

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS**

#### **2.1. Kajian Pustaka**

##### **2.1.1. *Efficient Market Hypothesis* (EMH)**

###### **2.1.1.1. Pengertian *Efficient Market Hypothesis* (EMH)**

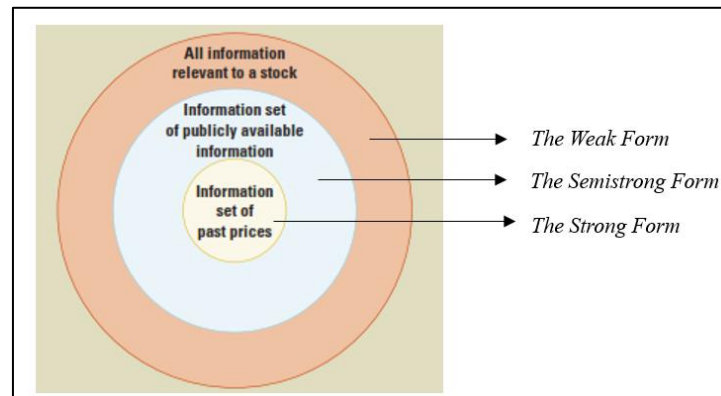
*Efficient Market Hypothesis* (EMH) dikembangkan oleh Eugene Fama sekitar tahun 1970, Eugene Fama dikenal sebagai bapak teori pasar efisien. Teori EMH merupakan salah satu teori dalam dunia keuangan yang menyatakan bahwa harga sebuah sekuritas (saham, obligasi, reksadana, dan derivatif) di pasar selalu mencerminkan akurasi informasi yang tersedia secara menyeluruh. Pada konteks ini, pasar yang dimaksud adalah pasar modal atau *capital market* dan pasar uang atau *money market*. Suatu pasar akan dikatakan efisien apabila para pelaku pasar mampu mendapatkan *return* normal, tidak akan mendapatkan *abnormal return*, karena harga di pasar mencerminkan informasi yang tersedia (Gumanti dan Utami, 2002). Didukung oleh Mishkin dan Eakins (2018: 158) yang menjelaskan bahwa untuk menialai ekspektasi dalam memengaruhi harga sekuritas, para pelaku pasar harus melihat pengaruh informasi di pasar terhadap harga-harag sekuritas tersebut, yang mana teori EMH menyatakan bahwa harga sekuritas di pasar merupakan cerminan dari semua informasi yang ada.

Hipotesis pasar efisien memandang *expected return* sebagai proyeksi optimal dalam menggunakan informasi yang ada di pasar, proyeksi ini dinilai menjadi cara terbaik untuk memprediksi tingkat pengembalian investasi dengan

menggunakan segala sumber informasi yang tersedia di pasar yang efisien. Mishkin dan Eakins (2018: 169) menjelaskan bahwa hipotesis pasar efisien mencerminkan semua informasi publik, namun ada kalanya publikasi informasi positif yang diberikan oleh perusahaan sebagai emiten tidak berdampak pada kenaikan harga saham. Hal ini disebabkan karena saat informasi dipublikasikan yang mana sudah diprediksi pasar sehingga publikasi tersebut tidak mengandung informasi baru yang dapat memengaruhi kenaikan harga saham, pasar yang efisien menganggap harga saham hanya akan merespon publikasi informasi yang baru dan tidak terduga, seperti dalam buku Mishkin dan Eakins (2018: 169) memberikan simulasi harga saham menjadi turun ketika publikasi informasi positif dari emiten, laba HFC meningkat 15% namun pasar sudah memprediksi dengan harapan kenaikan laba 20%, maka berita tersebut menjadi negatif karena informasi laba yang terpublikasi lebih rendah sehingga harga saham bisa turun.

#### **2.1.1.2. Bentuk Efisiensi dalam *Efficient Market Hypothesis* (EMH)**

Ross, et al., (2012: 440) menjelaskan klasifikasi bentuk efisiensi pasar yang terbagi menjadi tiga bagian. Klasifikasi efisiensi pasar menjadi tiga bentuk (lemah, semi-kuat, dan kuat) adalah konsep yang dikemukakan oleh Eugene F. Fama di tahun 1970 pada artikelnya yang berjudul "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*". Fama (1970) memberika klasifikasi efisiensi pasar berdasarkan segala jenis informasi yang tercemin dalam harga suatu saham sehingga investor tidak mungkin mengalahkan pasar secara konsisten. Ketiga bentuk pasar efisiensi tersebut digambarkan dengan diagram di bawah dan dijelaskan seperti berikut:



**Gambar 2.1**

**Hubungan Antara Tiga Kumpulan Informasi**

Sumber: *Corporate Finance Tenth Edition* (Ross, et al., 2012: 442)

1. *The Weak Form* atau Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Pada bentuk ini data historis sudah tercermin dalam harga saham seperti harga saham di periode-periode lalu, analisis teknikal tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return* karena harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Pasar efisien bentuk lemah dikatakan lemah karena bentuk pasar ini hanya mengandalkan informasi masa lalu, belum termasuk informasi publik dari emiten seperti publikasi laporan keuangan atau terkait strategi manajemen lainnya. Misal pada suatu saham, harga saham naik secara berulang pada musim atau pola tertentu, maka para investor cenderung akan segera membeli saham tersebut apabila pola atau musim tersebut muncul lagi. Karena perilaku investor ini terjadi secara serentak maka harga langsung melonjak dan pola ini tidak lagi menguntungkan, pasar bergerak secara acak (*random walk*).

2. *The Semistrong Form* atau Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Pada bentuk pasar efisien setengah kuat, harga saham tidak hanya mencerminkan informasi harga masa lalu, tetapi mencerminkan lebih banyak lagi informasi publik yang ada seperti laporan keuangan perusahaan, berita kondisi

ekonomi domestik juga global, kebijakan regulator, dan informasi di lingkungan industri perusahaan tersebut berada. Misal ada berita baik terkait perusahaan misal adanya kenaikan laba yang signifikan maka harga saham akan segera menyesuaikan begitu berita dipublikasi, pasar akan bereaksi secepat mungkin sehingga semakin sempit investor untuk mendapat *abnormal return*.

### 3. *The Strong Form* atau Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Harga saham tidak hanya mencerminkan informasi historis dan informasi publik, tetapi di pasar efisiensi ini harga saham dapat memuat informasi pribadi seperti *insider information* (informasi orang dalam), rencana strategi bisnis yang dirancang internal perusahaan, dan informasi lainnya yang tidak dipublikasi. Di pasar efisiensi kuat, investor tidak bisa mengalahkan pasar sama sekali karena semua informasi sampai *private information* sudah tercermin di harga saham.

#### 2.1.2. *Signaling Theory*

##### 2.1.2.1. Pengertian *Signaling Theory*

Tandelilin (2010) menjelaskan bahwa *signaling theory* berupa informasi yang diberikan perusahaan kepada publik kemudian dapat memengaruhi sentimen pasar seperti publikasi laporan keuangan atau pengumuman dividen, publikasi informasi ini merupakan sebuah sinyal yang dapat memengaruhi keputusan investasi investor dan berdampak pada harga saham. *Signaling theory* dikembangkan pertama kali oleh Michael Spence tahun 1973, pada awalnya *signaling theory* diterapkan pada pasar tenaga kerja, pada saat itu terjadi asimetri informasi antara perusahaan yang membutuhkan tenaga kerja dengan para pencari kerja. Michael Spence (1973) memberikan opini bahwa individu dapat

mengirimkan sinyal berupa informasi kepada pemberi kerja seperti tingkat pendidikan atau kemampuan lainnya untuk menunjukkan kapabilitas yang dimiliki.

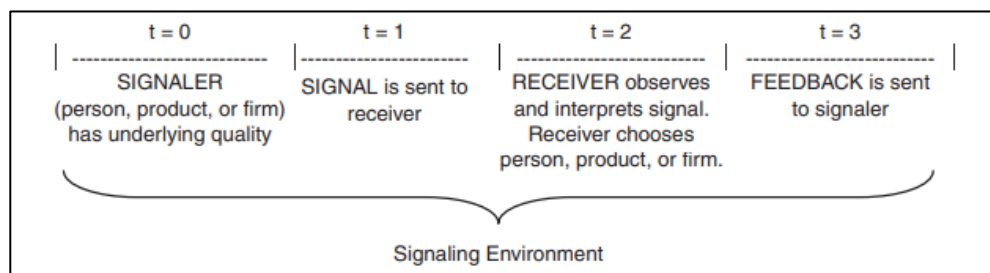
Namun seiring bertambahnya waktu teori ini diadaptasi untuk sektor keuangan dan pasar modal oleh Ross pada tahun 1977 yang menerapkan teori ini pada struktur modal suatu perusahaan. Ross (1977) berasumsi bahwa manajemen perusahaan yang memiliki informasi lebih menyeluruh terkait kondisi keuangan internal akan menggunakan informasi tersebut dalam menetapkan kebijakan keuangan seperti penggunaan utang, kebijakan dividen, dan pengumuman laba. Sehingga kebijakan – kebijakan tersebut sebagai bentuk sinyal terhadap pasar. Tujuan pemberian sinyal oleh perusahaan kepada eksternal dengan tujuan mengurangi ketidakpastian pasar dan menunjukkan kredibilitas serta performa perusahaan, sehingga investor dapat memilah mana perusahaan yang dapat memberikan potensi keuntungan yang baik dan perusahaan yang berisiko bagi mereka. Sinyal yang diberikan perusahaan dapat berupa sinyal positif yang mengindikasikan perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang baik, serta berupa sinyal negatif yang mengindikasikan perusahaan dalam kondisi tidak stabil.

Di dalam sebuah pasar sangat mungkin terjadi informasi asimetris atau *asymmetric information*, yaitu ketika dua belah pihak dalam suatu transaksi jual beli sekuritas memiliki informasi yang berbeda atau salah satu memiliki informasi lebih banyak dibandingkan dengan pelaku pasar lainnya, misal seorang manajer perusahaan dibandingkan investor lebih mengetahui terkait prospek operasional perusahaan di masa depan (Gitman dan Zutter, 2015). Pihak manajemen perusahaan sebagai bagian internal memiliki informasi yang lebih akurat dan lengkap

mengenai probabilitas laba di masa depan, potensi pertumbuhan, risiko bisnis, dan nilai perusahaan dibandingkan dengan pihak eksternal seperti investor. Karena ada ketimpangan informasi ini maka manajemen sebagai internal perusahaan harus memberikan sinyal kepada pasar agar mengurangi informasi yang tidak setara sehingga pelaku pasar lain dapat mengambil keputusan investasi yang tepat dan akurat (*signaling theory*).

### 2.1.2.2. Mekanisme *Signaling Theory*

Mekanisme *signaling theory* juga dijelaskan dalam *timeline* oleh Conelly, et al., (2011) dengan bagan sebagai berikut:



**Gambar 2.2**  
***Signaling Timeline***

Sumber: Conelly, et al., (2011). *Signaling Theory: A Review and Assesment. Journal of Management: Southern Management Association*. Vol. 37. No. 1.

Keterangan :

t = waktu.

*Signaling environment* adalah kesleuruhan proses *signaling theory* terjadi dari mulai t = 0 sampai t = 3, hal ini mencerminkan dinamika adanya informasi asimetris sampai respon yang terjadi. Brigham dan Huston (2018: 499) menjelaskan bahwa asimetris terjadi ketika informasi internal dan eksternal tidak seimbang. Pada t = 0 (*signaler*), yaitu tahap perusahaan memiliki informasi fundamental, namun

sinyal ini tidak diketahui pihak lain karena adanya asimetris informasi. Pada  $t = 1$  (*signals*), yaitu tahap perusahaan memberikan sinyal untuk melakukan transparansi kepada pihak eksternal dengan tujuan memengaruhi perspektif para investor. Pada  $t = 2$  (*receiver*), pihak eksternal menerima sinyal tersebut kemudian melakukan interpretasi berdasarkan informasi yang diterima, pada tahap ini para investor melakukan keputusan investasi. Pada  $t = 3$  (*feedback*), para investor akan memberikan umpan balik kepada perusahaan sebagai pemberi sinyal berupa reaksi nyata di pasar saham seperti ditandai dengan perubahan harga saham dan volume perdagangan saham tersebut.

### **2.1.3. Arbitrage Pricing Theory**

#### **2.1.3.1. Pengertian Arbitrage Pricing Theory**

*Arbitrage Pricing Theory* (APT) merupakan salah satu teori yang dikembangkan oleh Stephen A. Ross pada tahun 1976 dengan melakukan pendekatan keuangan modern dalam menilai pola suatu *return* saham, teori ini dikembangkan sebagai alternatif dari teori CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) yang terlalu bergantung pada portofolio pasar dan pasar efisien sempurna. *Arbitrage Pricing Theory* (APT) menjelaskan bahwa *return* aset pasar modal dapat diproyeksi dengan menggunakan hubungan linier dari berbagai faktor sistematis berupa ekonomi makro yang berpengaruh terhadap keseluruhan risiko pasar. Perbedaan *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory*, yaitu *Capital Asset Pricing Model* menggunakan *single factor* berupa beta pasar, sedangkan *Arbitrage Pricing Theory* menggunakan *multi factor* dengan definisi pengaruh faktor berdiri sendiri (Ross, et al., 2012: 378). *Arbitrage Pricing Theory* memiliki prinsip bahwa

dalam sebuah pasar yang efisien maka peluang selisih harga pada aset yang sama (arbitrase) akan dimanfaatkan secepatnya oleh pelaku pasar, sehingga dampaknya harga aset kembali ke titik keseimbangan. Maka dari itu, tidak akan ada keuntungan tanpa risiko yang dapat diperoleh dari selisih harga saham dalam jangka panjang.

Ross, et al., (2012: 379) menjelaskan bahwa terdapat beberapa asumsi dalam *Arbitrage Pricing Theory* seperti tidak adanya selisih harga pada aset yang sama (arbitrase), hubungan faktor-faktor sistematis dengan *return* bersifat linier, dan para investor bersikap rasional serta memaksimalkan manfaat dana yang dimiliki. *Arbitrage Pricing Theory* menyatakan bahwa harga saham akan diatur semaksimal mungkin agar peluang arbitrase tidak terjadi, apabila harga saham tidak sesuai dengan nilai wajar yang diukur *Arbitrage Pricing Theory* maka akan ada maksimalisasi aktivitas jual atau beli agar harga kesimbangan terbentuk. *Arbitrage Pricing Theory* dianggap lebih fleksibel apabila dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* karena *Arbitrage Pricing Theory* menyertakan banyak faktor risiko sistematis yang dinilai dan tidak bergantung pada portofolio pasar yang harus ideal atau efisien, sehingga *Arbitrage Pricing Theory* dapat digunakan dalam menilai banyak negara, beragam sektor, dan berbagai dinamika ekonomi makro yang terus berubah.

