

PERISTIWA EKTREM DARI PROFITABILITAS, LEVERAGE, DAN IMPLIKASINYA TERHADAP RETURN SAHAM

EXTREME EVENT OF PROFITABILITY, LEVERAGE, AND ITS IMPLICATIONS ON STOCK RETURN

Rio Nardo¹, Laynita Sari²

^{1,2}Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi KBP
email: rionardo90.sgi5@gmail.com email: laynitasari@akbpstie.ac.id

ABSTRAK

Krisis ekonomi akibat pandemi COVID-19 lebih parah dari krisis 1998. Ancaman yang sangat serius adalah penurunan nilai investasi di Indonesia. Penurunan ini akan berdampak langsung pada kinerja keuangan perusahaan dan secara tidak langsung juga berdampak pada pembagian tingkat keuntungan (*return*) kepada pemegang saham. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap return saham. Metode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Namun, secara empiris leverage tidak mempengaruhi return saham.

Kata kunci: Profitabilitas; leverage; return saham

ABSTRACT

The economic crisis caused by the COVID-19 pandemic is more severe than the 1998 crisis. A very serious threat is the decline in the value of the investment in Indonesia. This decrease will have a direct impact on the company's financial performance and indirectly also result in the distribution of financial levels (returns) to shareholders. This research aims to test the effect of profitability and leverage on stock returns. The estimation method used in this study is the regression of panel data. The results showed that profitability has a positive and significant effect on the return of shares in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. However, empirically there was no leverage influence on the return stock.

Keywords: Profitability; leverage; stock return

PENDAHULUAN

Krisis ekonomi dan keuangan global merupakan peristiwa ekstrem yang dipicu oleh pandemi COVID-19, bahkan lebih parah dibandingkan krisis keuangan tahun 2008. Kami beranggapan peristiwa ini akan mempengaruhi besarnya distribusi tingkat keuntungan (*return*) pada para pemegang saham. Pengaruh langsung ini ditimbulkan karena kinerja keuangan perusahaan di Indonesia relatif tidak stabil. Risiko pengembalian dana akan semakin tinggi, sehingga pemilik dana (investor) akan meminta tingkat pengembalian yang lebih besar sebagai kompensasi untuk mereka.

Memastikan keuntungan yang diterima investor terkait dengan proses manajemen portofolio. Penelitian terbaru telah menyebutkan bahwa manajemen portofolio saat ini merupakan tugas yang sulit bagi banyak praktisi dan akademisi, karena itu membutuhkan banyak pengetahuan dari bidang teori keuangan, model dan metode kuantitatif (Škrinjaric, 2020). Untuk pengoptimalan portofolio dan / atau diversifikasi, keterkaitan antar pasar saham penting untuk dievaluasi dalam praktiknya. Istilah ini terutama menjadi fokus perhatian setelah krisis keuangan terakhir tahun 2007/2008, karena banyak penelitian menemukan bahwa korelasi antar asset keuangan

dengan pasar yang sedang bergejolak (Das & Uppal, 2004).

Penelitian kami ini berfokus pada hubungan antara faktor fundamental/ keuangan tersebut, yaitu sejauh mana guncangan di satu pasar saham meluas ke yang lain. Secara spesifik, kami akan menyelidiki keterkaitan antara profitabilitas, leverage, dan return saham saat pasar modal Indonesia. Pertanyaan mendasar yang kami ajukan adalah sejauh mana return saham mampu diprediksi atau dipengaruhi oleh profitabilitas dan leverage? Bagaimana kedua faktor tersebut menjelaskannya?

Memprediksi tingkat pengembalian saham (atau dalam penelitian ini kami sebut dengan istilah return) selalu menjadi perhatian besar bagi praktisi bidang keuangan praktisi dan akademisi (Yao & Alles, 2006). Dalam beberapa dekade terakhir, literatur empiris yang luas tentang prediktabilitas return saham telah muncul, bersama dengan perdebatan tentang implikasinya bagi teori efisiensi pasar (Degutis & Novickyte, 2014; Marwala & Hurwitz, 2017; Timmermann & Granger, 2004). Namun, baik penemuan prediktabilitas dalam return saham dan dominasi efisiensi pasar bertahan dari pengujian empiris dan rasionalisasi secara teoretis.

