

## PENGARUH LEVERAGE, PROFITABILITY DAN INDEPENDENT BOARD OF COMMISSIONERS TERHADAP MANAJEMEN LABA

Jessica Jhonatan\* dan Rousilita Suhendah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta

\*Email: [jessica.125180149@stu.untar.ac.id](mailto:jessica.125180149@stu.untar.ac.id)

### Abstract:

*The purpose of this research is to know the effects of leverage, profitability and independent board of commissioners on earnings management in mining, transportation, infrastructure, utilities, and agricultural industry listed on the Indonesia Stock Exchange during 2017-2020. This research using 18 kinds of sample on mining, transportation, infrastructure, utilities, and agricultural industry with 4 years period. Sample was process by Eviews 12.0 and Microsoft Excel with selected sampling by using purposive sampling method. The results of this study show that leverage and profitability have a significant effect on earnings management and independent board of commissioners does not have a significant affect earnings management on mining, transportation, infrastructure, utilities, and agricultural industry. This research can useful for company and investor for analyzing factors that influence earnings management.*

**Keywords:** *Leverage, Profitability, Independent Board of Commissioners, Earnings Management*

### Abstrak:

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh variabel *leverage*, *profitability* dan *independent board of commissioners* terhadap manajemen laba pada perusahaan sektor pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2017-2020. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 18 perusahaan sektor pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian dengan periode 4 tahun. Sampel diolah menggunakan *software Eviews 12.0* dan *Microsoft Excel* dengan teknik pengambilan sampel metode *purposive sampling*. Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *leverage*, dan *profitability* memiliki pengaruh terhadap manajemen laba, sementara pada, variabel *profitability* dan *independent board of commissioners* tidak memiliki pengaruh terhadap manajemen laba pada perusahaan sektor pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian. Penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak perusahaan dan investor dalam menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi manajemen laba.

**Kata Kunci:** *Leverage, Profitability, Independent Board of Commissioners, Manajemen Laba*

## Pendahuluan

Laporan keuangan digunakan untuk membantu dalam menyampaikan informasi yang diperlukan guna pengambilan keputusan untuk mengevaluasi dan menganalisis rasio guna menggambarkan kinerja keuangan perusahaan. Baik buruknya performa perusahaan berdampak pada nilai pasar dan mempengaruhi para investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. (Widjaja dan Susanto, 2020). Laba yang direkayasa pada laporan keuangan sering dikenal dengan sebutan manajemen laba. Manajer akan merekayasa nilai laporan keuangan, agar laporan keuangan tersebut terlihat memiliki laba yang baik dan stabil, sehingga dapat membantu dalam mengukur risiko investasi ataupun pinjaman. (Naftalia, 2013). Riske dan Basuki (2013) menjelaskan bahwa suatu intervensi yang dilakukan oleh pihak manajer dengan dapat menaikkan, menurunkan serta meratakan laba pada proses penyusunan laporan keuangan bagi pihak eksternal adalah manajemen laba. Manajer memainkan angka-angka komponen laporan keuangan demi menyembunyikan dan mengubah informasi ketika manajer sedang mencatat dan menyusun informasi. Tindakan manajemen laba terjadi supaya perusahaan terlihat memiliki laba yang stabil dan baik, calon investor dan pasar diharapkan memberikan respon yang positif dan baik pada laporan keuangan. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen laba seperti *leverage*, *profitability* dan *independent board of commissioners*.

Praktik manajemen laba telah menjadi fenomena yang umum di perusahaan dan menimbulkan kerugian bagi pemilik perusahaan. Contoh perusahaan yang diduga melakukan manajemen laba adalah Garuda Indonesia (GIAA). Menurut berita dalam CNN Indonesia, kinerja keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) berhasil membukukan laba bersih US\$809 ribu pada 2018, dan tahun 2017 mengalami kerugian US\$216,58 juta. Komisaris Garuda Indonesia menolak untuk menandatangani laporan keuangan 2018 yang dimana terdapat pencatatan transaksi kerja sama dengan PT. Mahata Aero Teknologi dalam layanan konektivitas *wifi* didalam penerbangan dalam akun pendapatan. Menurutnya, belum ada pembayaran yang masuk dari PT. Mahata Aero Teknologi hingga akhir 2018.

Penelitian ini diharapkan investor agar dapat berhati-hati pada saat melakukan investasi dalam suatu perusahaan karena tidak dapat dipungkiri bahwa perusahaan tersebut dapat melakukan manajemen laba, sehingga dapat terhindar dari perusahaan yang melakukan praktik manajemen laba. Bagi para kreditur agar dapat lebih memastikan kemampuan perusahaan ketika memutuskan untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan memperhatikan laporan keuangan perusahaan, agar dapat mengurangi resiko kerugian. Hasil penelitian ini juga diharapkan agar manajer dapat membuat laporan keuangan yang mencerminkan keadaan sesungguhnya pada laporan keuangan dan bukan untuk keuntungan pribadi. Penelitian ini dapat menjadi bahan referensi serta menjadi acuan kepada peneliti selanjutnya mengenai informasi yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi manajemen laba dalam perusahaan.

## Kajian Teori

**Agency Theory.** Menurut Jensen dan Meckling (1976) teori agensi menjelaskan tentang hubungan antara *principal* (pemilik atau pemegang saham) dengan agen (manajemen perusahaan) yang bertujuan untuk melakukan pendelegasian wewenang dari *principal* dalam pengelolaan kegiatan operasional agar tujuan perusahaan dapat

tercapai. *Principal* atau pemilik perusahaan adalah pihak yang memberikan wewenang, dan agen atau manajemen adalah pihak yang menerima wewenang.

Informasi yang diterima *principal* kurang lengkap sehingga memungkinkan minimnya pengawasan dan kontrol terhadap agen. Manajemen dapat memanfaatkan kesenjangan informasi itu untuk memaksimalkan kepentingan pribadi ataupun kelompok. Salah satu tindakan yang dapat dilakukan manajemen adalah dengan melakukan praktik manajemen laba.

**Signalling Theory.** Teori sinyal adalah cara perusahaan memberikan informasi kepada pihak eksternal. Hal ini dilakukan karena terjadi *asymmetry information* dengan pihak eksternal yang mengetahui lebih banyak informasi mengenai kondisi perusahaan serta prospek perusahaan yang terjadi dimasa mendatang. Pihak eksternal mengharapkan agar sinyal yang diberikan dapat dipercaya, oleh karena itu manajemen merasa perlu untuk menyajikan informasi dalam laporan keuangan yang menunjukkan perusahaan dalam keadaan baik. Apabila realisasinya itu tidak sesuai, maka manajemen dapat terpicu untuk melakukan tindakan kecurangan pada laporan keuangan seperti praktik manajemen laba. Perusahaan mengalami peningkatan dalam pertumbuhannya, perusahaan akan memberikan sinyal kepada investor yang dilihat dari laporan keuangan perusahaan (Brigham dan Houston, 2014).

**Leverage.** *Leverage* adalah rasio utang yang akan digunakan untuk mengukur perbandingan total utang dengan total aktiva. Besar aktiva yang dibiayai oleh utang akan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. *Leverage* merupakan suatu kemampuan perusahaan untuk mencapai kewajiban pada finansialnya baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek, atau menghitung besarnya biaya perusahaan yang dibiayai dengan utang. *Leverage* menjelaskan mengenai besarnya utang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Pendanaan tersebut tidak hanya untuk mendanai aktiva, tetapi juga membantu dalam kegiatan operasional perusahaan lainnya (Fandriani dan Tunjung, 2019).

**Profitability.** Menurut Agustia dan Suryani (2018), mendefinisikan profitabilitas sebagai rasio untuk mengukur keefektifitasan suatu perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaannya, yang dapat dilihat dari nilai laba pada hasil penjualan dan pendapatan investasi perusahaan. Selanjutnya menurut Alfina dan Sambuaga (2021) profitabilitas yang baik mencerminkan bahwa kinerja yang dilakukan perusahaan juga baik. *Profitability* menjelaskan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aktiva perusahaan agar dapat menghasilkan profit, sehingga semakin tinggi *profitability* perusahaan maka kinerja perusahaan juga semakin baik.

**Independent Board of Commissioners.** Menurut Yanthi, et al. (2020) *independent board of commissioners* mempunyai kelebihan untuk dapat memantau setiap aktivitas untuk menghindari adanya manipulasi *profit* atau manajemen laba. Fanani (2014) mendefinisikan *independent board of commissioners* adalah anggota dewan komisaris yang tidak memiliki hubungan dengan pemegang saham, pihak manajemen perusahaan ataupun anggota lainnya. *Independent board of commissioners* bertindak sesuai dengan kepentingan perusahaan, Bursa Efek Indonesia (BEI) mengeluarkan peraturan mengenai anggota dari *independent board of commissioners* dengan minimal terdapat 30% dalam suatu perusahaan. Semakin banyak *independent board of commissioners*, maka keputusan yang dihasilkan untuk mendisiplinkan anggota dalam perusahaan semakin baik. *Independent board of commissioners* merupakan dewan komisaris yang dapat mengurangi tindakan manipulasi manajemen berupa manajemen laba.

### **Kaitan Antar Variabel**

**Leverage dengan Manajemen Laba.** Menurut penelitian dari Natalia et al., (2017) menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan positif terhadap manajemen laba sehingga *leverage* yang tinggi berarti semakin tinggi juga operasi perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fandriani dan Tunjung (2019), *leverage* memberikan pengaruh yang positif signifikan terhadap manajemen laba. Hal tersebut berarti semakin besar hutang maka perusahaan akan berusaha untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Menurut Setyorini dan Ishak (2012) *leverage* dapat berpengaruh negatif terhadap manajemen laba. Menurut Hutchinson dan Leung (2007) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap manajemen laba. Sedangkan Widyaningdyah (2001) mengatakan bahwa *leverage* terbukti memberikan pengaruh yang positif terhadap manajemen laba.

**Profitability dengan Manajemen Laba.** Menurut Sakdiyah, et al. (2020). *Profitability* memberikan pengaruh yang signifikan positif terhadap manajemen laba. Semakin tinggi *profitability* yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk melakukan praktik manajemen laba. Berdasarkan penelitian menurut Natalia et al., (2017) menunjukkan bahwa *profitability* tidak memiliki pengaruh signifikan positif terhadap manajemen laba. Tingkat *profitability* yang tinggi berarti laba yang dihasilkan perusahaan melalui aset cukup besar dan perusahaan juga belum tentu akan melakukan praktik manajemen laba. Hasil penelitian dari Aprina dan Khairunnisa (2015) menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen laba. Berbeda dengan hasil dari Herni dan Susanto (2008) menunjukkan pengaruh negatif atau *profitability* pada manajemen laba. Apabila *profitability* yang didapat perusahaan itu rendah umumnya manajer akan melakukan tindakan manajemen laba.

**Independent Board of Commissioners dengan Manajemen Laba.** Berdasarkan hasil penelitian dari Zulvina (2015) menunjukkan bahwa *independent board of commissioners* berpengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen laba. *Independent board of commissioners* dapat menurunkan angka manajemen laba. Sedangkan menurut Yendrawati (2015) mengatakan bahwa *independent board of commissioners* memiliki pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap manajemen laba. Hal ini dikarenakan *independent board of commissioners* sering kali hanya bertindak pasif bahkan tidak menjalankan peran pengawasannya. Menurut Handriani (2020) berpendapat bahwa *independent board of commissioners* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap manajemen laba. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Firmansyah, et al (2016) bahwa *independent board of commissioners* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap manajemen laba.

### **Pengembangan Hipotesis**

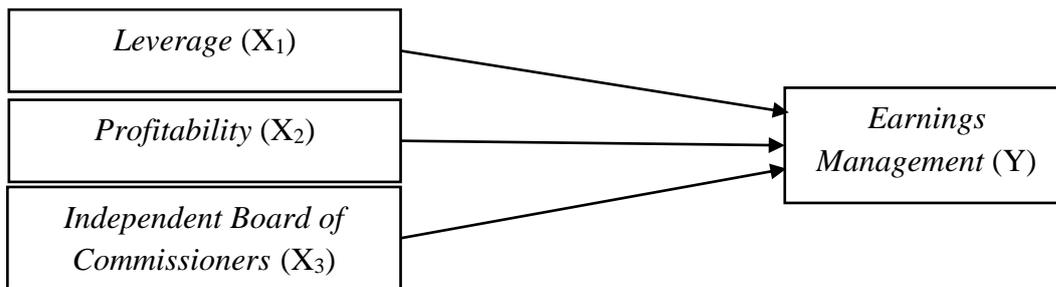
Berdasarkan penelitian, *leverage* memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan manajemen laba (Fitri dkk, 2018), (Alexander dan Hengky, 2017) dan (Gunawan et al, 2015). Tetapi penelitian dari Widjaja dan Susanto (2020), Rosena et al (2016) menyatakan bahwa *leverage* memiliki hubungan yang signifikan dengan manajemen laba. H<sub>1</sub>: *Leverage* berpengaruh positif terhadap manajemen laba.

Hasil penelitian dari Fitri et al (2018), Rahayu (2018), dan Alexander dan Hengky (2017) *profitability* memiliki hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap

manajemen laba, tetapi yang lain menemukan *profitability* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dengan manajemen laba (Widjaja dan Susanto, 2020).  $H_2$  : *Profitability* berpengaruh positif terhadap manajemen laba.

*Independent board of commissioners* tidak berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (Fitri *et al*, 2018).  $H_3$  : *Independent Board of Commissioners* berpengaruh negatif terhadap manajemen laba.

Kerangka pemikiran pada penelitian ini seperti digambarkan dibawah ini



Gambar 1.  
Kerangka Pemikiran

**Metodologi**

Metodologi pada penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada perusahaan sektor pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian dalam periode 2017-2020. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria 1) Seluruh perusahaan pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2017-2020. 2) Perusahaan pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang tidak terdaftar IPO sebelum tahun 2017. 3) Perusahaan pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang tidak mengalami delisting tahun 2017-2020. 4) Perusahaan pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang tidak disuspensi tahun 2017-2020. 5) Perusahaan pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang tidak mengalami kerugian selama tahun 2017-2020. 6) Perusahaan pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang menggunakan mata uang Rupiah dalam laporan keuangan. Jumlah seluruhnya sampel yang valid adalah 18 perusahaan.

