

Variabel Ekonomi dan *Stock Return*

Teddy Jurnal* dan Riko Andriko**

*Universitas Internasional Batam, e-mail: teddy@uib.ac.id

**Universitas Internasional Batam, e-mail: rikoandriko1@gmail.com

Abstract

The purpose of this research aimed to analyze the effect of Macro Economy variables: Gross Domestic Product (GDP) Growth, Inflation, Interest Rate, Exchange Rate, and Money Supply and Micro Economy variables: Profitability, Leverage, Market Value, Earning Management, and Firm Size on Stock Return for all listed firms in Indonesian Stock Exchange during the period 2009-2013. The sample of this research were selected using the purposive sampling method and 357 firms or 1.785 observations data used in this research. It used panel regression method to analyze data with Eviews version 7st (Eviews 7).

The results of this research shows that all Macro Economy variables and Profitability, Leverage, Market Value (Dividend Yield), and Earning Management are the variables that have significant effect to Stock Return. However this research found that Market Value (Book to Market Ratio), and Firm Size are insignificant to Stock Return in Indonesia Stock Exchange.

Keywords:

Stock Return, Macro Economy, and Micro Economy.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Kehadiran pasar modal mempunyai pengaruh yang penting dalam menunjang perekonomian suatu negara. Pasar modal merupakan suatu sarana yang dapat dimanfaatkan untuk memobilisasi dana, baik dari dalam maupun dari luar negeri. Sementara itu bagi investor, pasar modal merupakan wahana untuk menginvestasikan dananya. Investor dalam menanamkan dananya di pasar modal tidak hanya bertujuan dalam jangka pendek tetapi juga bertujuan untuk memperoleh pendapatan dalam jangka panjang.

Dalam menentukan alternatif investasi, banyak pertimbangan yang harus dikaji terlebih dahulu, baik faktor eksternal maupun internal, yang lebih dikenal dengan faktor makro ekonomi maupun faktor mikro. Faktor makro ekonomi merupakan faktor yang tidak bisa diubah atau dikendalikan, kita hanya mampu menyesuaikannya. Sedangkan untuk faktor mikro atau sering disebut dengan faktor internal perusahaan, bisa diubah, diperbaiki, dan disempurnakan oleh perusahaan sehingga diharapkan dapat memberikan manfaat atau keuntungan bagi para pemangku kepentingan.

Untuk faktor ekonomi makro, para investor atau calon investor hanya mampu menyesuaikan keadaan, sehingga faktor ini harus selalu dimonitor atau dipantau dan diprediksi pergerakannya. Adanya kesalahan dalam memprediksi atau mengantisipasi faktor makro ekonomi akan berakibat kerugian. Dalam penelitian ini akan diteliti tentang faktor makro ekonomi yaitu: pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan jumlah uang beredar. Sedangkan faktor mikro ekonomi yang akan diteliti yaitu: profitabilitas (ROA), efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas), nilai pasar (harga buku terhadap pasar and imbal hasil dividen), manajemen laba, dan ukuran perusahaan.

Penelitian ini menggunakan data makro ekonomi yang diterbitkan oleh Bank Indonesia dan data perusahaan dari negara Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan data-data dan informasi yang tersedia dalam laporan keuangan Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan permasalahan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh signifikansi antara variabel independen yaitu pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, jumlah uang

beredar, profitabilitas, efek pengungkit, nilai pasar, manajemen laba, dan ukuran perusahaan terhadap variabel dependen yaitu pengembalian saham.

2. KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1. Model Penelitian Terdahulu

Penelitian variabel makro ekonomi pernah dilakukan oleh Pearce (1977) dan Jaffe (1978) dengan menguji pengaruh inflasi terhadap pengembalian saham. Penelitian ini terus dilakukan kembali oleh Gultekin (1983), Kaul (1987), Defina (1991), Ammer (1994) yang khusus memfokuskan tentang pengaruh inflasi terhadap pengembalian saham.

Selama periode tersebut, beberapa peneliti mulai mengembangkan faktor-faktor lain yang bisa mempengaruhi pengembalian saham. Salah satunya yaitu jumlah uang beredar yang diteliti oleh Mookerjee (1987) serta Tessaromatis dan Triantafillou (1988). Selain itu, variabel tingkat suku bunga juga diteliti oleh Lynge dan Zumwalt (1980), Flannery dan James (1984), Akella dan Chen (1990), Bae (1990), Nissim dan Penman (2003). Sementara peneliti lain, yaitu Bailey dan Chung (1995), Gay (2008), Hussain dan Bashir (2013) melakukan pengujian variabel nilai tukar terhadap pengembalian saham.

Model yang berlainan diciptakan lagi oleh Hui Guo (2002), Flannery dan Protopapadakis (2002), Neill et al. (2011), Wickremasinghe (2011), Bhunia (2012), Sireesha (2013) yang melakukan penelitian variabel pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, nilai tukar, dan jumlah uang beredar terhadap pengembalian saham. Penelitian tersebut juga menambahkan variabel independen lainnya seperti suku bunga deposito (Wickremasinghe, 2011), tingkat pengangguran dan pertumbuhan rumah (Flannery & Protopapadakis, 2002).

Selain faktor-faktor makro ekonomi yang dapat mempengaruhi pengembalian saham, penelitian yang dilakukan oleh Haugen (1975) mengemukakan bahwa analisis fundamental juga berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Analisis fundamental dapat ditunjukkan dalam laporan keuangan perusahaan. Atas dasar laporan keuangan para investor dapat melakukan penilaian kinerja keuangan perusahaan terutama keputusan dalam hal melakukan investasi. Analisa fundamental dapat dihitung dengan rasio keuangan berdasarkan laporan keuangan yang terdiri dari neraca dan rugi-laba. Rasio keuangan dapat dikelompokkan dalam 5 jenis yaitu: ratio

likuiditas, rasio aktivitas, rasio rentabilitas, rasio solvabilitas, dan rasio pasar (Pontiff, 1998).

Salah satu variabel mikro ekonomi adalah manajemen laba. Manajemen laba merupakan salah satu faktor yang perlu diperhatikan karena melibatkan potensi pelanggaran, kejahatan, dan konflik yang dibuat pihak manajemen perusahaan dalam rangka menarik minat investor. Nichols (1989), Teoh et al. (1998), Teoh et al. (1999), Moeller (2000), Clement et al. (2003), Cotton (2005), Hirshleifer et al. (2009), Li (2010), Hunsader dan Pennywell (2011), Wu et al. (2012), Cohen dan Zarowin (2012), Sayari et al. (2013), Khan (2013) dan Nuryaman (2013) mencoba membuktikan hubungan antara manajemen laba dengan pengembalian saham. Namun berbagai penelitian selalu mendapatkan hasil yang berbeda sehingga variabel ini terus diteliti kembali oleh berbagai ahli.

Selain itu, berbagai peneliti juga mencoba menghubungkan faktor ukuran perusahaan terhadap pengembalian saham. Perusahaan yang memiliki ukuran besar baik dalam skala aset maupun pendapatan dianggap memiliki pertumbuhan yang lebih besar dibanding perusahaan kecil sehingga mempengaruhi pengembalian sahamnya.

Keim (1990), Chan et al. (1991), Fant dan Peterson (1995), Jensen et al. (1997), Hou dan Dijk (2008), Jarrett dan Sun (2009), Khan et al. (2012), Kazemi dan Amirreza (2012) memfokuskan untuk melakukan penelitian khusus untuk pengaruh ukuran perusahaan terhadap pengembalian saham. Penelitian tersebut juga menambahkan variabel independen lainnya seperti laba per saham (Keim, 1990), rasio harga pasar terhadap harga buku (Jensen et al., 1997), profitability shocks (Hou & Dijk, 2008), efek pengungkit (Khan et al., 2012).

