020). Analysis of COVID-19 on service industry based on fama and French five-factor model. *Proceedings - 2020 Management Science Informatization and Economic Innovation Development Conference, MSIEID 2020*, 154–157. <https://doi.org/10.1109/MSIEID52046.2020.00035>
- Malik, M., & Shim, E. D. (2022). Empirical examination of the direct and moderating role of corporate social responsibility in top executive compensation. *Pacific Accounting Review*, 34(5), 708–727. <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2021-0162>
- Piotroski, J. D., & So, E. C. (2012). Identifying expectation errors in value/glamour strategies: A fundamental analysis approach. *Review of Financial Studies*, 25(9), 2841–2875. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs061>
- Khendra, F., & Bangun, N. (2021). Pengaruh Csr, Eva, Dan Traditional Performance Measurement Terhadap Stock Price. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 3, 172–182.
- Kim, J., Chung, S., & Park, C. (2013). Corporate Social Responsibility And Financial Performance: The Impact Of The MSCI ESG Ratings On Korean Firms. *Journal Of The Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, 14(11), 5586–5593. <https://doi.org/10.5762/kais.2013.14.11.5586>
- Kohar Mudzakar, M., & Wardanny, I. P. (2021). The Effect Of Return On Asset, Return On Equity, Earning Per Share, And Price Earning Ratio Toward Stock Return (Empirical Study Of Transportation). In *Turkish Journal Of Computer And Mathematics Education* (Vol. 12, Issue 8). Wwww.Idx.Co.Id
- Lee, D., & Hess, D. J. (2022). Measuring Corporate Social Responsibility: An Evaluation Of A New Sustainable Development Goals Index For Fortune 500 Companies. *International Journal Of Organizational Analysis*, 30(7), 137–154. <https://doi.org/10.1108/ijoa-12-2021-3082>
- Liang, S. H., Lin, H. C., Chou, Y. T., & Hsiao, H. Y. (2021). The Insurance Value Of Csr During The Financial Crisis In Taiwan. *International Journal Of Management And Sustainability*, 10(2), 33–51. <https://doi.org/10.18488/journal.11.2021.102.33.51>
- Liu, H., Manzoor, A., Wang, C., Zhang, L., & Manzoor, Z. (2020). The COVID-19 Outbreak And Affected Countries Stock Markets Response. *International Journal Of Environmental Research And Public Health*, 17(8). <https://doi.org/10.3390/ijerph17082800>
- Malik, M., & Shim, E. D. (2022). Empirical Examination Of The Direct And Moderating Role Of Corporate Social Responsibility In Top Executive Compensation. *Pacific Accounting Review*, 34(5), 708–727. <https://doi.org/10.1108/par-09-2021-0162>
- Musleh Al-Sartawi, A., & Reyad, S. (2018). Signaling Theory And The Determinants Of Online Financial Disclosure. *Journal Of Economic And Administrative Sciences*, 34(3), 237–247. <https://doi.org/10.1108/Jeas-10-2017-0103>
- Nalurita, F. (2015). The Effect Of Profitability Ratio, Solvability Ratio, Market Ratio On Stock Return Febria Nalurita. *Business And Entrepreneurial Review*, 15, 73–94.

- Pham, A. V., Adrian, C., Garg, M., Phang, S. Y., & Truong, C. (2021). State-level COVID-19 outbreak and stock returns. *Finance Research Letters*, 43(November 2020), 102002. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102002>
- Safitri, K., Made Mertha, I., Gusti, N., Wirawati, P., & Dewi, A. (2020). The Impact Of Debt To Equity Ratio, Price Earning Ratio, Earning Per Share To The Stock Price On Banking Sectors Listed In Infobank15 Index 2014-2018. In *American Journal Of Humanities And Social Sciences Research*. Wwww.Ajhssr.Com
- Saputra, F. (2022). Analysis Effect Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Price Earning Ratio (PER) on Stock Prices of Coal Companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2018-2021. *Dinasti International Journal of Economics, Finance and Accounting*, 3(1), 82–94.
- Sari, R. (2021). The Multiple Regression Effect of Financial Ratio on the stock prices of State-Owned Enterprises. *Golden Ratio of Finance Management*, 1(1), 25–32.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis Of The Quality Of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129–138. <http://www.jstor.org/stable/243894>
- Wijaya, L. I., Zunairoh, Z., Eriandani, R., & Narsa, I. M. (2022). Financial Immunity Of Companies From Indonesian And Shanghai Stock Exchange During The US-China Trade War. *Heliyon*, 8(2). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e08832>
- Zaman, M. B., Surya, J., No, K., & Selatan, T. (2021). Influence of Debt to Total Asset Ratio (dar) Current Ratio (cr) and Total Asset Turnover (tato) on Return on Asset (roa) and its impact on stock prices on mining companies on the indonesia stock exchange in 2008-2017. *Journal of Industrial Engineering & Management Research*, 2(1), 2722–8878.

Institutions Website

Home - Johns Hopkins Coronavirus Resource Center (Jhu.Edu)

UN: 2003, Johannesburg Plan Of Implementation (UN, NY)

WHO, 2020. Director-General's Opening Remarks At The Media Briefing On COVID-19-11 2020?

Available Online: <https://www.who.int/dg/speeches/detail/whodirector-generals-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020> (Accessed On 4 April 2020).

COVID Live - Coronavirus Statistics - Worldometer. [COVID Live - Coronavirus Statistics - Worldometer \(Worldometers.Info\)](https://www.worldometers.info/coronavirus/)