Hull, J.C. (2018: 14) menjelaskan bahwa *Arbitrage Pricing Theory* sangat relevan dengan konteks pasar efisien karena memberikan asumsi aktivitas arbitrase yang akan menghilangkan perbedaan harga yang tidak mencerminkan nilai fundamental dari suatu saham. Apabila terdapat suatu saham yang memberikan proyeksi *return* tidak seimbang dengan penjelasan terhadap risiko –

risiko yang tersedia, investor akan membentuk portofolio arbitrase untuk menghindari risiko tersebut sehingga harga saham kembali pada titik keseimbangan dan *return* saham yang diharapkan akan linier dengan risiko – risiko yang relevan.

### **2.1.3.2. Faktor – Faktor dalam *Arbitrage Pricing Theory***

Asumsi-asumsi dalam *Arbitrage Pricing Theory* (APT) sangatlah penting untuk implikasi di pasar modal agar harga saham berada pada titik keseimbangan (ekuilibrium), yakni harga saham sebagai interpretasi nilai wajar berdasarkan *expected return* dan faktor-faktor sistematisnya, faktor sistematis yang dimaksud adalah indikator – indikator makroekonomi. Jika ada selisih harga signifikan maka pelaku pasar akan bergegas melakukan arbitrase jual atau beli kemudian mempersempit selisih harga agar kembali ke nilai wajarnya, dapat disimpulkan bahwa keadaan tidak adanya arbitrase disebabkan kondisi pasar yang seimbang. Bodie, et al., (2014: 328) menjelaskan tentang *The Law of One Price* dalam hubungan arbitrase, risiko, dan ekuilibrium. *The Law of One Price* merupakan hukum yang menyatakan bahwa dua saham yang sama secara ekonomi harus memiliki harga pasar yang sama, apabila harga saham tidak sama maka arbitrase akan terjadi, investor akan membeli saham di pasar murah dan akan menjualnya di pasar yang mahal. Makna hukum satu harga adalah untuk jenis dua aset yang identik dari segala aspek ekonomi yang berkaitan, misal saham *International Business Machines* (IBM) yang ada di Amerika Serikat diperjualbelikan di lebih dari satu negara, yaitu di *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ), maka di kedua lantai bursa tersebut harga saham IBM harus sama.

Hull, J.C. (2018: 14) menjelaskan beberapa faktor ekonomi makro yang dapat menjadi pengaruh sistematis terhadap *return* saham, faktor ini dijabarkan dalam *multifactor model* dalam *Arbitrage Pricing Theory*, sebagai berikut:

#### 1. Inflasi

Inflasi merupakan suatu kondisi kenaikan harga barang dan jasa secara terus menerus pada periode waktu tertentu. Inflasi berdampak pada daya beli yang menurun, dengan jumlah uang yang sama masyarakat dapat membeli barang atau jasa lebih sedikit dibandingkan pada periode sebelum inflasi.

#### 2. Tingkat Suku Bunga

*Interest Rate* atau tingkat suku bunga adalah presentase imbal hasil dari pinjaman uang yang harus dibayar oleh debitur (peminjam) kepada kreditur (pemberi pinjaman) dalam jangka waktu tertentu, suku bunga juga sebagai imbal hasil bagi pemberi pinjaman atas investasi yang dilakukan.

#### 3. *Gross Domestic Product* (GDP)

Produk Domestik Bruto (PDB) atau *Gross Domestic Product* (GDP) adalah nilai untuk mengukur jumlah produksi dari seluruh barang dan jasa akhir di dalam suatu negara pada periode tertentu. *Gross Domestic Product* digunakan sebagai parameter utarama ukuran pertumbuhan ekonomi suatu negara.

#### 4. Nilai Tukar

Nilai tukar adalah rasio perbandingan antara suatu mata uang domestik dengan mata uang negara lain. Nilai tukar mengukur seberapa banyak satu unit mata uang asing dapat dikonversi dengan mata uang domestik, nilai tukar menjadi indikator penting dalam perdagangan internasional (ekspor dan impor).

## **2.1.4. Pasar Modal**

### **2.1.4.1. Pengertian Pasar Modal**

Pasar modal secara luas merupakan pasar yang mencakup semua elemen pasar yang terorganisir dengan lembaga-lembaga yang memperdagangkan surat-surat berharga jangka pendek sampai jangka panjang seperti obligasi, saham, derivatif, dan reksadana (Ahmad, 2004:18). Pasar modal menyatukan dua kepentingan, yaitu pembeli dan penjual dengan memperdagangkan instrumen yang berbeda dengan pasar lainnya, pasar modal mempertemukan pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana (*issue*) (Santoso, et al., 2023: 52). Pasar modal berperan sebagai sarana bagi perusahaan untuk memperoleh dana dari investor melalui penjualan instrumen keuangan, kemudian dana yang diperoleh akan digunakan perusahaan untuk mendukung kegiatan operasional, dalam konteks lain pasar modal adalah tempat perusahaan menjual saham dan obligasi dengan tujuan mendapatkan dana dari hasil penjualan sebagai modal untuk memperkuat dana perusahaan.

Gitman dan Zutter (2015: 81) menjelaskan juga bahwa pasar modal merupakan tempat berlangsungnya perdagangan instrumen keuangan dalam waktu jangka panjang, instrumen yang diperdagangkan adalah saham dan obligasi. Instrumen keuangan ini digunakan oleh perusahaan atau pemerintah sebagai media untuk mengumpulkan modal dari para investor yang memiliki kelebihan dana.

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pengertian pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan

dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Berdasarkan beberapa pengertian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa pasar modal adalah wadah untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang diperjualbelikan baik dalam berupa modal sendiri seperti saham ataupun berbentuk hutang seperti obligasi, sekuritas tersebut dapat diterbitkan pemerintah atau perusahaan swasta. Transaksi jual beli sekuritas ini dengan tujuan untuk memaksimalkan dana perusahaan dalam menjalankan operasional.

#### **2.1.4.2. Manfaat Pasar Modal**

Mishkin (2018: 350) memberikan kriteria pasar modal yang berfungsi dengan baik adalah sebagai tanda dari perekonomian yang maju. Perusahaan harus mampu menghimpun dana untuk digunakan dalam pertumbuhan kinerja internal, kemudian para investor harus mampu meyakini informasi yang dimiliki perusahaan sebagai penggerak roda operasional bisnis dengan sumber pendanaan dari mereka. Dalam menjalankan fungsi keuangan, yaitu mempertemukan pihak yang kelebihan dana (investor) dan kekurangan dana (*issuer*, pasar modal pula memiliki beberapa manfaat lain bagi beberapa pihak seperti bagi dunia usaha dan bagi pemodal (Ahmad, 2004: 55) sebagai berikut:

##### **a. Bagi Dunia Usaha**

Pasar modal sebagai bentuk usaha pemerintah dalam memberikan alternatif pendanaan bagi perusahaan. Bagi dunia usaha peran pasar modal dapat menjadi sumber penerimaan dana dari luar untuk mengelolanya dalam jangka waktu tertentu. Perusahaan pun harus menimbang sifat pendanaan tersebut berupa pinjaman (*liability*) atau modal sendiri (*equity*) sehingga perusahaan dapat

memaksimalkan pengelolaan dana tersebut. Perusahaan melalui pasar modal dapat meningkatkan citra dan kredibilitas perusahaan sebagai perusahaan terbuka (*go public*) yang terdaftar di bursa efek sebagai emiten, pada umumnya dapat meningkatkan kepercayaan publik lebih tinggi. Pasar modal memudahkan akses modal global dari mulai investor lokal sampai investor asing untuk membeli saham atau obligasi yang terdaftar di bursa efek. Perusahaan *go public* dituntut untuk menrapkan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai langkah transparansi terhadap para investor, sehingga perusahaan yang melantai di pasar modal mendorong profesionalisme.

b. Bagi Pemodal

Begitu juga investor sebagai pemodal dapat merasakan manfaat dari adanya pasar modal seperti memperoleh *capital gain* dan dividen, nilai investasi yang berkembang sejalan dengan laju pertumbuhan ekonomi pada negara tersebut. Investor memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) atau Rapat Umum Pemegang Obligasi (RUPO), hak suara tersebut berupa berbagai keputusan strategis dalam persetujuan laporan keuangan tahunan, perubahan anggaran dasar, srukturisasi perusahaan, dan pembagian dividen. Investor dapat mengalokasikan dana dengan diversifikasi investasi pada berbagai jenis instrumen yang ada di pasar modal guna menekan risiko investasi.

#### **2.1.4.3. Jenis Pasar Modal**

Perlunya mengkaji berbagai jenis pasar yang ada di pasar modal untuk menentukan mekanisme transaksi pada masing - masing pasar. Gitman dan Zutter (2015: 82) memberikan gambaran bahwa sebagian besar perdagangan saham

dilakukan oleh investor di pasar sekunder, pada pasar ini mekanisme penentuan harga pasar atas suatu saham terjadi. Pada pasar modal terdapat dua jenis pasar, yaitu pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*), pasar ini dibedakan berdasarkan waktu terjadinya transaksi (Fahmi dan Hadi, 2020: 54-55), berikut penjelasan pasar perdana dan pasar sekunder:

a. Pasar Perdana

Tempat terjadinya penjualan sekuritas oleh emiten (perusahaan) untuk pertama kalinya secara langsung ke publik (investor) yang disebut *Initial Public Offering* (IPO). Saham dan surat berharga lainnya harus terlebih dahulu dijual di pasar modal sebagai pasar perdana sebelum dicatatkan di bursa efek. Harga saham bersifat tetap karena ditentukan sebelum IPO.

b. Pasar Sekunder

Saham dan surat berharga lainnya diperdagangkan antara investor, jual beli saham dilakukan setelah melewati pasar perdana. Harga saham ditentukan oleh penawaran dan permintaan di lantai bursa yang dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan baik faktor yang datang dari pasar ataupun makro ekonomi.

#### **2.1.4.4. Instrumen Pasar Modal**

Produk pasar modal berupa instrumen keuangan yang diperdagangkan baik jual atau beli di pasar modal, instrumen ini digunakan untuk menghimpun dana jangka panjang, instrumen pasar modal sebagai media yang memfasilitasi aliran modal dari investor ke *issuer* (Osayi, et al., 2024). Menurut Onwe (2015) dalam Osayi, et al., (2024) memberikan penjelasan bahwa pasar modal sebagai pasar yang terorganisir yang mana instrumennya jangka menengah sampai jangka panjang seperti

obligasi, saham, hipotek, dan produk asuransi. Instrumen – instrumen di pasar modal di Indonesia menurut Tandililin (2010) sebagai berikut:

a. Saham

Saham merupakan jenis sekuritas yang paling populer di pasar modal berupa surat tanda bukti kepemilikan investor atas aset di perusahaan yang sahamnya dia beli. Investor membeli saham berarti telah memiliki hak atas sebagian aset dan laba perusahaan, keuntungan yang didapat investor berupa dividen dan *capital gain*. (Osayi, et al., 2024)

b. Obligasi

Obligasi merupakan sertifikat kontrak utang jangka menengah atau panjang antara perusahaan dan investor berisi pernyataan bahwa perusahaan atau pemerintah mendapatkan dari investor sebagai pemegang obligasi. Penerbit (perusahaan atau pemerintah) berjanj akan membayar kembali pokok utang beserta kupon (bunga) dalam jangka waktu yang disepakati.

c. Reksadana

Penghimpunan dana dari masyarakat (investor) yang mana nanti berupa sertifikat sebagai pernyataan pemilik menitipkan sejumlah dana pada perusahaan reksadana dan dikelola oleh manajer investasi. Manajer investasi akan mengelola ke dalam portofolio efek seperti saham, obligasi, pasar uang, dan kombinasi dari semuanya.

d. Instrumen Derivatif

Instrumen derivatif merupakan turunan dari sekuritas lain, sebagai kontrak keuangan yang nilainya berasal dari pergerakan nilai suatu aset pokok saham,

obligasi, komoditas, suku bunga, dan mata uang. Jenis instrumen derivatif berupa opsi, *future*, waran, dan *right issue*.

## **2.1.5. Analisis Ekonomi Makro, Fundamental, dan Teknikal**

### **2.1.5.1. Analisis Ekonomi Makro**

Ekonomi makro berorientasi pada kebijakan ekonomi dan kondisi domestik yang dapat memengaruhi pergerakan nilai konsumsi dan investasi masyarakat. Perubahan harga dan upah, neraca perdagangan dan pembayaran suatu negara, tingkat suku bunga, kebijakan moneter dan fiskal, jumlah uang yang beredar, dan utang negara (Adnyana, 2020). Secara komprehensif analisis ekonomi makro memperhatikan interaksi antara perputaran barang, tenaga kerja, dan aset-aset ekonomi yang berdampak pada kegiatan perdagangan tiap negara. Kondisi ekonomi makro suatu negara merupakan salah satu indikator yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan – perusahaan yang berada di negara tersebut (Samsul, 2008 dalam Adnyana, 2020). Maka dari itu, faktor ekonomi makro secara langsung dapat memengaruhi performa saham melalui tingkat suku bunga domestik, kondisi ekonomi global, nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang luar, siklus ekonomi, tingkat inflasi, serta jumlah uang beredar.

Olokoyo, et al., (2019) telah meneliti indikator ekonomi makro pada performa pasar saham Nigeria dengan mempertimbangkan banyak faktor, ketika stabilitas ekonomi makro tidak baik maka pasar modal dapat menjadi sangat sensitif berdampak pada meningkatnya ketidakpastian yang akan dihadapi oleh para investor. Olokoyo, et al., (2019) meneliti dan membahas beberapa faktor ekonomi makro yang dapat memengaruhi kinerja pasar modal, yaitu *interest rate*, nilai tukar,

pertumbuhan *Gross Domestic Product*, Inflasi, arus kas luar negeri dari investasi, dan rasio perdagangan internasional (aktivitas ekspor dan impor).

Pasar modal berperan dalam ekonomi global berkaitan dengan arus permodalan dan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Indikator kemajuan perekonomian suatu negara dilihat dari kinerja pasar modal, sejauh mana pasar modal dapat menunjang ekonomi negara. Adnyana (2020) menjelaskan faktor ekonomi makro yang memiliki pengaruh secara langsung terhadap kinerja saham dan kinerja perusahaan adalah tingkat suku bunga domestik, tingkat inflasi, peraturan perpajakan dalam negeri, nilai tukar mata uang, tingkat bunga pinjaman luar negeri, peredaran uang, siklus ekonomi, faham ekonomi, kebijakan khusus pemerintah untuk perusahaan tertentu, dan kondisi perekonomial global. Faktor – faktor tersebut bersifat luas, mencerminkan kondisi ekonomi suatu negara secara keseluruhan yang tidak dapat didistraksi oleh pihak lain selain pemerintah dan badan terkait sebagai regulator.

Mekanisme faktor ekonomi makro terhadap kinerja pasar modal terjadi melalui alur yang cukup kompleks, berawal dari terjaidnya perubahan kondisi ekonomi makro dan dampaknya akan berakhir di pergerakan harga saham. Seperti kebijakan fiskal dan moneter memiliki peran penting dalam memengaruhi sentimen investor, nilai tukar berpengaruh khususnya terhadap perusahaan yang mengandalkan kegiatan ekspor dan impor, dan begitu juga dengan pertumbuhan ekonomi positif cenderung meningkatkan optimisme investor terhadap tujuan investasi di negara tersebut. Oleh karena itu, dinamika ekonomi makro sangar

berdampak terhadap aktivitas pasar modal yang diinterpretasikan melalui harga saham, volume perdagangan, dan arus modal yang masuk serta keluar.