Selanjutnya, faktor kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban juga menjadi konsentrasi para peneliti dalam menganalisis pengembalian saham. Rasio yang sering digunakan oleh para peneliti yaitu hutang terhadap ekuitas. Dengan semakin tinggi rasio hutang perusahaan menunjukkan bahwa tingginya hutang perusahaan yang dibiayai oleh modal saham yang ditanamkan pemegang saham akan memberikan beban tersendiri karena investor merasa terbebani dengan besarnya hutang yang dimiliki perusahaan. Haugen dan Wichern (1975), Raad dan Wu (1994), Blazenko (1996), Kallunki dan Martikainen (1997), Bhatti et al. (2010), Artikis dan Nifo (2011), Pachori dan Totala (2012), Qudah dan Laham (2013), Acheampong et al.

(2013), Koseoglu (2014) mencoba menganalisis variabel tersebut terhadap pengembalian saham. Penelitian tersebut juga menambahkan variabel independen lainnya seperti metode pembayaran (Raad & Wu, 1994).

2.2. Variabel Makro Ekonomi dan Pengaruhnya terhadap Pengembalian Saham

Variabel makro ekonomi yang dimaksud dalam studi ini adalah pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar dan jumlah uang yang beredar. Pertumbuhan produk domestik bruto merupakan salah satu indikator ekonomi terbaik untuk mengukur perkembangan ekonomi suatu negara (Mankiw, 2003). PDB adalah jumlah output total yang dihasilkan dalam batas wilayah suatu negara pada waktu tertentu. Sehingga semakin tingginya tingkat pertumbuhan PDB akan berindikasi pada tingginya tingkat pertumbuhan konsumsi dari warga di negara tersebut.

Jumlah konsumsi yang meningkat akan menyebabkan perekonomian bertumbuh, dan meningkatkan skala omset penjualan perusahaan, karena masyarakat yang bersifat konsumtif. Semakin tinggi omset penjualan akan meningkatkan profitabilitas yang dapat mendorong kenaikan harga saham dan pengembalian saham.

Penelitian terhadap pertumbuhan produk domestik bruto pada pengembalian saham dilakukan oleh James et al. (1985), Chen et al. (1986), Goswami dan Jung (1997), Flannery dan Protopapadakis (2002), Hui Guo (2002), Liu dan Shrestha (2008), Rjoub et al. (2009), Benakovic dan Posedel (2010), Srivastava (2010), Nguyen (2011), Mishra dan Singh (2012), Sireesha (2013), Amara dan Ali (2013).

Wickremasinghe (2011) juga melakukan penelitian terhadap Pertumbuhan produk domestik bruto pada pengembalian saham. Sebaliknya, hasil penelitian menunjukkan pertumbuhan produk domestik bruto memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Sebaliknya Singh (2010) dan Bhunia (2012) menyimpulkan bahwa pertumbuhan produk domestik bruto tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pengembalian saham.

Terjadinya inflasi yang tinggi mengakibatkan turunnya daya beli masyarakat. Rahardja dan Manurung (2005), menyatakan inflasi adalah kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus-menerus. Inflasi yang tinggi akan mengakibatkan daya beli masyarakat menurun dan kenaikan tingkat bunga. Tingginya

inflasi mengakibatkan turunnya profitabilitas perusahaan. Kenaikan harga faktor produksi juga akan meningkatkan biaya modal perusahaan, sehingga pengaruh dari kenaikan laju inflasi yang tidak diantisipasi tersebut akan menurunkan harga saham dan Pengembalian saham.

Penelitian terhadap inflasi pada pengembalian saham dilakukan oleh Pearce (1977). Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Hasil penelitian ini didukung oleh Jaffe (1978), Gultekin (1983), James et al. (1985), Kaul (1987), Defina (1991), Ammer (1994), Flannery dan Protopapadakis (2002), Liu dan Shrestha (2008), Singh (2010), Benakovic dan Posedel (2010), Wickremasinghe (2011), Pal dan Mittal (2011), Sireesha (2013), Amara dan Ali (2013).

Secara teori, tingkat suku bunga dan pengembalian saham memiliki hubungan yang negatif (Tandelilin, 2010). Tingkat bunga yang tinggi akan meningkatkan biaya modal yang akan ditanggung perusahaan meningkat. Selain itu, peningkatan suku bunga membuat nilai imbal hasil dari deposito menjadi lebih menarik, sehingga banyak investor pasar modal yang mengalihkan portofolio sahamnya. Meningkatnya aksi jual dan minimnya permintaan akan menurunkan harga saham dan pengembalian saham, dan sebaliknya.

Nilai tukar terhadap mata uang suatu negara memiliki hubungan negatif terhadap pengembalian saham (Dornbusch et al., 2008). Nilai mata uang yang menguat menandakan perekonomian yang berkembang dan menarik untuk kegiatan investasi. Apabila nilai tukar terhadap rupiah menurun (rupiah mengalami apresiasi), minat investor berinvestasi dalam pasar modal juga mengalami peningkatan. Hal ini akan berdampak terhadap kenaikan harga saham, yang berarti jika seseorang menginvestasikan dananya di pasar saham, maka pengembalian saham yang diperoleh atas saham tersebut juga akan tinggi. Jumlah uang beredar berhubungan positif dengan pengembalian saham. Jumlah uang beredar yang semakin tinggi, maka terdapat kecenderungan meningkatnya kegiatan perekonomian secara keseluruhan. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan mendapatkan penawaran uang yang lebih tinggi dari biasanya. Ketika penawaran uang tinggi, maka kegiatan operasional yang bersifat orientasi profit juga akan meningkat dan otomatis akan membuat laba perusahaan meningkat pula. Hal ini pada gilirannya nanti akan meningkatkan

pengembalian saham dari perusahaan yang bersangkutan.

Selain itu, menurut Samsul (2006), jika jumlah uang beredar meningkat, maka pada saat itu suku bunga menurun, dan investasi dalam pasar modal meningkat, sehingga pasar akan menjadi bullish. Jika jumlah uang beredar menurun, maka pada saat itu tingkat bunga naik dan investasi dalam pasar modal menurun, sehingga pasar akan menjadi berisiko.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan argument di atas adalah sebagai berikut:

- H1: Pertumbuhan produk domestik bruto berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham.
- H2: Inflasi berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham.
- H3: Tingkat suku bunga berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham
- H4: Nilai tukar berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham.
- H5: Uang beredar berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham.

2.3. Variabel Mikro Ekonomi dan Pengaruhnya terhadap Pengembalian Saham

Variabel mikro ekonomi yang dimaksud dalam penelitian ini adalah profitabilitas, efek pengungkit, nilai pasar, manajemen laba dan ukuran profitabilitas. ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio terpenting di antara rasio profitabilitas yang ada (Silviana & Rocky, 2013).

ROA yang semakin besar menggambarkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para pemegang saham akan mendapatkan keuntungan dari deviden yang diterima semakin meningkat. Perusahaan dengan ROA yang besar akan menarik minat para investor dan calon investor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Adanya daya tarik tersebut berdampak pada para investor dan calon investor untuk memiliki saham perusahaan semakin meningkat yang kemudian (Silviana & Rocky, 2013), Firth (1976), Wernerfelt (1998), Biddle et al. (1996), Zoolhelmi (2001), Tsay dan Goo (2006), Tantipanichkul dan Supattarakul (2008), Martani et al. (2009), Haghiri dan Haghiri (2012), Saqafi dan Vakilifard (2012), Alomoush dan Shubiri (2013), Kohansal et al. (2013), Chen et al. (2013).

Sebaliknya Maskun (2012) menunjukkan bahwa ROA memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Sementara Hirtle (2003), Utami dan Rahayu (2003), Anastasia (2003), Haque dan Faruquee (2013), Silviana dan Rocky (2013) menunjukkan bahwa ROA tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pengembalian saham.