Variabel Operasional dan pengukuran yang digunakan adalah:

Tabel 1. Variabel Operasional Dan Pengukuran

Variabel	Ukuran	Skala
Manajemen laba	$DAC_{it} = \frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} - NDAC_{it}$	Rasio
<i>Leverage</i> $DAR = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$		Rasio
<i>Profitability</i>	$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$	Rasio

<i>Independent Board of Commissioners</i>	$\frac{\text{total independent board of commissioners}}{\text{total board members}}$	Rasio
---	--	-------

Sumber: data diolah

### Hasil Uji Statistik

Uji Statistik Deskriptif. Uji ini bertujuan untuk mendeskripsikan ataupun menggambarkan objek penelitian dengan cara memaparkan nilai *mean*, *median*, *maximum*, *minimum*, dan standar deviasi dari tiap variabel.

Tabel 1  
Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

	Y	X1	X2	X3
<i>Mean</i>	0.000189	0.520513	0.048227	0.365741
<i>Median</i>	0.000917	0.513516	0.034401	0.333333
<i>Maximum</i>	0.003537	3.389991	0.164754	0.571429
<i>Minimum</i>	-			
	0.001534	0.074971	0.001020	0.200000
<i>Std. Dev.</i>	0.000780	0.394031	0.039353	0.087892
<i>Observations</i>	72	72	72	72

Sumber: Diolah oleh peneliti, 2022

Berdasarkan tabel di atas, variabel manajemen laba (Y) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.000189, standar deviasi yang diperoleh yaitu 0.000780, dan memiliki nilai median sebesar 0.000917. Nilai *maximum* yang dimiliki senilai 0.016968 dan nilai *minimum* -0.001534. Variabel *leverage* (X1) memiliki nilai *mean* sebesar 0.520513. Nilai median yang diperoleh adalah 0.513516. Dengan nilai *maximum* sebesar 3.389991 dan nilai *minimum* 0.074971. Standar deviasi dalam variabel ini yaitu 0.394031. Variabel *profitability* (X2) memiliki nilai *mean* sebesar 0.048227 dan nilai *median* yaitu 0.034401. Variabel ini memiliki nilai *maximum* sebesar 0.164754, dan memiliki nilai *minimum* yaitu 0.001020. Standar deviasinya senilai 0.039353. Variabel terakhir yaitu *independent board of commissioners* (X3) yang memiliki nilai *mean* sebesar 0.365741. Nilai median yang diperoleh sebesar 0.333333, nilai *maximum* sebesar 0.571429 dan memiliki nilai *minimum* sebesar 0.200000. Standar deviasi untuk variabel ini sebesar 0.087892.

Uji Asumsi Klasik. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari Uji Multikolinearitas. Dalam pengujian multikolinearitas diperoleh nilai korelasi antar variabel di bawah 0,80 yang berarti penelitian ini terhindar dari masalah multikolinearitas.

Uji Koefisien Determinasi. Dalam penelitian ini didapatkan nilai *adjusted R-squared* ialah sebesar 24.76%.

Uji Statistik F. Dalam penelitian ini didapatkan nilai probabilitas *F-stats* ialah sebesar 0.000053. Ketiga nilai probabilitas tersebut lebih kecil daripada 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage*, *profitability*, dan *independent board of commissioners* secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap manajemen laba.

Uji Statistik t. Dalam penelitian ini didapatkan nilai koefisien dan probabilitas pada variabel *leverage* adalah 0.0000 dengan nilai koefisien 0.001027, dapat dikatakan

bahwa *leverage* berpengaruh terhadap manajemen laba. Pada variabel *profitability* memiliki probabilitas sebesar 0.0290 dengan nilai koefisien 0.005051 artinya, *profitability* berpengaruh terhadap manajemen laba dan pada *independent board of commissioners* nilai probabilitas sebesar 0.3793 dan koefisien sebesar -0.000902, hal ini menunjukkan bahwa variabel *independent board of commissioners* tidak berpengaruh terhadap manajemen laba.

Hasil uji t dilakukan setelah semua uji asumsi klasik memenuhi syarat, dan hasilnya dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000260	0.000375	-0.693398	0.4904
<i>Leverage</i>	0.001027	0.000225	4.559915	0.0000
<i>Profitability</i>	0.005051	0.002264	2.231275	0.0290
<i>Independent Board of Commissioners</i>	-0.000902	0.001019	-0.884891	0.3793

Sumber: Data diolah dengan *Eviews 12*

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas, maka diperoleh persamaan regresi yang digunakan untuk penelitian ini, adalah sebagai berikut:

$$EM = -0.000260 + 0.001027X_1 + 0.005051X_2 - 0.000902X_3 + \varepsilon$$

EM = *Earnings Management*

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_{1-3}$  = Koefisien Regresi

X1 = *Leverage*

X2 = *Profitability*

X3 = *Independent Board of Commissioners*

$\varepsilon$  = *Error term*

Berdasarkan hasil regresi di atas, nilai koefisien konstanta menunjukkan nilai koefisien sebesar -0.000260, koefisien untuk *leverage* senilai 0.001027, variabel *profitability* memiliki nilai koefisien sebesar 0.005051, dan *independent board of commissioners* ialah sebesar -0.000902.

### Diskusi

Berdasarkan hasil penelitian ini, variabel *leverage* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.0000 dan koefisien regresi sebesar 0.001027, sehingga dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan dan positif terhadap manajemen laba. Hal ini sejalan dengan penelitian menurut Fandriani dan Tunjung (2019) yang mengatakan apabila hutang perusahaan tinggi maka manajemen akan berusaha untuk membuat laporan keuangan perusahaan stabil dan baik, dan dengan angka hutang yang wajar. Untuk menjaga hubungan dengan para pihak eksternal seperti kreditur dan investor, manajemen perusahaan akan melakukan tindakan manajemen laba agar laporan keuangan perusahaan terlihat menarik.

Pada variabel *profitability*, memiliki nilai probabilitas 0.0290 dengan koefisien 0.05051 dimana menunjukkan bahwa *profitability* memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap manajemen laba. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sakdiyah *et al* (2020) dimana semakin tinggi *profitability* yang dimiliki, maka semakin

besar pula kemungkinan untuk melakukan tindakan manajemen laba. Apabila kinerja perusahaan berada dalam kinerja buruk maupun baik, akan memicu manajer bertindak oportunistik dengan menaikkan laba atau menurunkan laba akuntansi sesuai dengan kondisi kinerja perusahaan tersebut.

Pada variabel *independent board of commissioners* tidak memiliki pengaruh terhadap manajemen laba karena memiliki nilai probabilitas 0.3793 dengan koefisien -0.000902. Berdasarkan hasil di atas, sejalan dengan Yanuarsa *et al.*, 2021 yang mengatakan tingginya jumlah *independent board of commissioners* dalam suatu perusahaan belum tentu juga dapat mengawasi tindakan manajer dalam melakukan kegiatannya. Sering terjadi bahwa anggota dari *independent board of commissioners* tidak melakukan tugasnya dengan baik, jadi banyak sedikitnya *independent board of commissioners* belum tentu perusahaan tersebut akan melakukan manajemen laba.

Implikasi pada penelitian ini agar dapat memberikan manfaat secara teoritis dan praktik. Secara teoritis, agar penelitian ini bisa menjadi bahan yang berguna kepada peneliti selanjutnya untuk dijadikan acuan ataupun referensi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi manajemen laba dalam perusahaan, dan juga diharapkan agar hasil penelitian ini bisa memberikan wawasan tambahan mengenai penjelasan tentang manajemen laba yang terdapat pada perusahaan sektor pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian. Kemudian kontribusi secara praktik, hasil penelitian ini juga dapat digunakan bagi para pihak eksternal seperti investor agar investor berhati-hati saat melakukan investasi karena tidak dapat dipungkiri bahwa perusahaan tersebut dapat melakukan manajemen laba, dengan begitu investor akan terhindar dari perusahaan yang melakukan tindakan manajemen laba. Bagi para pihak eksternal lain seperti kreditur, juga agar memperhatikan laporan keuangan suatu perusahaan, dengan begitu resiko kerugian saat memberikan pinjaman kepada perusahaan akan berkurang.

## Penutup

Berdasarkan hasil dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan dan positif terhadap manajemen laba, *profitability* berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap manajemen laba, sedangkan *independent board of commissioners* tidak berpengaruh signifikan dan secara negatif terhadap manajemen laba pada perusahaan sektor pertambangan, transportasi, infrastruktur, utilitas dan pertanian yang terdaftar di BEI tahun 2017-2020. Terdapat keterbatasan dalam penelitian ini yaitu seperti nilai *adjusted R-squared* penelitian yang hanya sebesar 24.76% dimana masih terdapat banyak variabel independen yang lain yang dapat memengaruhi manajemen laba tetapi tidak dimasukkan kedalam penelitian ini. Variabel yang digunakan sedikit dan periode yang dilakukan pada penelitian ini hanya 2017 sampai 2020 saja.

Berdasarkan keterbatasan di atas maka saran yang dapat diberikan pada penelitian selanjutnya agar dapat memperluas variabel yang akan diteliti, peneliti selanjutnya dapat menggunakan variabel independen lain seperti *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan lain sebagainya, dan diharapkan bagi peneliti selanjutnya agar dapat menggunakan periode penelitian dengan jangka waktu yang lebih lama lagi agar dapat memperoleh penjelasan lebih lagi mengenai manajemen laba.

**Daftar Rujukan/Pustaka**

- Alexander, N., & Hengky, H. (2017). Factors Affecting Earnings Management in the Indonesian Stock Exchange. *Journal of Finance and Banking Review*, 2(2), 8–14.
- Alfina, C., & Sambuaga, E. A. (2021). Pengaruh Leverage, Opportunistic Behaviour, Financial Distress Terhadap Earnings Management. *ULTIMA Accounting*, 60-74.
- Brigham, F. E., & Houston, F. J. (2014). *Essentials of financial management*, 3rd edition. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Fanani, Z. (2014). Karakteristik Perusahaan Dan Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba: Studi Analisis Meta. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 181-200.
- Fandriani, V., & Tunjung, H. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan, Dan Kualitas Audit Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(2), 505–514.
- Fitri, A. (2017). Pengaruh free cash flow dan leverage terhadap manajemen laba pada perusahaan manufaktur di BEI. *Jurnal Akuntansi Universitas Serang*, 4(1), 64-77
- Gunawan., Ketut, I., & et al. (2015). “Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”. e- Jurnal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha Volume 03, No.01 Tahun 2015. Singaraja
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 311-360. 1976
- Natalia, M., Meyliana., & Debbianita. (2017). Kualitas Audit dan Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Maranatha*, 170-179.
- Naftalia, V. C., & Marsono. (2013). Pengaruh Leverage Terhadap Manajemen Laba Dengan Corporate Governance Sebagai Variabel. *Diponegoro Journal of Accounting*.
- Nurjannah, R., & Daulay, M. (2019). Analysis of The Effect of Corporate Governance, Leverage, and Audit Quality on Profit Management with Company Size as a Moderating Variable on The Goods Consumer Company Registered in Indonesia Stock Exchange (IDX). *Garuda: Garba Rujukan Digital*, 1(1), 1–10.
- Rahayu, L. P. (2018). Pengaruh profitabilitas terhadap manajemen laba. *Jurnal Ekobis Dewantara*, 1(2), 14-24.
- Rosena, A. D., Mulyani, S. D., & Prayogo, B. (2016). Pengaruh kualitas audit dan leverage terhadap manajemen laba. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 3(1), 21-42
- Sakdiyah., Halimatus., dkk. (2020). "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Profitabilitas dan Leverage Terhadap Manajemen Laba (Studi Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2016-2019) ". Malang : E - Jurnal Riset Manajemen
- Widjaja, R. H., & Susanto, L. (2020). Earnings Management: Free Cash Flow, Leverage, Profitability Moderated By Firm Size. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2(7), 962–970.

- Yanuarsa, M., Wijayanti, D. M., & Haryono, S. (2021). The Influence of Ownership Structure, Debt Structure, and Independent Commissioner on Earning Management. *Jurnal Al-Qardh*, 6(2), 29–48.
- Yendrawati, R. (2015). Pengaruh Dewan Komisaris Independen, Komite Audit, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Entrepreneur dan Entrepreneurship*, Volume 4, 33-40.
- Zulvina, Y. (2015). Pengaruh Komisaris Independen, Komite Audit dan Blockholders terhadap Earnings Management (Studi Pada Emiten Sektor Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jom FEKON*, 2(2), 1–16.

## PENGARUH COVID-19, VOLUME PERDAGANGAN, MARKET TO BOOK RATIO DAN KAPITALISASI PASAR TERHADAP RETURN SAHAM

Dela Apriani\* dan Rousilita Suhendah

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta

\*Email: [del.a.125170467@stu.untar.ac.id](mailto:del.a.125170467@stu.untar.ac.id)

### **Abstract:**

*This research aims at how the covid-19, trading volume, market to book ratio, and market capitalization toward stock return on sector transportation, telecommunication, and mining listed on the Indonesia Stock Exchange during 2020. The sample was selected using purposive sampling method and the valid data was 140 companies. Data processing techniques using multiple regression analysis and helped by Eviews 10 program and Microsoft Excel 2013. The results of this study indicate that the covid-19, trading volume, and market capitalization have a significant influence on stock return. While market capitalization does not influence stock return. The implication of this study is the need to increase the value of trading volume and market capitalization by maintaining the quality of the company during a pandemic so that it can provide a good signal for investors.*

**Keywords:** Covid-19, Volume, Ratio, Capitalization, Return

### **Abstrak :**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui covid-19, volume perdagangan, *market to book ratio*, dan kapitalisasi pasar terhadap *return* saham pada sektor transportasi, telekomunikasi, dan pertambangan yang terdaftar di BEI tahun 2020. Sampel dipilih dengan metode purposive sampling dan data yang valid adalah 140 perusahaan. Teknik pengolahan data menggunakan analisis regresi berganda yang dibantu oleh program Eviews 10 dan Microsoft Excel 2013. Hasil penelitian menunjukkan jumlah kasus konfirmasi positif covid-19, volume perdagangan, dan kapitalisasi pasar mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan *market to book ratio* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Implikasi dari penelitian ini adalah perlunya peningkatan nilai volume perdagangan dan kapitalisasi pasar dengan mempertahankan kualitas perusahaan di tengah pandemi sehingga dapat memberikan sinyal yang baik bagi investor.