#### **2.1.5.2. Analisis Fundamental**

Dalam Adnyana (2020) harga saham juga dipengaruhi oleh kinerja perusahaan dan probabilitas risiko yang dihadapi perusahaan, fakta tersebut dikenal pengaruh fundamental. Performa perusahaan tercermin dari laba operasional perusahaan dan laba bersih per saham yang diukur dengan rasio-rasio keuangan, rasio keuangan tersebut menggambarkan sejauh mana kekuatan manajemen internal dalam mengelola roda bisnis perusahaan. Untuk mencerminkan performa fundamental yang baik, perusahaan dituntut untuk dapat bertahan dalam gejolak risiko yang ditimbulkan baik oleh faktor ekonomi makro (seperti inflasi, nilai tukar, dan suku bunga) ataupun makro non ekonomi (seperti kondisi politik, stabilitas sosial, bencana alam, dan regulasi pemerintah).

Analisis fundamental menurut Bodie (2014: 237) adalah sebuah analisis untuk menentukan nilai saham dengan melihat probabilitas pendapatan perusahaan, prospek ekonomi dari suatu negara, dan mempertimbangkan peluang risiko atau *benefit* dari lingkungan bisnis perusahaan. Analisis fundamental pada umumnya melibatkan laporan keuangan untuk memeriksa kinerja berdasarkan indikator-indikator dan pengukuran tertentu. Penilaian laporan keuangan tersebut dilakukan untuk mengetahui harga wajar sebuah saham yang dihitung dari indikator - indikator kinerja perusahaan yang dapat memengaruhi harga saham.

Analisis fundamental berupa analisis mikro yang dilakukan dengan menganalisis historis dari kekuatan dan kelemahan suatu perusahaan (*company*

*analysis*). Data historis pada perusahaan mencerminkan keadaan keuangan pada periode-periode lalu dan dapat digunakan sebagai dasar untuk melakukan proyeksi keadaan keuangan perusahaan di masa yang akan datang (Adnyana, 2020). Pada umumnya para investor akan mendalami laporan keuangan perusahaan dengan tujuan untuk mengkaji dan menganalisis kinerja perusahaan dengan memastikan kekuatan dan kelemahan perusahaan, mengukur efisiensi operasional perusahaan, serta karakter dasar operasional perusahaan. Data yang dapat digunakan oleh investor untuk melakukan analisis fundamental adalah data keuangan yang tercatat dalam laporan triwulan – semester – tahunan, data pangsa pasar, data siklus bisnis, data proyeksi dan valuasi, serta data manajemen tata kelola seperti kebijakan *Good Corporate Governancer* (GCG).

#### **2.1.5.3. Analisis Teknikal**

Analisis teknikal merupakan suatu analisis yang menggunakan historis perdagangan mengenai harga saham, volume perdagangan, dan beberapa indikator pasar lain untuk melakukan estimasi kinerja harga saham dan menentukan rekomendasi keputusan strategis terkait investasi yang akan dilakukan (Adnyana, 2020). Analisis teknikal diinterpretasikan dengan grafik tau gambar yang hasilnya berupa tren-tren tertentu, kemudian tren-tren tersebut dianalisis dengan membandingkan dengan hasil observasi yang sudah dilakukan dalam analisis pasar sehingga tren tersebut memberikan indikasi atau *signal* mengenai pergerakan harga saham. Investor melakukan analisis teknikal dengan upaya untuk memperkirakan kondisi pasar, karena faktor yang memengaruhi kondisi pasar adalah kekuatan penawaran dan permintaan (Adnyana, 2020).

Sesuai dengan hukum penawaran dan permintaan, apabila permintaan naik maka harga akan naik, kemudian apabila permintaan turun maka harga juga akan turun, sehingga dapat disimpulkan volume perdagangan sangat memengaruhi pergerakan harga saham. Hal yang mendasari analisis teknikal diantaranya bahwa harga saham mencerminkan informasi relevan yang ditunjukkan oleh pergerakan harga di periode yang lalu, sehingga pola harga saham cenderung memiliki pola yang berulang, harga saham sekarang refleksi harga saham masa lalu. Dengan demikian manajer investasi atau investor dapat membaca sentimen dan tren masa lalu untuk memproyeksi risiko dan keuntungan masa depan.

## **2.1.6. Return Saham**

### **2.1.6.1. Pengertian *Return* Saham**

*Total Rate of Return* atau tingkat total pengembalian merupakan total keuntungan atau kerugian yang didapat oleh investor dari suatu investasi selama periode tertentu (Gitman dan Zutter, 2015). Menurut Tandelilin (2010) menjelaskan bahwa *return* saham adalah salah satu faktor yang dapat memberikan motivasi kepada investor dalam berinvestasi dan merupakan tanda imbal hasil atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dipilihnya. Merujuk pada pendapat lain, tingkat pengembalian (*return*) merupakan hasil pendapatan yang diterima dari investasi dengan ditambah perubahan harga pasar, *return* pada umumnya diukur dengan presentase dari harga pasar investasi pertama (Horne dan Wachowicz, 2006: 94).

Berdasarkan pernyataan dari ke dua ahli tersebut maka dapat disimpulkan bahwa *return* saham merupakan nilai pengembalian hasil atau *margin* atas investasi

dana melalui surat berharga, baik yang berasal dari pembagian dividen dan dari kenaikan harga saham (*capital gain*) atau penurunan harga saham (*capital loss*). Tandelilin (2010) membedakan *return* menjadi dua macam, yaitu *realized return* atau *return* aktual merupakan *return* yang telah terjadi, kemudian *expected return* atau *return* yang diharapkan merupakan berupa asumsi atau perkiraan dari *return* yang akan diperoleh oleh investor pada masa mendatang.

Brigham dan Huston (2018: 284) juga membedakan dua jenis *return* saham menjadi dua jenis, yaitu *expected return* dan *realized return*, penjelasan sebagai berikut:

1. *Expected Return*

Tingkat imbal hasil rata-rata yang diharapkan oleh investor yang akan didapatkan dari suatu saham di masa depan, *expected return* berorientasi masa depan (prospektif). *Return* yang diharapkan dihitung dengan menggunakan rata-rata tertimbang kemungkinan *return* dari beberapa probabilitas, *expected return* dihitung untuk mengambil keputusan investasi yang tepat.

2. *Realized Return*

Tingkat keuntungan imbal hasil yang aktual dan sudah didapat oleh investor atas suatu investasi yang telah dilakukan, *return* saham ini menghitung dari data historis harga saham, dengan tujuan untuk melakukan evaluasi kinerja yang akurat dari suatu saham.

#### **2.1.6.2. Komponen *Return* Saham**

Menurut Bodie, et al., (2014: 128) menjelaskan bahwa pemegang saham dapat menerima *return* terdiri dari dua komponen, yaitu dalam bentuk *dividend*

*yield* dan *capital gain*. Pada pasar modal, komponen *return* menjadi salah satu indikator utama dalam mengukur kinerja sebuah investasi. Berikut di bawah ini menjelaskan mengenai kedua jenis *return* saham tersebut (Darmadji, 2011: 9):

a. Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diterima oleh investor dari perusahaan penerbit saham tersebut atas laba yang dihasilkan oleh perusahaan selama periode tertentu. Pemegang saham melakukan persetujuan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) terkait ketentuan pembagian dividen tersebut, pada umumnya dividen ini bersifat jangka panjang. Dividen menjadi daya tarik dan mencerminkan kredibilitas perusahaan karena semakin tinggi dividen yang dihasilkan maka semakin mencerminkan kinerja perusahaan dalam strategis bisnis. Dividen yang diberikan pada umumnya diberikan berupa dividen tunai yang artinya berupa uang tunai yang diberikan kepada pemodal. Dividen dapat pula berupa dividen saham yang berarti dividen dikonversi dalam sejumlah lembaran saham sehingga nilai atau jumlah saham yang investor miliki akan bertambah.

b. *Capital Gain*

*Capital gain* merupakan selisih antara harga jual dan harga beli saham, keuntungan ini didapat karena adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Jenis keuntungan berupa *capital gain* cocok untuk para investor dengan tujuan investasi jangka pendek, dalam hitungan hari bahkan jam harga saham dapat spontan menguat dipengaruhi faktor pasar dan eksternal lainnya, peluang seperti ini menjadi target para investor untuk menjual sahamnya. *Capital gain* dapat disimpulkan sebagai suatu keuntungan atas selisih harga jual di atas harga beli

saham tersebut, apabila harga jual saham lebih rendah dari harga beli maka investor akan mengalami kerugian (*capital loss*).

### **2.1.6.3. Faktor yang Memengaruhi *Return* Saham**

Faktor utama penyebab harga saham berubah adalah respon para investor yang didasarkan pada sentimen dan persepsi yang berbeda pada setiap investor sesuai dengan informasi yang didapat. Hartono (2017) memberikan klasifikasi faktor-faktor yang dapat memengaruhi *return* saham menjadi tiga jenis, yaitu faktor internal perusahaan seperti kinerja keuangan, faktor eksternal seperti indikator ekonomi makro (inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan pertumbuhan ekonomi), dan faktor pasar seperti volume perdagangan saham. Menurut Widoatmojo (2012) pentingnya melakukan analisis fundamental dan memantau kondisi makro suatu negara dalam memperkirakan *return* saham dari suatu investasi yang akan dilakukan, faktor-faktor yang dapat memengaruhi *return* tersebut antara lain:

1. Kinerja perusahaan, sebagai faktor fundamental yang pada umumnya diukur dengan rasio keuangan, semakin baik performa perusahaan maka semakin tinggi potensi *return* yang akan didapat. Faktor fundamental yang perlu diperhatikan adalah laba bersih sebagai indikator keuntungan, pertumbuhan penjualan, efisiensi perusahaan dalam penggunaan modal, tingkat likuiditas, tingkat solvabilitas, dan strategi manajemen lainnya dalam menentukan strategi bisnis perusahaan.
2. Kondisi ekonomi makro, faktor fundamental perlu diiringi dengan pemantauan kondisi ekonomi makro seperti inflasi, nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing, pertumbuhan ekonomi yang diukur dengan Produk Domestik

Bruto (PDB), tingkat suku bunga, dan stabilitas politik serta kebijakan pemerintah.

3. Kondisi pasar modal, dinamika pasar modal tidak selalu hanya ditentukan oleh faktor fundamental perusahaan, faktor lain yang dapat memengaruhi *return saham* dari kondisi pasar itu sendiri seperti tingkat likuiditas sebuah sekuritas, kebijakan dari otoritas yang berwenang, volume perdagangan, dan sentimen investor yang berhubungan dengan psikologis pelaku pasar secara menyeluruh.
4. Risiko investasi, risiko yang mungkin akan dihadapi oleh para investor terbagi menjadi dua jenis risiko, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis adalah risiko yang tidak bisa dihindari dengan diversifikasi portofolio dan pasar dapat terpengaruh secara menyeluruh seperti risiko dari adanya inflasi tinggi, kebijakan moneter yang ketat, krisis ekonomi global, atau gejolak politik nasional dan luar negeri. Risiko tidak sistematis adalah risiko yang bergantung terhadap kondisi perusahaan sebagai emiten, risiko ini dapat dihindari dengan adanya diversifikasi portofolio, risiko yang dimaksud seperti lemahnya manajemen perusahaan dalam menjalankan strategi bisnis.

#### **2.1.6.4. Pengukuran *Return Saham***

Investor dalam menanamkan modalnya dalam bentuk saham tentu dengan harapan untuk memperoleh dividen dan *capital gain* ketika saham dijual. Jumlah dividen yang didapat tergantung dengan proporsi laba perusahaan yang diperoleh dari operasional perusahaan. Selain itu, para pemegang saham juga mengharapkan adanya kenaikan harga saham untuk mendapatkan selisih keuntungan dari harga jual dan harga beli (*capital gain*). Pemegang saham juga dapat mengalami kerugian

(*capital loss*) apabila harga jual lebih rendah dari harga beli. Merujuk pada Gitman dan Zutter (2015: 363), yang juga didukung oleh Hartono (2017; 285), perhitungan *return* total menggabungkan nilai dividen dan *capital gain/loss* sebagai berikut:

$$r_t = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Ross, et al., (2012: 309) membagi dua perhitungan sistematis *return* saham dengan menghitung *capital gain/loss yield* terlebih dahulu kemudian menambahkan *dividend yield* apabila terdapat dividen dengan formulasi seperti di bawah ini:

1. *Capital gain* adalah perbandingan selisih antara harga saham akhir di periode  $t$  dikurangi harga saham awal periode  $t$  dengan harga saham awal periode  $t$ .

$$\text{Capital Gain} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

2. *Dividend Yield* adalah presentase dividen yang diterima oleh investor dibagi dengan harga saham awal periode  $t$ .

$$\text{Dividend Yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}} \times 100\%$$

3. Sehingga didapatkan *total return* suatu saham, yaitu hasil penjumlahan *capital gain* dan *dividend yield*.

$$\text{Total Return} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \times 100\%$$

Keterangan:

$R_T$  = Return Saham Pada Periode  $T$

$D_T$  = Dividen Pada Periode  $T$

$P_T$  = Harga Saham Pada Periode  $T$

$P_{T-1}$  = Harga Saham Pada Awal Periode  $T$

Liu, et al., (2020) membedakan imbal hasil saham tidak hanya dengan *return* realisasi, tetapi menambahkan pula *expected return* dan *abnormal return* sebagai pengukuran kinerja saham tersebut. *Expected return* adalah imbal hasil yang diperkirakan oleh investor di masa akan yang datang atas dana yang diinvestasikannya. Hartono (2017) menjelaskan bahwa *expected return* merupakan rata-rata tertimbang atas seluruh kemungkinan *return* yang mungkin di dapat oleh investor, setiap *return* akan dikalikan dengan probabilitas yang akan didapat. Liu, et al., (2020) menjelaskan rumus *expected return* sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Keterangan:

$E(R_{i,t})$  = *Expected Return* Saham I Pada Waktu  $T$

$A^{\wedge}_I$  = Konstanta Regresi Untuk Saham I

$B^{\wedge}_I$  = Koefisien Beta Untuk Saham I

$R_{mt}$  = *Return* Saham Pada Waktu  $T$

Kudryavtsev (2019) pun membahas terkait *expected return* dan *abnormal return* seperti Liu, et al., (2020), yang menjabarkan bahwa *abnormal return* suatu saham merupakan selisih antara *return* aktual (*realized return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* mencerminkan kelebihan *return* dari suatu saham yang diperoleh oleh investor dari dampak adanya suatu peristiwa, sehingga peristiwa tersebut memengaruhi harga saham tersebut. Kudryavtsev (2019) menghitung *abnormal return* dengan rumus di bawah ini:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$  = *Abnormal Return* Saham i pada periode ke- t

$R_{i,t}$  = *Return* Aktual Saham I Pada Periode Ke- T

$E(R_{i,T})$  = *Expected Return* Saham I Pada Waktu T

### **2.1.7. Trading Volume Activity**

#### **2.1.7.1. Pengertian Trading Volume Activity**

*Trading Volume Activity* adalah perbandingan antara volume saham yang diperdagangkan dengan total saham yang beredar (Jogiyanto, 2010). Investor perlu memperhitungkan tingkat aktivitas transaksi pada suatu saham, harga saham salah satunya ditentukan juga dari volume perdagangan saham tersebut yang menjadi sumber informasi bagi para pelaku pasar (Santoso, et al., 2023). Menganalisis volume perdagangan akan membantu para investor untuk mengevaluasi dan memahami kondisi nyata di pasar modal, tingginya volume perdagangan yang tinggi mencerminkan tingginya minat investor akan saham tersebut dan menunjukkan optimisme *return* yang lebih tinggi. Aktivitas transaksi perdagangan saham disebut volume perdagangan, volume ini mencakup semua data terkait transaksi jual dan beli saham yang merefleksikan sentimen investor dan berdampak pada pergerakan harga saham berdasarkan informasi yang mereka terima (Poussette, et al., 2014 dalam Rahmadan, et al., 2023). Volume perdagangan juga sering digunakan oleh pelaku pasar untuk mengukur tingkat likuiditas, sejauh mana kemampuan saham ini dapat diperdagangkan, semakin likuid suatu saham maka semakin mudah bagi para investor untuk membeli dan menjual saham tersebut dengan *spread* harga yang tidak begitu jauh (Mishkin dan Eakins, 2018).