Hutang terhadap ekuitas (debt to equity ratio / DER) yang merupakan kelompok rasio efek pengungkit juga menjadi salah satu variabel dalam penelitian ini. Nilai DER ditunjukkan dengan total hutang yang dibagi dengan nilai total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar total hutang terhadap total ekuitas (Acheampong et al., 2013), juga akan menunjukkan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) sehingga tingkat risiko perusahaan semakin besar. Hal ini membawa dampak pada menurunnya harga saham di bursa, sehingga pengembalian saham akan menurun.

Menurut (Khan et al., 2012), harga buku terhadap pasar merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja nilai buku terhadap harga pasar saham. Rasio ini dihitung dengan membandingkan nilai buku per lembar saham dengan harga pasar per saham. Semakin kecil nilai harga buku terhadap pasar, maka harga dari suatu saham dianggap semakin mahal.

Semakin rendah harga buku terhadap pasar, maka semakin tinggi pula perusahaan dinilai oleh investor. Apabila suatu perusahaan dinilai lebih tinggi oleh investor, semakin besar peluang membeli saham perusahaan, maka harga saham akan semakin meningkat di pasar, yang pada akhirnya pengembalian saham perusahaan tersebut akan meningkat.

Imbal hasil dividen adalah suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. Imbal hasil dividen menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. Imbal hasil dividen yang tinggi menarik investor untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut sehingga bisa menaikkan harga dan pengembalian saham perusahaan yang searah dengan studi yang dilakukan Blume dan Marshall (1980), Fehrs et al. (1988), Kothari dan Shanken (1997), Visscher dan Filbeck (2003), Lewellen (2004), Jiang dan Lee (2006), Wu et al. (2011), Kheradyar et al. (2011), Khan et al. (2012), Maio dan Clara (2013).

Laporan keuangan diharapkan mampu mencerminkan kondisi keuangan perusahaan sesuai dengan kondisi ril perusahaan. Tetapi,

mesti disadari, proses penyusunan laporan keuangan yang berbasis akrual melibatkan banyak estimasi dan taksiran. Hal ini dapat menjadi insentif bagi manajer untuk menyusun prospektus dan laporan keuangan yang menarik. Kondisi seperti ini memungkinkan perusahaan untuk menaikkan laba agar menciptakan harga dan pengembalian saham yang tinggi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Clement et al. (2003), Cotton (2005), Kang et al. (2009), Li (2010), Hunsader dan Pennywell (2011), Wu et al. (2012), Sayari et al. (2013) menunjukkan bahwa manajemen laba memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham.

Ukuran perusahaan menunjukkan indikator besar kecilnya perusahaan. Total aset merupakan faktor penting dalam pembentukan laba yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang besar juga akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan untuk membiayai perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Perusahaan dengan ukuran besar cenderung berada dalam posisi kinerja yang stabil dan memiliki harga saham pada posisi yang kuat untuk meningkat. Selain itu dari segi kemauan dan prestise investor secara alternatif akan lebih menyakini pada perusahaan yang berukuran besar untuk menanamkan dananya daripada perusahaan yang berukuran kecil. Semakin banyak investor yang berminat untuk membeli saham perusahaan yang berukuran besar maka harga saham akan naik dan pengembalian saham juga akan meningkat (Shafana et al., 2013). Berdasarkan argument di atas maka hipotesis berikutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

- H6: Profitabilitas (ROA) berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham.
- H7: Efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas) berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham
- H8: Nilai pasar (harga buku terhadap pasar) berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham
- H9: Nilai pasar (imbang hasil dividen) berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham
- H10: Manajemen laba berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham
- H11: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham

3. METODE PENELITIAN

3.1. Rancangan Penelitian

Aspek penelitian dilihat dari segi karakteristik masalah, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian kausal-komparatif (*causal-comparative research*). Penelitian kausal-komparatif (*causal-comparative research*) adalah penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih (Indriantoro & Supomo, 1999). Penelitian ini menggunakan variabel independen yang terdiri dari pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, profitabilitas, efek pengungkit, nilai pasar, manajemen laba, dan ukuran perusahaan terhadap variabel dependen yaitu pengembalian saham.

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* merupakan salah satu metode pengambilan sampel dengan berdasarkan pada beberapa pertimbangan (Indriantoro & Supomo, 1999).

Kriteria-kriteria dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan menyediakan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit selama 5 tahun berturut-turut antara tahun 2009 hingga 2013
 2. Laporan keuangan menyediakan data untuk mengukur variabel independen dan dependen
- Data yang diteliti merupakan data sekunder (laporan keuangan yang diperoleh dari www.idx.co.id). Data tersebut merupakan gabungan dari *cross sectional* dan *time series* yang disebut data panel (*pooled data*). *Cross sectional* merupakan suatu studi untuk mengetahui hubungan komparatif beberapa subjek yang diteliti, sedangkan *time series* lebih ditekankan pada data penelitian berupa data rentetan waktu (Indriantoro & Supomo, 1999).

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pengembalian saham. Pengembalian saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi saham yang ditanamkan selama periode tertentu. Menurut Nuryaman (2013), rumus pengembalian saham dapat didefinisikan sebagai berikut.

$$\text{Rit} = \text{Pit} - \text{Pit} - 1 / \text{Pit} - 1$$

Keterangan:

Rit = Pengembalian Saham

Pit = Harga Saham Perusahaan Pada

$$\text{Pit-1} = \frac{\text{Harga Saham Perusahaan Pada Akhir Periode}}{\text{Awal Periode}}$$

Variabel independen dalam studi ini yakni pertumbuhan domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, jumlah uang yang beredar, profitabilitas, efek pengungkit, nilai pasar, manajemen laba dan ukuran perusahaan.

Pertumbuhan produk domestik bruto adalah pertumbuhan nilai pasar semua barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu negara pada periode tertentu (Mankiw, 2003). Data dari pertumbuhan produk domestik bruto diperoleh dari laporan perekonomian Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Data PDB menggunakan perhitungan atas dasar harga konstan yang dihitung dengan dasar harga yang berlaku pada tahun tertentu.

Inflasi didefinisikan sebagai suatu gejala dimana tingkat harga umum mengalami kenaikan secara terus menerus (Nanga, 2001). Data dari inflasi diperoleh dari rata-rata data tahunan melalui situs Bank Indonesia (www.bi.go.id). Data inflasi menggunakan perhitungan dengan indeks harga konsumen.

Tingkat suku bunga merupakan tingkat pembayaran atas pinjaman atau investasi lain, di atas perjanjian pembayaran kembali, yang dinyatakan dalam persentase tahunan (Tandelilin, 2010). Dalam penelitian ini, variabel tingkat suku bunga menggunakan data BI Rate yang diperoleh dari rata-rata data tahunan melalui situs Bank Indonesia.

Kurs atau nilai tukar adalah harga dari mata uang luar negeri (Dornbusch et al., 2008). Kenaikan nilai tukar mata uang dalam negeri disebut apresiasi atas mata uang (mata uang asing lebih murah, hal ini berarti nilai mata uang asing dalam negeri meningkat). Penurunan nilai tukar disebut depresiasi mata uang dalam negeri (mata uang asing menjadi lebih mahal, yang berarti mata uang dalam negeri menjadi merosot). Dalam penelitian ini, variabel nilai tukar rupiah menggunakan data kurs tengah transaksi USD tahunan melalui situs Bank Indonesia (www.bi.go.id).

Jumlah uang beredar dibedakan dalam dua pengertian, yaitu pengertian terbatas dan pengertian luas (Sukirno, 1998). Dalam pengertian terbatas, uang beredar adalah mata uang dalam peredaran (uang kartal) ditambah uang giral yang dimiliki perseorangan, perusahaan, dan badan pemerintah. Dalam pengertian luas, uang beredar meliputi mata uang dalam peredaran (uang kartal), uang giral, uang

kuasi, dan surat berharga dalam pasar uang maupun pasar modal. Data variabel uang beredar dalam penelitian ini menggunakan data M2 dengan satuan miliar rupiah yang diperoleh dari laporan perekonomian Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Data tersebut diunduh melalui situs Bank Indonesia (www.bi.go.id).