Banyaknya bukti empiris telah menunjukkan bahwa return saham dapat diprediksi. Ini ditunjukkan dalam karya-karya sebelumnya (Ang & Bekaert, 2007; Campbell & Yogo, 2006; Mclean & Pontiff, 2016). Aliran temuan ini juga menghasilkan aplikasi di pasar ekuitas yang berbeda. Lebih lagi aplikasinya pada pasar ekuitas atau pasar modal Indonesia. Temuan baru-baru ini telah mendemonstrasikan hubungan antara factor fundamental perusahaan, makroekonomi dan return saham (Flannery & Protopadakis, 2002; Jiang et al., 2019; Pástor & Stambaugh, 2003; Rjoub et al., 2009). Untuk studi empiris di Indonesia, juga ditemukan bahwa terdapatnya pengaruh positif dan signifikan dari profitabilitas dan pengaruh negative dan signifikan dari leverage terhadap return saham. Hanya saja perusahaan yang dijadikan sampel terbatas pada perusahaan sektor food dan beverage (Mariani et al., 2016). Penelitian pada tahun 2019, juga sudah dilakukan terkait pengaruh kedua variabel terhadap return saham perusahaan sector pertanian (Oroh et al., 2019). Namun, hasil penelitiannya tidak memberikan kontribusi signifikan di bidang keuangan.

Adanya studi empiris di Indonesia yang masih menimbulkan gap/ketimpangan tertentu, atau bahkan belum memberikan kontribusi yang

komprehensif. Maka kami berupaya untuk mengisi celah yang kosong dan memberikan kontribusi yang komprehensif. Kontribusi yang kami maksud di antaranya adalah 1) penyelidikan secara empiris terkait pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap return saham; 2) memperluas kajian literature secara komprehensif, dengan menggunakan seluruh perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia; 3) secara statistik akan menggunakan semua indicator pengukuran profitabilitas, leverage dan return saham yang diharapkan memberikan kontribusi keilmuan dan pengetahuan bagi praktisi bidang keuangan dan akademisi.

Dalam penelitian ini kami menyajikan pendekatan untuk mempelajari efisiensi pasar berdasarkan konsep statistik. Harga suatu aset sepenuhnya mencerminkan semua informasi historis yang tersedia. Kami akan menunjukkan bagaimana factor fundamental mempengaruhi tingkat keuntungan (return) bagi investor. Perhitungan return saham akan diproksi oleh harga sebagai indicator pengukuran yang merupakan indikator penting di pasar ekuitas (Ang & Bekaert, 2007; Campbell & Yogo, 2006).

Nafi'Inayati Zahro (2012) melakukan penelitian tentang pengaruh rasio profitabilitas terhadap return saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS (earnings per share), ROA (return on assets), dan ROE (return on equity) berpengaruh negatif terhadap return saham (Nafi'Inayati, 2012). Luh *et al* (2016) juga menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan dari profitabilitas terhadap *return* saham (Luh, 2016). Pada penelitian Dewi & Fajri (2019) juga ditemukan adanya pengaruh profitabilitas positif dan signifikan terhadap *return* saham (Dewi & Fajri, 2019a). Berdasarkan literatur yang sudah dijelaskan, maka diajukan hipotesis pertama sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan profitabilitas terhadap return saham

Perdebatan tentang pengaruh leverage terhadap keuntungan pemegang saham sudah diawali oleh Modigliani dan Miller. Mereka berpendapat bahwa leverage tidak tergantung pada biaya modal perusahaan di bawah asumsi pasar modal yang sempurna. Jika pasar modal sempurna, utang benar-benar tidak relevan. Namun, pada pasar yang tidak sempurna, terutama di negara-negara berkembang membuat leverage menjadi relevan. Para tradisional berpendapat bahwa ada leverage

optimal akan menyeimbangkan tingkat keuntungan (Lintner, 1956).

Studi terbaru yang menyelidiki bagaimana leverage berhubungan dengan return saham melaporkan hasil yang beragam. Atiyet (2012) menyelidiki dampak keputusan pembiayaan atas return dan menemukan bahwa leverage berhubungan positif dengan return. Dimitrov & Jain (2008) juga meneliti hubungan antara menemukan bahwa leverage memiliki hubungan negatif dengan return saham. Mereka mempelajari perubahan tingkat leverage dan menunjukkan bahwa leverage negative terkait dengan return yang disesuaikan saat ini dan masa depan. Temuan ini konsisten dengan penelitian Kesuma dan Gunadi (2015) yang membuktikan bahwa leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham.

Dari tinjauan pustaka yang sudah kami uraikan, maka disimpulkan bahwa sulit untuk menemukan hasil penelitian yang seragam terkait pengaruh leverage terhadap return saham. Oleh karena itu kami mengajukan hipotesis kedua sebagai berikut:

Hipotesis 2 : Terdapat pengaruh yang negatif dan signifikan leverage terhadap return saham

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015 – 2019. Data yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh Bloomberg Universitas Gadjah Mada (BNI46 Financial Market Update). Data kuantitatif diperoleh dari *annual report* dan *annual report summary*. Data kuantitatif diambil dari laporan keuangan perusahaan, berupa laporan keuangan dan neraca perusahaan. Sebanyak 627 perusahaan terdaftar pada akhir periode 2019 ditetapkan sebagai populasi. Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria pengambilan sampel yang ditetapkan adalah 1) Perusahaan yang terdaftar pada akhir periode 2019 di BEI; 2) Perusahaan yang terdaftar secara berturut – turut selama periode 2015-2019 di BEI; dan 3) Perusahaan terdaftar di BEI yang menerbitkan laporan keuangan selama

periode observasi. Untuk sementara, kriteria ini digunakan untuk mendapatkan sampel akhir. Berdasarkan kriteria – kriteria tersebut maka diperoleh sampel sebanyak 279 perusahaan atau sebanyak 1.395 observasi.