*Trading Volume Activity* digunakan oleh pelaku pasar untuk mengukur sejauh mana para investor mengetahui informasi yang dipublikasi oleh emiten dan menggunakan informasi tersebut guna menentukan kebijakan investasi dengan tujuan mencapai *return* maksimal. Di dalam pasar yang kompetitif, interaksi antara penjual dan pembeli saham akan menghasilkan harga keseimbangan pasar atau nilai pasar untuk masing-masing sekuritas, harga mencerminkan respon menyeluruh antara penjual dan pembeli berdasarkan informasi yang tersedia di lantai bursa (Gitman dan Zutter, 2015: 330). Indikator sejauh mana pasar aktif dalam merespon informasi dapat diukur dengan *Trading Volume Activity*, ketika informasi baru tersedia baik teknikal ataupun fundamental maka pelaku pasar akan merespon dengan memutuskan beli atau jual suatu saham, aktivitas ini akan membentuk nilai volume perdagangan lebih tinggi atau lebih rendah. Volume perdagangan yang tinggi pada umumnya menunjukkan pasar sedang aktif dan merespon baik terhadap suatu sekuritas, sedangkan ketika volume perdagangan rendah maka ini menandakan pasar kurang responsif terhadap informasi yang ada atau para investor sedang menahan keputusan investasinya.

#### **2.1.7.2. Prinsip – Prinsip *Trading Volume***

Menurut Umam dan Sutanto (2017) dalam Hartanti (2021) terdapat beberapa prinsip dalam penafsiran volume perdagangan yang berperan penting dalam melakukan analisis teknikal oleh seorang investor, berikut di bawah ini prinsip – prinsip dalam *trading volume*:

1. Para pelaku pasar dapat menggunakan volume perdagangan untuk memprediksi tren pada periode tertentu. Menurut Murphy (1999: 3), *trading volume* akan

meningkat ketika kondisi pasar sedang tren naik (*uptrend*) mengindikasikan kekautan beli (*bullish*), namun *Trading Volume Activity* akan menurun ketika kondisi pasar sedang tren turun (*downtrend*) yang mengindikasikan tekanan jual (*bearish*). Volume perdagangan mengukur seberapa besar antusiasme pembeli dan penjual, ketika pasar mengalami *uptrend* namun volume perdagangan rendah terdapat indikasi kurangnya penjual dibanding antusias pembeli. Perlahan atau cepat hal tersebut akan mendorong pasar untuk berada di titik harga yang membuat penjual bersedia menjual sahamnya.

2. Harga saham sangat dipengaruhi oleh interaksi pembeli dan penjual pada periode tertentu. Sebagai contoh ketika ada berita buruk lalu investor merespon dengan menjual sahamnya, hal ini akan berdampak pada turunnya harga saham. Begitu juga saat terjadi berita baik, investor akan cenderung membeli akan suatu saham sehingga dapat menaikkan harga saham tersebut.
3. Volume perdagangan sebagai indikator likuiditas, saham yang memiliki tingkat volume perdagangan tinggi dianggap memiliki likuiditas tinggi juga sehingga saham tersebut dapat dengan mudah untuk dijual ataupun dibeli. Begitu pula dengan Bajzik (2020) mengukur *trading volume* sebagai parameter likuiditas yang dapat memberikan keuntungan tinggi.

#### **2.1.7.3. Pengukuran *Trading Volume Activity***

Ketertarikan investor dalam memperdagangkan suatu saham ditunjukkan dengan volume perdagangan, makin tinggi tingkat volume perdagangan maka semakin tinggi tingkat kepercayaan para investor terhadap saham perusahaan tersebut. Sumargianto dan Borolla (2021) menjelaskan *trading volume* merupakan

salah satu kunci utama untuk melakukan prediksi pergerakan saham di masa depan, *trading volume* dianggap sebagai suatu informasi yang dapat digunakan untuk melakukan analisis risiko dan tingkat keuntungan.

Pada Hartono (2017) dan Rahmadan, et al., (2023) menghitung *trading volume activity* dari perbandingan jumlah saham yang diperdagangkan pada suatu periode dengan jumlah saham yang beredar pada periode tersebut, . Sumargianto dan Borolla (2021) berpendapat bahwa apabila volume saham yang diperdagangkan lebih besar dari jumlah yang diterbitkan, maka semakin likuid saham tersebut sehingga berdampak pada meningkatnya *Trading Volume Activity*. Dirumuskan cara penilaian *Trading Volume Activity* sebagai berikut:

$$\text{Trading Volume Activity} = \frac{\text{Jumlah saham yang diperdagangkan}_t}{\text{Jumlah saham yang beredar}_t}$$

Keterangan:

$t$  = Pada periode tertentu

Jumlah saham yang diperdagangkan = harian, mingguan, bulanan, atau tahunan

Jumlah saham yang beredar = saham yang tersedia untuk diperdagangkan

*Trading Volume Activity* tidak hanya diukur dengan cara menghitung *turnover* antara saham yang diperdagangkan terhadap saham yang beredar, tetapi dapat juga dihitung dengan menggunakan *abnormal trading volume* seperti yang digunakan oleh Kudryavtsev (2019). *Abnormal trading volume* adalah sebuah indikator untuk menganalisis intensitas perilaku investor terkait keputusan investasi saham. *Abnormal trading activity* mengukur deviasi volume perdagangan suatu saham dari tingkat volume rata-ratanya yang diukur dengan data historis. *Abnormal*

*trading volume* digunakan untuk menilai lonjakan atau penurunan perilaku pasar yang signifikan misal ketika *under reaction* atau *over reaction* terhadap suatu peristiwa tertentu.

*Signaling theory* menjelaskan bahwa volume perdagangan suatu saham menginterpretasikan efektivitas segala informasi di pasar, baik informasi publik ataupun privat yang memengaruhi reaksi investor terhadap informasi tersebut. Kenaikan volume perdagangan saham yang signifikan dari volume rata-rata historis diyakini terjaidnya peningkatan minat pasar terhadap saham tersebut dan optimisme investor terhadap kinerja pasar. Berikut pengukuran *abnormal trading volume* yang digunakan dalam Kudryavtsev (2019):

$$ATV_{0i} = \frac{Vol_{0i} - \overline{Vol}_i}{SD(Vol_i)}$$

Keterangan:

$ATV_{0i}$  = Nilai *abnormal trading volume* untuk saham  $i$  pada hari ke- 0

$Vol_{0i}$  = Volume aktual perdagangan saham  $i$  pada hari ke- 0

$\overline{Vol}_i$  = Rata-rata volume perdagangan saham  $i$  selama periode estimasi

$SD(Vol_i)$  = Simpangan baku volume perdagangan selama periode estimasi

## 2.1.8. Volatilitas Harga Saham

### 2.1.8.1. Pengertian Volatilitas Harga Saham

Pergerakan naik dan turunnya harga saham di bursa efek disebut volatilitas harga saham, sebagai pengukuran statistik dalam menilai fluktuasi harga saham selama periode tertentu (Bhuntar, et al., 2023). Semakin tinggi volatilitas harga suatu saham maka semakin fluktuatif tersebut dan memberikan ketidakpastian pasar

yang lebih besar lagi, saham tersebut dalam mengalami kenaikan dan penurunan harga yang signifikan secara tiba-tiba, sehingga investor pada umumnya menilai saham tersebut memiliki risiko yang tinggi. Tren perubahan harga dapat menentukan pola *return* yang akan didapat oleh investor juga, sehingga penting untuk menjadi parameter investor untuk menetapkan kebijakan strategis sesuai dengan tujuan investasi. Ketika volatilitas tinggi maka menyebabkan ketidakpastian *return* yang tinggi pula, Bhuntar, et al., (2023) menekankan pada prinsip *high risk high return*, maka ketika volatilitas tinggi memberikan kesempatan kepada investor untuk melakukan investasinya dengan harapan *return* tinggi. Saraf dan Kayal (2023) pun membahas volatilitas harga saham yang secara umum menunjukkan saham dengan volatilitas rendah memiliki imbal hasil yang lebih tinggi. Dampak volatilitas rendah dapat ter

Bhowmik dan Wang (2020) memaparkan terkait volatilitas harga saham sebagai tingkat fluktuasi harga saham dalam periode tertentu, khususnya saat terjadi geopolitik dan pasca krisis keuangan global, pasar saham mengalami fluktuasi pasar yang sangat tajam sehingga meningkatkan risiko dari ketidakpastian pasar saham. Volatilitas harga saham sering digunakan untuk mengukur risiko pasar, namun terkadang para investor memiliki persepektif lain terkait volatilitas harga sehingga sering membuat keputusan tidak rasional dalam berinvestasi, dapat disimpulkan sentimen investor berperan dalam menyebabkan pergerakan harga saham sehingga *return* pada saham tersebut tidak mencerminkan tingkat imbal balik yang sebenarnya. Pergerakan harga saham di masa lalu yang tercatat dalam data historis periode tertentu digunakan para investor untuk menghitung volatilitas harga saham.

Menurut Baker, et al., (2011) dalam Bhowmik dan Wang (2020), saham dengan volatilitas rendah dan memberikan *return* tinggi dapat terjadi karena investor mengikuti *benchmark* tertentu seperti Indeks Harga Saham. Para investor harus tetap dalam *benchmark* tersebut sebagai tolak ukur, sehingga tidak bisa bebas membeli saham-saham berisiko rendah karena adanya batasan tersebut. Hal ini disebut juga *limits of arbitrage*, yaitu keterbatasan investor dalam mengambil untung dari adanya perbedaan harga saham. Dutt dan Jenner (2013) dalam Bhowmik dan Wang (2020) menyatakan terkait batasan arbitrase tidak begitu kuat di pasar saham negara berkembang, karena di pasar saham ini pada umumnya memiliki saham yang lebih stabil dan pilihan sekuritas yang tidak banyak, sehingga kemungkinan kecil untuk mendapat keuntungan dari perbedaan harga saham.

#### **2.1.8.2. Jenis Volatilitas Harga Saham**

Jones (2013: 41) menyebutkan bahwa naik turunnya harga saham (volatilitas) dengan sangat cepat dalam jangka waktu yang singkat dapat disebabkan oleh kondisi ekonomi suatu negara, kinerja perusahaan, informasi internal emiten, dan sentimen pasar. Dalam beberapa literatur keuangan pasar modal, volatilitas harga saham dapat diklasifikasikan menjadi beberapa macam berdasarkan sumber pergerakannya. Hull (2018: 215) memberikan klasifikasi terhadap volatilitas harga saham dengan penjelasan di bawah ini:

##### **1. Volatilitas Historis (*Historical Volatility*)**

Volatilitas ini merupakan parameter ukuran volatilitas yang diukur dengan menggunakan pergerakan harga saham di masa lalu. Pada umumnya jenis volatilitas ini diukur dengan menggunakan deviasi standar dari *return* saham harian,

mingguan, atau bulanan dalam periode tertentu. Volatilitas ini mewakili harga-harga yang sudah terjadi di masa lalu dan menganalisis risiko dari harga historis. Proyeksi volatilitas sangat penting dalam perencanaan dan pengambilan keputusan investasi karena dapat memberikan validitas yang lebih baik. Proyeksi volatilitas sangat penting dalam perencanaan dan pengambilan keputusan investasi karena dapat memberikan validitas yang lebih baik.

## 2. Volatilitas Implied (*Implied Volatility*)

Volatilitas *implied* merupakan ekspektasi pasar terhadap pergerakan harga saham di masa datang dengan memperhitungkan harga opsi saham bukan dari data historis saham tersebut, menginterpretasikan sejauh mana pasar dapat memprediksi harga saham akan berfluktuasi di masa depan. Disimpulkan bahwa Volatilitas *implied* berorientasi pada masa yang akan datang karena tidak berdasarkan data masa lalu. Sebagai contoh apabila *trader* membeli *call* opsi saham suatu perusahaan dan harga opsi tersebut tinggi, maka volatilitas *implied* dari saham tersebut juga akan tinggi, disimpulkan bahwa pasar memprediksi saham tersebut akan sangat fluktuatif di masa yang akan datang. Volatilitas *implied* digunakan oleh investor untuk menentukan nilai wajar suatu saham.