Profitabilitas (ROA / *Return on Assets*) merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih berdasarkan total aktiva yang dimiliki perusahaan. ROA merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aset. Berikut ini adalah rumus ROA yang digunakan dalam penelitian ini (Silviana dan Rocky, 2013).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Aset}}$$

Efek Pengungkit (Hutang terhadap Ekuitas) merupakan kelompok rasio efek pengungkit yang digunakan dalam penelitian ini. Hutang terhadap ekuitas merupakan rasio yang membandingkan jumlah hutang dengan ekuitas yang dimiliki perusahaan. Berikut ini adalah rumus hutang terhadap ekuitas yang digunakan dalam penelitian ini (Acheampong et al., 2013).

Hutang terhadap Ekuitas = Hutang / Ekuitas
 Harga buku terhadap pasar merupakan salah satu rasio pasar yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja nilai buku per saham terhadap harga pasar per saham. Nilai buku per saham dihitung dengan membagi total ekuitas dengan jumlah saham yang diterbitkan. Nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu. Berikut ini adalah rumus harga buku terhadap pasar yang digunakan dalam penelitian ini (Khan et al., 2012).

$$\text{Harga Buku Terhadap Pasar} = \frac{\text{Harga Buku per Saham}}{\text{Harga Pasar per Saha}}$$

Nilai pasar (imbal hasil dividen) merupakan salah satu rasio pasar yang sering digunakan analisis sekuritas untuk mengukur kinerja perusahaan dalam membagikan hasil keuntungan atas pendapatan saham yang diperdagangkan di pasar modal. Berikut ini adalah rumus imbal hasil dividen yang digunakan dalam penelitian ini (Khan et al., 2012).

$$\text{Imbal Hasil Dividen} = \frac{\text{Dividen per Saham}}{\text{Harga Pasar per Saham}}$$

Manajemen laba diukur dengan discretionary accrual untuk mengukur kemampuan manager dalam merubah laba akuntansi dari suatu periode

ke periode selanjutnya. Pengukuran discretionary accrual adalah total akrual yang terdiri dari komponen non discretionary accrual (NDA) dan discretionary accrual (DA). Penelitian ini menggunakan model Sayari et al. (2013) untuk menentukan komponen discretionary accrual dengan langkah sebagai berikut.

$$TAC = NI - OCF$$

Keterangan:

Total akrual didefinisikan dalam penelitian ini sebagai perbedaan antara Net Comprehensive Income (NI) dan Operating Cash Flow (OCF). Dengan estimasi persamaan untuk kombinasi setiap perusahaan dan tahun fiskal sebagai berikut.

$$TAC_{it}/A_{it-1} = \alpha_t [1/A_{it-1}] + \alpha_{it}[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}] + \alpha_{it}[PPE_{it}/A_{it-1}] + e_{it}$$

Keterangan:

TAC = Total Akrual

ΔREV = Perubahan Pendapatan Operasional

ΔREC = Perubahan Piutang Bersih

PPE = Aktiva Tetap Bruto

A = Total Aset

t dan $t-1$ = Waktu (Periode Estimasi untuk Tahun Perusahaan i)

i = Perusahaan 1,2,3...

$$DAC_{it} = TAC_{it}/A_{it-1} - [\alpha_t (1/A_{it-1})] + \alpha_{it}[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}] + \alpha_{it}[PPE_{it}/A_{it-1}]$$

Pada penelitian ini, ukuran perusahaan diperoleh dengan mengambil nilai total aset. Total aset merupakan seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan yang terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tetap. Total aset yang besar akan meningkatkan efisiensi dari perusahaan dan memberikan prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan. Berikut ini merupakan rumus ukuran perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini (Shafana et al., 2013).

Ukuran Perusahaan = Total Aset

3.5. Metode Analisis Data

Sesuai dengan tujuan penelitian, metode analisis data yang akan digunakan adalah analisis regresi panel karena penelitian bermaksud menyelidiki hubungan antara variabel independent dengan variabel dependent pada data longitudinal (gabungan antara data cross sectional dengan data time series). Software yang akan digunakan adalah program Eviews 7. Langkah-langkah analisis data meliputi Statistika Deskriptif, Uji

Outlier, Regresi Panel dengan pemilihan model terbaik berdasarkan Uji Chow dan Uji Hausman, Uji F, Uji t dan pengukuran Goodness of Fit Model.

Model regresi yang diuji dapat digambarkan sebagai berikut:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_9 X_{10} + \beta_9 X_{11} + e$$

Keterangan:

Y = Pengembalian Saham

X_1 = Pertumbuhan PDB

X_2 = Inflasi

X_3 = Tingkat Suku Bunga

X_4 = Nilai Tukar

X_5 = Jumlah Uang Beredar

X_6 = Profitabilitas

X_7 = Efek Pengungkit

X_8 = Nilai Pasar (Harga Buku Terhadap Pasar)

X_9 = Nilai Pasar (Imbal Hasil Dividen)

X_{10} = Manajemen Laba

X_{11} = Ukuran Perusahaan

a = Konstanta

$\beta_1 - \beta_9$ = Koefisien regresi

e = Error

4. Analisis dan Pembahasan

Model penelitian yang diuji dalam penelitian ini, masing-masing memiliki lebih dari satu variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen. Untuk itu, pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi panel.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis maka dilakukan analisis untuk pemilihan model yang terbaik antara *Pooled Least Square*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model* dilakukan dengan uji Chow terlebih dahulu dengan hasil yang disajikan pada Tabel 3 di bawah ini:

Tabel 3 Hasil Uji Chow

<i>Effects Test</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section Chi-square</i>	0,000

Sumber: Data sekunder diolah, 2014.

Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai probabilitas 0,000 tersebut berada di bawah nilai 0,05, maka model ini merupakan *Fixed Effect Model*. Oleh karena hasil uji merupakan *Fixed Effect Model*, maka perlu dilakukan uji Hausman untuk memilih apakah model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat digunakan. Hasil uji Hausman dapat dilihat pada Tabel 4 di bawah ini:

Tabel 4 Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	0,7829

Sumber: Data sekunder diolah, 2014.

Hasil uji Hausman menunjukkan bahwa nilai Prob. Cross Section Random (.7829) lebih besar dari α (5%), sehingga model regresi panel yang paling tepat digunakan adalah Random Effect Model. Hasil uji F dalam regresi panel model *Random Effect* dapat dilihat pada Tabel 5 di bawah ini:

Tabel 5 Hasil Uji F

Variabel Dependen	Sig.	Kesimpulan
Pengembalian Saham	0,00	Signifikan

Sumber: Data sekunder diolah, 2014.

Berdasarkan hasil uji F di atas, dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen pengembalian saham, sehingga model regresi tersebut dapat digunakan untuk memprediksi tingkat pengembalian saham perusahaan.

Hasil uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian.

Tabel 6 Hasil Uji t

Variabel	Koef	T	Sig.	Kesi mpul an	Hipotesis
(Constant)	1,956	4,81 5	0,0 00		
PDB	0,880	2,42 6	0,0 08	Sig +	Terbukti
Inflasi	5,772	2,16 4	0,0 15	Sig +	Tidak Terbukti
Tingkat suku bunga	- 32,56 7	- 4,44 3	0,0 00	Sig -	Terbukti
Nilai tukar USD	0,000 1	5,40 5	0,0 00	Sig +	Tidak Terbukti
Uang beredar	-4,E- 07	- 6,51 5	0,0 00	Sig -	Tidak Terbukti
ROA	0,215	3,96 4	0,0 00	Sig +	Terbukti
Hutang terhadap ekuitas	- 0,003	- 1,64 8	0,0 50	Sig -	Terbukti
Buku terhadap pasar	- 0,000 2	- 1,19 0	0,1 17	Non	Tidak Terbukti
Imbal hasil dividen	0,058	1,64 9	0,0 50	Sig +	Terbukti
Manajemen Laba	0,088	6,52 9	0,0 00	Sig +	Terbukti
Ukuran Perusahaan	1,E- 16	0,59 6	0,2 76	Non	Tidak Terbukti

Sumber: Data sekunder diolah, 2014.