Teknik Analisis Data

Kami berpendapat bahwa untuk menyelidiki pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap return saham, regresi data panel merupakan pendekatan yang tepat dalam mengestimasi model. Model panel meningkatkan efisiensi perkiraan ekonometrik dan memberikan fleksibilitas untuk memperhitungkan efek spesifik perusahaan yang tidak dapat diamati dalam model. Variabel utama yang diset dalam model ini adalah return saham (RS) sebagai variabel dependen. Sedangkan profitabilitas (PROF), dan leverage (LEV) sebagai variabel independen (*variable of interest*). Model ekonometrik yang digunakan dalam membuktikan pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

$$RS_{i,t} = \alpha + \beta_1 PROF_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(1)

Disamping itu, pada penelitian ini juga memasukkan konsep tambahan atau variabel control ke dalam penelitian untuk mengendalikan atau menghilangkan pengaruh tertentu pada model penelitian. Kami berharap dengan adanya variabel control, hasil analisis lebih dapat menjelaskan fenomena dengan optimal, karena variabel-variabel lain juga mempengaruhi variabel dependen, yang membuat pengaruh model utama menjadi terputus. Dengan kata lain, analisis akan memiliki kekuatan statistik (*power*) yang lebih tinggi. Sehingga, hasil penelitian atau kesimpulan yang ditarik tidak bias atau salah persepsi. Persamaan regresi yang digunakan yang diestimasi adalah sebagai berikut:

$$RS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PROF_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \sum_{j=2}^n \alpha_j CONTROL\ VARIABLES_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Pada penelitian ini dilakukan uji pemilihan model terbaik yang bertujuan untuk mengetahui model mana yang terbaik digunakan (Yusra et al., 2019), terdapat dua tahapan. Tahapan pertama Uji *Chow* yang berfungsi untuk menentukan model mana yang terbaik antara *Common Effect* (CEM) ataupun *Fixed Effect* (FEM). Tahapan kedua Uji Hausman berfungsi untuk menentukan model mana yang terbaik antara *Fixed Effect* (FEM) ataupun *Random Effect* (REM). Selanjutnya dilakukan uji normalitas

yang bertujuan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal atau tidak. Model-model dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan analisis regresi data panel yang berguna untuk mengetahui apakah hipotesis diterima atau ditolak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Statistik

Tabel 1 Deskriptif Statistik

Variabel	Min	Max	Mean	S.D
Dependen Variabel				
RS	-0.93	26.86	0.18	1.34
Independen variabel				
Profitabilitas				
ROA	-57.60	58.95	3.04	9.75
ROE	-199.63	225.37	5.98	29.10
ROI	-57.60	100	3.97	12.68
GPM	-119.83	194.41	24.17	24.86
NPM	-2454.12	231.18	-2.88	100.69
Leverage				
	Min	Max	Mean	S.D
DAR	0.12	69.10	0.68	2.68
DER	-5.02	18.07	1.77	2.09

Sumber : data diolah, *evIEWS 8*

Berdasarkan tabel 1 diatas *return* saham adalah variabel terikat (Dependent). *Return* saham diukur menggunakan harga saham tahun sekarang dikurangi dengan harga saham tahun sebelumnya lalu dibagi dengan harga saham tahun sebelumnya. Nilai *minimum* RS yakni -0.93 yang diperoleh pada perusahaan yaitu PT. Surya Toto Indonesia, Tbk pada tahun 2016. Sedangkan nilai *maximum*nya yakni 26.86 yang diperoleh pada perusahaan PT.Indofarma, Tbk pada tahun 2016. *Return* saham adalah hasil keuntungan atau kerugian yang diperoleh dari suatu investasi saham. Adapun nilai *meannya* yakni 0.18 yang berarti perusahaan lebih sedikit menggunakan ekuitas dibandingkan hutang untuk kegiatan operasional perusahaan. Nilai standar deviasi pada variabel RS yakni 1.34 yang artinya tingkat keragaman sampel sebesar 134% dan karena menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena tinggi dari pada *mean*.