**Kata kunci :** Covid-19, Volume, *Ratio*, Kapitalisasi, *Return*

### **Pendahuluan**

Kegiatan bisnis yang dilakukan oleh perusahaan membutuhkan tambahan modal bagi kelangsungan usaha perusahaan (*going concern*). Tambahan modal atau dana yang dibutuhkan perusahaan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan misalnya pengadaan alat yang digunakan sebagai modal utama perusahaan maupun digunakan untuk melakukan ekspansi usaha. Oleh karena itu, dana yang dibutuhkan

tidaklah sedikit dalam rangka mewujudkan keinginan perusahaan yang ingin terus berkembang lebih baik dalam mempertahankan kelangsungan usaha perusahaan. Tambahan modal diperoleh perusahaan dengan cara memasuki pasar modal agar dapat memperoleh investor dengan menerbitkan saham. Investor membeli saham dengan tujuan mendapatkan keuntungan dari hasil investasinya (*return*). *Return* diperoleh dari hasil pembagian keuntungan dalam bentuk dividen ataupun dengan hasil penjualan kembali saham yang harga jualnya lebih tinggi dari harga saham saat diperoleh. Ketidakpastian ekonomi akibat Covid-19 menjadikan Covid-19 sebagai faktor yang dapat digunakan investor untuk menganalisis *return* saham yang diperoleh. Akibat Covid-19, terjadi penurunan signifikan terhadap perdagangan di bursa pada Maret 2020 saat pemerintah mengumumkan dua kasus positif COVID-19 di Indonesia. Menurut Istiningrum dan Suryati (2014) *market to book ratio* dipandang sebagai rasio yang digunakan untuk memprediksi *stock return* karena menggunakan proksi harga pasar saham dalam pengukurannya. Tingginya volume perdagangan dipandang sebagai indikator semakin baiknya pasar. *Market to book ratio* mampu memperkirakan pengaruh antara nilai buku dengan *stock return*, serta menentukan investor akan mendapatkan *capital gain* (keuntungan) atau *capital loss* (kerugian) atas investasi saham yang telah dipilihnya, berdasarkan penelitian yang telah dilakukan Pontiff dan Schall (1998). Kapitalisasi pasar digunakan sebagai tolak ukur untuk memprediksi nilai *return* yang akan diterima oleh investor di masa depan.

*Return* saham di Indonesia saat pandemi Covid-19 menunjukkan *return* saham sepanjang kuartal IV selama tahun 2020 menurun, walaupun beberapa saham perusahaan misalnya saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM), PT Bukit Asam Tbk (PTBA) dan PT Timah Tbk (TINS) yang pada bulan April 2020 memberikan *return* yang lebih tinggi dari IHSG. Pada September 2020, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menunjukkan minus 22,69% yang pada akhir September ditutup di level 4.870,04. Kebaharuan penelitian ini adalah belum ada penelitian mengenai pengaruh Covid-19, volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan *market to book ratio* terhadap *return* saham di Indonesia pada perusahaan sektor jasa transportasi, komunikasi serta pertambangan.

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi akademisi, informasi bagi perusahaan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham ditengah pandemi serta pertimbangan keputusan untuk memahami keadaan pasar di tengah pandemi Covid-19 bagi investor.

## Kajian Teori

*Signalling Theory*. Teori ini bermanfaat untuk mendeskripsikan perilaku antara dua pihak, antar individu maupun antar organisasi saat keduanya memiliki akses informasi yang berbeda (Connelly, Certo, Ireland dan Reutzel, 2011). Adanya perbedaan informasi menyebabkan investor tidak dapat mengetahui kualitas perusahaan yang baik dan buruk. Informasi yang diungkapkan perusahaan akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Ketika terjadi peristiwa yang mengandung sinyal negatif bagi para investor, maka diperkirakan akan menyebabkan penurunan pada harga saham, volume perdagangan dan abnormal *return* saham (Darmayanti, Mildawati dan Susilowati, 2020).

*Efficient Market Theory*. Informasi baru yang siap dimasukkan ke dalam harga sekuritas dan aktivitas pasar atau analisis data historis dan data sekarang tidak dapat membantu investor untuk memprediksi masa depan atau untuk mendapatkan keuntungan yang disesuaikan dengan risiko di atas rata-rata (Naseer dan Tariq, 2015).

Menurut Darmayanti dkk. (2020) semakin sedikit informasi yang diberikan perusahaan kepada investor terkait dengan *return* sahamnya, maka investor akan semakin tidak tertarik untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Informasi sangat dibutuhkan investor untuk mengetahui dan memprediksi keuntungan yang akan didapat dari hasil investasinya.

**Jumlah Kasus Konfirmasi Positif Covid-19.** Covid-19 merupakan suatu penyakit infeksi yang disebabkan oleh virus corona varian baru yang baru ditemukan (WHO, 2019). Seiring dengan semakin meningkatnya jumlah kasus positif karena Covid-19, terjadi ketidakpastian kondisi ekonomi di Indonesia yang menyebabkan terjadinya penurunan *return* saham pada sektor yang terdampak Covid-19. Hal ini sejalan dengan temuan penelitian (Al Awadhi et.all, 2020) dan (Ashraf, 2020). Namun, pada temuan Sansa (2020) menyatakan bahwa Covid-19 mempengaruhi *return* saham secara positif.

**Volume Perdagangan.** Volume perdagangan merupakan jumlah saham harian yang diperdagangkan serta volume dapat dijadikan prediksi untuk *return* saham. Menurut Kim (2020) mengetahui tingkat volume perdagangan yang tepat merupakan proses penting karena investor menyimpan informasi baru kedalam harga saham dan perusahaan menaikkan modalnya untuk membiayai proyek pasar keuangannya. Penelitian yang dilakukan oleh Widayanti dan Haryanto (2013) mendapatkan kesimpulan bahwa volume perdagangan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Namun, kesimpulan lain diperoleh pada penelitian yang dilakukan oleh Nafiah (2017) yang menyimpulkan hal yang berbeda bahwa volume perdagangan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

**Market to book ratio.** *Market to book ratio* merupakan rasio yang digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasar (Justina, 2017). Investor dapat menganalisis keuntungan yang didapatkan dari hasil investasinya dengan acuan nilai *book to market ratio* perusahaan. Investor mengevaluasi nilai buku suatu perusahaan dengan menggunakan harga saham perusahaannya. Semakin rendah nilai *book to market ratio* perusahaan, kemungkinan investor untuk mendapatkan *return* juga semakin rendah. Hal ini sejalan dengan temuan penelitian (Istiningrum dan Suryati, 2014). Namun, beberapa penelitian menemukan bahwa *market to book ratio* tidak berpengaruh terhadap *return* saham (Kusmayadi, Rahman dan Abdullah, 2018) dan (Rizqiyana dan Arfianto, 2019).

**Kapitalisasi Pasar.** Kapitalisasi pasar merupakan salah satu cara untuk mengetahui nilai perusahaan yang dicerminkan dari nilai pasar saham perusahaan tersebut. Menurut (Kumar dan Kumara, 2020) investor dapat mengetahui nilai perusahaan dari nilai kapitalisasi pasar yang memudahkan investor untuk menentukan perusahaan yang layak untuk diinvestasikan dengan mempertimbangkan risiko dan keuntungan investasinya. Apabila terjadi penawaran yang tinggi terhadap suatu saham yang diterbitkan perusahaan, maka harga saham tersebut akan naik dan menjadi sebuah investasi yang menguntungkan bagi investor. Hal ini sejalan dengan penelitian (Niawaradila dkk., 2021), namun Harahap (2017) menyimpulkan kapitalisasi pasar memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham.

### **Kaitan Antar Variabel**

**Kasus Konfirmasi Positif Covid-19 dengan Return Saham.** Kasus harian terkonfirmasi virus Covid-19 di Indonesia sejak awal masuknya virus Covid-19 pada 2 Maret 2020 menimbulkan angka terkonfirmasi positif yang tinggi sepanjang tahun 2020. Kenaikan jumlah terkonfirmasi positif tiap bulannya meningkat hingga pada 31 Desember 2020 telah mencapai 8074 kasus Covid-19 yang terkonfirmasi. Sejak

pandemi Covid-19, telah banyak penelitian terkait dampak pandemi Covid-19 terhadap reaksi pasar saham di dunia, misalnya penelitian yang dilakukan oleh Ashraf (2020), Baker et.al (2020, serta Anh dan Gan (2020). Hal ini sejalan dengan temuan penelitian (Al Awadhi et.all, 2020) dan (Ashraf, 2020). Namun, pada temuan Sansa (2020) menyatakan bahwa Covid-19 mempengaruhi *return* saham secara positif.

**Volume Perdagangan dengan Return Saham.** Volume perdagangan saham dan perubahan harga yang ada di bursa dapat dijadikan parameter bagi investor untuk menganalisis perubahan yang terjadi di pasar. Investor menganalisis laporan informatif untuk mengetahui informasi yang dapat digunakan sebagai acuan untuk pengambilan keputusan transaksi dengan menggunakan aktivitas volume perdagangan perusahaan. Volume perdagangan yang memiliki nilai yang tinggi menyiratkan bahwa saham tersebut menjadi incaran investor. Saham yang diminati investor akan menimbulkan *demand* terhadap saham tersebut menjadi tinggi. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus dimasa depan sehingga kualitas saham yang bagus yang tercermin dari volume perdagangan yang tinggi akan memberikan dampak *return* saham yang tinggi pada investor. Pada penelitian yang dilakukan oleh Widayanti dan Haryanto (2013) didapatkan kesimpulan bahwa volume perdagangan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Namun, kesimpulan yang berbeda ditunjukkan pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Indriastuti dan Nafiah (2017) yang menyimpulkan bahwa volume perdagangan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

**Market to book ratio dengan Return Saham.** Menurut Justina (2018) book to market ratio merupakan rasio yang sering digunakan dalam menganalisis besarnya keuntungan dari saham. Sebagian pertimbangan investor menerapkan book to market ratio didalam menganalisis investasi antara lain, book value membagikan pengukuran yang relatif normal, dibanding dengan market price. Bagi investor yang tidak mempercayai taksiran discounted cash flow, book value dapat menjadi benchmark dalam memperbandingkan dengan market price. Sebab standar akuntansi yang nyaris sama pada tiap industri, book to market ratio dapat dikomparasikan dengan industri lain yang terletak pada satu zona, untuk mengenali apakah industri tersebut masih undervalue ataupun telah overvalue. Book to market ratio adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja industri lewat harga pasarnya. Entitas dengan nilai book to market ratio yang besar mencerminkan pasar menghargai entitas relatif lebih rendah daripada book value-nya. Apabila book to market value entitas perusahaan besar, maka pasar menghargai saham entitas menjadi rendah. Rendahnya nilai pasar saham menyebabkan kecilnya kemungkinan investor memperoleh *return*. Pada penelitian yang dilakukan oleh Justina (2017), disimpulkan bahwa book to market ratio berpengaruh negatif terhadap *return* portofolio saham. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Araújo dan Machado (2018) serta Nugroho (2020) disimpulkan bahwa book to market ratio berpengaruh positif terhadap *return* saham.

**Kapitalisasi Pasar dengan Return Saham.** Menurut Soebijakto (2013) Kapitalisasi pasar sebenarnya merupakan nilai dari saham perusahaan yang beredar di pasar. Menurut Kumar dan Kumara (2020) "*Market Capitalization plays a very important role as it is a fast and easy method in evaluating a company's value by simply multiplying the share.*" Berdasarkan pernyataan tersebut, didapatkan kesimpulan bahwa kapitalisasi pasar menunjukkan nilai dari saham perusahaan yang digunakan untuk mengevaluasi perusahaan dan dihitung dengan cara mengkalikan nilai sahamnya yang beredar di pasar. Kapitalisasi pasar yang besar akan menarik investor untuk berinvestasi sehingga banyaknya peminat terhadap suatu saham akan mengakibatkan harga saham

yang tinggi dan berpotensi akan memberikan *return* yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Al-Awadhi et.all (2020) menyimpulkan bahwa saham kapitalisasi pada pasar yang besar mengalami pengaruh negatif yang lebih signifikan terhadap *return* saham dibandingkan saham kapitalisasi pada pasar kecil. Hasil yang sama ditunjukkan pada penelitian yang dilakukan Taslim dan Wijayanto (2015) bahwa kapitalisasi pasar berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return* saham. Namun, pada penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Kumara (2020) disimpulkan bahwa Covid-19 memiliki signifikansi positif dan kuat secara statistik pada perubahan kinerja pasar dan nilai kapitalisasi pasarnya. Hal yang sama juga ditunjukkan pada penelitian yang dilakukan oleh Niawaradila, Wiyono dan Maulida (2021) bahwa kapitalisasi pasar mempengaruhi *return* saham secara positif dan signifikan.

### Pengembangan Hipotesis

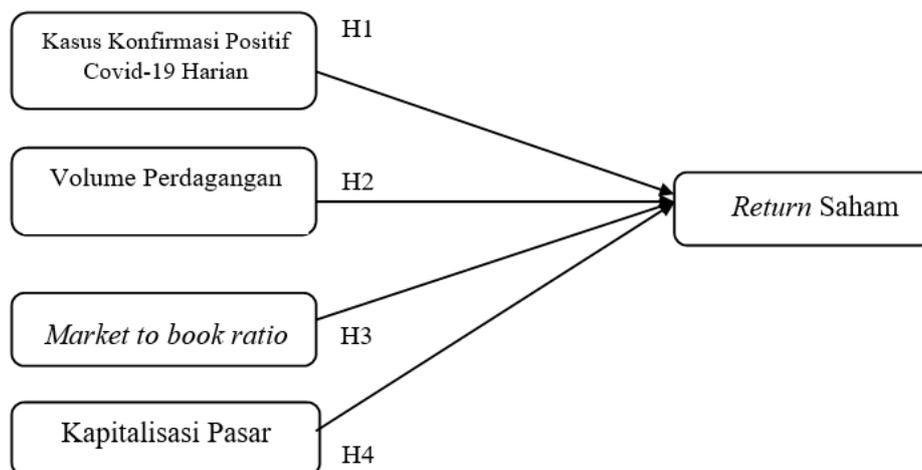
Berdasarkan penelitian, kasus konfirmasi positif Covid-19 memiliki hubungan yang negatif signifikan dengan *return* saham (Al- Awadhi et.all, 2020), dan (Ashraf, 2020). Tetapi pada penelitian lain menyatakan bahwa kasus konfirmasi positif Covid-19 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham (Sansa, 2020). H1: Kasus konfirmasi positif Covid-19 harian berpengaruh negatif terhadap *return* saham di Indonesia.