Model regresi dengan variabel terikat pengembalian saham, terdapat lima variabel bebas yang tidak berpengaruh signifikan, yaitu profitabilitas (ROA), efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas), nilai pasar (harga buku terhadap pasar), manajemen laba, dan ukuran perusahaan. Hasil uji t untuk model regresi ini, dapat dilihat dari Tabel 4.6 di atas ini. Pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan nilai pasar (imbal hasil dividen) berada pada nilai yang lebih kecil dari 0,05, sehingga variabel-variabel bebas tersebut di atas berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham.

Variabel pertumbuhan produk domestik bruto pada berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi pertumbuhan produk domestik bruto akan diikuti oleh meningkatnya pengembalian saham. Hal ini disebabkan oleh meningkatnya PDB berindikasi pada skala penjualan dan profitabilitas perusahaan sehingga mendorong kenaikan harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh James et al. (1985), Chen et al. (1986), Goswami dan Jung (1997), Flannery dan Protopapadakis (2002), Hui Guo (2002), Liu dan Shrestha (2008), Rjoub et al. (2009), Benakovic dan Posedel (2010), Srivastava (2010), Nguyen (2011), Mishra dan Singh (2012), Sireesha (2013), Amara dan Ali (2013).

Variabel inflasi berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi inflasi akan diikuti oleh meningkatnya pengembalian saham. Hal ini mungkin disebabkan oleh inflasi yang terjadi di Indonesia yang menyebabkan kenaikan harga bahan baku merespon perusahaan dengan menaikkan harga jual. Bahkan kemungkinan perusahaan menaikkan margin keuntungan untuk mengantisipasi inflasi dalam waktu dekat. Oleh sebab itu, investor tidak khawatir dengan inflasi yang terjadi karena tidak akan mempengaruhi keuntungan perusahaan, sehingga inflasi memiliki pengaruh positif terhadap pengembalian saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen et al. (1986), Goswami dan Jung (1997), Rjoub et al. (2009), Khan et al. (2011), Nguyen (2011), Mishra dan Singh (2012).

Variabel tingkat suku bunga berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi tingkat suku bunga akan diikuti oleh menurunnya pengembalian saham.

Tingginya tingkat suku bunga yang mengakibatkan kenaikan biaya modal perusahaan dan pilihan investasi deposito yang lebih menarik akan meningkatkan aksi jual dan minimnya permintaan. Hal ini berpengaruh pada penurunan harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jaffe (1978), Bae (1990), (Nissim & Penman, 2003), Utami dan Rahayu (2003), Liu dan Shrestha (2008), Khan et al. (2011), Amara dan Ali (2013).

Variabel nilai tukar berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi nilai tukar akan diikuti oleh meningkatnya pengembalian saham. Hal ini mungkin disebabkan oleh pada saat nilai rupiah mengalami apresiasi, para investor melakukan aksi beli mata uang USD karena nilai tukar USD terhadap rupiah lagi menurun. Pada saat rupiah mengalami depresiasi (nilai tukar USD terhadap rupiah meningkat), para investor menjual uang USD mereka kemudian mengalihkannya pada pembelian saham dalam negeri, sehingga mampu menaikkan harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Utami dan Rahayu (2003), Mishra dan Singh (2012).

Variabel jumlah uang beredar berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi jumlah uang beredar akan diikuti oleh menurunnya pengembalian saham. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh ketika peredaran uang sedang tinggi, pemerintah menaikkan tingkat suku bunga untuk menghindari terjadinya inflasi. Dengan naiknya tingkat suku bunga, pilihan jenis investasi seperti deposito menjadi lebih menarik sehingga permintaan di pasar saham menjadi lebih minim dan investor meningkatkan aksi jualnya. Hal ini berpengaruh pada penurunan harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wickremasinghe (2011).

Variabel profitabilitas (ROA) berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. ROA yang semakin besar menunjukkan perusahaan mampu menggunakan aset yang mereka miliki untuk mencapai profit yang semaksimalnya. ROA besar menggambarkan kinerja perusahaan yang semakin baik. Hal ini menarik kepercayaan investor untuk melakukan investasi sehingga mampu menaikkan harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Firth (1976), Wernerfelt

(1998), Biddle et al. (1996), Zoolhelmi (2001), Tsay dan Goo (2006), Tantipanichkul dan Supattarakul (2008), Martani et al. (2009), Haghiri dan Haghiri (2012), Saqafi dan Vakilifard (2012), Alomoush dan Shubiri (2013), Kohansal et al. (2013), Chen et al. (2013).

Variabel efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas) berpengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi rasio hutang terhadap ekuitas akan diikuti oleh menurunnya pengembalian saham. Semakin tinggi nilai rasio hutang terhadap ekuitas menunjukkan semakin besar total hutang terhadap total ekuitas. Hal ini menunjukkan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) sehingga tingkat risiko perusahaan semakin besar. Hal ini membawa dampak pada kurangnya kepercayaan investor untuk melakukan investasi sehingga menyebabkan turunnya harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Barbee et al. (1996), Dhatt et al. (1999), Artikus dan Nifo (2011), Qudah dan Laham (2013), Acheampong et al. (2013), Koseoglu (2014).

Variabel nilai pasar (harga buku terhadap pasar) tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh investor tidak memperhatikan besarnya harga buku dan harga pasar saham perusahaan, namun lebih memperhatikan performa dan kondisi keuangan perusahaan. Harga buku maupun harga pasar suatu saham tidak bisa menunjukkan bagaimana perusahaan akan bertahan dan mencapai keuntungan di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1995), Barbee et al. (1996), Pontiff dan Schall (1998), Barber dan Lyon (1997), Griffin dan Lemmon (2002), Novak dan Petr (2010).

Variabel nilai pasar (imbal hasil dividen) berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. Semakin tinggi nilai pasar (imbal hasil dividen) akan diikuti oleh meningkatnya pengembalian saham. Imbal hasil dividen yang tinggi menandakan bahwa perusahaan membayar persentase dividen yang tinggi dari harga pasar saham. Imbal hasil dividen yang tinggi menarik investor untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut sehingga bisa menaikkan harga dan pengembalian saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Blume dan Marshall (1980), Fehrs et al. (1988),

Kothari dan Shanken (1997), Visscher dan Filbeck (2003), Lewellen (2004), Jiang dan Lee (2006), Wu et al. (2011), Kheradyar et al. (2011), Khan et al. (2012), Maio dan Clara (2013).

Variabel manajemen laba berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. Semakin besar nilai discretionary accrual akan diikuti meningkatnya pengembalian saham. Proses penyusunan laporan keuangan yang berbasis akrual melibatkan banyak estimasi dan taksiran. Hal ini dapat menjadi pilihan bagi manajer untuk menyusun prospektus dan laporan keuangan yang menarik bagi investor. Kondisi seperti ini memungkinkan perusahaan untuk menaikkan laba agar menciptakan harga dan pengembalian saham yang tinggi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Clement et al. (2003), Cotton (2005), Kang et al. (2009), Li (2010), Hunsader dan Pennywell (2011), Wu et al. (2012), Sayari et al. (2013).

Variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh investor tidak memperhatikan besarnya ukuran perusahaan, namun lebih memperhatikan performa dan kondisi keuangan perusahaan. Nilai ukuran perusahaan tidak bisa secara langsung menunjukkan bagaimana perusahaan akan bertahan dan mencapai keuntungan di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Keim (1990), Chan et al. (1991), Fama dan French (1995), Barbee et al. (1996), Kim (1997), Jensen et al. (1997), Jarrett dan Sun (2009), Novak dan Petr (2010), Foroghi dan Khorsandifar (2011), Shafana et al. (2013).