Profitabilitas merupakan variabel bebas pertama dalam penelitian ini. Profitabilitas diukur dengan menggunakan model ROA, ROE, ROI, GPM, dan NPM. Pada tabel 4.1 ROA diperoleh nilai *minimum*nya sebesar -57.60 yang diperoleh

PT. Express Transindo Asia Infrastructure Tbk pada tahun 2019. Nilai *maksimum*nya sebesar 58.95 yang diperoleh PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk pada tahun 2019. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Adapun nilai *meannya* yang diukur atau diproyeksi ROA yakni 3.04 dan ini mencerminkan perusahaan dapat memperoleh laba bersih sebesar 304%. Standar deviasi pada model ROA sebesar 9.75 yang berarti tingkat keragaman sampel sebesar 975% dan menunjukkan penyebaran data lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

Pada model ROE diperoleh nilai *minimum* -199.63 yang diperoleh PT. Express Transindo Utama Tbk pada tahun 2017. Nilai *maximum* sebesar 225.37 yang diperoleh PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk pada tahun 2019. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Adapun nilai *meannya* yang diukur atau diproyeksi dengan ROE yakni 5.98 dan ini menunjukkan bahwa rata-rata semua perusahaan mampu menggunakan 598% ekuitas para pemegang saham untuk meningkatkan laba bersihnya. Standar deviasi pada model ROE

sebesar 29.10, yang berarti tingkat keragaman sampel sebesar 2.910% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

ROI memperoleh nilai *minimum* sebesar -57.60 yang diperoleh PT. Express Transindo Asia Infrastructure Tbk pada tahun 2019. Nilai *maximum*nya sebesar 100.00 yang diperoleh PT. Smarfren Telecom Tbk pada tahun 2015, 2016, 2017, dan 2018. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Adapun nilai *mean*nya yang diukur atau diproyeksi ROI yakni 3.97 yang dapat diartikan bahwa rata-rata semua perusahaan mampu menggunakan 397% jumlah aktivitya secara keseluruhan untuk meningkatkan keuntungan. Standar deviasi pada model ROI sebesar 12.68 yang berarti tingkat keragaman sampel sebesar 1268% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari pada *mean*.

Terdapat nilai *minimum* pada GPM yakni sebesar -119.83 yang diperoleh PT. Express Transindo Asia Infrastructure Tbk pada tahun 2019. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Adapun nilai *mean*nya yang diukur atau diproyeksi GPM yakni sebesar 24.17 yang berarti rata-rata semua perusahaan menggunakan total pendapatnya sebesar 2417% untuk menilai laba kotor. Standar deviasi pada model GPM sebesar 24.86 yang berarti tingkat keragaman sampel sebesar 2486% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari pada *mean*.

Dan pada model terakhir yakni NPM diperoleh nilai *minimum* -2454.12 yang diperoleh PT. Cita Mineral Investindo Tbk pada tahun 2015. Nilai *maximum*nya sebesar 231.18 yang diperoleh PT. Indonesian Paradise Property Tbk pada tahun 2019. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Adapun nilai *mean*nya yang diukur atau diproyeksi dengan NPM yakni sebesar -2.88 menunjukkan bahwa rata-rata semua perusahaan menggunakan total penjualan sebesar -288% untuk menilai laba bersih yang didapat. Standar deviasi pada model NPM sebesar 100.69 yang berarti tingkat keragaman sampel sebesar 10.069% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih kecil karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa DAR dan DER digunakan untuk mengukur *Leverage* yang merupakan variabel bebas kedua pada penelitian ini. DAR memiliki nilai *minimum* 0.12 yang diperoleh PT. Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk pada tahun 2015. Sedangkan nilai *maximum* sebesar 69.10 yang diperoleh oleh PT. Tunas Baru

Lampung Tbk pada tahun 2019. *Leverage* adalah alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Adapun nilai *mean*nya yang diukur atau diproyeksi dengan DAR sebesar 0.68 menunjukkan bahwa rata-rata semua perusahaan menggunakan aktivitya sebesar 68% untuk menjamin hutang. Standar deviasi sebesar 2.68 hal ini berarti tingkat keragaman sampel sebesar 268% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari pada *mean*.

Sedangkan DER mempunyai nilai *minimum* sebesar -5.02 yang diperoleh PT. Express Transindo Utama Tbk pada tahun 2018. Sedangkan nilai *maximum* sebesar 18.07 yang diperoleh PT. Wahana Pronatural Tbk pada tahun 2016. *Leverage* adalah alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Adapun nilai *mean*nya yang diukur atau diproyeksi dengan DER sebesar 1.77 dapat diartikan bahwa rata-rata semua perusahaan menggunakan ekuitas untuk hutang jangka panjang sebesar 177% tiap tahunnya. Standar deviasi sebesar 2.09 yang berarti tingkat keragaman sampel 209% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