Berdasarkan penelitian, volume perdagangan memiliki hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap *return* saham (Widayanti dan Haryanto, 2013). Tetapi, hasil penelitian lain menemukan volume perdagangan tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham (Indriastuti dan Nafiah, 2017). H2: Volume perdagangan berpengaruh positif terhadap *return* saham di Indonesia.

Menurut penelitian yang dilakukan Rizqiyana dan Arfianto (2019), *market to book ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Namun pada penelitian Istiningrum dan Suryati (2014) menemukan bahwa *market to book ratio* memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. H3: *Market to book ratio* berpengaruh negatif terhadap *return* saham di Indonesia.

Menurut penelitian yang dilakukan Niawaradila dkk. (2021), kapitalisasi pasar memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Namun pada penelitian Harahap (2017) menemukan bahwa kapitalisasi pasar memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham. H4: Kapitalisasi pasar berpengaruh positif terhadap *return* saham di Indonesia.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini digambarkan seperti berikut :



Gambar 1.  
Kerangka Penelitian

### Metodologi

1) Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia periode 2020. 2) Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah purposive sampling pada perusahaan sektor transportasi, telekomunikasi dan pertambangan dengan 4) kriteria 1) perusahaan transportasi, telekomunikasi dan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2020; 2) laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap tahun 2019;

3) menyajikan laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember; 4) memiliki data lengkap dari tanggal 28 Februari 2020 sampai tanggal 30 Desember 2020. Jumlah seluruh sampel yang valid adalah 104 perusahaan.

Operasional variabel dan pengukuran yang digunakan adalah :

Tabel 1. Operasional Variabel

No.	Variabel	Ukuran	Skala	Sumber
1.	Daily Confirmed Case (DCC)	$DCC = \sum X_{i,t}$	Ordinal	Al-Awadhi, Alsaifi, Al-Awadhi, dan Alhammadi, (2020)
2.	Volume Perdagangan	$\frac{\sum \text{Saham Diperdagangkan}}{\sum \text{Saham yang Beredar}}$	Rasio	Widayanti dan Haryanto (2013)
3.	Market to book ratio	$\frac{MC}{Total Equity}$	Rasio	Inezwari (2013)
4.	Kapitalisasi Pasar	$N \times P$	Rasio	Kumar dan Kumara (2020)
5.	Return Saham	$\ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$	Rasio	Anh dan Gan (2020)

Sumber : Pengolahan dari *Eviews10*

### Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Uji Asumsi Klasik. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari Uji Multikolinearitas dan Uji Heteroskedastisitas. Hasil uji Multikolinearitas menunjukkan tidak terdapat nilai yang melebihi 0,8 ( $< 0,8$ ) sehingga model regresi dapat dikatakan terbebas dari multikolinearitas. Untuk uji Heteroskedastisitas menggunakan uji *Glejser* dan menunjukkan hasil nilai probabilitas p-value (Prob. Chi-Square(4)) adalah 0,6371 lebih tinggi dari nilai ( $\alpha$ ) 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat indikasi masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini.

Hasil uji pengaruh (uji t) dilakukan setelah semua uji asumsi klasik memenuhi persyaratan, dan hasilnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini

Tabel 3.

Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Dependent Variable: Y_STOCK_RETURN
Method: Panel Least Squares

Date: 06/29/21 Time: 18:44				
Sample: 2/28/2020 12/30/2020				
Periods included: 201				
Cross-sections included: 104				
Total panel (balanced) observations: 20904				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,740927	0,059303	-12,49388	0,0000
DCC	-0,000000390	0,000000159	-2,456888	0,0140
TV	0,572654	0,019993	28,64230	0,000
MTBR	-0,616989	0,942999	-0,654283	0,5129
MC	0,018155	0,019993	12,69686	0,0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,051711	Mean dependent var	0,001309	
Adjusted R-squared	0,046831	S.D. dependent var	0,043423	
S.E. of regression	0,042394	Akaike info criterion	-3,478460	
Sum squared resid	37,37590	Schwarz criterion	-3,437398	
Log likelihood	36464,86	Hannan-Quinn criter	-3,465054	
F-statistic	10,59826	Durbin-Watson stat	1,951855	
Prob(F-statistic)	0,000000			

Sumber : Pengolahan dari *Eviews10*

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan Tabel 3, variabel jumlah konfirmasi kasus positif Covid-19 atau daily confirmed case (dcc) mempunyai pengaruh negatif (Coefficient = -0,000000390) dan signifikan (sig. = 0,0140) terhadap *return* saham, dan menunjukkan semakin banyak jumlah pasien terkonfirmasi positif Covid-19, maka *return* saham di Indonesia semakin menurun. Variabel volume perdagangan atau trading volume (TV) mempunyai pengaruh positif (Coefficient = 0,572654) dan signifikan (sig. = 0) terhadap *return* saham. Hal ini disebabkan karena sepanjang tahun 2020 terjadi kenaikan jumlah investor baru dalam pasar modal. Variabel *market to book ratio* (mtbr) mempunyai pengaruh negatif (Coefficient = -0,616989) dan tidak signifikan (sig. = 0,5129). Hal ini kemungkinan disebabkan oleh dengan ketidakpastian kondisi ekonomi semenjak kemunculan Covid-19 di Indonesia selama tahun 2020 menyebabkan penilaian pasar terhadap perusahaan menjadi rendah. Kapitalisasi pasar atau market capitalization (MC) mempunyai pengaruh positif (Coefficient = 0,018155) dan signifikan (sig. = 0). Saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar akan menjadi incaran investor karena cocok untuk investasi jangka panjang karena perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar yang tinggi berpotensi akan bertumbuh semakin baik.

Untuk mengetahui korelasi variabel-variabel independen terhadap variabel dependen, maka dilakukan uji determinan (R). Berdasarkan Tabel 3, *Adjusted R-Square* menunjukkan nilai 0,048.

### Diskusi

Berdasarkan hasil penelitian ini, Covid-19 yang diprosikan jumlah kasus konfirmasi positif Covid-19 menunjukkan setiap terjadi kenaikan angka kasus positif Covid-19, *return* saham perusahaan menurun. Hal ini disebabkan pemerintah akan memberlakukan PSBB sehingga operasional perusahaan transportasi dan pertambangan akan terganggu akibat pembatasan aktivitas masyarakat di luar ruangan. Volume perdagangan menunjukkan kenaikan selama tahun 2020 sehingga *return* saham perusahaan meningkat. Hal ini disebabkan karena selama tahun 2020 terjadi kenaikan jumlah investor baru salam bursa efek. *Market to book ratio* menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Dari hasil yang diperoleh, disimpulkan bahwa kinerja perusahaan selama tahun 2020 belum cukup baik. Kapitalisasi pasar menunjukkan pengaruh terhadap *return* saham karena Kapitalisasi pasar pada perusahaan *knowledge based company* cenderung menunjukkan nilai yang besar sehingga menarik para investor.

### Penutup

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sampel yang digunakan sebagai subyek penelitian ini hanya menggunakan perusahaan sektor transportasi, telekomunikasi dan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), hasil penelitian ini hanya menggambarkan pengaruh terhadap variabel *return* saham yang terjadi sepanjang tahun 2020 dan hanya menggunakan empat variabel independen, yaitu jumlah kasus konfirmasi positif Covid-19 harian, volume perdagangan, *market to book ratio* dan kapitalisasi pasar. Untuk penelitian selanjutnya dimungkinkan untuk menggunakan sampel perusahaan yang bergerak pada jenis usaha lain seperti jenis jasa maupun jenis manufaktur dan dapat menambahkan berbagai variabel bebas seperti kasus kematian harian, pertumbuhan kasus kematian, pertumbuhan kasus positif dan frekuensi perdagangan pada penelitian sehingga dapat memberikan pandangan yang berbeda mengenai pengaruh berbagai variabel terhadap *return* saham untuk dijadikan acuan pertimbangan pemangku kepentingan dalam pengambilan keputusan di masa pandemi Covid-19.

### Daftar Rujukan/Pustaka

- Al- Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al- Awadhi, A., dan Alhammadi, S. (2020) Death and Contagious Infectious Diseases: Impact of the COVID-19 Virus on Stock Market Returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27 : 100326 1-5
- Altig, B., Baker, S., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., dkk., (2020) Economic Uncertainty Before And During The COVID-19 Pandemic. *Journal of Public Economic*, 191: 104274 1-13
- Anh, D. L. T., dan Gan, C. (2020) The Impact Of The COVID-19 Lockdown on Stock Market Performance : Evidence from Vietnam.
- Araujo, R. C. C., dan Machado, M. A. V. (2018) Book to Market Ratio, Return on Equity and Brazilian Stock Returns. *RAUSP Management Journal*, 53(3) 324-344

- Ashraf, B. N. (2020) Stock Market's Reaction to COVID-19: Cases or Fatalities? . Research in International Business and Finance, 54: 101249 1-18
- Connelly, B. L., Certo, T., dan Ireland, R. D. (2011) Signalling Theory: A Review and Assesment. *Journal of Management*, 37(1) 39-67
- Darmayanti, N., Mildawati, T., dan Susilowati, F. D .(2017) Dampak COVID-19 Terhadap Perubahan Harga dan Return Saham. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 4(4) 462-480
- Harahap, A. N. (2017) Pengaruh Frekuensi Perdagangan, Volume Perdagangan, Dan Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Saham LQ45 Di Bursa Efek Indonesia. Universitas Islam Negeri Sultan Syarif Kasim Riau.
- Indriastuti, A., dan Nafiah, Z. (2017) Pengaruh Volume Perdagangan, Kurs Dan Risiko Pasar Terhadap Return Saham. *Jurnal STIE SEMARANG*, 9 (1) 72-80
- Inezwari, Dian K. (2013) Relative Valuation Model Analysis Of Idx LQ45 Stocks. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 6(1) 67-96
- Istiningrum, A. A., dan Suryati (2014) Pengaruh Residual Income dan Market to book ratio Terhadap Stock Return Pada Industri Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 11(3) 42-62
- Justina, Dormauli (2017) Pengaruh Firm Size dan Market to book ratio terhadap Return Portofolio. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 15(2) 138-145
- Kim, J., Kim, R., dan Kim, S. (2020) Does financial statement comparability mitigate delayed trading volume before earnings announcements. *Journal of Business Research*, 107 62-75
- Kumar, M. P., dan Kumara, N. V. M. (2020) Market Capitalization: Pre and Post Covid-19 Analysis. *Materials Today: Proceedings*, 1-5
- Kusmayadi, D., Rahman, R., dan Abdullah, Y. A. (2018) Analysis of the effect of net profit margin, price to book value, and debt to equity ratio on stock return. *International Journal of Recent Scientific Research*, 9(7) 28.091-28.095
- Niarawadila, B., Wiyono, G. dan Maulida, A.(2021) Pengaruh frekuensi perdagangan, volume perdagangan, dan kapitalisasi pasar terhadap return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2016-2019. *ECOBISMA (Jurnal Ekonomi, Bisnis dan Manajemen)*, 8(1) 122-138
- Naseer, M., dan Dr.Tariq, Y. B. (2015) The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of the Literature. *The IUP Journal of Financial Risk Management*, 12(4) 48-63
- Pontiff, J., dan Schall, L. D. (1998). Book to market ratios as predictors of market returns. *Journal of Financial Economics*, 49 141-160
- Rizqiyana, A., dan Arfianto, E. D. (2019) Pengaruh Ambiguity, Market Risk Premium, Market To Book, Size, dan Momentum Terhadap Return Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar Dalam Indeks LQ45 Periode 2017-2018. *Diponegoro Journal of Management*, 8(4) 70-79
- Sansa, N. A. (2020) The Correlation Between COVID-19 Confirmed and Recovered Cases in China : Simple Regression Linear Model Evidence. *Electronic Research Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(1) 121-129
- Soebijakto, P. A. (2013) Pengaruh faktor fundamental dan nilai kapitalisasi pasar terhadap return saham (studi empiris pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2006 – 2010). Undergraduate thesis, STIE PERBANAS SURABAYA.

- Taslim, A., dan Wijayanto, A. (2016) Pengaruh Frekuensi Perdagangan Saham, Volume Perdagangan Saham, Kapitalisasi Pasar dan Jumlah Hari Perdagangan Terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*, 5(1) 1-6
- Widayanti, P. dan Haryanto, A., M. (2013) Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Dan Volume Perdagangan Terhadap Return Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan Real Estate And Property Yang Terdaftar Di Bei Periode 2007 2010). *Diponegoro Journal Of Management*, 2 (3) 1-11

## FAKTOR PENENTU *CASH HOLDING* PERUSAHAAN *CONSUMER NON-CYCLICALS*

Indah Permatasari Zafari Putri\* dan Rousilita Suhendah

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta

\*Email: [indah.125200152@stu.untar.ac.id](mailto:indah.125200152@stu.untar.ac.id)

### Abstract:

*This study aims to analyze whether there is an effect of leverage, net working capital, firm size, growth opportunity, and profitability on cash holding. This research uses quantitative methods with a total data sample of 38 consumer non-cyclical companies for the 2020-2022 period. The data sampling technique uses purposive sampling with predetermined criteria. The data was processed and tested using Microsoft Excel 2021 and the E-Views 12 Student Version Lite application. The results of this study indicate that profitability has a significant positive effect on cash holding, while leverage, net working capital, firm size, and growth opportunity have no effect on cash holding. The implication of this research is expected to provide an overview of the effectiveness of cash holding in a company so that investment opportunities are open to investors.*

**Keywords:** *Leverage, Net Working Capital, Firm Size, Growth Opportunity, Profitability*

### Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat pengaruh dari *leverage, net working capital, firm size, growth opportunity*, dan profitabilitas terhadap *cash holding*. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan jumlah sampel data sebanyak 38 perusahaan *consumer non-cyclicals* periode 2020-2022. Teknik pengambilan sampel data menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria yang telah ditentukan. Data diolah dan diuji menggunakan *Microsoft Excel 2021* dan aplikasi *E-Views 12 Student Version Lite*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holding*, sedangkan *leverage, net working capital, firm size*, dan *growth opportunity* tidak memiliki pengaruh terhadap *cash holding*. Implikasi dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai keefektifan *cash holding* pada suatu perusahaan sehingga terbukanya peluang investasi untuk para investor.