Persamaan regresi untuk model penelitian ini dibentuk pada pengujian hipotesis sebagai berikut:

$$PS = 1,9559 + 0,8800PDB + 5,7723INF - 32,5670TSB + 0,0001NT - 4,19E-07JUB + 0,2146PROF - 0,0028EP - 0,0002BTP + 0,0576IHD + 0,0875ML + 1,04E-16UP + e$$

Keterangan:

PS	=	Pengembalian saham
PDB	=	Pertumbuhan produk domestik bruto
INF	=	Inflasi
TSB	=	Tingkat suku bunga
NT	=	Nilai tukar USD terhadap rupiah
JUB	=	Jumlah Uang beredar
PROF	=	Profitabilitas (ROA)

EP	=	Efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas)
BTP	=	Nilai pasar (harga buku terhadap pasar)
IHD	=	Nilai pasar (imbal hasil dividen)
ML	=	Manajemen laba
UP	=	Ukuran perusahaan
e	=	error

Nilai *Goodness of Fit Model* menerangkan persentase kecocokan model atau nilai yang menunjukkan seberapa besar variabel independen menjelaskan variabel dependen. Hasil uji koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel 8 di bawah ini:

Tabel 7 Hasil Uji Goodness of Fit Model

Variabel Dependen	R Squared	Adjusted R Squared
Pengembalian Saham	0,1348	0,1284

Sumber: Data sekunder diolah, 2014.

Pada penelitian yang jumlah variabel independen yang lebih dari satu, akan lebih baik jika menggunakan Adjusted R Square (Ghozali, 2001). Adjusted R² pada model regresi ini sebesar 0,1348 atau 13,48% dari variabel bebas dapat menjelaskan pengembalian saham, sisanya sebesar 86,52% dijelaskan faktor lain.

5. KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN REKOMENDASI

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan yang dilakukan pada bagian sebelumnya, maka penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa variabel ekonomi makro yang terdiri dari pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan uang beredar; dan variabel ekonomi mikro yang terdiri dari profitabilitas (ROA), efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas), nilai pasar (harga buku terhadap pasar and imbal hasil dividen), manajemen laba, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Sementara secara parsial, variabel yang tidak berpengaruh signifikan hanya nilai pasar (harga buku terhadap pasar) dan ukuran perusahaan. Koefisien determinasi menunjukkan bahwa 13,48% pengembalian saham kapitalisasi besar dipengaruhi oleh variabel peneliti, sedangkan 86,52% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa semua variabel ekonomi makro berpengaruh

signifikan terhadap pengembalian saham. Ini semakin memperkuat teori bahwa ekonomi makro mempunyai pengaruh yang besar terhadap pengembalian saham. Sedangkan pada analisis ekonomi mikro, variabel yang tidak mempunyai pengaruh signifikan yaitu nilai pasar (harga buku terhadap pasar) dan ukuran perusahaan. Ini kemungkinan disebabkan oleh investor lebih memperhatikan bagaimana performa perusahaan untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan sendiri dan para investor, serta bagaimana perusahaan mampu mengatur kondisi keuangan yang stabil. Hal ini terbukti dengan variabel yang berpengaruh signifikan, seperti profitabilitas (ROA), efek pengungkit (hutang terhadap ekuitas), nilai pasar (imbal hasil dividen), dan manajemen laba.

5.2. Keterbatasan

Penelitian mengenai pengembalian saham ini memiliki keterbatasan antara lain.

1. Penelitian ini terbatas dalam pengambilan jangka waktu sampel penelitian, yaitu hanya selama 5 tahun.
2. Penelitian ini terbatas dalam penentuan variabel ekonomi mikro, yaitu masing-masing hanya satu rasio dari rasio profitabilitas dan efek pengungkit, dan hanya dua rasio dari rasio nilai pasar. Padahal terdapat banyak rasio yang bisa digunakan untuk menganalisis laporan keuangan.

5.3. Rekomendasi

Rekomendasi yang dapat diberikan oleh penulis sebagai bahan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut.

1. Menambahkan jangka waktu penelitian yang lebih panjang sehingga diharapkan hasil yang diperoleh akan lebih dapat digeneralisasikan.
2. Memilih variabel independen lain yang lebih dapat menyempurnakan model penelitian dan menjelaskan variabel dependen secara lebih baik, seperti: investasi modal asing (Mishra & Singh, 2012), imbal hasil arus kas (Chan et al., 1991), rasio harga penjualan (Dhatt et al., 1999), risiko kepailitan (Griffin & Lemmon, 2002), dan stabilitas dividen (Gwilym et al., 2000).

Daftar Pustaka

Acheampong, Prince, et al. (2013). The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on The Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in The Manufacturing Sector. *International*

Journal of Financial Research Vol.5 No.1, (2014).

- Akella, Srivinas. (1990). Interest Rate Sensitivity of Bank Stock Returns: Specification Effects and Structural Changes. *The Journal of Financial Research* Vol. XIII No. 2 Summer (1990).
- Alomoush, Bashar Hamad & Faris Nasif. (2013). The Impact of Multiple Approaches Financial Performance Indicators on Stocks Prices: An Empirical Study In Jordan. *Journal of Global Business And Economics* January (2013). Volume 6. Number 1.
- Amara & Shahid Ali. (2013). Impact of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns. *International Journal Of Research In Commerce, Economics & Management* Volume No. 3 (2013), Issue No. 04 (April).
- Ammer, John. (1994). Inflation, Inflation Risk, and Stock Returns. Board of Governors of the Federal Reserve System *International Finance Discussion Journal*, no. 464: 41pp.
- Anastasia, Njo, et al. (2003). Analisis Faktor Fundamental & Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti Di Bej. Jurusan Ekonomi Akuntansi, Fakultas Ekonomi - Universitas Kristen Petra.
- Artikis, Panayiotis & Georgia Nifo. (2011). The Industry Effect on The Relationship Between Leverage and Returns. *Eurasian Business Review*, 1(2), 2011, 125-145.
- Bae, Sung. (1990). Interest Rate Changes and Common Stock Return of Financial Institutional Revisited. *The Journal Financial Research* Vol. XIII No.1 Spring (1990).
- Bailey, Warren & Peter Chung. (1995). Exchange Rate Fluctuation, Political Risk, and Stock Returns: Some Evidence from an Emerging Market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol.30 No.4, December (1995).
- Barbee, William, et al. (1996). Do Sales-Price and Debt-Equity Explain Stock Returns Better Than Book-Market and Firm Size?. *Financial Analysis Journal*. March April (1996).