Pemilihan Model Terbaik

Model terbaik yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect*. Model ini diperoleh setelah melakukan uji lanjut berupa *chow test*. Adapun hasil estimasi model terbaik disajikan pada (lampiran 1). Dari hasil regresi pada Model I diperoleh nilai koefisien pada ROA sebesar 0.318412 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0010 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($3.365245 > 1.96$). Dengan demikian ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Sedangkan nilai koefisien pada DAR sebesar -0.187204 dengan nilai *probability*nya yang lebih besar dari alpha ($0.4753 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.715714 < 1.96$). Dengan demikian DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Hasil regresi pada Model II diperoleh nilai koefisien pada ROA sebesar 0.323027 dengan *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.0009 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($3.400015 > 1.96$). Dengan demikian ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Sedangkan nilai koefisien pada DER yakni sebesar 0.214217 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.4326 > 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih kecil dari T_{tabel} ($0.786913 < 1.96$). Dengan demikian DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Untuk model III didapat nilai koefisien pada ROE yakni sebesar 0.345918 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0003 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($3.710911 > 1.96$). Dengan demikian ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return* saham. Sedangkan nilai koefisien pada DAR yakni sebesar -0.186660 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.4761 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.714343 < 1.96$). Dengan demikian DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Kemudian pada model IV hasil regresi diperoleh nilai koefisien pada ROE 0.347742 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0003 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($3.729205 > 1.96$). Dengan demikian ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return* saham. Sedangkan nilai koefisien pada DER yakni sebesar 0.194350 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.4774 > 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih kecil dari T_{tabel} ($0.712287 < 1.96$). Dengan demikian DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Pada model V hasil regresi diperoleh nilai koefisien pada ROI sebesar 0.332123 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0034 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($2.972647 > 1.96$). Dengan demikian ROI berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return* saham. Sedangkan nilai koefisien pada DAR yakni sebesar -0.146301 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.5899 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.540142 < 1.96$). Dengan demikian DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Berdasarkan nilai koefisien yang ditunjukkan oleh model VI pada ROI yakni sebesar 0.335417 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0033 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($2.987981 > 1.96$). Dengan demikian ROI berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Sedangkan nilai koefisien pada DER yakni sebesar 0.114290 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.6879 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.402513 < 1.96$). Dengan demikian DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Untuk hasil regresi pada model VII diperoleh nilai koefisien pada GPM yakni sebesar 0.265846 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.2896 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($1.071610 < 1.96$). Dengan demikian GPM tidak berpengaruh

signifikan terhadap *Return* Saham. Sedangkan nilai koefisien pada DAR yakni sebesar -0.274304 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.2852 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($1.071610 < 1.96$). Dengan demikian DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Didapat nilai koefisien pada GPM untuk model VIII yakni sebesar 0.273875 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.2763 > 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih kecil dari T_{tabel} ($1.091697 < 1.96$). Dengan demikian GPM tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Sedangkan nilai koefisien pada DER yakni sebesar -0.043580 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.8533 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.185133 < 1.96$). Dengan demikian DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Nilai koefisien yang didapat oleh model IX pada NPM yakni sebesar 0.377843 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0013 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($3.283213 > 1.96$). Dengan demikian NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Sedangkan nilai koefisien pada DAR yakni sebesar -0.149887 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.5773 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih besar dari T_{tabel} ($0.558521 < 1.96$). Dengan demikian DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Dan terakhir untuk model X diperoleh nilai koefisien pada NPM yakni sebesar 0.385860 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0011 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($3.324564 > 1.96$). Dengan demikian NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Sedangkan nilai koefisien pada DER yakni sebesar 0.149530 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.5960 > 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih kecil dari T_{tabel} ($0.531244 < 1.96$). Dengan demikian DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Pemilihan Regresi Data Panel

Setelah dilakukan uji normalitas untuk 10 model, diperoleh hasil Probabilitas untuk kesepuluh model besar dari alpha atau $Prob > 0.05$ yang artinya model dalam penelitian ini secara residual berdistribusi secara normal. Model dalam penelitian ini normal pada bagian FEM sehingga dapat dilakukan *Chow Test* terdapat pada (lampiran 2).