**Kata kunci :** *Leverage, Net Working Capital, Firm Size, Growth Opportunity, Profitabilitas*

### Pendahuluan

Dampak global dari pandemi COVID-19 telah menyebabkan tantangan ekonomi yang substansial dan menyebabkan bisnis menghadapi kerugian yang signifikan sehingga mengakibatkan banyak perusahaan mengajukan kebangkrutan karena ketidakmampuan untuk memenuhi tuntutan operasional. Sektor *consumer non-cyclicals* merupakan penopang vital bagi pasar modal Indonesia. Persaingan yang semakin ketat dan berkembang pesatnya era globalisasi mengakibatkan timbulnya persaingan yang kompetitif antar industri sejenis maupun keseluruhan. Persaingan yang ketat ini dapat

dilihat dari kasus Hero Supermarket yang melakukan perubahan strategi pada tahun 2021 dan menekankan perlunya untuk meningkatkan kualitas daya saing perusahaan. Pentingnya pengendalian keuangan yang tepat digarisbawahi oleh kerugian Hero Supermarket yang cukup besar pada tahun 2020 sebesar Rp. 1.215 Miliar dan penurunan drastis pada saldo kas dan setara kas sebesar 55%. Oleh karena itu, untuk melihat kemampuan suatu perusahaan dapat ditinjau dari aktivitas perusahaan dalam mengelola kas secara optimal, karena tanpa kas yang optimal perusahaan tidak dapat melangsungkan kegiatannya. Agar perusahaan dapat mengoptimalkan manajemen kas dan memastikan kelancaran operasionalnya, maka diperlukan implementasi control yang efektif di dalam pengendalian *cash holding*. Penelitian ini diharapkan agar perusahaan dapat mengoptimalkan kepemilikan kasnya dengan tercapainya keseimbangan yang tepat antara likuiditas dan peluang investasi, serta menjaga stabilitas finansial dalam berbagai kondisi ekonomi pasar.

### Kajian Teori

**Pecking Order Theory.** *Pecking order theory* menggambarkan urutan pendanaan di dalam organisasi (Myers dan Majluf, 1984). Teori *pecking order* menyatakan bahwa ada asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham, yang menyebabkan pembiayaan eksternal menjadi mahal. Untuk meminimalkan biaya asimetri informasi dan pembiayaan, perusahaan harus membiayai investasi, pertama-tama dengan laba ditahan, kemudian dengan modal pinjaman, dan terakhir dengan modal sendiri.

**Trade Off Theory.** *Trade off theory* menjelaskan tentang konsep tingkat *cash holding* yang ideal bagi perusahaan (Myers, 1977). Ketika perusahaan mampu mempertimbangkan keuntungan dan kerugian dari memegang kas, maka perusahaan akan mencapai tingkat *cash holding* yang ideal (Kurniawan & Suhendah, 2019).

**Cash Holding.** *Cash holding* juga dapat digambarkan sebagai dana yang dapat diakses yang dialokasikan untuk pembiayaan usaha investasi yang menguntungkan (Ashhari & Faizal, 2018). *Cash holding* yang cukup merupakan indikasi bisnis yang dijalankan dengan baik. Setiap perusahaan berusaha untuk menyediakan jumlah dana yang optimal semaksimal mungkin untuk mencapai keseimbangan tanpa kelebihan atau kekurangan uang tunai.

**Leverage.** *Leverage* adalah rasio yang mengukur pengeluaran perusahaan dengan membandingkan tingkat modal dan utang serta kapasitasnya untuk menutupi biaya tetap seperti bunga (Alicia et al., 2020). Bisnis yang membiayai aset operasional perusahaan melalui utang perusahaan biasanya menunjukkan *leverage* yang besar. Biasanya, perusahaan dengan *leverage* yang besar menunjukkan kecenderungan untuk mempertahankan *cash holding* yang lebih tinggi untuk melunasi kewajiban utang dan memenuhi kebutuhannya.

**Net Working Capital.** *Net working capital* merupakan bagian dari aset lancar yang dialokasikan untuk mendanai pengeluaran operasional perusahaan tanpa membahayakan likuiditasnya (V. P. Sari & Hastuti, 2020). Maka dari itu, penggunaan modal kerja yang optimal dan efisien sangat penting dilakukan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan.

**Firm Size.** *Firm size* merupakan sebuah metrik yang mengukur besar kecilnya suatu perusahaan, diukur melalui nilai total aset yang dimiliki perusahaan (Simanjutak &

Wahyudi, 2017). Jumlah uang tunai yang dimiliki perusahaan sangat bervariasi, tergantung pada ukuran perusahaannya.

**Growth Opportunity.** *Growth opportunity* dapat diartikan sebagai rasio yang dirancang untuk menilai seberapa baik sebuah perusahaan dapat terus beroperasi dan berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi global (Alicia et al., 2020). Keinginan perusahaan untuk mempertahankan laba akan meningkat seiring dengan besarnya kebutuhan pendanaan di masa depan. Oleh karena itu, perusahaan yang sedang berkembang harus lebih banyak memanfaatkan pendapatannya untuk membiayai investasi dibandingkan membayar dividen.

**Profitabilitas.** Profitabilitas yang tinggi menandakan bahwa perusahaan memiliki potensi optimal untuk memanfaatkan peluang yang ada dan menghasilkan keuntungan yang signifikan (Maxentia et al., 2022). Kuatnya kapasitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan ditunjukkan dengan tingginya profitabilitas.

### Kaitan Antar Variabel

**Leverage dengan Cash Holding.** *Pecking order theory* menjelaskan dunia usaha akan mendahulukan opsi pembiayaan yang lebih aman dan menggunakan alternatif yang lebih beresiko jika pendanaan yang lebih aman tidak mencukupi (Simanjutak & Wahyudi, 2017). *Leverage* berdampak negatif terhadap kepemilikan tunai. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Ritonga & Harmain, (2023) menjelaskan *leverage* mempunyai dampak negatif terhadap *cash holding*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *cash holding* suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh *leverage*, namun *cash holding* suatu perusahaan mungkin akan berkurang seiring dengan meningkatnya *leverage*.

**Net Working Capital dengan Cash Holding.** D. M. Sari et al., (2021) mengatakan pengaruh positif *net working capital* terhadap *cash holding* menunjukkan bahwa ketika modal kerja bersih meningkat, maka kepemilikan kas (*cash holding*) juga meningkat. Korelasi positif ini kemungkinan besar terjadi karena kas merupakan komponen dari modal kerja bersih. Dengan demikian, peningkatan kas juga menghasilkan peningkatan modal kerja bersih secara bersamaan. Temuan penelitian ini mendukung teori *pecking order*, yang menekankan kecenderungan perusahaan untuk memprioritaskan sumber pendanaan internal. Dengan demikian, *cash holding* akan meningkat seiring dengan peningkatan *net working capital*.

**Firm Size dengan Cash Holding.** Perusahaan yang lebih besar memiliki kemampuan yang lebih baik untuk mempertahankan cadangan keuangan yang besar, terutama untuk kejadian tak terduga di masa depan yang memerlukan penggunaan cadangan tersebut. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Hubungan positif antara ukuran perusahaan dan kepemilikan kas mendukung gagasan bahwa perusahaan yang lebih besar dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi karena skala ekonomi yang memungkinkan perusahaan untuk mengumpulkan cadangan kas yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan jangka pendek dan jangka panjang (Sheikh et al., 2018)

**Growth Opportunity dengan Cash Holding.** Kebutuhan uang untuk membiayai ekspansi akan meningkat seiring dengan laju tingkat pertumbuhan bisnis perusahaan. Ketika perusahaan berusaha untuk mempertahankan porsi yang lebih besar dari pendapatannya, maka semakin banyak juga pendanaan yang dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan di masa depan (Simanjutak & Wahyudi, 2017). Ritonga & Harmain, (2023) menjelaskan *growth opportunity* mempunyai dampak negatif terhadap

*cash holding*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *cash holding* suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh *growth opportunity*, namun *cash holding* suatu perusahaan mungkin akan berkurang seiring dengan meningkatnya *growth opportunity*.

**Profitabilitas dengan *Cash Holding*.** Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan mengakumulasi laba yang diperoleh dalam bentuk kas dan setara kas, yang berarti bisnis akan memiliki sejumlah *cash holding* yang besar dari hasil laba yang diperoleh (Ikhsani et al., 2022). Sehingga disimpulkan profitabilitas memiliki arah pengaruh positif terhadap *cash holding*. Sejalan dengan penelitian Sheikh et al., (2018) yang menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Dampak positif ini konsisten dengan argumen bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi menyimpan lebih banyak uang tunai untuk kebutuhan permanen dan musiman.

### Pengembangan Hipotesis

*Leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*. Hasil penelitian Ritonga & Harmain, (2023) menjelaskan *leverage* mempunyai dampak negatif. *Cash holding* suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh *leverage*, namun *cash holding* perusahaan mungkin akan berkurang seiring dengan meningkatnya *leverage*. Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*.

*Net working capital* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Pengaruh positif mengindikasikan bahwa saat modal kerja bersih bertambah, maka kepemilikan kas (*cash holding*) juga meningkat (D. M. Sari et al., 2021). Temuan studi ini mendukung teori *pecking order*, yang menekankan kecenderungan perusahaan untuk memprioritaskan sumber pendanaan internal. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: *Net working capital* berpengaruh positif terhadap *cash holding*.

*Firm size* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Peningkatan jumlah aset yang dimiliki perusahaan berkontribusi pada peningkatan investasi modal dan peningkatan omzet penjualan, yang selanjutnya meningkatkan cadangan kas perusahaan (D. M. Sari et al., 2021). Korelasi positif antara ukuran perusahaan dan kepemilikan kas menunjukkan bahwa kas meningkat ketika ukuran perusahaan juga meningkat. Sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Firm size* berpengaruh positif terhadap *cash holding*.

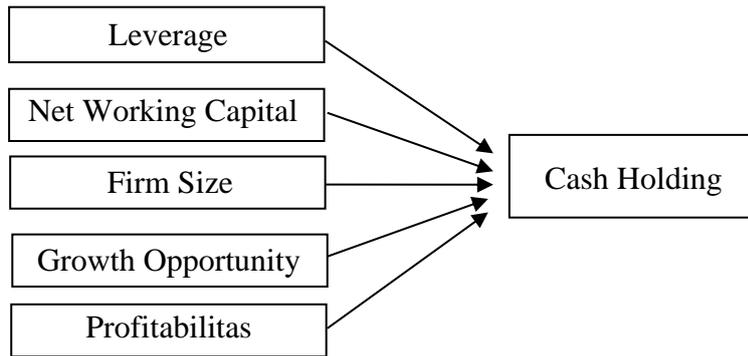
*Growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*. Semakin banyak keperluan biaya untuk kebutuhan yang akan datang, maka meningkatnya kecenderungan perusahaan untuk menahan kas. Maka *cash holding* suatu perusahaan mungkin akan berkurang seiring dengan meningkatnya *growth opportunity*. Berdasarkan hal tersebut, dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*.

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Adanya peningkatan dalam penjualan, mengakibatkan *cash holding* perusahaan meningkat secara proporsional dengan kemampuannya menghasilkan laba (Simanjutak & Wahyudi, 2017). Semakin tinggi tingkat rasio profitabilitas suatu perusahaan, maka akan menggambarkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H5: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *cash holding*.

Untuk menganalisis pengaruh dari lima variabel tersebut, maka dapat dibuat suatu model penelitian sebagai berikut:



Gambar 1.  
Model Penelitian

**Metodologi**

Desain penelitian ini menggunakan metodologi penelitian kuantitatif dengan sumber data sekunder yang didapat dari Bursa Efek Indonesia periode 2020-2022. Metode pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Subjek penelitian ini berfokus pada sektor *consumer non-cyclicals* dengan kriteria 1) perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI selama periode 2020-2022, 2) perusahaan yang tidak melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) di BEI selama tahun 2020-2022, 3) perusahaan yang tidak mengalami delisting selama periode 2020-2022, dan 4) perusahaan yang membuat laporan keuangan dalam mata uang rupiah (Rp) selama tahun 2020-2022. Perusahaan yang dapat memenuhi kriteria dalam penelitian ini sebanyak 38 perusahaan.

Penelitian ini menggunakan dua kategori, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen pada penelitian ini adalah *cash holding* dan menggunakan lima variabel independen yaitu *leverage*, *net working capital*, *firm size*, *growth opportunity*, dan *profitabilitas*. Berikut ini merupakan tabel ringkasan operasional variabel dan pengukurannya:

Tabel 1. Ringkasan Operasional Variabel dan Pengukuran

No.	Variabel	Ukuran	Skala	Sumber
1	<i>Cash Holding</i>	$CH = \frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Vuković et al., (2022)
2	<i>Leverage</i>	$Lev = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Vuković et al., (2022)
3	<i>Net Working Capital</i>	$NWC = \frac{\text{Aktiva lancar} - \text{utang lancar}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Wulandari & Setiawan, 2019
4	<i>Firm Size</i>	$Size = LN(\text{Total Aset})$	Rasio	Alicia et al., (2020)

5	<i>Growth Opportunity</i>	$\text{Growth} = \frac{\text{Total Aset } t - \text{Total Aset } t - 1}{\text{Total Aset } t - 1}$	Rasio	Oktafiana & Hidayat, (2022)
6	Profitabilitas	$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Vuković et al., (2022)

Sumber: Data diolah

### Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Hasil uji statistik pada penelitian dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2. Uji Statistik

	CH	DAR	NWC	SIZE	GO	ROA
<i>Mean</i>	0.030988	0.602336	-0.006805	28.73092	0.960160	0.009716
<i>Maximum</i>	0.112768	2.311944	0.445396	32.13043	96.23686	0.599025
<i>Minimum</i>	0.000552	0.000417	-1.673497	25.25185	-0.450224	-0.517460
<i>Std. Dev</i>	0.023691	0.338422	0.323599	1.646200	9.039563	0.147607
Observasi	114	114	114	114	114	114

Estimasi model penelitian data panel terdiri dari *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Hasil uji *chow*, uji *hausman*, dan uji *lagrange multiplier* ada pada table 3 di bawah ini.