- Barber, Brad & John Lyon. (1997). Firm Size, Book to Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms. *The Journal of Finance* Vol. VII No. 2 June (1997).
- Benakovic, Dubravka & Petra Posedel. (2010). Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from estimating a multifactor model on the Croatian market. *Business Systems Research - (2010) - Vol.01, No.1-2, 1-50.*
- Bhatti, et al. (2010). Affect of Leverage on Risk and Stock Returns: Evidence from Pakistani Companies. *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887 Issue 58 (2010).
- Bhunias, Amalendu. (2012). The Shock of the Shock of crude Price, Stock Price, and Selected Macro Economic Variables on the Growth of Indian Economy. *Sumedha Journal of Management.*
- Biddle, Gary, et al. (1996). Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *School of Business Administration University of Washington.*
- Blume & Marshall. (1980). Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence. *Review of Economics & Statistics* Nov80, Vol. 62 Issue 4, p567.
- Chan, Loius, et al. (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *The Journal of Finance* Vol.XLVI No.5 December (1991).
- Chen, et al. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business*, Volume 59, Issue 3 (July (1986), 383-403.
- Chen, Tser Yieth, et al. (2013). The effects on stock return of consumer electronic industry through marketing communicationproductivity. *Journal of Business Administration and Management Sciences Research* Vol. 2(3), pp. 059-068, March, (2013).
- Clement, Michael, et al. (2003). Confirming Management Earnings Forecast, Earning Uncertainty, and Stock Returns. *Journal of Accounting Research* Vol.41 No.4 September (2003).
- Cohen, Daniel & Paul Zarowin. (2012). Do "Firms Lean Against the Wind"? Earnings Management and Stock Market Returns. *Journal of Financial Economics* 50: 63-99.
- Cotton, Brett. (2005). Stock Returns, Earnings Management, and Discretionary Accruals: Examination of the Accrual Anomaly. *Journal of Accounting and Economics* 29, 101-123.
- Defina, Robert. (1991). Does Inflation Depress the Stock Market?. *The Journal of Business Review.*
- Dhath, Manjeet, et al. (1999). Relation Between Stock Returns and Fundamental Variables: Evidence from Segmented Market. *Journal of Accounting and Economics* 30, 151-183.
- Dornbusch, R., Fischer, S., and Richard Starz (2008) *Makro Ekonomi. Terjemahan oleh: Roy Indra Mirazudin, SE. Jakarta: PT Media Global Edukasi*
- Fama, Eugene & Kenneth French. (1988). Dividend Yields and Expected Stock Return. *Journal of Financial Economics* 22 (1988) 3-25, North Holland.
- Fama, Eugene & Kenneth French. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Stock Returns. *The Journal of Finance* Volume 50 No.1 Mar (1995) 131-155.
- Fant, Franklin & David Peterson. (1995). The Effect of Size, Book to Market Equity, Prior Return, and Beta on Stock Returns. *The Journal of Financial Research* Vol. XIII No. 2 Page 129-142, Summer (1995).
- Fehrs, et al. (1988). Evidence of A Relation Between Stock Price Reactions Around Cash Dividend Changes And Yields. *Journal of Financial Research*. Summer88, Vol. 11 Issue 2, p111. 13p.
- Firth, Michael. 1976. The Impact of Earnings Announcements on the Share Price Behaviour of Similar Type Firms. *The Economic Journal*, Vol. 86, No. 342 (Jun, 1976), pp. 296-306.
- Flannery, Mark & Aris Protopapadakis. (2002). Macroeconomic Factors Do Influence Agregate Stock returns. *Oxford Journal*, 15(3):751-782.

- Flannery, Mark & Christopher James. (1984). The Effect of Interest Rate Changes on the Common Stock Returns of Financial Institutions. *The Journal Of Finance* • Vol. Xxxix, No. 4 • September (1984).
- Foroghi, Dariush. (2011). The Effect of Size, Book to Market Value Ratio and Momentum on Stock Return of listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business* October (2011) Vol 3, No 6.
- Gay, Robert. (2008). Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China. *International Business & Economics Research Journal* – March (2008).
- Goswami, Gautam & Sung Chang Jung. (1997). Stock Market and Economic Forces: Evidence From Korea. *Journal of Financial Economics* Dec 17, 357-390.
- Griffin, John & Michael Lemmon. (2002). Book to Market Equity, Distress Risk, and Stock Return. *Australian Journal of Management*; Sep (2003); 28, 2; ABI/INFORM Complete.
- Gultekin, Bulent. (1983). Stock Market Returns and Inflation: Evidence from Other Countries. *The Journal of Finance* Vol.XXXVIII No.1 March (1983).
- Guo, Hui. (2002). Why Are Stock Market Returns Correlated with Future Economic Activities?. *The Journal of the Federal Reserve Bank of St. Louis*.
- Gwilym, Owain, et al. (2000). Dividend Stability, Dividend Yield, and Stock Return: UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(3) & (4), April/May (2000).
- Haghiri, Amir & Soleyman Haghiri. (2012). The Investigation of Effective Factors on Stock Return with Emphasis on ROA and ROE Ratios in Tehran stock exchange (TSE). *Journal of Basic and Applied Scientific Research* ISSN 2090-4304.
- Haugen, Robert & Dean Wichern. (1975). The Intricate Relationship between Financial Leverage And The Stability Of Stock Prices. *The Journal of Finance* • VOL. XXX. NO. 5 • DECEMBER 1975.
- Hirshleifer, David, et al. (2009). Accruals, Cash Flows, and Aggregate Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 91(2009)389–406.
- Hirtle, Beverly. (2003). Stock Market Reaction to Financial Statement Certification by Bank Holding Company CEOs. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 170 July (2003).
- Hou, Kewei & Mathjis Dijk. (2008). Resurrecting the Size Effect: Firm Size, Profitability Shocks, and Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 33, 917-920.
- Hunsader, Kenneth & Gwendolyn Pennywell. (2011). Earnings Management And The Stock Market Response To The Sarbanes-Oxley Act Based On A Measure Of Competitive Strategy. *Review of Accounting and Finance* Volume 10 No. 4, (2011) pp. 368-384.
- Hussain, Muntazir & Usman Bashir. (2013). Dynamic Linkages of Exchange Rate and Stock Return Volatility Evidence from Pakistan, India and China (PIC). *International Review of Management and Business Research* Volume 2 Issue 2.
- Jaffe, Jeffrey. 1978. Corporate Taxes, Inflation, the Rate of Interest, and the Return of Equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* March 1978.
- James, et al. (1985). A VAR Analysis of the Causal Relations Among Stock Returns, Real Output, and Nominal Interest Rates. *The Journal of Finance*, Vol. XL, No. 5, 1375-1384.
- Jarrett, Jeffrey & Zhenzhen Sun. (2009). Explaining Pacific-Basin Financial Market Returns by Size of Firm. *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, Vol. 1, No. 1, (2009).
- Jiang, Xiaoquan & Soo Lee. (2006). Stock Returns, Dividend Yield, and Book-To-Market Ratio. *Journal of Banking & Finance* 31 (2007) 455–475.
- Kallunki, Juha Pekka & Teppo Martikainen. (1997). Financial Market Liberalization and

- the Relationship Between Stock Returns and Financial Leverage in Finland. *Applied Economic Letters*, (1997), 4, 19-21.
- Kang, Qiang, et al. (2009). Predicting Stock Market Returns with Aggregate Discretionary Accruals. *Journal of Accounting Research* Vol. xx No. x xxxx (2010).
- Kaul, Gantam. (1987). Stock Returns and Inflation: The Role of Monetary Sector. *Journal of Financial Economics* 18 (1987) 253-276. North-Holland.
- Kazemi, Zeinab & Amirreza. (2012). The Correlation Between Firm Size and Stock Return of The Companies In The Index of 50 Most Active Firms Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal Of Reasearch In Commerce & Management* Volume No.1, Issue No.11.
- Khan, Amir, et al. (2013). Earnings Management and Stock Market Return: An Investigation of Lean Against The Wind Hypothesis. *The Asian Journal of Technology Management* Vol.6 No.1 (2013):-49-55.
- Khan, et al. (2011). Impact Of Macro-Economic Factors On Stock Prices. *Institute of Interdisciplinary Business Research* May (2011) Vol.3 No.1.
- Khan, Faisal, et al. (2012). Size, Leverage, and Stock Returns: Evidence from Pakistan. *International Journal of Academic Research* Vol.4 No.1 January, (2012).
- Khan, Muhammad Bilal, et al. (2012). Financial Ratios and Stock Return Predictability (Evidence from Pakistan). *Research Journal of Finance and Accounting* ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol 3, No 10, (2012).
- Khan, Zohaib, et al. (2012). Impact of Interest Rate, Exchange Rate and Inflation on Stock Returns of KSE 100 Index. *Journal of Management Sciences* Hayatabad.
- Kheradyar, et al. (2011). Stock Return Predictability with Financial Ratios. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 2, No. 5, October (2011).
- Kheradyar, Sina & Izani Ibrahim. (2011). Financial Ratios as Empirical Predictors of Stock Return. 2011 International Conference on Sociality and Economics Development IPEDR vol.10 (2011) © (2011) IACSIT Press, Singapore.
- Kim, Dongcheol. (1997). A Reexamination of Firm Size, Book-to-Market, and Earnings Price in the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 32, No. 4, December (1997).
- Kohansal, Mohammad Reza, et al. (2013). Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran. *World Applied Programming*, Vol (3), Issue (10), October (2013). 512-521.
- Kothari & Jay Shanken. (1997). Book to Market, Dividend Yield, and Expected Market Return: A Time Series Analysis. *Journal of Financial Economic* 44 (1997) 169-203.
- Lewellen, Jonathan. (2004). Predicting Returns with Financial Ratios. *Journal of Financial Economics* 74 (2004) 209–235.
- Li, Xi. (2010). Real Earnings Management and Subsequent Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics* 13, 341-363.
- Liu & Keshab Shrestha. (2008). Analysis of the long-term relationship between macroeconomic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration. *Managerial Finance* Vol. 34 No. 11, (2008) pp. 744-755.
- Lynge, Morgan & Kenton Zumwalt. (1980). An Empirical Study of The Interest Rate Sensitivity Of Commercial Bank Returns: A Multi-Index Approach. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Volume Xv, No. 3, September (1980).
- Maio, Paulo & Pedro Santa. (2013). Dividend Yields, Dividend Growth, and Return Predictability in the Cross-Section of Stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* April (2013).
- Mankiw, N. G., (2003). *Teori Makro Ekonomi*. Edisi kelima. Alih Bahasa Imam Nurmawan. Jakarta: Erlangga.
- Mishra, Sagarika & Harminder Singh. (2012). Do macro-economic variables explain stock-