Berdasarkan data yang telah diuji diatas, pada Model I dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih kecil dari pada alpha

(0.0005 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Pada model II dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih kecil dari pada alpha (0.0006 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Selanjutnya III dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih kecil dari pada alpha (0.0004 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Kemudian hasil model IV dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih kecil daripada alpha (0.0004 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Hasil pada model V dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih kecil dari pada alpha (0.0039 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Pada model VI dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih besar dari pada alpha (0.0040 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Lalu pada VII dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih besar dari pada alpha (0.0148 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* pada model VIII lebih kecil dari pada alpha (0.0185 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Dapat dilihat nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* model IX lebih kecil dari pada alpha (0.0051 < 0.05) yang artinya H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Kemudian bisa dilihat model X nilai *Probability Cross-Section Chi-Square* lebih kecil daripada alpha (0.0059 < 0.05) H_0 ditolak, H_a diterima. Dengan demikian model *fixed effect* lebih baik digunakan dari pada model *Common Effect*.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pada tabel 4 pada lampiran 1 terlihat bahwa pada Model I variabel ROA menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (3.365245 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0010 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DAR menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolute lebih kecil dari T_{tabel} (0.715714 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.4753 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Pada Model II variabel ROA menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (3.400015 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0009 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DER menunjukkan nilai T_{hitung} lebih kecil dari T_{tabel} (0.786913 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.4326 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Kemudian model III variabel ROE menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (3.710911 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0003 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DAR menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolute lebih kecil dari T_{tabel} (0.714343 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.4761 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Selanjutnya pada Model IV variabel ROE menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (3.729205 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0003 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DER menunjukkan nilai T_{hitung} lebih kecil dari T_{tabel} (0.712287 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.4774 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Variabel ROI pada model V T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (2.972647 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0034 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROI berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DAR menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel}

(0.540142 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.5899 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Dalam model VI variabel ROI menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (2.987981 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0033 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DER menunjukkan nilai T_{hitung} lebih kecil dari T_{tabel} (0.402513 < 1.97) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.6879 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Kemudian variabel GPM pada VII T_{hitung} lebih kecil dari T_{tabel} (1.062042 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.2896 > 0.05) maka H_1 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa GPM tidak signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DAR menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} (1.071610 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.2852 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Pada model VIII variabel GPM T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (1.091697 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.2763 < 0.05) maka H_1 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa GPM tidak signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DER menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} (0.185133 < 1.96) atau *probability*

lebih besar dari alpha (0.8533 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Di model IX variabel NPM T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (3.283213 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0013 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DAR menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolute lebih kecil dari T_{tabel} (0.558521 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.5773 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Dan selanjutnya pada model X variabel NPM T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} (3.324564 > 1.96) atau *probability* lebih kecil dari alpha (0.0011 < 0.05) maka H_1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Untuk variabel DER menunjukkan nilai T_{hitung} lebih kecil dari T_{tabel} (0.531244 < 1.96) atau *probability* lebih besar dari alpha (0.5960 > 0.05) maka H_2 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Robustness Test

Robustness Text diproyeksi oleh indikator pengukuran yang digunakan sebagai pengukur variabel penelitian didasarkan pada nilai statistic (t-statistik atau prob) yang lebih baik.

Tabel 2 Robustness Test

Variabel	Kontrol Saja	Faktor Utama	Faktor Utama Dan Kontrol
Koefisien		0.005605**	0.005711**
t-statistik		2.230189	2.287506
ROE		0.0262	0.0226
Koefisien		-0.000835	0.000272
t-statistik		-0.038066	0.012495
DAR		0.9696	0.99
Koefisien	-0.116748		-0.166766
t-statistik	-0.286004		-0.406591
SIZE		0.775	0.6845
Koefisien	-0.000432**		-0.000425***
t-statistik	-2.370273		-2.337765
BM		0.0181	0.0198
Koefisien	0.00000308***		0.00000309***
t-statistik	3.332525		3.350067
Mcap		0.00009	0.0009

Hasil robust test diperoleh dari estimasi FEM dengan menggunakan persamaan :

$$RS_{it} = \alpha + \beta_1 Prof_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 Mcap_{it} + e \dots (3)$$

***) signifikan pada level 1 persen (1%),

***) signifikan pada level 5 persen (5%),

*) signifikan pada level 10 persen (10%)

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Return Saham

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama yaitu profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham dapat diterima. Artinya semua perusahaan yang menjadi sampel menggunakan keuntungannya untuk meningkatkan return saham.

Maka hal ini sejalan dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang menyatakan profitabilitas memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham. Dimana untuk mengukur efektifitas perusahaan dengan meningkatkan profitabilitas berarti kinerja perusahaan pun semakin baik dan harga saham perusahaan juga akan semakin meningkat, sehingga return saham yang bersangkutan juga akan meningkat (Meythi & Hartono, 2012).

Temuan ini konsisten dengan penelitian Safitri et al, (2015) yang menyatakan dalam penelitiannya bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Yang memiliki arti bahwa semakin besar profitabilitas maka akan mencerminkan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham, sehingga return yang akan diterima pemegang saham akan semakin tinggi pula. Dewi & Fajri, (2019) dalam penelitiannya menyatakan bahwa dengan meningkatnya profitabilitas maka harga saham pun akan naik dan berdampak pada return saham yang tinggi dan meningkatkan kinerja perusahaan. (Sutriani, 2014) Hasil yang positif menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang semakin baik dan efisien dalam memanfaatkan aktivitya sehingga memperoleh laba yang tinggi. Laba yang tinggi akan menyebabkan permintaan atas saham semakin meningkat sehingga harga saham akan naik yang mengakibatkan return yang diperoleh investor juga meningkat.