### 2.1.8.3. Pengukuran Volatilitas Harga Saham

Cahyawati dan Miftah (2022) mengukur volatilitas harga saham dengan menggunakan ukuran statistika, yaitu standar deviasi yang menggunakan pendekatan rentang harga tahunan dari nilai tertinggi harga saham dengan nilai terendah saham dalam kurun periode waktu yang menjadi penilaian, secara sederhana didefinisikan sebagai tingkat penyimpangan nilai harga saham terhadap

nilai rata-ratanya pada suatu periode. Semakin tinggi nilai penyimpangan dari harga suatu saham maka semakin tinggi volatilitas (ketidakpastian) yang akan dihadapi oleh investor. Begitu juga pada (Haque, et al., 2018) yang menggunakan standar deviasi untuk mengukur volatilitas harga saham, sebagai berikut:

$$P. Vol = \sqrt{\frac{1}{10} \sum_{i=1}^{10} \left( \frac{H_i - L_i}{\left(\frac{H_i + L_i}{2}\right)} \right)^2}$$

Keterangan:

$P. Vol$  = *Price Volatility* (Volatilitas Harga Saham)

$H_i$  = Harga tertinggi pada kuartal ke- $i$

$L_i$  = Harga terendah pada kuartal ke- $i$

10 = Mewakili periode 10 tahun, tahun 2014 sampai dengan 2023

$\frac{H_i - L_i}{(H_i + L_i)/2}$  = Presentase rentang harga terhadap harga rata-rata tahunan

Model lain dalam pengukuran volatilitas saham, yaitu menurut Engle (1982) dalam Bhowmik dan Wang (2020) menjelaskan bahwa volatilitas saham dapat diukur dengan menggunakan *Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (ARCH), kemudian dikembangkan oleh Bollerslev (1986) sehingga menjadi *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH). Model GARCH dapat mengukur volatilitas saham yang berubah dari suatu periode ke periode lain berdasarkan volatilitas masa lalu dalam jangka panjang. Pada model GARCH, volatilitas harga saham didefinisikan sebagai varians harga saham penutupan yang bersifat berubah-ubah dari waktu ke waktu (*time varying*). Berikut model GARCH menurut Bollerslev (1986) dalam Bhowmik dan Wang (2020):

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \epsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2$$

Keterangan:

$\sigma_t^2$  = Varian (volatilitas) harga saham penutupan pada periode ke- t

$\varepsilon_{t-1}^2$  = Kuadrat residual periode sebelumnya

$\sigma_{t-1}^2$  = Varian (volatilitas) harga saham penutupan pada periode sebelumnya

$\alpha_0, \alpha_1, \beta_1$  = Parameter model yang diestimasi

## 2.1.9. Kapitalisasi Pasar

### 2.1.9.1. Pengertian Kapitalisasi Pasar

Menurut Jones (2013: 81) menjelaskan bahwa apabila harga pasar dikalikan dengan total saham yang diterbitkan dan dimiliki investor (*outsanding shares*) maka akan didapat nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Kapitalisasi pasar mencerminkan nilai total pasar dari suatu perusahaan, indikator ini penting dalam dunia investasi karena dapat memberikan proyeksi seberapa stabil suatu perusahaan di pasar saham. Tahmat, et al., (2021) juga menjelaskan bahwa kapitalisasi merupakan produk dari suatu nilai atau harga sebuah saham untuk sejumlah saham yang tercatat, nilai pasar yang dihitung adalah jumlah saham beredar (*outsanding share*) dari suatu emiten yang akan menghasilkan nilai kapitalisasi pasar. Bhuntar, et al., (2023) berpendapat bahwa saham dengan nilai kapitalisasi pasar yang besar menjadi daya tarik bagi para investor untuk melakukan keputusan investasi jangka panjang. Nilai kapitalisasi besar menunjukkan potensi pertumbuhan perusahaan yang baik, hal ini menjadi daya tarik tersendiri sehingga harag saham pada umumnya relatif tinggi.

Fama dan French (1992) menemukan bahwa ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar) dan rasio nilai buku terhadap pasar berpengaruh lebih signifikan

terhadap *return* saham dibanding risiko sistematis seperti faktor ekonomi makro. Walaupun Fama dan French (1992) tidak membuat klasifikasi ukuran perusahaan seperti Hartono (2017), pendapat tersebut dikembangkan lagi oleh Fama dan French (2015) juga menyatakan bahwa kapitalisasi pasar merupakan indikator yang sangat penting dalam menginterpretasikan *return* saham. Para investor akan mengincar emiten-emiten dengan nilai kapitalisasi pasar besar untuk investasi jangka panjang karena mereka bertujuan untuk mendapat dividen stabil, risiko rendah, dan potensi pertumbuhan perusahaan yang tinggi. Perusahaan dengan nilai kapitalisasi besar serta didukung fundamental kuat sangat berpotensi untuk menghasilkan *return* yang tinggi bagi para investor. Kapitalisasi pasar memberikan pengaruh terhadap persepsi pasar, ketika harga saham berkelanjutan naik dan menunjukkan tren yang positif, maka kapitalisasi pun ikut naik sehingga persepsi pelaku pasar terhadap perusahaan pun menunjukkan optimisme.

Fama dan French (2015) menemukan ukuran perusahaan yang menggambarkan nilai kapitalisasi pasar dengan *Small Minus Big* (SMB), model ini menunjukkan *size effect* bahwa saham perusahaan yang memiliki kapitalisasi kecil dengan *back to market ratio* kecil cenderung menghasilkan imbal hasil yang tinggi dibandingkan perusahaan dengan nilai kapitalisasi besar. *Size effect* akan hilang atau tidak begitu signifikan pada saham kecil yang memiliki profitabilitas rendah.

#### **2.1.9.2. Kategori Kapitalisasi Pasar**

Bodie (2014: 367) memaparkan salah satu tujuan melakukan pengelompokan kapitalisasi pasar adalah untuk mendukung pengujian teori keuangan, terkait *size effect* yang menggambarkan risiko dan stabilitas perusahaan

dalam menghasilkan imbal hasil bagi investor. Selain itu, kapitalisasi pasar juga dikategorikan untuk membantu para investor dalam diversifikasi portofolio, investor konservatif cenderung akan memilih perusahaan dengan kapitalisasi besar karena menjanjikan stabilitas yang tinggi, sedangkan investor dengan karakter *risk taker* akan cenderung memilih kapitalisasi kecil untuk menargetkan pertumbuhan yang cepat. Perbedaan kapitalisasi pasar juga sebagai perbandingan kinerja antara kelompok perusahaan, sehingga investor lebih mudah dalam memilih emiten.

Kapitalisasi pasar dari saham-saham yang diperjualbelikan di lantai bursa dikategorikan ke dalam tiga kelompok, yaitu kapitalisasi besar, kapitalisasi sedang, dan kapitalisasi kecil (Hartono, 2017) dengan kriteria sebagai berikut:

1. Kapitalisasi besar atau *large cap*, yaitu perusahaan dengan nilai kapitalisasi lebih dari Rp 10 Triliun. Pada umumnya perusahaan-perusahaan dengan kapitalisasi besar sudah lama terdaftar di bursa efek, likuiditas tinggi, risiko lebih rendah, dan kuat secara fundamental. Di Bursa Efek Indonesia biasanya perusahaan ini tergolong dalam *blue chip* atau LQ45 diantaranya seperti PT Bank Central Asia Tbk (BBCA), PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI), PT Astra Internasional Tbk (ASII), dan PT Telkom Indonesia Tbk (TLKM).
2. Kapitalisasi menengah atau *middle cap*, yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi berkisar Rp 1 sampai Rp 10 Triliun. Perusahaan ini pada umumnya menjadi perusahaan yang berkembang dan sudah memiliki struktur organisasi yang cukup solid. Memiliki tingkat risiko yang sedang dan potensi yang besar untuk tumbuh menjadi perusahaan dengan kapitalisasi besar. Contoh perusahaan dalam kapitalisasi menengah diantaranya PT Bukit Asam

Tbk (PTBA, PT Semen Indonesia Tbk (SMGR), dan PT Indocement Tungal Prakarsa Tbk (INTP).

3. Kapitalisasi kecil atau *small cap*, yaitu perusahaan dengan nilai kapitalisasi di bawah Rp 1 Triliun dengan karakteristik perusahaan yang baru berkembang atau baru melakukan *Initial Public Offering* (IPO), biasanya perusahaan dengan kapitalisasi kecil memiliki volatilitas harga saham yang tinggi sehingga tingkat risikonya pun tinggi. Contoh perusahaan di sektor terkonologi atau ritel seperti PT Meta Epsi Tbk (MTPS) dan PT Mustika Ratu Tbk (MRAT).

#### 2.1.9.3. Pengukuran Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi pasar merupakan indikator fundamental keuangan untuk menilai ukuran dan nilai pasar suatu perusahaan. Ukuran dan nilai perusahaan ini mencerminkan ekspektasi dan prospek di masa depan. Maka dari itu, kapitalisasi dihitung dengan mengalikan harga saham pada periode tertentu dengan jumlah saham yang beredar pada periode tersebut (Tahmat, et al., 2021). Jones (2013: 608) pun menjelaskan bahwa kapitalisasi pasar merupakan salah satu *benchmark* fundamental dalam menganalisis kinerja sebuah investasi, nilai kapitalisasi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut seperti yang digunakan oleh Fama dan French (2015) dalam melakukan klasifikasi kapitalisasi pasar serta penelitian yang dilakukan oleh Gavrilakis dan Floros (2023):

$$MCAP = P_s \times S_s$$

Keterangan:

$MCAP$  = Kapitalisasi pasar

$P_s$  = Harga saham per lembar

$S_s$  = *outsanding shares* (harga saham yang diterbitkan/ beredar)

Terdapat pengukuran lain untuk menilai kapitalisasi pasar dengan menggunakan *log natural* dari nilai kapitalisasi pasar yang diukur dengan *raw value* seperti di atas, yaitu harga saham per lembar dikali dengan *outsanding share*. *Log natural* dari kapitalisasi pasar ini digunakan oleh Beyaztas, et al., (2025), nilai kapitalisais pasar menggunakan *log natural (ln)* bertujuan untuk mengurangi distribusi data *abnormal* agar lebih sesuai untuk dilakukan analisis dengan menggunakan metode statistika. Berikut indikator kapitalisais pasar dengan menggunakan *log natural (ln)* yang digunakan oleh Beyaztas, et al., (2025):

$$\ln MC_{i,t} = \ln (\text{Market Capitalization}_{i,t})$$

Keterangan:

$\ln$  = *logaritma natural*

$MC_{it}$  = kapitalisasi pasar dengan *raw value*

## 2.1.10. Inflasi

### 2.1.10.1. Pengertian Inflasi

Tandelilin (2010) dalam Usman, et al., (2024) memaparkan bahwa pengambilan keputusan investasi di dalam pasar modal perlu mempertimbangkan kinerja operasional perusahaan, performa perusahaan ini dapat dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro. Pertumbuhan ekonomi yang positif memberikan motivasi yang baik juga kepada investor dan sebagai kesempatan perusahaan dalam menawarkan sahamnya di pasar modal. Salah satu indikator ekonomi makro yang sering menjadi pertimbangan adalah inflasi, Mankiw (2010: 90) mendefinisikan inflasi sebagai kondisi saat harga barang dan jasa di suatu negara mengalami

kenaikan yang signifikan dan berkelanjutan, inflasi dalam konteks permintaan agregat dipengaruhi oleh permintaan agregat barang dan jasa melebihi kapasitas produksi yang tersedia misal dengan ditandai jumlah konsumsi rumah tangga yang meningkat tajam.

Inflasi mengindikasikan melemahnya daya beli yang diikuti dengan semakin menurunnya nilai riil suatu negara, definisi lain menjelaskan bahwa inflasi terjadi pada saat *disequilibrium* atau ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran agregat (Zahari, et al., 2022). Saat permintaan agregat naik tajam sementara produsen keterbatasan kapasitas produksi maka barang dan jasa akan langka, interaksi pasar seperti ini akan menyebabkan kenaikan harga barang dan jasa (terjadinya inflasi). Inflasi akan menaikkan harga kebutuhan pokok sehingga biaya hidup meningkat kemudian berdampak pada melemahnya daya beli masyarakat. Secara umum dapat disimpulkan bahwa inflasi menyebabkan turunnya daya beli masyarakat dengan pengukuran nilai uang terhadap barang dan jasa, besar kecilnya inflasi ditentukan oleh elastisitas permintaan masyarakat dan penawaran produsen (Zahari, et al., 2022).

#### **2.1.10.2. Jenis – Jenis Inflasi**

Milton Friedman dalam Mankiw (2010: 90), seorang ekonom besar menyebutkan bahwa inflasi merupakan fenomena moneter yang selalu terjadi di mana pun, pertumbuhan jumlah uang yang beredar pada suatu negara sebagai indikator utama dari penilaian tingkat nilai inflasi. Semakin besar jumlah uang yang beredar, maka harga produk dan jasa cenderung akan ikut naik, daya beli masyarakat naik namun tidak diimbangi dengan kemampuan produksi barang dan

jasa yang seharusnya ikut meningkat juga, pada saat itulah inflasi terjadi. Pada saat inflasi mulai menunjukkan angka yang tidak terkendali, pemerintah sebagai regulator ekonomi dituntut untuk mampu menentukan kebijakan yang disesuaikan dengan jenis inflasi, berikut jenis inflasi dibedakan menjadi beberapa macam (Syaiiful, et al., 2022):

1. *Demand-pull Inflation*

Inflasi ini biasa disebut inflasi tarikan permintaan, disebabkan oleh kenaikan permintaan agregat yang sangat tajam sehingga tidak sebanding dengan penawaran agregat, terjadi ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran agregat sehingga mendorong kenaikan harga barang dan jasa.

2. *Cost-push Inflation*

Inflasi ini terjadi karena disebabkan oleh peningkatan signifikan biaya produksi, sedangkan tingkat efisiensi dan produktivitasnya rendah. Kondisi ini berdampak pada kebijakan perusahaan yang mengurangi penawaran barang dan jasa di pasar sehingga barang/ jasa menjadi langka dan harganya melesat tinggi.

3. *Structural Inflation*

Inflasi yang terjadi karena adanya masalah sistematis fundamental suatu negara dalam jangka panjang dan tidak dapat diselesaikan dengan kebijakan moneter atau fiskal. Misal masalah fundamental ini seperti ketergantungan terhadap impor, distribusi barang yang tidak efektif, infrastruktur tidak memadai, dan minimnya investasi pada sektor produksi.

Pemerintah sebagai regulator berperan mencegah terjadinya inflasi dapat melakukan beberapa cara seperti kebijakan moneter untuk mengatur jumlah uang

yang beredar, kebijakan fiskal menyangkut peraturan pengeluaran pemerintah serta kebijakan perpajakan yang dapat memengaruhi harga barang/ jasa, dan kebijakan penetapan harga untuk menentukan harga berdasarkan pada indeks harga tertentu untuk gaji ataupun upah. Dalam kondisi terbalik dapat terjadi jatuhnya harga barang dan jasa secara tajam dan terus menerus, kondisi ini dinamakan deflasi. Deflasi menjadikan nilai uang bertambah terhadap barang dan jasa, deflasi diindikasikan dengan menurunnya jumlah uang yang beredar di masyarakat. Dalam (Zahari, et al., 2022) inflasi diklasifikasikan ke beberapa kategori sebagai berikut:

1. Inflasi ringan ketika nilai inflasi dibawah 10% per tahun;
2. Inflasi sedang ketika nilai inflasi 10% - 30% per tahun;
3. Inflasi berat ketika nilai inflasi 30% - 100% per tahun;
4. Hiperinflasi ketika inflasi di atas 100%.