- market returns? Evidence using a semi-parametric approach. *Journal of Asset Management* Vol. 13, 2, 115–127.
- Moeller, Thomas. (2000). Why Do Firms Manage Earnings?. *Journal of Financial Economics* 50, 63-99.
- Mookerjee, Rajen. (1987). Monetary Policy and the informational efficiency of the stock market: evidence from many countries. *Applied Economics*, (1987), 19, 1521-1532.
- Nanga, Muana. (2001). *Makroekonomi*, Edisi 1. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Neill, et al. (2011). Linking GDP Growth and Equity Returns. *The Journal of Asset Management*.
- Nguyen, Tho. (2011). US macroeconomic news spillover effects on Vietnamese stock market. *The Journal of Risk Finance* Vol. 12 No. 5, (2011) pp. 389-399.
- Nichols, Mauren. (1989). Evidence of Informational Asymmetries from Management Earning Forecasts and Stock Returns. *The Accounting Review* Vol.LXIV No.1 January (1989).
- Novak, Jiri & Dalibor Petr. (2010). CAPM Beta, Size, Book-to-Market, and Momentum in Realized Stock Returns. *Finance a úvër-Czech Journal of Economics and Finance*, 60, (2010), no. 5.
- Nuryaman. (2013). The Influence of Earnings Management on Stock Return and the Role of Audit Quality as a Moderating Variable. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 4, No. 2, April (2013).
- Pachori, Sachchidanand & Navindra Totala. (2012). Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization. 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics (ICHGE'2012) Singapore April 28-29, (2012).
- Pal, Karam, & Ruhee Mittal. (2011). Impact of macroeconomic indicators on Indian capital markets. *The Journal of Risk Finance* Vol. 12 No. 2, (2011) pp. 84-97.
- Pearce, Douglas. (1977). The Impact of Inflation on Stock Prices. *The Journal of Economic Review*.
- Pontiff, Jeffrey, et al. (1998). Book to Market Ratio as Predictors of Market Returns. *Journal of Financial Economics* 49 (1998) 141-160.
- Qudah, Anas & Mahmoud Laham. (2013). The Effect of Financial Leverage & Systematic Risk on Stock Returns in the Amman Stock Exchange (Analytical Study – Industrial Sector). *Research Journal of Finance and Accounting* ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.4, No.6, (2013).
- Raad, Elias & Wu. (1994). Acquiring Firms' Stock Returns: Methods of Payment, Change in Leverage, and Management Ownership. *Journal of Economics and Finance* Volume 18, Number 1 ! Spring (1994) ! Pages 13–29.
- Rahardja, Prathama & Mandala Manurung. (2008). *Pengantar Makro Ekonomi*. Edisi Ke 4. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Saqafi, Vahid & Hamidreza Vakilifard. (2012). The Effect of Variables of The Fundamental Techniques On Returns Of The Stock In Tehran Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business* October (2011) Vol 3, No 6.
- Sayari, Sonia, et al. (2013). The Impact of Earnings Management on Stock Returns. *Global Journal of Management and Business Research* Volume 13 Issue 10 Version 1.0 Year (2013).
- Silviana & Rocky. (2013). Analysis of Return On Assets and Earnings Per Share on Stock Market In The Banking Companies In Indonesia. *Journal of Global Business and Economics* July (2013). Volume 7 Number 1.
- Singh, Dharmendra. (2010). Causal Relationship Between Macro-Economic Variables and Stock Market: A Case Study for India. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*

- Vol. 30, No. 2 (December 2010), pp. 263-274.
- Sireesha, Bhanu. (2013). Effect Of Select Macro Economic Variables On Stock Returns In India. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research* Vol.2, No. 6, June (2013).
- Srivastava, Aman. (2010). Relevance of Macro Economic factors for the Indian Stock Market. *Journal Institute of Management* Vol. 37, No.3, December, (2010).
- Sukirno, S. (1998). *Pengantar Teori Makroekonomi*. Edisi Kedua. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Tandelilin, Eduardus (2010) *Portofolio & Investasi : Teori & Aplikasi*. Edisi 1. Yogyakarta: Kanisius
- Tantipanichkul, Pornthep & Somchai Supattarakul. (2008). Can Historical Accounting Information Be Used to Predict Future Stock Returns?. *The Accounting Review*, January (2008), pp. 1-24.
- Teoh, et al. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal Of Finance* • Vol. LIII, No. 6 • December (1998).
- Teoh, et al. (1999). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50 (1998) (1999).
- Tessaromatis & Triantafillou. (1988). Money Supply Announcement and Stock Prices: The UK Evidence. *Journal of Finance* Vol. 41, No 4.
- Tsay, Tsung Yuan & Yeong Jia Goo. (2006). The Relationship of Profitability and Growth with Stock Market Returns in the Electronics Industry. *International Journal of Management*; Dec (2006); pg. 763.
- Utami, Mudji & Mudjilah Rahayu. (2003). *Peranan Profitabilitas, Suku Bunga, Inflasi & Nilai Tukar Dalam Mempengaruhi Pasar Modal Indonesia Selama Krisis Ekonomi*. Jurusan Ekonomi Manajemen, Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra.
- Visscher, Sue & Greg Filbeck. (2003). Dividend-yield strategies in the Canadian stock market. *Financial Analysts Journal*; Jan/Feb (2003); 59, pg. 99.
- Wickremasinghe, Guneratne . (2011). The Sri Lankan stock market and the macroeconomy: an empirical investigation. *Economics and Finance* Vol. 28 No. 3, (2011) pp. 179-195.
- Wu, et al. (2011). Can Dividend Yields Out-Predict UK Stock Returns Without Short Rates?. *The Manchester School* Vol 79 No. 6 1179–1196 December (2011).
- Wu, et al. (2012). Earning Management and Investor's Stock Return. *Emerging Markets Finance and Trade* I September - Oktober (2012), Vol.48, Supplement 3, pp. 129-140.
- www.bi.go.id
www.idx.co.id
www.yahoofinance.com
- Zoolhelmi, Ahmad. (2001). Effectiveness of Eva: A Comparative Study On Industrial Product Companies In Malaysia. *Journal of Business Administration and Management Sciences Research* Vol. 2(3), pp. 059-068, March, (2013).