Pengaruh Leverage Terhadap Return Saham

Dalam penelitian ini hipotesis kedua menyatakan bahwa leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham. Berdasarkan

pengujian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Dengan demikian hipotesis kedua (H2) ditolak. Artinya penggunaan sumber dana perusahaan secara eksternal yang berasal dari hutang bukan merupakan salah satu faktor yang menentukan naik/tidaknya return saham. Hal ini disebabkan oleh banyaknya perusahaan yang dijadikan sampel memiliki data yang terindikasi outliers (ekstrem).

Meskipun hasilnya tidak signifikan bukan berarti investor dapat mengabaikan rasio leverage suatu perusahaan. Seringkali kondisi finansial distress yang dihadapi perusahaan disebabkan oleh kegagalan dalam membayar utang. Proporsi utang yang semakin tinggi menyebabkan fixed payment yang tinggi dan akan menimbulkan risiko kebangkrutan (Natarsyah, 2002).

Hasil ini didukung oleh Putra & Dana, (2016) yang menyebutkan bahwa Semakin besar leverage, menunjukkan semakin besar pula beban perusahaan terhadap pihak luar, baik berupa pokok maupun bunga pinjaman. Khasanah & Darmawan, (2018) Hasil penelitian menunjukkan bahwa leverage bukan sebagai salah satu faktor penentu yang dapat menjelaskan perubahan return saham yang diterima investor. Semakin tinggi rasio leverage yang digunakan maka semakin besar risiko yang dihadapi perusahaan, semakin tinggi rasio leverage juga menandakan semakin besar aktiva yang dibiayai hutang. Naiknya leverage yang tidak diimbangi dengan profitabilitas yang tinggi akan menurunkan harga saham yang selanjutnya akan mempengaruhi return saham yang diperoleh investor. Dan pada penelitian yang dilakukan oleh (Damayanti & Giantari, 2009) Leverage menunjukkan hasil tidak signifikan, hal ini mengindikasikan bahwa rasio leverage belum memberikan kontribusi yang berarti dalam perubahan return saham.

KESIMPULAN

Dari hasil dan pembahasan yang telah diuraikan tentang peristiwa ekstrem dari profitabilitas dan leverage dan implikasinya terhadap return saham,

maka dapat ditarik kesimpulan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2019. Artinya, jika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi maka *return* saham juga akan cenderung tinggi. Kedua *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya, naik atau tidaknya *return* saham tidak tergantung tinggi rendahnya *leverage* atau hutang suatu perusahaan tersebut.

UCAPAN TERIMA KASIH

Ucapan terima kasih disampaikan kepada Direktorat Jenderal Penguatan Riset dan Pengembangan Kementerian Riset, Teknologi dan Pendidikan Tinggi (DRPM Ristekdikti) yang telah memberikan dana, sehingga penulis dapat melakukan penelitian ini dengan lancar. Terima kasih juga diucapkan kepada Universitas Gadjah Mada yang telah menyediakan data dari Bloomberg (BNI46 Financial Market Update), sehingga memberikan kemudahan untuk mengumpulkan data sesuai dengan data yang penulis butuhkan. Penghargaan dan terima kasih juga penulis ucapkan kepada Sekolah Tinggi Ilmu "KBP" yang telah memberikan *support*, izin dan tugas kepada penulis untuk melakukan penelitian dan penulisan jurnal ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, A., & Bekaert, G. (2007). Stock return predictability: Is it there? *Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl021>
- Atiyet, B. A. (2012). The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation. *Journal of Business Studies Quarterly*.
- Campbell, J. Y., & Yogo, M. (2006). Efficient tests of stock return predictability. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.05.008>
- Damayanti, & Giantari, M. (2009). *Issn 1829-7978*. 11(1), 51–70.
- Das, S. R., & Uppal, R. (2004). Systemic risk and international portfolio choice. In *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00717.x>
- Degutis, A., & Novickyte, L. (2014). The efficient

market hypothesis: a critical review of literature and methodology. *Ekonomika*. <https://doi.org/10.15388/ekon.2014.2.3549>