#### **2.1.10.3. Faktor – Faktor Penyebab Inflasi**

Syaiful, et al., (2022: 87) menjelaskan inflasi terjadi karena beberapa hal, dalam pandangan Teori Klasik terjadinya inflasi disebabkan karena pertumbuhan *output* dan peredaran uang yang begitu cepat. Kemudian pada Teori Keynes disebutkan bahwa selain faktor jumlah uang beredar, terdapat beberapa faktor lain penyebab terjadinya inflasi seperti pengeluaran konsumsi rumah tangga, investasi, pengeluaran pemerintah, dan pajak. Suparmono (2018: 157) menjelaskan bahwa laju pergerakan inflasi memiliki peran penting dalam pencapaian tujuan pembangunan dan penyusunan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) juga arah kebijakan fiskal, karena inflasi berpengaruh pada daya beli, konsumsi, dan pendapatan masyarakat. Mengingat begitu pentingnya laju inflasi, maka pemerintah

akan menyusun kebijakan agar nilai inflasi berada pada tingkat yang stabil, Suparmono (2018: 159) membagi faktor penyebab terjadinya inflasi seperti di bawah ini:

## 1. Inflasi Akibat Permintaan dan Dorongan Daya Beli Produksi

### a. Inflasi dari Perspektif Permintaan

Inflasi terjadi karena jumlah barang yang diminta secara agregat (*aggregate demand*) melebihi jumlah kemampuan penawaran barang di dalam negara tersebut (*aggregate supply*), permintaan atas barang dan jasa dari masyarakat mengalami peningkatan, namun kapasitas produksi tidak bisa menyeimbangi. Peningkatan permintaan masyarakat ini biasa disebut *demand pull inflation*.

### b. Inflasi dari Perspektif Penawaran

Pada perspektif penawaran, terjadinya kenaikan harga diakibatkan karena turunnya jumlah barang dan jasa yang ditawarkan. Seperti harga beras yang naik saat terjadi penurunan produksi yang disebabkan oleh gagal panen, saat turunnya jumlah produksi beras namun permintaan konsumen tetap. Selain karena gagal panen, penurunan jumlah yang ditawarkan juga dapat terjadi karena tingginya biaya produksi, dengan asumsi modal operasional yang digunakan tetap. Kenaikan biaya produksi ini akan berdampak pada penurunan kapasitas produksi, inflasi ini disebut dengan *cost push inflation*.

## 2. Inflasi dalam Padangan Teori Kuantitas

Menurut teori kuantitas, terjadinya inflasi disebabkan karena jumlah uang yang beredar melebihi yang dibutuhkan masyarakat dan adanya ekspektasi psikologis akan terjadinya kenaikan harga di masa yang akan datang membuat inflasi terjadi

lebih kuat. Perspektif psikologis yang dimaksud adalah ketika masyarakat memiliki perkiraan bahwa harga di masa depan akan mengalami kenaikan, maka penambahan jumlah uang beredar didukung karena masyarakat membelanjakan uang dengan lebih besar, hal ini untuk menghindari kerugian akibat menyimpan uang tunai sehingga masyarakat membelanjakannya dalam bentuk barang.

### 3. Inflasi Akibat Perang

Ketidakstabilan politik suatu negara berdampak pada tingkat inflasi, pada saat ini pemerintah membutuhkan biaya besar dalam penanganan perang, sehingga jumlah uang yang beredar ikut meningkat. Apabila pendanaan perang dibiayai dari mencetak uang baru, maka ini akan mendorong terjadinya inflasi, inflasi ini disebut *war inflation*.

### 4. Inflasi dalam Pandangan Keynes

Inflasi terjadi karena beberapa kelompok tertentu, yaitu pemerintah, pengusaha swasta, dan serikat buruh. Pemerintah menyebabkan inflasi apabila terjadi defisit anggaran. Pengusaha dapat menyebabkan inflasi apabila melakukan investasi besar-besaran melalui kredit bank. Serikat buruh mendorong terjadinya inflasi apabila menuntut kenaikan gaji di atas tingkat produktivitasnya. Jika semua kelompok tersebut bersamaan menjalankan penyebab inflasi, maka akan terjadi *inflationary gap*. *Inflationary gap* adalah selisih antara permintaan agregat dengan kapasitas produksi riil dalam suatu perekonomian pada tingkat kesempatan kerja penuh.

### 5. Inflasi dalam Pandangan Moneterisme

Inflasi disebabkan oleh kebijakan moneter dan fiskal yang eskpansif, berdampak pada peningkatan signifikan pada jumlah uang beredar. Menurut pandangan moneterisme, inflasi dapat ditekan dengan mengurangi jumlah permintaan melalui kebijakan moneter dan fiskal agar jumlah uang beredar berkurang, dilakukan dengan kontrol terhadap kenaikan upah dan kebijakan nilai tukar.

#### 6. Inflasi Berdasarkan Sumbernya

Inflasi disebabkan karena faktor yang terjadi dari dalam dan luar negeri, dari dalam negeri seperti peningngkatan permintaan agregat masyarakat yang lebih cepat dibandingkan kapasitas pasat dalam produksi. Faktor dari luar negeri seperti dampak dari terjadinya inflasi pada negara lain yang mengakibatkan kenaikan harga barang-barang impor sebagai bahan baku produksi, kenaikan bahan baku produksi akan menaikkan juga harga atas produk jadi.

##### **2.1.10.4. Pengukuran Inflasi**

Rahardja dan Manurung (2004) dalam Zahari , et al., (2021: 165) menjelaskan bahwa perkeonomian dikatakan terjadi inflasi apabila sudah terjadi kenaikan harga, kenaikan harga secara umum, dan berlangsung secara terus menerus. Pengukuran inflasi di berbagai negara menggunakan satuan Indeks Harga Konsumen (IHK) atau *Consumer Price Index* (CPI). IHK atau CPI adalah suatu parameter ekonomi yang digunakan pemerintah dan bank sentral dalam menilai perubahan harga rata-rata suatu barang dan jasa yang dikonsumsi oleh konsumen dari periode tertentu ke periode lainnya (Mankiw, 2010). Pengukuran IHK (Indeks Harga Konsumen) atau *Consumer Price Index* (CPI) pada umumnya terlebih dahulu

diolah dan dipublikasi oleh masing-masing Badan Pusat Statistika di negara tersebut, sehingga dapat dihitung nilai inflasi dengan rumus berikut:

$$\text{Inflasi} = \frac{\text{IHK}_n - \text{IHK}_{n-1}}{\text{IHK}_{n-1}} \times 100\%$$

Keterangan:

$\text{IKH}_n$  = Indeks Harga Konsumen tahun ini

$\text{IHK}_{n-1}$  = Indeks Harga Konsumen tahun lalu

Zahari, et al., (2021: 166) menyebutkan dua pengukuran inflasi lain dengan menggunakan indikator Indeks Harga Perdagangan Besar dan *GDP Deflator*. Berikut penjelasan dua pengukuran inflasi tersebut:

#### 1. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB)

Indikator ini menggambarkan pergerakan harga rata-rata dari berbagai komoditas yang diperjualbelikan pada tingkat produsen tertentu (bukan pada tingkat konsumen) di suatu daerah dalam satu periode tertentu. Indeks Harga Perdagangan Besar mencakup bahan baku, barang setengah jadi, hasil pertanian, atau barang ekspor/ impor. Inflasi yang diukur dengan Harga Perdagangan Besar dapat menjadi indikator awal pada inflasi yang akan terjadi pada indeks harga konsumen. Berikut rumus penghitungan inflasi pada sisi produsen dengan menggunakan data Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB):

$$\text{Inflasi (IHPB)} = \frac{\text{IHPB}_t - \text{IHPB}_{t-1}}{\text{IHPB}_{t-1}} \times 100\%$$

Keterangan:

$\text{IHPB}_t$  = Nilai indeks pada periode berjalan

$IHPB_{t-1}$  = Nilai indeks pada periode sebelumnya

## 2. *GDP Deflator*

*GDP deflator* merupakan indeks harga dengan mengukur perbandingan antara tingkat pertumbuhan ekonomi nominal suatu negara dan pertumbuhan riil pada periode tertentu. Disimpulkan bahwa *GDP deflator* adalah indikator untuk mengukur perubahan tingkat harga dari semua barang atau jasa akhir yang telah diproduksi pada suatu negara (PDB). Sebelum menentukan *GDP deflator* maka perlu menghitung terlebih dahulu *Gross Domestic Product (GDP)* dengan pendekatan produksi (*output approach*) terlebih dahulu untuk mengetahui *GDP nominal* dan *GDP riil*, di Indonesia nilai-nilai tersebut dipublikasi oleh Badan Pusat Statistik (BPS). *GDP nominal* merupakan nilai total produksi dengan melibatkan perubahan harga karena adanya inflasi atau deflasi, sedangkan *GDP riil* menunjukkan volume produksi riil tanpa melibatkan perubahan harga apapun. Berikut tahap dan perumusan menentukan nilai inflai dengan *GDP deflator*:

$$\text{GDP Nominal} = \sum (P_t \times Q_t)$$

Keterangan:

$P_t$  = Harga barang dan jasa pada tahun berjalan

$Q_t$  = Kuantitas barang dan jasa pada tahun berjalan

$$\text{GDP Riil} = \sum (P_0 \times Q_t)$$

Keterangan:

$P_t$  = Harga barang dan jasa pada tahun dasar

$Q_t$  = Kuantitas barang dan jasa pada tahun berjalan

$$\text{GDP Deflator} = \frac{\text{GDP Nominal}}{\text{GDP Riil}} \times 100$$

Maka disimpulkan, *GDP deflator* menunjukkan perubahan tingkat harga dari seluruh barang dan jasa yang tidak hanya dikonsumsi oleh masyarakat, tetapi mencakup semua permintaan akhir atas produksi domestik, sehingga *GDP deflator* memberikan proyeksi lebih luas lagi mengenai dinamika perekonomian negara.

### **2.1.11. Nilai Tukar**

#### **2.1.11.1. Pengertian Nilai Tukar**

Perdagangan internasional barang dan jasa baik melalui impor ataupun ekspor tentunya harus menganalisis pertimbangan harga yang berlaku untuk transaksi-transaksi tersebut. Nilai tukar atau kurs (*exchange rate*) adalah harga satu unit mata uang asing dalam satuan mata uang domestik pada suatu negara (Mankiw, 2010: 135). Istiqamah dan Mardiana (2020) menjelaskan bahwa nilai tukar merupakan harga dari suatu mata uang dalam negeri terhadap mata uang luar negeri, nilai tukar memberi definisi harga-harga dari berbagai negara ke dalam satu harga yang sama. Nilai tukar berperan penting dalam investasi khususnya perdagangan internasional dan investasi asing. Suparmono (2018: 113) menyebutkan bahwa nilai tukar yang berubah pada suatu investasi dapat berpengaruh pada sisi permintaan dan penawaran. Pada sisi permintaan, ketika terjadi depresiasi berdampak pada barang domestik lebih murah bagi investor asing, maka permintaan terhadap barang ekspor dan aset keuangan akan meningkat, investor asing akan cenderung naik. Kemudian pada sisi permintaan saat terjadi apresiasi, bagi investor asing akan menjadi tantangan karena harga barang dan aset keuangan menjadi mahal, berdampak pada penurunan permintaan asing dan daya saing ekspor menurun.

Pada sisi penawaran, saat nilai tukar terdepresiasi maka biaya impor akan menjadi mahal, hal ini berakibat pada kenaikan biaya produksi untuk perusahaan – perusahaan yang mengandalkan bahan baku impor, ketika terjadi kenaikan biaya produksi berdampak kenaikan harga jual juga, pada saat ini penawaran cenderung menurun. Namun hal terbaik terjadi pada perusahaan eksportir, depresiasi mata uang menjadi menguntungkan karena pendapatan dalam valuta asing dapat dikonversi ke dalam mata uang domestik lebih banyak. Kemudian saat nilai tukar mengalami apresiasi pada sisi penawaran, biaya impor menjadi murah sehingga penawaran barang dan jasa pun akan meningkat terutama pada perusahaan – perusahaan yang menggunakan bahan baku impor, karena perusahaan dapat memproduksi lebih efisien. Disimpulkan bahwa pergerakan nilai tukar memengaruhi keputusan investasi secara komperhensif, baik dari dalam ataupun luar negeri karena dapat berdampak pada struktur biaya dan laba investor.

#### **2.1.11.2. Jenis dan Sistem Nilai Tukar**

Mankiw (2010: 135) menjelaskan dua perbedaan nilai tukar, yaitu nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) dan nilai tukar riil (*real exchange rate*) dengan rincian kedua jenis tersebut sebagai berikut:

##### **1. Nilai Tukar Nominal (*Nominal Exchange Rate*)**

Nilai tukar nominal merupakan harga relatif dari mata uang dua negara, sebagai contoh dalam perdagangan Amerika Serikat dan Jepang yang mana kurs antara US Dollar (USD) dan Yen Jepang (JPY) adalah  $JPY\ 120 / USD$ , maka pelaku perdagangan dapat menukar satu unit USD dengan 120 JPY. Kondisi ini dapat dijelaskan detail bahwa apabila ada warga Jepang ingin menukar JPY

terhadap USD maka akan mendapatkan 1 USD dengan membayar 120 JPY. Kemudian apabila ada warga AS ingin mendapatkan JPY maka dia akan membayar 1 USD untuk mendapatkan 120 JPY.

Pada umumnya di pasar global ketika pelaku pasar membahas nilai tukar antara dua negara maka nilai tersebut merujuk pada nilai tukar nominal atau *nominal exchange rate*. Konversi nilai tukar apabila terjadi kenaikan misal untuk nilai tukar JPY terhadap USD dari JPY 120/ USD menjadi JPY 125, maka kondisi ini dinamakan depresiasi JPY dan apresiasi untuk USD. JPY mengalami depresiasi atau pelemahan terhadap USD karena nilai JPY turun terhadap USD sehingga butuh lebih banyak JPY untuk dapat USD, USD mengalami apresiasi atau penguatan mata uang terhadap JPY karena dengan 1 USD dapat membeli lebih banyak JPY.

## 2. Nilai Tukar Riil (*Real Exchange Rate*)

Nilai tukar riil atau *real exchange rate* adalah harga relatif yang dikonversi dengan barang-barang diantara dua negara, disimpulkan bahwa pelaku pasar mendapatkan informasi pada tingkat berapa dia menukar barang dari suatu negara dengan barang dari negara lain, nilai tukar riil biasa dikenal juga dengan *terms of trade* (nilai tukar perdagangan). Simulasi nilai tukar riil dapat dilihat misal dua negara memproduksi sebuah mobil dengan harga USD 10.000 di Amerika Serikat dan JPY 2.400.000 di Jepang. Untuk membandingkan harga ke dua mobil tersebut maka pelaku pasar harus melakukan konversi ke dalam mata uang yang sama. Apabila 1 USD bernilai JPY 120 maka mobil di AS seharga JPY 1.200.000. Maka membandingkan harga mobil di AS seharga JPY 1.200.000 dan di Jepang seharga JPY 2.400.000 maka dapat disimpulkan bahwa mobil di Amerika harganya lebih

rendah, untuk harga saat ini pelaku pasar dapat menukar dua mobil di Amerika dengan 1 mobil di Jepang.