Tabel 3. Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji *Lagrange Multiplier*

Hasil Pengujian	Efek Test	Prob.
Uji <i>Chow</i>	<i>Cross-section F</i>	0.0000
Uji <i>Hausman</i>	<i>Cross-section Random</i>	0.1272
Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	<i>Cross-section Breusch Pagan</i>	0.0000

Berdasarkan hasil uji *chow*, *hausman*, dan *lagrange multiplier* dapat disimpulkan bahwa model regresi data panel terbaik untuk penelitian ini adalah menggunakan *random effect*. Sejalan dengan hal tersebut, maka dapat diperoleh model regresi linier berganda pada tabel 4 di bawah ini.

Tabel 4. Analisis Regresi Linier Berganda

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistics</i>	<i>Prob.</i>
Konstanta	-0.030878	0.053243	-0.579951	0.5632
DAR	-0.003454	0.012959	-0.266526	0.7903
NWC	0.001576	0.013616	0.115714	0.9081
SIZE	0.002198	0.001853	1.186097	0.2382
GO	0.000313	0.000183	1.708911	0.0903
ROA	0.051109	0.013312	3.839268	0.0002

Analisis regresi linier berganda pada tabel 4 dapat disimpulkan sebagai berikut:

$$CH = -0.030878 + -0.003454 \text{ DAR} + 0.001576 \text{ NWC} + 0.002198 \text{ SIZE} + 0.000313 \text{ GO} + 0.051109 \text{ ROA} + \epsilon$$

Berdasarkan pada tabel 4 diatas, nilai t-statistik *leverage* (DAR) sebesar -0.266526 dan probabilitas sebesar 0.7903. Nilai probabilitas lebih besar dari signifikansinya (0.7903 >

0.05). Hasil tersebut menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2022 (H1 ditolak).

*Net working capital* (NWC) memiliki nilai t-statistik sebesar 0.115714 dan probabilitas sebesar 0.9081. Nilai probabilitas lebih besar dari signifikansinya ( $0.9081 > 0.05$ ). Hasil tersebut menunjukkan bahwa *net working capital* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2022 (H2 ditolak).

*Firm size* (SIZE) memiliki nilai t-statistik sebesar 1.186097 dan probabilitas sebesar 0.2382. Nilai probabilitas lebih besar dari signifikansinya ( $0.2382 > 0.05$ ). Hasil tersebut menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2022 (H3 ditolak).

*Growth opportunity* (GO) memiliki nilai t-statistik sebesar 1.708911 dan probabilitas sebesar 0.0903. Nilai probabilitas lebih besar dari signifikansinya ( $0.0903 > 0.05$ ). Hasil tersebut menunjukkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2022 (H4 ditolak).

Profitabilitas (ROA) memiliki nilai t-statistik sebesar 3.839268 dan probabilitas sebesar 0.0002. Nilai probabilitas lebih kecil dari signifikansinya ( $0.0002 < 0.05$ ). Hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2022 (H5 diterima).

Tabel 5. Uji F & Uji Koefisien *Adjusted R*<sup>2</sup>

Hasil Pengujian	Test Summary	Prob.
Uji F	Prob (F-statistic)	0.000250
Uji Koefisien <i>Adjusted R</i> <sup>2</sup>	Adjusted R-squared	0.157233

Uji F memperoleh nilai probabilitas sebesar 0.000250 dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Nilai uji koefisien *Adjusted R*<sup>2</sup> diperoleh sebesar 0.157233. Variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 15,72%, sedangkan sisanya sebesar 84,28% dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen lainnya yang tidak terdapat dalam penelitian ini.

Tabel 6. Uji Normalitas, Uji Autokorelasi, dan Uji Heteroskedastisitas

Hasil Pengujian	Efek Test	Prob.
Uji Normalitas	<i>Jarque-Bera Probability</i>	0.190424
Uji Autokorelasi	<i>Durbin-Watson Statistic</i>	2.041628
Uji Heteroskedastisitas	<i>chi-square obs*R-squared</i>	0.1802

Data dikatakan terdistribusi normal jika nilai signifikansi  $\alpha > 0.05$ . Pada penelitian ini uji normalitas yang diperoleh sebesar  $0.190424 > 0.05$ , maka data dapat dikatakan terdistribusi normal. Uji autokorelasi mendapatkan hasil *Durbin Watson* sebesar 2.041628 dimana nilai dU (1.7916) dan nilai 4-dU (2.2084), di mana dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi. Uji heteroskedastisitas yang diperoleh sebesar 0.1802 dapat diartikan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Tabel 7. Uji Multikolinearitas

	DAR	NWC	SIZE	GO	ROA
DAR	1.000000	-0.837740	0.026494	-0.021785	-0.257835
NWC	-0.837740	1.000000	0.042145	0.031820	0.141714
SIZE	0.026494	0.042145	1.000000	0.106432	0.353881
GO	-0.021785	0.031820	0.106432	1.000000	0.009910
ROA	-0.257835	0.141714	0.353881	0.009910	1.000000

Hasil uji multikolinearitas pada tabel 7 di atas menunjukkan nilai  $< 0.80$ , dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat korelasi antara variabel pada penelitian ini.

### Diskusi

*Leverage* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI periode 2020-2022. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang berbeda-beda tetap akan menyediakan *cash holding* untuk kegiatan operasional perusahaan dan jumlah *cash holding* tidak bergantung pada tingkat *leverage* yang perusahaan miliki.

*Net working capital* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI periode 2020-2022. Hal tersebut menunjukkan bahwa kas atau uang tunai dipandang sebagai sumber pendanaan yang lebih efisien dalam situasi darurat. Selain itu, akuisisi aset yang signifikan biasanya membutuhkan pendanaan eksternal, dan uang tunai terbukti lebih efektif dalam keadaan darurat yang melibatkan pendanaan dan investasi dalam aset tetap.

*Firm size* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI periode 2020-2022. Perusahaan akan selalu menetapkan *cash holding* yang tinggi tanpa memperhatikan ukuran perusahaan. Hal ini dikarenakan setiap kegiatan bisnis yang bertujuan untuk menghasilkan keuntungan membutuhkan uang, dan untuk menutupi semua pengeluaran tersebut serta mencegah terjadinya defisit kas, maka perusahaan harus mempertahankan *cash holding* yang besar.

*Growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI periode 2020-2022. Perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang mengalami peningkatan penjualan, mendorong bisnis untuk memprioritaskan investasi dibandingkan dengan menahan kas untuk keperluan operasionalnya, sehingga *growth opportunity* tidak mempengaruhi secara signifikan pada *cash holding* perusahaan.

Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holding* pada perusahaan *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI periode 2020-2022. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung mempertahankan cadangan kas yang lebih besar. Semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan, akan mencerminkan kinerja perusahaan yang lebih optimal.

### Penutup

Keterbatasan pada penelitian ini adalah variabel yang digunakan tidak semuanya mencakup variabel yang berpengaruh terhadap *cash holding*, periode waktu singkat, dan jumlah sektor penelitian yang terbatas. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan menambah atau menggunakan variabel selain pada penelitian ini, seperti *capital*

*expenditure, cash flows*, dan lain sebagainya agar memperoleh hasil yang lebih maksimal. Memperpanjang jangka waktu penelitian, seperti 5 sampai 10 tahun sehingga memberikan hasil yang sesuai dengan keadaan perusahaan dan memperluas sektor perusahaan selain *consumer non-cyclicals*, seperti sektor *energy, property & real estate*, dan lain sebagainya.

#### Daftar Rujukan/Pustaka

- Alicia, R., Putra, J., Fortuna, W., Felin, F., & Purba, M. I. (2020). Pengaruh Growth Opportunity, Leverage dan Firm Size terhadap Cash Holding Perusahaan Properti dan Real Estate. *Owner (Riset Dan Jurnal Akuntansi)*, 4(2), 322-329.
- Ashhari, Z. M., & Faizal, D. R. (2018). Determinants and Performance of Cash Holding: Evidence from Small Business in Malaysia. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 26(2), 457-473.
- Ikhsani, M. Q. N., Gurendrawati, E., & Nasution, H. (2022). Kepemilikan Institusional, Likuiditas, Capital Expenditure, Profitabilitas dan Corporate Cash Holding di Masa Pandemi Covid-19. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(10), 3161–3175.
- Kurniawan, I., & Suhendah, R. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Corporate Cash Holding Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(2), 408-415
- Maxentia, J., Tarigan, M. U., & Verawati. (2022). Pengaruh Leverage, Profitability, Growth Opportunity dan Liquidity Terhadap Cash Holding. *Jurnal Ekonomi, Spesial Issue*, 338-357.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Oktafiana, A. N., & Hidayat, S. (2022). Pengaruh Growth Opportunity, Leverage, Firm Size dan Profitabilitas Terhadap Cash Holding (Studi Pada Perusahaan Sektor Barang dan Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2020). *Jurnal Rekognisi Akuntansi*, 6(1), 1-15.
- Ritonga, N. A., & Harmain, H. (2023). The Influence of Leverage, Profitability, and Growth Opportunity on Cash Holding in Food and Beverage Companies Registered on The BEI in 2019-2021. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 4(1), 964-975.
- Sari, D. M., Soufyan, D. A., & Ridha, A. (2021). Factors Affecting Cash Holding in Indonesia Manufacturing Companies. *Jurnal Manajemen Dan Keuangan*, 10(2), 144-155.
- Sari, V. P., & Hastuti, R. T. (2020). Pengaruh Net Working Capital, Leverage, Growth Opportunity, dan Profitability Terhadap Cash Holding. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara* 2, 1559-1567.
- Sheikh, N. A., Mehmood, K. K., & Kamal, M. (2018). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from MNCs in Pakistan. *Review of Economics and Development Studies*, 4(1), 71-78.
- Simanjutak, S. F., & Wahyudi, A. S. (2017). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holding Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 19(1), 25-31.

- Vuković, B., Mijić, K., Jakšić, D., & Saković, D. (2022). Determinants of Cash Holdings Evidence from Balkan Countries. *E&M Economics and Management*, 25(1), 130–142.
- Wulandari, E. A., & Setiawan, M. A. (2019). Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle dan Dividend Payout Terhadap Cash Holding. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(3), 1259-1274.

## PENGARUH KASUS COVID-19, KAPITALISASI PASAR, MARKET BOOK RATIO, DAN PROFITABILITAS TERHADAP STOCK RETURN

Phoebe Muryadi\* dan Rousilita Suhendah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta

\*Email: [phoebemuryadi@gmail.com](mailto:phoebemuryadi@gmail.com)

### Abstract:

*The purpose of this study is to analyze the effect of Covid-19 cases, market capitalization, market book ratio, and profitability on daily stock returns in property and real estate and telecommunications sector companies listed in Indonesia Stock Exchange during 2020. This study uses 29 samples, which were selected by purposive sampling method with a total observation of 5,800 data. The research data was collected and calculated using Microsoft Excel 2013 program and then processed with multiple regression analysis using the Eviews 9.0 program. The results of this study prove that the Covid-19 case and the market book ratio have a significant effect on stock returns, while market capitalization and profitability have no significant effect on stock returns. The implication of this research is to become a consideration for investors to see the condition of the company's shares not only from its financial statements, but also to see other factors that can affect the condition of the company's shares. For companies, it is necessary to improve their financial health in order to convince investors to consider investing.*

**Keywords:** *Stock Return, Covid-19 Case, Market Capitalization, Market Book Ratio, Profitability.*

### Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kasus Covid-19, kapitalisasi pasar, *market book ratio*, dan profitabilitas terhadap *return* saham harian pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* serta telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2020. Penelitian ini menggunakan 29 sampel yang dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan total observasi sebanyak 5.800 data. Data penelitian dikumpulkan dan dihitung menggunakan program *Microsoft Excel 2013* lalu diolah dengan teknik analisis regresi berganda menggunakan program *Eviews 9.0*. Hasil penelitian membuktikan bahwa kasus Covid-19 dan *market book ratio* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan kapitalisasi pasar dan profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Implikasi dari penelitian ini yaitu menjadi pertimbangan bagi investor untuk melihat kondisi saham perusahaan bukan hanya dari laporan keuangannya saja, tetapi melihat faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kondisi saham perusahaan tersebut. Bagi perusahaan, perlu untuk meningkatkan kesehatan keuangannya agar dapat meyakinkan pertimbangan investor dalam berinvestasi.

**Kata kunci:** *Return Saham, Kasus Covid-19, Kapitalisasi Pasar, Rasio Buku Pasar, Profitabilitas.*

### Pendahuluan

Investasi merupakan aktivitas penting untuk menjaga serta meningkatkan kekayaan seseorang. Investasi dapat diartikan sebagai komitmen untuk mengalokasikan sejumlah dana yang dimiliki saat ini guna memperoleh keuntungan di masa depan. Salah satu jenis investasi yang banyak diminati investor adalah investasi saham, investasi ini dapat dilakukan dalam suatu wadah yang

mengorganisasikan transaksi penjualan efek yaitu pasar modal. Dalam beberapa tahun terakhir, pasar modal yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) sedang berkembang pesat, dapat dilihat dari banyaknya sektor perusahaan yang terdaftar dan dari volatilitas harga saham yang diperdagangkan. Pergerakan harga saham di pasar modal umumnya dapat diprediksi dengan analisis teknikal maupun fundamental. Analisis teknikal merupakan metode prediksi pergerakan harga saham dengan menggunakan grafik data historis. Analisis fundamental merupakan metode untuk menghitung nilai intrinsik suatu saham dengan menggunakan laporan keuangan perusahaan.

Dalam berinvestasi saham, investor pasti memperoleh imbalan berupa *stock return*. *Stock return* yang diharapkan investor adalah *return* yang optimal demi kemakmuran investor. Namun untuk memperoleh *return* yang optimal tidaklah mudah, karena risiko yang harus ditanggung setara dengan *return* yang diperoleh. Investor dapat melihat kesehatan saham perusahaan dari seberapa besar perusahaan tersebut dapat menghasilkan pendapatan, tumbuh, menambah aset, dan lainnya hal-hal yang disajikan dalam laporan keuangan. Tetapi di samping itu, faktor yang dapat mempengaruhi *stock return* bervariasi, terlihat dari beragamnya penelitian yang membahas tentang *stock return*. Oleh karena itu, investor maupun calon investor perlu memperhatikan faktor-faktor apa saja yang dapat meningkatkan atau mengurangi tingkat *stock return* agar dapat memperkirakan kemungkinan terjadinya risiko investasi saham.