- Dewi, A. S., & Fajri, I. (2019a). Pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap return Saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pundi*, 3(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.31575/jp.v3i2.150>
- Dewi, A. S., & Fajri, I. (2019b). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pundi*, 3(2), 79. <https://doi.org/10.31575/jp.v3i2.150>
- Dimitrov, V., & Jain, P. C. (2008). The value-relevance of changes in financial leverage beyond growth in assets and GAAP earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300204>
- Fernandes, J., Sumiati, S., & Yusra, I. (2019). Faktor-Faktor Penentu Leverage Perusahaan: Estimasi Model Regresi Data Panel. *The 2nd Annual National Conference for Economics and Economics Education Research*.
- Flannery, M. J., & Protopapadakis, A. A. (2002). Macroeconomic Factors Do Influence Aggregate Stock Returns. *Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.3.751>
- Jiang, F., Lee, J., Martin, X., & Zhou, G. (2019). Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.001>
- Kesuma, I. K. W., & Gunadi, G. G. (2015). Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana , Bali , Indonesia Gd Gilang Gunadi , Pengaruh ROA , DER , EPS terhadap Return ... menilai kinerja perusahaan untuk mengestimasi return . Crabb (2003) dalam mengestimasi harga saham suatu perusahaan . Rasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(6), 1636–1647.
- Khasanah, Y. N., & Darmawan, A. (2018).

- Pengaruh Risiko Inflasi, Risiko Suku Bunga, Risiko Kurs Valuta Asing, Dan Leverage Terhadap Return Saham (Studi Pada Industri Manufaktur Sub Sektor Otomotif Dan Komponen Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 57(1), 63–72.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, Vol. 46(No. 2), 97–113.
- Luh, et al. (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Return Saham. *E-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Manajemen*, 4(1).
- Mariani, N. L. L., Yudiaatmaja, F., & Yulianthini, N. N. (2016). Pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap return saham. *E-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha*, 4. <https://doi.org/10.1097/BRS.0000000000000512>
- Marwala, T., & Hurwitz, E. (2017). Efficient market hypothesis. In *Advanced Information and Knowledge Processing*. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66104-9_9
- McLean, R. D., & Pontiff, J. (2016). Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability? *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/jofi.12365>
- Meythi, & Hartono, S. (2012). Pengaruh Informasi Laba Dan Arus Kas Terhadap Harga Saham. *Jurnal Ilmiah Akuntansi, April*.
- Nafi'Inayati, Z. (2012). Pengaruh rasio profitabilitas terhadap return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Staf Pengajar Fakultas Ekonomi UMK*, 5(1).
- Natarsyah, S. (2002). *Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental Dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham* (B. R. K. T. Keuangan (ed.); BPFE).
- Oktasari, W., & Yusra, I. (2019). Model Data Cross Section Antara Leverage, Profitabilitas Dan Umur Perusahaan Di Indonesia. *Academic Conference For Management*, 1.
- Oroh, M. M., Rate, P. Van, & Kojo, C. (2019). Pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap return saham pada sektor pertanian di BEI periode 2013-2017. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 7(1), 661–670. <https://doi.org/10.35794/emba.v7i1.22477>
- Pástor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*. <https://doi.org/10.1086/374184>
- Putra, I., & Dana, I. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan Farmasi Di Bei. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(11), 249101.
- Putri, W. E., & Yusra, I. (2019). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan Dan Volatili Laba Terhadap Leverage Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Academic Conference For Management*, 1.
- Qusibah, V. L., & Yusra, I. (2019). Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Sebagai Faktor Penentu Leverage Perusahaan Di Indonesia. *Jurnal Pundi*, 03(01), 13–26. <https://doi.org/10.31575/jp.v3i1.125>
- Rjoub, H., Türsoy, T., & Günsel, N. (2009). The effects of macroeconomic factors on stock returns: Istanbul stock market. *Studies in Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1108/10867370910946315>
- Safitri, O., Sinarwati, & Atmadja, A. T. (2015). *Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage dan Profitabilitas Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bei*. 3(1), 1–12.
- Škrinjarić, T. (2020). CEE and SEE equity market return spillovers: Creating profitable investment strategies. *Borsa Istanbul Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.006>
- Sutriani, A. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Likuiditas Terhadap Return Saham Dengan Nilai Tukar Sebagai Variabel Moderasi Pada Saham LQ-45. *Journal of*

Business and Banking, 4(1), 67.
<https://doi.org/10.14414/jbb.v4i1.294>

Timmermann, A., & Granger, C. W. J. (2004). Efficient market hypothesis and forecasting. *International Journal of Forecasting*.
[https://doi.org/10.1016/S0169-2070\(03\)00012-8](https://doi.org/10.1016/S0169-2070(03)00012-8)

Yao, J., & Alles, L. (2006). Industry return predictability, timing and profitability. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(2), 122–141.
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.05.004>

Yusra, I., Hadya, R., Begawati, N., & Istiqomah, L. (2019). Panel data model estimation: the effect of managerial ownership, capital structure, and company size on corporate value Panel data model estimation : the effect of managerial ownership, capital structure, and company size on corporate value. *Journal of Physics: Conference Series*, 1175, 1–6. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1175/1/012285>