Menurut Mankiw (2010: 137) barang-barang luar negeri akan relatif lebih murah apabila nilai tukar riil tinggi, kemudian harga barang-barang domestik menjadi lebih tinggi. Apabila nilai tukar riil rendah, maka harga barang luar negeri menjadi relatif tinggi dan harga barang domestik menjadi rendah. Kebijakan nilai tukar bertujuan untuk mendukung efektivitas kebijakan moneter suatu negara, pemerintah menetapkan kebijakan berdasarkan pertimbangan dari bank sentral sebagai otoritas moneter pada suatu negara. Sistem nilai tukar yang berlaku di Indonesia, yaitu nilai tukar mengambang terkendali (*managed floating exchange*), nilai tukar tetap (*fixed exchange rate*), dan nilai tukar mengambang bebas (*free floating exchange rate*), berikut penjelasan dari sistem nilai tukar tersebut (Salvatore, 2014: 507-667):

#### 1. Sistem Nilai Tukar Mengambang Terkendali (*Managed Floating Exchange*)

Sistem nilai tukar mengambang terkendali menjadikan nilai tukar mata uang bergerak secara bebas, tidak ada batasan maksimal terhadap nilai tukar. Perubahan nilai tukar baik naik atau turun bergantung pada permintaan dan penawaran di pasar. Suatu negara menerapkan sistem nilai tukar mengambang terkendali dengan adanya kontrol dari bank sentral dengan tujuan agar pergerakan nilai tukar masih dalam batas wajar. Sistem nilai tukar mengambang terkendali dengan tujuan agar nilai tukar mencapai nilai realistis namun tetap terkendali sehingga ketidakpastian yang dapat menjadi hambatan perdagangan internasional dapat diminimalisasi.

#### 2. Sistem Nilai Tukar Tetap (*Fixed Exchange Rate*)

Sistem nilai tukar ini ditentukan pada tingkat tertentu antara nilai tukar mata uang domestik terhadap nilai mata uang asing tanpa mempertimbangkan jumlah permintaan dan penawaran di pasar. Apabila pemerintah keliru menetapkan nilai tukar dibawah nilai tukar pasar bebas maka uang domestik dinilai *undervalued currency* sedangkan apabila harga mata uang domestik menetapkan nilai tukar domestik lebih tinggi dari nilai pasar bebas maka nilai mata uang domestik dinilai *overvalued currency*.

### 3. Sistem Nilai Tukar Mengambang Bebas (*Flexible Floating Exchange Rate*)

Pada sistem ini nilai tukar domestik sepenuhnya ditentukan pada interaksi pasar, nilai tukar menginterpretasikan keseimbangan antara permintaan dan penawaran sehingga nilai mata uang dapat berubah setiap saat. Berbeda halnya dengan sistem bebas terkendali, pada sistem nilai tukar mengambang bebas ini peran bank sentral tidak melakukan otorisasi ke pasar valuta asing.

Madura (2012: 181) menambahkan sistem nilai mata uang lain yang berlaku di beberapa negara, yaitu *pegged exchange rate*. Sistem nilai tukar mata uang ini menetapkan nilai mata uang domestik terhadap mata uang asing (pada umumnya USD), namun nilai tukar masih memiliki ruang gerak terbatas untuk disesuaikan dalam periode tertentu, *pegged exchange rate* menetapkan rentang tertentu kemudian apabila nilai tukar melambung naik atau terperosok turun dari rentang tersebut maka bank sentral akan melakukan intervensi.

#### **2.1.11.3. Pengukuran Nilai Tukar**

Nilai tukar dalam konteks pasar saham berikaitan dengan pendekatan keseimbangan portofolio (*portofolio balance approach*), yaitu perubahan nilai

tukar memberikan dampak pada arus portofolio investasi lintas negara (Anggraini dan Wijayanto, 2021). Para investor dalam melakukan perencanaan strategis dan menjalankan perdagangan internasional pada umumnya mengacu pada kurs tengah (Istiqomah dan Mardiana, 2020), kurs tengah adalah nilai tukar rata-rata dari nilai tukar beli dan nilai tukar jual. Kurs yang digunakan di Indonesia sebagai indikator pengukuran telah ditetapkan oleh Bank Indonesia sebagai regulator moneter, yaitu sebagai berikut:

$$\text{Kurs Tengah} = \frac{\text{Kurs Beli} + \text{Kurs Jual}}{2}$$

Keterangan:

Kurs beli = harga saat bank membeli mata uang asing dari nasabah

Kurs jual = harga saat bank menjual mata uang asing ke nasabah

Kurs tengah = harga rata-rata diantara keduanya sebagai standar estimasi

Salvatore (2014: 464) menjelaskan tentang *Purchasing Power Parity Theory* (PPP), yaitu salah satu teori untuk menjelaskan pergerakan nilai tukar dalam jangka panjang, teori ini menyatakan bahwa apabila tidak ada hambatan ekonomi (seperti tarif impor, biaya transportasi, dan pajak) maka harga suatu barang serupa di dua negara harus sama apabila dikonversikan dengan nilai tukar yang berlaku. *Purchasing Power Parity Theory* (PPP) membedakan penghitungan menjadi dua macam, yaitu PPP *absolute* dan PPP *relative* yang dihitung dengan rumus berikut:

#### 1. PPP *Absolute*

*Purchasing Power Parity Theory Absolute* merumuskan bahwa nilai mata uang sebuah negara terhadap mata uang negara lain ditentukan oleh perbandingan

tingkat harga agregat pada negara masing-masing. Satu unit mata uang dalam negeri seharusnya dapat membeli jumlah barang yang sama dan senilai baik di dalam ataupun luar negeri, maka nilai tukar dengan PPP *absoulte* dapat dikur dengan:

$$R = \frac{P}{P^*}$$

Keterangan:

$R$  = Nilai tukar nominal (mata uang domestik dalam satuan mata uang luar)

$P$  = Tingkat harga domestik

$P^*$  = Tingkat harga luar negeri

## 2. PPP *Relative*

*Purchasing Power Parity Theory relative* menghitung perubahan dengan membandingkan dua mata uang dan dua periode waktu tertentu. Teori ini menyatakan bahwa perbedaan nilai tukar nominal antara dua mata uang dari satu periode ke periode lainnya ditentukan oleh nilai inflasi pada ke dua negara.

Rumusan dari *Purchasing Power Parity Theory relative* sebagai berikut:

$$R_1 = R_0 \times \frac{(P_1/P_0)}{(P_1^*/P_0^*)}$$

Keterangan:

$R_1$  = Nilai tukar nominal di periode 1

$R_0$  = Nilai tukar nominal di periode 0

$P_1/P_0$  = Rasio tingkat harga domestik antara periode 1 dan periode 0

$P_1^*/P_0^*$  = Rasio tingkat harga luar negeri antara periode 1 dan periode 0

Pada teori *Purchasing Power Parity relative*, apabila nilai inflasi di suatu negara lebih tinggi dibandingkan dengan negara lainnya, maka mata uang negara tersebut akan melemah atau terdepresiasi. Begitupun sebaliknya, apabila nilai inflasi suatu negara lebih rendah dibanding negara lainnya, maka mata uang domestik negara tersebut akan terapresiasi.

#### 2.1.12. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu dikaji sebagai acuan dan untuk menguatkan pengaruh *Trading Volume Activity*, volatilitas harga saham, kapitalisasi pasar, inflasi, dan nilai tukar terhadap *return* saham di Indonesia, Singapura, dan Thailand, maka dapat dilihat dari tabel berikut:

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Hasil	Persamaan	Perbedaan	Sumber
1	Liu, H. Y., A. Manzoor, C. Y., Wang, L. Zhang., dan Z. Manzoor (2020)	Pasar modal di negara-negara Asia mengalami <i>abnormal</i> <i>return</i> negatif akibat dari kasus Covid- 19, dipengaruhi sentimen pesimis investor dan ketidakpastian global. <i>Return</i> global dan <i>return</i> spesifik negara pun menunjukkan hubungan negatif <i>abnormal</i> <i>return</i> .	1. <i>Return</i> <i>stock</i> 2. <i>Investor</i> <i>sentiment</i> 3. <i>Stock</i> <i>market</i> <i>indices</i>	<i>Abnormal</i> <i>return</i>	<i>International</i> <i>Journal of</i> <i>Environmental</i> <i>Research</i> <i>and</i> <i>Public</i> <i>Health,</i> <i>Vol. 17,</i> <i>Iss: 8, pp</i> <i>2800.</i> <i>ISSN</i> <i>1660-</i> <i>4601</i>

2	Md. Fazlul Huq Khan, Md. Masum Billah (2023)	<i>Market cap dan inflation</i> berpengaruh negatif terhadap <i>return, exchange rate</i> dan <i>supplu money</i> berpengaruh positif terhadap <i>return</i> .	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Exchange rate</i> 3. <i>Market capitalization</i> 4. <i>Inflation</i>	<i>Supply money</i>	<i>International Journal of Research Publication and Reviews</i> , Vol 4, no 1, pp 2238-2241, January 2023, ISSN 2582-7421
3	Jian Chen, Xiaowei Li, Yangshu Liu, Guohao Tang (2024)	<i>Macro tail risk</i> berperan penting dan memiliki hubungan yang lebih kuat terhadap <i>return</i> saham, berdampak positif	5. <i>Stock return</i>	<i>Macro tail risk</i>	<i>Journal of Economic Dynamics and Control</i>
4	Citra Sukmadilaga, N.R Handiani Suciati, Tri Handayani, Alissa Shafia Alraudha, Erlane K Ghani (2023)	<i>Investor's sentiment</i> dan <i>inflation</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham di negara-negara ASEAN	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Inflation</i> 1. <i>Investor's sentiment</i>	2. Tidak ada variabel moderasi	<i>International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting</i> ISSN 2577-767X Vol. 15, No. 2, pp. 115-125.
5	Heryanto (2016)	<i>Investing Policy Ratio (IPR)</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>return</i> saham dan <i>Return on Asset (ROA)</i> berpengaruh	3. <i>Stock return</i>	4. <i>Investing Policy Ratio (IPR)</i> 5. <i>Return on Asset</i>	<i>International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences</i> Vol. 6 (3), pp. 131-138. E-ISSN: 2225-

		signifikan terhadap <i>return</i> saham.			8329, P-ISSN: 2308-0337
6	Andrey Kudryavtsev (2019)	<i>Abnormal trading volume</i> yang tinggi diikuti dengan volatilitas harga saham yang tinggi juga, berdampak pada <i>return</i> negatif karena harga saham kembali ke harga awal	1. <i>Stock return</i> 2. CAPM <i>Theory</i> 3. <i>Abnormal trading volume</i> 4. <i>Abnormal stock volatility</i>	<i>Reversal and drift price</i>	<i>ECONOMIC ANNALS</i> , Volume LXIV, No. 220 / January – March 2019, ISSN: 0013-3264
7	Zalisman Rahman, Yuliusman, Rita Friyani (2023)	<i>Trading Volume Activity</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> , <i>january effect</i> dan <i>stock split</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> .	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Trading Volume Activity</i>	<i>Dummy variabel</i>	<i>Indonesian Journal of Business Analytics (IJBA)</i> December, Vol. 3, No. 06, 2023: ISSN-E: 2808-0718
8	Risma Julkismayana, Ni Made Adi Erawati (2025)	<i>Trading Volume Activity</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>return</i> , <i>Return on Assets</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> , dan <i>Debt to Equity Ratio</i> berpengaruh negatif	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Trading Volume Activity</i>	1. <i>Return on Assets</i> 2. <i>Debt to Equity Ratio</i>	<i>International Journal of Economics, Commerce, and Management</i> Volume. 2 No. 1 January 2025 Page. 01-20. e-ISSN : 3047-9754, p-ISSN : 3047-9746

		signifikan terhadap <i>return</i> .			
9	Bajzik, Josef (2020)	<i>Trading volume</i> berpengaruh negatif terhadap <i>return, type of stock</i> berpengaruh positif dengan <i>return, country type</i> berpengaruh positif terhadap <i>return</i> .	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Trading volume</i>	1. <i>Type of stock</i> 2. <i>Country type</i>	Leibniz- Informationsze ntrum Wirtschaft Leibniz Infiormation Center for Economics, IES Working Paper, No. 45/ 2020
10	Roni Bhowmik dan Shouyang Wang	<i>Stock volatility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> pasar, efek asimetris berdampak pada volatilitas harga saham	1. <i>Stock retur</i> 2. <i>Stock volatility</i> 3. <i>Asymmetric information</i>	Model GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)	<i>International Journal of Economics and Management Systems</i> , Volume 5, 2020. ISSN: 2367-8925
11	Eugene F. Fama dan Kenneth R. French (2015)	Kapitalisasi pasar ( <i>size</i> ) cenderung negatif terhadap <i>return, Book to Market Ratio</i> dan <i>operating profitability</i> berpengaruh positif terhadap <i>return</i> , dan investasi berpengaruh negatif terhadap <i>return</i>	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Size (market cap)</i> 3. CAPM Theory	1. <i>Book to Market Ratio</i> 2. <i>Operating profitability</i>	<i>Journal of Financial Economics</i> 116 (2015) 1–22 on ScienceDirect
12	Berto Usman,	<i>Inflation dan exchange rate</i>	1. <i>Stock return</i> 2. <i>Inflation</i>	1. <i>Interest rate</i>	<i>Social Sciences &amp;</i>