Sejak wabah Covid-19 menyerang pada akhir tahun 2019, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sempat turun 37,5% hingga mencapai level terendah selama 8 tahun terakhir di angka 3.938 pada tanggal 26 Maret 2020, sebelum akhirnya naik 17,4% ke angka 4.627. Berdasarkan analisa dari Franky Kumendong (Sequis.co.id, 2020), volatilitas saham yang cukup signifikan ini akan terus terjadi sampai beberapa bulan mendatang karena adanya ketidakpastian atas dampak ekonomi dari krisis Covid-19. Maka dari itu, BEI melakukan beberapa upaya untuk menahan laju pelemahan indeks yang semakin dalam, contohnya dengan kebijakan *trading halt*, yaitu memberhentikan perdagangan pasar selama 30 menit apabila terjadi penurunan IHSG dalam batas waktu tertentu.

Perubahan kondisi perekonomian Indonesia pada tahun 2020 yang cukup signifikan ini menyebabkan timbulnya ketidakpastian dan kekhawatiran sehingga investor berhati-hati dalam berinvestasi dan mempertanyakan faktor-faktor apa saja yang perlu diperhatikan sebelum melakukan investasi. Oleh karena itu, *stock return* menjadi hal yang menarik untuk diteliti karena dapat digunakan untuk pengambilan keputusan oleh investor. Kasus Covid-19, kapitalisasi pasar, *market book ratio*, dan profitabilitas menjadi beberapa faktor yang dapat mempengaruhi *stock return* pada perusahaan *property* dan *real estate* serta telekomunikasi yang terdaftar di BEI tahun 2020. Dua sektor perusahaan tersebut mencerminkan kondisi yang sangat berbeda, di mana perusahaan *property* dan *real estate* cukup turun drastis sejak Maret 2020 yang dilihat dari penjualan apartemen yang sepi, *mall* sempat ditutup total selama beberapa bulan, ditambah lagi harus mengeluarkan biaya tambahan untuk prosedur *new normal* di setiap pusat perbelanjaan. Sedangkan perusahaan telekomunikasi justru mampu bertahan di tengah pandemi karena meningkatnya kebutuhan masyarakat akan gaya hidup *digital* dengan akses internet selama melakukan aktivitas dari rumah.

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor untuk melihat kondisi saham perusahaan bukan hanya dari laporan keuangan saja, tetapi melihat faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kondisi saham perusahaan tersebut. Sedangkan bagi perusahaan, manajer perlu mengevaluasi secara dinamis mengenai operasional dan perkembangan perusahaannya dalam rangka meningkatkan kesehatan keuangan, agar dapat meyakinkan pertimbangan investor dalam berinvestasi.

### Kajian Teori

**Signaling Theory.** Jogiyanto (2000) menyatakan teori sinyal merupakan teori yang menjelaskan tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk bagi investor mengenai isi dari informasi perusahaan. Oleh karena itu, manajemen akan memberikan informasi yang lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu di mana informasi tersebut merupakan sebuah sinyal bagi investor untuk menangkap informasi tersebut dan menggunakannya sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi (Brigham dan Houston, 2009).

**Efficient Market Hypothesis.** Jogiyanto (2007) menyatakan pasar efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya dapat mencerminkan semua informasi secara sempurna terhadap suatu aktiva. Menurut Pudjiastuti (2003), suatu pasar yang efisien didefinisikan ketika harga sekuritas dapat menggambarkan semua informasi yang relevan terhadap perusahaan tersebut. Pasar efisien dapat diuji melalui informasi akuntansi maupun non akuntansi. Contoh informasi non akuntansi yang dapat digunakan adalah aktivitas perdagangan saham.

**Stock Return.** *Stock return* merupakan pendapatan yang diperoleh investor selama periode investasi per sejumlah dana yang diinvestasikan dalam bentuk saham (Boediono, 2000). Menurut Corrado dan Jodan (2000:5), *stock return* adalah keuntungan maupun kerugian yang diperoleh investor atas kepemilikan sahamnya yang terdiri dari dividen dan *capital gain/loss*. Berdasarkan kedua definisi yang telah diuraikan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa *stock return* merupakan hasil pengembalian dari investasi saham.

**Covid-19.** Corona Disease-19 (Covid-19) adalah penyakit infeksi saluran pernafasan yang disebabkan oleh virus Corona. Penyakit ini dapat ditularkan melalui cairan tubuh berupa percikan bersin atau batuk, kontak fisik, atau melalui benda yang dipegang oleh orang yang terinfeksi. Covid-19 telah ditetapkan sebagai pandemi global oleh *World Health Organization* (WHO) pada tanggal 11 Maret 2020. Adanya pandemi Covid-19 ini berdampak besar bagi banyak sektor perekonomian, termasuk sektor pasar modal.

**Kapitalisasi Pasar.** Kapitalisasi pasar adalah total nilai moneter dari semua saham perusahaan yang beredar atau yang tercatat di pasar modal (Chen, 2018). Kapitalisasi pasar atau nilai pasar merupakan salah satu indikator terpenting untuk menggambarkan kesehatan perusahaan serta mengukur efisiensi dan perkembangan pasar (Juaijati dan Rafiaa, 2007). Manajer harus dapat meningkatkan kapitalisasi pasar karena hal tersebut merupakan tujuan strategis perusahaan dan menjadi alasan untuk memperbesar ukuran perusahaan. Ini karena analisis pasar menggunakan angka kapitalisasi pasar untuk mewakili ukuran perusahaan, karena banyak indeks pasar saham yang ditimbang oleh kapitalisasi pasar.

**Market Book Ratio (MBR).** *Market book ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar terhadap nilai buku pasar saham (Ang, 1997). Menurut Halim (2004), *market book ratio* merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara nilai atau harga pasar saham dengan nilai buku perusahaan yang dihitung dari nilai aset dikurangi dengan nilai kewajiban yang dimiliki perusahaan. Dari kedua definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa *market book ratio* adalah rasio yang menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi nilai *market book ratio*, maka akan semakin tinggi kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan.

**Profitabilitas (ROE).** Profitabilitas adalah hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan dalam perusahaan. Profitabilitas menunjukkan pengaruh gabungan dari manajemen likuiditas, manajemen aset, dan manajemen hutang pada hasil operasi (Bearley dan Brigham, 2008). Menurut Harahap (2008), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba melalui seluruh sumber daya yang ada, baik dengan penjualan, aset, maupun laba bagi modal sendiri. Dari kedua teori tersebut, profitabilitas dalam hal ini *return on equity* adalah kemampuan perusahaan untuk

mendapatkan keuntungan dari modal yang dimiliki perusahaan. *Return on equity* dapat dijadikan ukuran penting bagi investor dalam melakukan investasi.

### **Kaitan Antar Variabel**

**Kasus Covid-19 dengan *Stock Return*.** Salah satu penelitian di Vietnam oleh Dao Le Trang Anh dan Christopher Gan (2020), menganalisis pengaruh Covid-19 terhadap *stock return* harian pada perusahaan yang terdaftar di pasar saham Vietnam. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan kasus terkonfirmasi Covid-19 berpengaruh negatif terhadap *stock return*. Selain itu, penelitian tersebut juga membandingkan antara *stock return* sebelum dan setelah *lockdown* di Vietnam. Hasil penelitian menunjukkan pre-*lockdown* Covid-19 di Vietnam memiliki hubungan negatif dengan *stock return*. Sebaliknya, pemberlakuan *lockdown* di Vietnam berpengaruh positif terhadap kinerja pasar saham. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Baig (2020) serta Eleftheriou dan Patsoulis (2020) yang menyatakan bahwa *lockdown* di negara lain malah berdampak negatif terhadap pasar saham.

**Kapitalisasi Pasar dengan *Stock Return*.** Penelitian Ibrahim (2017) mengungkapkan bahwa kapitalisasi pasar berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return* dari perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Nigeria. Hal ini diperjelas dalam penelitian Banz (1981) yang menyatakan bahwa perusahaan yang kapitalisasinya lebih kecil tampaknya menghasilkan tingkat *stock return* yang lebih tinggi. Hal ini bertolak belakang dengan studi yang dilakukan oleh Pandy (2001) yang menemukan hubungan positif antara kapitalisasi pasar dan *stock return* pada perusahaan di Malaysia. Penelitian ini didukung oleh (Tahir *et al.*, 2013) yang melakukan penelitian di Pakistan dan membuktikan bahwa kapitalisasi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

**Market Book Ratio dengan *Stock Return*.** Penelitian Clive Gaunt (2004) menyatakan bahwa *market book ratio* memiliki hubungan positif dengan *stock return*. Nilai *market book ratio* yang tinggi secara konsisten menghasilkan *return* yang tinggi setelah disesuaikan dengan risiko sistematis. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Ferson dan Harvey (1996) dan Munte (2009). Namun penelitian oleh I Made Januari (2012) dan Faried (2008) menunjukkan hasil bahwa *market book ratio* berpengaruh negatif terhadap *stock return*.

**Profitabilitas dengan *Stock Return*.** Parab Narayan dan Reddy (2018) telah meneliti tentang pengaruh profitabilitas terhadap *stock return* di pasar saham India. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai profitabilitas yang tinggi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bambang Santoso dkk (2020). Di sisi lain, penelitian Bukit (2013) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara profitabilitas terhadap *stock return*.

### **Pengembangan Hipotesis**

Peningkatan kasus positif Covid-19 yang terus terjadi ini menyebabkan adanya ketidakpastian dan kekhawatiran masyarakat. Banyak perusahaan yang pendapatannya mulai menurun, tidak sedikit juga karyawan yang mengalami pemutusan hubungan kerja karena perusahaan tidak dapat beroperasi seperti sedia kala. Selain itu, pembatasan sosial yang ditetapkan oleh pemerintah mendorong masyarakat yang seharusnya bekerja di luar rumah setiap hari, menjadi harus bekerja dari rumah, padahal ada beberapa masyarakat yang bergantung pada pekerjaannya di luar rumah demi memperoleh pendapatan. Oleh karena itu, investor maupun calon investor menyadari betapa pentingnya berinvestasi dan memiliki dana cadangan di masa darurat seperti ini yaitu dengan berinvestasi saham. Dalam kondisi pandemi ini, investor pun juga berhati-hati dalam menanamkan sahamnya. Investor berusaha mencari tempat atau perusahaan yang bisa digunakan untuk berinvestasi secara jangka panjang atau setidaknya perusahaan yang memiliki kesehatan keuangan

yang baik, mengingat bahwa pandemi ini tidak akan berakhir dalam waktu dekat sehingga harus berjaga-jaga untuk mulai berinvestasi secara optimal sejak dini.

Ha<sub>1</sub>: Kasus Covid-19 berpengaruh positif terhadap *stock return*.

Kapitalisasi pasar yang semakin besar membuat investor menahan kepemilikan sahamnya lebih lama. Investor beranggapan kapitalisasi pasar yang besar menunjukkan kondisi keuangan perusahaan yang lebih stabil dan memiliki risiko lebih kecil. Ini berarti perusahaan memiliki prospek lebih baik untuk jangka panjang. Investor mempertimbangkan kapitalisasi pasar perusahaan yang besar akan membuat harga saham makin tinggi, karena banyak diminati oleh investor yang lain. Harga saham yang makin tinggi akan berpotensi memberikan *return* yang lebih besar. Jika nilai pasar yang terkandung dalam suatu saham semakin tinggi, berarti saham tersebut menjadi saham unggulan di pasar modal dan memberikan *return* yang tinggi.

Ha<sub>2</sub>: Kapitalisasi pasar berpengaruh positif terhadap *stock return*.

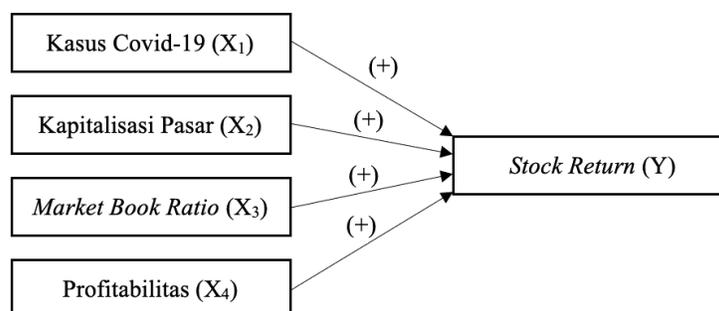
Perusahaan yang beroperasi dengan baik akan memiliki nilai *market book ratio* lebih besar dari 1. Semakin tinggi nilai *market book ratio*, investor akan menilai perusahaan semakin baik karena nilai *market book ratio* yang tinggi mencerminkan harga saham yang semakin tinggi juga. Penilaian investor yang baik akan meningkatkan permintaan saham pada perusahaan sehingga harga pasar saham akan ikut naik dikarenakan *demand* yang tinggi. Jika harga pasar saham semakin tinggi, maka *return* juga akan meningkat karena *return* merupakan selisih antara harga pasar saham periode ini dengan periode sebelumnya.

Ha<sub>3</sub>: *Market book ratio* berpengaruh positif terhadap *stock return*.

Nilai profitabilitas (*return on equity*) yang tinggi menunjukkan kemampuan suatu perusahaan menghasilkan laba di masa depan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas (*return on equity*) yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak bergantung pada penggunaan dana eksternal dari kreditor. Perusahaan yang menghasilkan laba besar dengan modal sendiri akan memberikan sinyal positif bagi investor. Investor menjadi tertarik untuk berinvestasi dan meningkatkan permintaan saham, sehingga harga saham semakin tinggi pula. Peningkatan harga saham kemudian menghasilkan *return* yang lebih besar bagi investor. Sebaliknya jika profitabilitas (*return on equity*) rendah, berarti perusahaan mengalami kerugian. Hal ini akan membuat investor untuk berhati-hati dalam membeli saham perusahaan, atau bahkan membuat banyak investor menjual saham perusahaan yang merugi tersebut. Ini menyebabkan harga saham perusahaan akan turun dan *return* yang diperoleh juga semakin kecil.

Ha<sub>4</sub>: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *stock return*.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

### Metodologi

Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020, yaitu dari tanggal 2 Maret sampai 30 Desember. Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* serta telekomunikasi dengan kriteria 1) terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020, 2) memiliki papan pencatatan utama, 3) IPO sebelum Maret 2020, dan 4) aktif memperdagangkan sahamnya selama periode penelitian. Jumlah seluruh sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 29 perusahaan, terdiri dari 23 perusahaan *property* dan *real estate* serta 6 perusahaan telekomunikasi. Variabel operasional dan pengukuran yang digunakan adalah:

Tabel 1. Variabel Operasional dan Pengukuran

No	Variabel	Rumus	Skala
1.	<i>Stock Return</i>	$SR = \ln \left( \frac{\text{Close Price } t}{\text{Close Price } t-1} \right)$	Rasio
2.	<i>Kasus Covid-19</i>	$COV = \frac{\text{Kasus Positif Kumulatif } t - \text{Kasus Positif Kumulatif } t-1}{\text{Kumulatif } t-1}$	Rasio
3.	<i>Kapitalisasi Pasar</i>	$MC = \ln (\text{Close Price } t \times \text{Listed Shares})$	Rasio
4.	<i>Market Book Ratio</i>	$MB = \frac{\text{Market Capitalization}}{\text{Total Book Value}}$	Rasio
5.	<i>Profitabilitas</i>	$ROE = \frac{\text{Net Income/Loss}}{\text{Total Equity}}$	Rasio

### Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Uji Statistik Deskriptif. Uji ini bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai keseluruhan data yang diuji agar dapat lebih mudah dipahami dan lebih informatif, karena uji ini menjelaskan berbagai karakteristik data seperti nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum, nilai minimum, serta nilai standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Hasil uji statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 2:

Tabel 2. Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Max	Min	Std Dev.	Obs
SR	-0,000494	0,000000	0,300105	-0,180382	0,045478	5.800
COV	2361,665	1788,000	8369,000	0,000000	2018,210	5.800
MC	29,00232	28,97381	33,56963	24,62789	1,710619	5.800
MBR	1,970064	0,754383	53,07597	0,082189	5,659882	5.800
ROE	0,054119	0,047388	0,235326	-0,171785	0,081171	5.800

Sumber : Eviews 9.0 (data diolah)

Uji Model Regresi. Uji yang dilakukan adalah uji Chow dan Hausman. Hasil uji Chow menunjukkan bahwa nilai *cross-section Chi-square* sebesar  $0,0000 < 0,05$ , maka model yang dipilih adalah *fixed effect model*. Hasil uji *Hausman* menunjukkan bahwa nilai *cross-section random* sebesar  $0,0000 < 0,05$ , maka model yang dipilih adalah *fixed effect model*. Setelah dilakukan dua pengujian tersebut, maka model regresi yang terbaik adalah *fixed effect model*.

Uji Asumsi Klasik. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu yang terdiri dari uji multikolinieritas dan heteroskedasitas. Hasil uji multikolinieritas menunjukkan tidak ada nilai korelasi antar variabel independen yang melebihi 0,9, maka model regresi tidak mengalami masalah multikolinieritas. Untuk uji heteroskedasitas menggunakan uji *Breusch-Pagan-Godfrey*, dan hasil *Prob. Chi-Square* menunjukkan nilai sebesar  $0,5746 > 0,05$ , maka data tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

Hasil uji pengaruh (uji-t) dilakukan setelah semua uji asumsi klasik memenuhi persyaratan, dan hasilnya dapat dilihat pada Tabel 3:

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	-0,011435	0,011306	-1,011458	0,3118
COV	0,000001	0,000000	3,050876	0,0023
MC	0,000052	0,000393	0,133958	0,8934
MBR	-0,000295	0,000112	-2,637483	0,0084
ROE	0,007866	0,007824	1,005431	0,3147
PSBB	0,008351	0,001928	4,331221	0,0000
<i>Adjusted R-squared</i>				0,049638
<i>Prob (F-statistic)</i>				0,000000

Sumber : Eviews 9.0 (data diolah)

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 3, maka persamaan regresi dirumuskan sebagai berikut:

$$SR = -0,011435 + 0,000001 \text{ COV} + 0,000052 \text{ MC} - 0,000295 \text{ MBR} + 0,007866 \text{ ROE} + 0,008351 \text{ PSBB} + e$$

Tabel 3 menunjukkan nilai *Prob (F-Statistic)* sebesar  $0,000000 < 0,05$ , artinya seluruh variabel independen dalam penelitian ini secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *stock return*. Tabel 3 juga menunjukkan nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,049638, artinya *stock return* dapat dijelaskan oleh kasus Covid-19, kapitalisasi pasar, *market book ratio*, dan profitabilitas sebesar 4,96%, sedangkan 95,04% dijelaskan oleh variabel independen lain di luar model.

### Diskusi

Hasil uji-t menunjukkan kasus Covid-19 (COV) berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. Hal ini disebabkan karena motivasi masyarakat Indonesia untuk melakukan tindakan *saving* cukup tinggi di kala pandemi Covid-19 seperti ini. Semakin darurat keadaan, maka investor semakin terdorong untuk mulai melakukan investasi guna memperoleh dana cadangan di masa depan. Investor maupun calon investor berbondong-bondong berinvestasi di pasar modal untuk memperoleh dana cadangan di masa depan, karena khawatir bahwa wabah Covid-19 yang belum membaik ini akan terus memperburuk perekonomian negara ke depannya. Selain itu, harga saham perusahaan pun mulai naik dan respon pasar sudah mulai positif sejak bulan April 2020, karena beberapa kebijakan yang dikeluarkan pemerintah telah menumbuhkan kepercayaan investor di pasar modal Indonesia. Hasil ini sejalan dengan penelitian Nurcahyono dkk (2021) yang menunjukkan bahwa semakin tinggi kasus positif Covid-19, semakin tinggi tingkat *return* saham, namun tidak sesuai dengan penelitian Al-Awadhi *et al.* (2020) yang mengemukakan bahwa kasus Covid-19 secara signifikan berpengaruh negatif dan mengganggu kinerja pasar saham di Cina.

Hasil uji-t menunjukkan kapitalisasi pasar (MC) berpengaruh tidak signifikan terhadap *stock return*. Hal ini menandakan bahwa pada masa pandemi ini, investor cenderung bersikap *risk averse*, yaitu menghindari risiko dengan cara mencari peluang investasi yang berisiko rendah. Maka dari itu, investor menghindari perusahaan-perusahaan yang berkapitalisasi besar dan justru lebih memilih menanamkan sahamnya pada perusahaan yang berkapitalisasi sedang atau rendah. Apabila investor membeli saham pada perusahaan besar dengan jumlah banyak, maka kerugian yang ditanggung investor akan semakin besar jika harga saham perusahaan tersebut mengalami penurunan. Alasannya lainnya karena perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar artinya jumlah saham yang beredar sangat banyak, sehingga investor beranggapan bahwa semakin banyak jumlah saham yang beredar, maka akan semakin sedikit dividen yang diperoleh. Hasil ini sejalan dengan penelitian Eliza Wahyu (2003) yang membuktikan bahwa kapitalisasi pasar tidak secara signifikan mempengaruhi *stock return*, namun tidak sesuai dengan penelitian Idris Ibrahim dan Hussaini Bala (2017) yang menyatakan bahwa pengaruh kapitalisasi pasar terhadap *return* saham adalah negatif signifikan.

Hasil uji-t menunjukkan *market book ratio* (MBR) berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return*. Apabila perusahaan memiliki nilai *market book ratio* di bawah angka "1", maka investor akan menerima sinyal bahwa harga saham perusahaan tersebut murah. Sebaliknya jika perusahaan memiliki nilai *market book ratio* di atas angka "1", maka investor akan menerima sinyal bahwa harga saham perusahaan tersebut mahal. Hal ini menyebabkan pada masa pandemi, beberapa investor lebih memilih saham yang harganya lebih murah karena adanya ketidakpastian akibat pandemi Covid-19. Banyak investor yang mencari saham-saham yang harganya lebih murah, karena mempertimbangkan risiko yang akan ditanggung apabila langsung membeli saham yang harganya mahal. Maka dari itu saham-saham yang harganya murah banyak diminati investor sehingga *demand*-nya tinggi, dan lama-kelamaan akan membuat harga saham perusahaan tersebut naik sehingga *return* yang diterima investor juga meningkat. Hasil ini sejalan dengan penelitian Michael Suharli (2007), I Made Januari (2012), dan Faried (2008) yang menyatakan bahwa *market book ratio* berpengaruh negatif terhadap *stock return*, namun tidak sesuai dengan penelitian Bambang Santoso dkk. (2020) yang membuktikan bahwa *market book ratio* berpengaruh positif terhadap *stock return*.

Hasil uji-t menunjukkan profitabilitas (ROE) berpengaruh tidak signifikan terhadap *stock return*. Hal ini menandakan bahwa perusahaan tidak dapat sepenuhnya menjamin besarnya *stock return* dengan perbandingan total laba dan total ekuitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas tinggi belum tentu menghasilkan *stock return* yang tinggi, sebaliknya perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas rendah belum tentu menghasilkan *stock return* yang rendah. Alasan lainnya adalah kemungkinan karena investor tidak mengambil keputusan untuk melakukan investasi hanya dengan melihat satu rasio profitabilitas saja, namun investor melihat rasio profitabilitas lainnya. Pengujian pengaruh profitabilitas bisa saja berpengaruh signifikan terhadap *stock return* apabila diukur dengan proksi lain seperti *profit margin* atau *return on assets* (ROA). Hasil ini sejalan dengan penelitian Bararoh (2015) dan Anwaar (2016) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *stock return*, namun tidak sesuai dengan penelitian Parab Narayan dan Y. V. Reddy (2018) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

## **Penutup**

Penelitian ini tidak lepas dari keterbatasan, karena hanya menggunakan empat variabel independen yaitu kasus Covid-19, kapitalisasi pasar, *market book ratio*, dan profitabilitas serta hanya menggunakan satu proksi untuk masing-masing variabel. Sampel yang diteliti juga terbatas pada perusahaan *property* dan *real estate* serta telekomunikasi di BEI, sehingga tidak

menggambarkan *stock return* pada perusahaan sektor lain, serta hasil penelitian yang hanya merepresentasikan kondisi *stock return* pada tahun 2020. Beberapa saran yang dapat diberikan untuk peneliti selanjutnya adalah menambah tahun penelitian agar dapat lebih merefleksikan keadaan yang sebenarnya sehingga dapat memberikan hasil yang komprehensif bagi investor dalam mengambil keputusan investasi, menggunakan sampel dari perusahaan yang bergerak di sektor lain, dan menambah variabel independen lain seperti faktor-faktor makroekonomi agar informasi yang dihasilkan lebih beragam dan lengkap bagi pengguna informasi.

#### **Daftar Rujukan/Pustaka**

- Antara, I. M. J. (2012) "Pengaruh *Dividend Payout Ratio*, *Price to Book Value* dan *Price To Earning Ratio* Pada *Return Saham* di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011". E- Jurnal Akuntansi. Vol. 1 No. 1 November 2012. Hal. 1-14.
- Anwaar, M. (2016). "Impact of Firm's Performance on Stock Return (Evidence from Listed Companies of FTSE-100 Index London, UK)". *Global Journal of Management and Business Research*, 16 (1): 31-39.
- Baig, A., Butt, H. A., Haroon, O., & Rizvi, S. A. R. (2020). "Deaths, panic, lockdowns and US equity markets: the case of COVID-19 Pandemic".
- Banz, R. W. (1981). "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks". *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Twelfth Edition. Florida: South-Western.
- Bukit, I. N. H., & Anggomo. (2013). "The Effect of Price to Book Value (PBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Return on Equity (ROE), Return on Asset (ROA), and Earning Per Share (EPS) Toward Stock Return of LQ 45 for the Period of 2006-2011". *Review of Integrative Business and Economics Research*, 2(2), 22-44.
- Chen, C. D., Chen, C. C., Tang, W. W., & Huang, B. Y. (2018). "The positive and negative impacts of the SARS outbreak: a case of the Taiwan industries", *The Journal of Developing Areas*, Vol. 43 No. 1, pp. 281-293.
- Gaunt, C. (2004). "Size and book to market effects and the Fama French three factor asset pricing model: evidence from the Australian stock market". *Accounting and Finance, Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand*, vol. 44(1), pages 27-44.
- Al-hamdani, R., & Al-Juaijati, A. (2007). "The Effect of Monetary Policy on Market Value of Stocks and Bonds Analytical Study for a Sample of Arab Gulf Countries". *TANMIYAT AL-RAFIDAIN*. Vol 29 Issue 88, pages 134-151.
- Eleftheriou, K., & Patsoulis, P. (2020). "COVID-19 Lockdown Intensity and Stock Market Returns: A Spatial Econometrics Approach". Working Paper No. 100662, University Library of Munich, Munich.
- Faried, A. R. (2008). "Analisis Pengaruh Faktor Fundamental dan Nilai Kapitalisasi terhadap *Return Saham* Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2002-2006". Tesis Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
- Ferson, W. E., & Harvey, C. R. (1996). "Fundamental Determinants of National Equity Market Returns: A Perspective on Conditional Asset Pricing".
- Ibrahim, I. (2017). "Firm's Specific Characteristics and Stock Market Returns: Evidence from Listed Food and Beverages Firms in Nigeria". 9(1), 257-277.
- Jogiyanto. (2003). "Teori Portofolio dan Analisis Investasi", Yogyakarta: BPFE.
- Le, D., Anh, T., & Gan, C. (2020). "The Impact of the COVID-19 Lockdown on Stock Market Performance: Evidence from Vietnam".

- Narayan, P., & Reddy, Y. V. (2018). "Impact of Financial Performance Indicators on Stock Returns: Evidence from India". *International Journal of Business and Society*, 19(3), 762–780.
- Nurcahyono, N., Hanum, A. N., & Sukesti, F. (2021). "The COVID-19 Outbreak and its Impact on Stock Market Returns: Evidence from Indonesia". 8(1), 47–58.
- Santoso, B., Sidharta, E. A., & Wardini, A. K. (2020). "The impact of Fundamental Factors on Stock Return of The Engineering and Construction Services Company". *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, 16(2), 158-170.
- Suharli, M. (2007). "Pengaruh Nilai Perusahaan terhadap Return dengan Price Earning Ratio sebagai Variabel Moderasi (Studi Empirik Pada Perusahaan Terdaftar di Indeks LQ45)". *Jurnal Penelitian*.
- Supadi, D. B. P., & Amin, M. N. (2012). Pengaruh Fakor Fundamental Dan Risiko Sistematis Terhadap Resiko Saham Syariah, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi* Vol. 12(1).
- Tahir, S. H., Sabir, H. M., Alam, T., & Ismail, A. (2013). "Impact of firms' characteristics on stock returns: a case of non-financial listed firms in Pakistan". *Asian Economics and Financial Review*. Vol 3 (1), pp. 51-61.