	Muhammad Geovani Hasnam, Ridwan Nurazi, Baihaqi, Somnuk Aujirapongpan (2024)	berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>return</i> . berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>return</i>	3. <i>Exchange rate</i> 4. <i>Signaling Theory</i> 5. <i>Asymmetric Theory</i>	2. <i>GDP</i>	<i>Humanities Open 10 (2024) 101015 on ScienceDirect</i>
13	Bandara dan Thilakarathne (2020)	Nilai tukar LKR/ USD berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> , LKR/ JPY berpengaruh variatif, LKR/ EUR dan LKR/ GBP tidak ada hubungan.	1. <i>Market return</i> 2. <i>Exchnage rate</i>	Jenis nilai mata uang terhadap beberapa mata uang asing	<i>International Conference on Business and Information (ICBI) ISSN 2465-6399</i>
14	Doaa El-Diftar (2023)	Pergeseran nilai tukar memiliki hubungan positif signifikan terhadap <i>return</i> saham di sebagian besar tujuh negara berkembang, kecuali di Indonesia menunjukkan hubungan negatif	1. <i>Market return</i> 2. <i>Exchange rate</i>	Nilai tukar sebagai variabel independen (hubungan langsung)	<i>Journal of Capital Markets Studies Vol. 7 No. 2, 2023 pp. 125-139 Emerald Publishing Limited. 2514-4774</i>
15	Kemoe, Mbohou, Mighri, Quayyum. (2024)	Nilai tukar mempengaruhi inflasi di Sub Shara Afrika, pengaruh nilai tukar terhadap inflasi lebih	1. Nilai tukar 2. Inflasi	<i>Passthrough</i> nilai tukar terhadap inflasi di SSA	<i>International Monetary Fund (IMF) working papers, WP/ 24/ 59</i>

		besar saat depresiasi.			
16	Yahya, M. Shabri Abd, hafasnuddin (2021)	Pada saham syariah Indonesia, inflasi berpengaruh positif terhadap <i>return</i> . Namun pada saham konvensional, inflasi berpengaruh positif terhadap <i>return</i> (mendukung Fama's <i>Hypothesis</i> ).	3. <i>Inflation</i> 4. <i>Stock return</i> 5. <i>Fama's Proxy Hypothesis</i>	1. <i>Islamic Stocks</i>	<i>Entrepreneurial Business and Economics</i> EBER. - Kraków : ISSN 2353-8821, Vol. 9.2021, 4, p. 131-146
17	Nektarios Gavrilakis dan Christos Floros (2023)	Kapitalisasi pasar dan <i>ESG score</i> berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> saham. P/BV dan <i>sharper ratio</i> berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham. Herding <i>behavior</i> berpengaruh variatif	1. <i>Market return</i> 2. <i>Market captilaziat ion</i>	1. <i>P/BV</i> 2. <i>Sharpe r atio</i> 4. <i>Herding behavior</i>	<i>Operational Research (Springer), Volume 23, Issue 1.</i>
18	Linda Karlina Sari, Noer Azham Achsani, Bagus Sartono (2017)	Pada pasar yang diteliti menunjukkan adanya pengaruh asimetris, <i>bad news</i> berdampak yang lebih besar dibandingkan <i>good news</i>	3. <i>Return</i> saham 4. Indeks Harga Saham	5. Volatilitas <i>Return</i> Saham 6. <i>News of Market</i>	Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia, Vol. 18, Artikel 3. p-ISSN 1411-5212; e-ISSN 2406-9280

		terhadap volatilitas <i>return</i>			
19	Beti Herlina, Husaini, Fitriawati Ilyas (2024)	Tidak ada perbedaan signifikan pada <i>Abnormal Return</i> saham sebelum dan saat pandemi Covid - 19 terjadi. Hal ini menjadi bukti bahwa pandemi Covid - 19 belum mempunyai kandungan informasi yang signifikan untuk mempengaruhi pasar saham di ASEAN.	1. Indeks Harga Saham Gabungan 2. <i>Signaling Theory</i> 3. <i>Efficient Market Hypothesis Theory</i>	<i>Abnormal Return</i>	<i>ANALYSIS: Accounting, Management, Economics, and Business, Vol. 2, No. 3, September 2024. e-ISSN: 2985-6205 p-ISSN: 2986-1713</i>
20	Peni Rahmadani, Adler Haymans Manurung (2024)	Volume perdagangan berpengaruh positif terhadap Indeks Harga Saham Gabungan	1. Volume perdagangan 2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)		Cerdika: Jurnal Ilmiah Indonesia, Februari 2024, 4 (2), 173-182. p-ISSN: 2774-6291 e-ISSN: 2774-6534
21	Charara Bhuntar P.D, Wahyu Indah Mursalini, Netty Indrawati (2023)	Volume perdagangan dan volatilitas harga saham berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> , kapitalsiasi berpengaruh negatif	1. <i>Return</i> saham 2. Volume perdagangan 3. Kapitalisasi pasar 4. Volatilitas harga saham	Pasar regional (Indonesia)	Jurnal Penelitian Ekonomi Manajemen dan Bisnis (JEKOMBIS) Vol.2, No.1 Februari 2023 e-ISSN: 2963-7643; p-ISSN: 2963-8194, Hal 185-195

		signifikan terhadap <i>return</i> .			
22	Tahmat, Fitria Lilyana, Anggi Mulyani (2021)	Kapitalisasi pasar berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>return</i> saham, sedangkan PBV tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham.	1. <i>Return</i> saham 2. Kapitalisasi pasar	<i>Price to Book Value</i> (PBV)	JEMPER (Jurnal Ekonomi Manajemen Perbankan) Volume 3 Nomor 2 Halaman 116-124 p-ISSN : 2655 - 2922 e-ISSN : 2656 – 632X
23	Nadya Khodijah Putri, Komara, & Tupi Setyowati (2021)	Nilai tukar rupiah dan tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap investasi asing, pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap investasi asing	1. Nilai tukar 2. Inflasi	1. Tingkat suku bunga 2. Pertumbuhan ekonomi 3. FDI	<i>JKBM (Jurnal Konsep Bisnis dan Manajemen)</i> , 8 (1), ISSN 2407-2648
24	Reny Dwi Anggraini dan Andhi Wijayant (2021)	ROA berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham, DER dan CR tidak berpengaruh signifikan. Nilai tukar menguatkan pengaruh ROA dan DER, namun	1. <i>Return</i> saham 2. Nilai tukar sebagai variabel moderasi 3. MRA ( <i>Moderate Regression Analysis</i> )	Rasio fundamental keuangan	<i>Management Analysis Journal</i> , 10 (3), hal: 3015-314, e-ISSN 2502-1451

		melemahkan pengaruh CR terhadap <i>return</i> saham			
25	Istiqomah dan Mardiana (2020)	ROA, DER, dan CR berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham, namun nilai tukar tidak dapat memoderasi variabel independen	1. <i>Return</i> saham 2. Nilai tukar sebagai variabel moderasi 3. MRA ( <i>Moderate Regression Analysis</i> )	Rasio fundamental keuangan	<i>Business Management Analysis Journal</i> (BMA) Vol. 3 No. 1, ISSN (p) 2623-0690, 2655-3813
26	Davy Parsaoran Hinsa, Meiranda, Ratlan Pardede (2024)	Faktor internal dan eksternal yang berpengaruh signifikan adalah ROE dan <i>Cryptocurrency</i> memiliki hubungan positif, LDR dan nilai tukar menunjukkan hubungan negatif terhadap <i>return</i> saham	1. <i>Return</i> saham 2. Nilai tukar 3. Periode penelitian sebelum dan sesudah pandemi Covid-19	Rasio fundamental keuangan	<i>Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia</i> p-ISSN: 2541-0849 e-ISSN: 2548-1398 Vol. 9, No. 8

## 2.2. Kerangka Pemikiran

Pasar modal berperan penting dalam perekonomian suatu negara, berfungsi untuk mempertemukan kedua kepentingan antara investor yang memiliki kelebihan dana dengan *issuer* yang membutuhkan dana. Investor sebagai pemodal berharap mendapatkan imbal hasil atau keuntungan (*return*) baik berupa *capital gain* ataupun dividen. Untuk jangka pendek, para investor perlu memerhatikan *capital gain* untuk mendapatkan keuntungan cepat dari perubahan harga.

Sedangkan investor yang mengharpkan pendapatan berkelanjutan jangka panjang, perlu memerhatikan konsistensi dan pertumbuhan dividen pada perusahaan tersebut. Investor sebelum melakukan keputusan investasi harus melakukan analisis terkait situasi ekonomi negara, kondisi internal perusahaan, dan dinamika pasar saham itu sendiri. Liu, et al., (2020) menyebutkan bahwa ketidakpastian pasar domestik dan global sangat memengaruhi kinerja psar secara keseluruhan.

*Trading Volume Activity* (TVA) adalah rasio untuk mengukur intensitas aktivitas perdagangan saham yang mencerminkan minat investor terhadap saham tersebut. *Trading Volume Activity* dihitung dengan melakukan perbandingan antara volume perdagangan saham pada periode tertentu terhadap jumlah saham yang beredar (*outsanding shares*) pada periode yang sama. *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menjelaskan harga saham mencerminkan segala informasi yang tersedia, volume tinggi sering dijadikan indikasi adanya informasi baru, ketika *trading volume* naik diiringi dengan harga saham naik maka ini terjadi sinyal positif (*bullish trend*) yang diiringi juga dengan kenaikan *return* saham (Brigham dan Huston, 2018: 52).

Kudryavtsev (2019) menemukan hasil *Trading Volume Activity* berpengaruh positif terhadap *return* saham, ketika *Trading Volume Activity* naik diiringi dengan kenaikan harga saham dan *return*. Bajzik (2020) berpendapat hubungan *Trading Volume Activity* dengan *return* saham dapat berbeda pada setiap sektor saham, seperti pada penelitian Julkismayana et al., (2025) menemukan *Trading Volume Activity* pada sektor perbankan tahun 2019 – 2022 di Bursa Efek Indonesia idak berpengaruh terhadap *return* saham.

Volatilitas harga saham merupakan pengukuran untuk menilai pergerakan naik dan turunnya harga saham dengan menggunakan ukuran statistik, yaitu standar deviasi. Mishkin dan Eakins (2018: 339) menjelaskan untuk menentukan strategi yang tepat sasaran, maka para investor harus mengamati volatilitas harga saham untuk menganalisis risiko guna mencapai *return* saham maksimal. *Efficien Matrket Hypothesis* menyatakan bahwa ketika volatilitas harga saham tinggi maka mencerminkan ketidakpastian tinggi sehingga investor kesulitan memperkirakan nilai wajar saham, informasi ini cenderung berisiko maka pasar bereaksi negatif sehingga *return* saham dapat menurun karena investor cenderung *risk averse* (menghindari risiko).

Namun ditemukan perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh volatilitas harga saham terhadap *return* saham, seperti Bhuntar, et al., (2023) menemukan pengaruh positif di perdagangan besar Bursa Efek Indonesia, semakin tinggi volatilitas harga saham maka harga saham naik dan turun secara signifikan, investor dapat memanfaatkan *margin* saat harga jual melambung tinggi. Pada penelitian lain, yaitu Bhowmix dan Wang (2020) menemukan pengaruh negatif antara volatilitas harga saham terhadap *return* saham, ketika volatilitas tinggi mengindikasikan risiko tinggi juga sehingga sentimen investor pun menjadi negatif, berakibat keputusan investasi menjadi tertunda bahkan dibatalkan. Berkurangnya minat investasi menyebabkan harga saham terperosok dan *return* saham pun ikut menurun.

Kapitalisasi pasar merupakan *benchmark* fundamental dalam menganalisis kinerja sebuah investasi, indikator ini dihitung dengan mengalikan

harga saham dengan jumlah saham yang beredar (*oursanding shares*) pada suatu periode (Tahmat, et al., 2021). Dalam *signaling theory*, nilai kapitalisasi pasar dapat dijadikan indikator atau sinyal positif yang mencerminkan stabilitas suatu perusahaan. Sinyal positif ini dapat ditandai dengan tingginya harga suatu saham atau jumlah saham yang berdedar, dapat ditafsirkan saham tersebut banyak diminati dan memiliki kinerja baik. Para investor pada umumnya akan merespon sinyal positif ini engan melakukan keputusan investasi dengan membeli saham tersebut.

Fama dan French (1993, 2015) pun menjelaskan dalam hipotesisnya yang dikenal *size effect*, kapitalisasi pasar menjadi salah satu faktor yang berperan penting dalam memengaruhi *return saham*. Namun Fama dan French (1993, 2015) memiliki pemahaman lain, yaitu perusahaan dengan kapitaliasi rendah memberikan *return* saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kapitalisasi besar. Tahmat, et al., (2021) pun menemukan pengaruh kapitalisasi pasar berpengaruh negatif terhadap *return* saham, namun Bhuntar, rt al., (2023) membuktikan kapitalisasi pasar berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Selain faktor internal pasar saham, faktor eksternal berupa kondisi ekonomi makro juga berpengaruh terhadap performa *return* saham suatu perusahaan, seperti inflasi dan nilai tukar. Mankiw (2010) menjelaskan bahwa inflasi merupakan rasio dengan menggunakan parameter ekonomi, yaitu perubahan Indeks Harga Konsumen (IHK). IHK adalah indeks yang mengukur harga rata-rata barang atau dan jasa yang dikonsumsi oleh konsumen dalam suatu negara pada periode tertentu. *Arbitrage Pricing Tehory* mengukur faktor – faktor ekonomi

makro memengaruhi secara langsung terhadap *return* saham, diantara faktor ekonomi makro tersebut adalah inflasi dan nilai tukar mata uang.

*Arbitrage Pricing Theory* didukung dengan teori *Proxy Hypothesis* oleh Fama (1981) dalam Yahya, et al., (2021) yang menjelaskan bahwa nilai inflasi memiliki relasi negatif dengan *return* saham walaupun tidak secara langsung, ketika inflasi tinggi berdampak pada aktivitas ekonomi seperti daya beli menurun, sehingga berdampak pada kinerja perusahaan yang akan memengaruhi harga saham dan *return* saham pun ikut menurun. Usman, et al., (2024) meneliti hubungan inflasi dan *return* saham, dengan hasil inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index periode 2015 sampai 2020. Hubungan pengaruh positif antara inflasi terhadap *return* saham ditemukan oleh Christine, et al., (2023) pada perusahaan *sub-sector cement* di Bursa Eefek Indonesia periode 2017 sampai 2021.

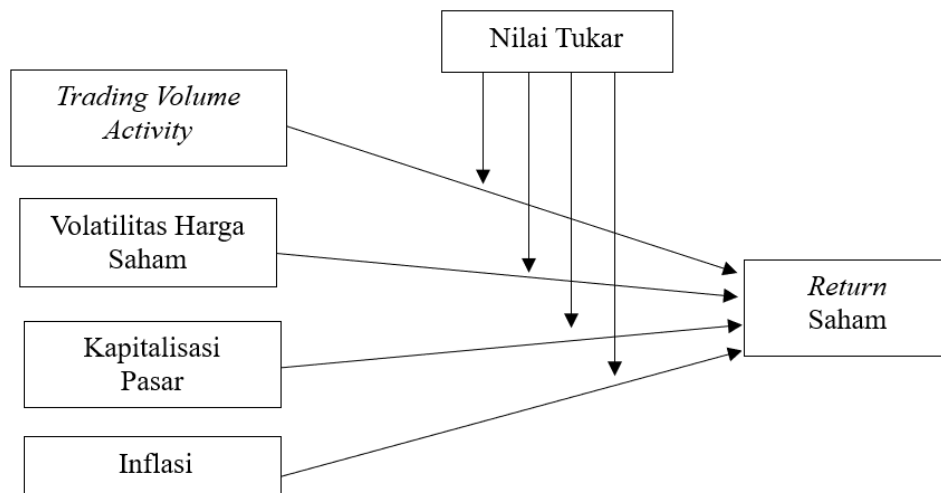
Nilai tukar dapat memengaruhi *return* saham yang didapat investor, pengaruh yang dimaksud dapat bersifat langsung ataupun memengaruhi kekuatan antara indikator ekonomi lain terhadap *return*. Nilai tukar adalah harga satu mata uang negara dalam satuan mata uang negara lainnya, menilai berapa tinggi atau rendah mata uang dapat ditukar dengan mata uang negara lain (Mankiw, 2010: 135). *Signaling theory* menganggap nilai tukar dapat menjadi sinyal positif ketika mata uang domestik terapresiasi dan menjadi sinyal negatif saat mata uang domestik terdepresiasi. Pergerakan mata uang domestik dapat menjadi sinyal eksternal yang mencerminkan stabilitas ekonomi suatu negara dan ekspektasi investor asing

terhadap negara tersebut, sehingga nilai tukar ini dapat menjadi faktor yang menguatkan atau melemahkan indikator-indikator lain terhadap *return* saham.

*Efficien Market Hypothesis* menjelaskan bahwa segala faktor ekonomi seharusnya sudah tercermin dalam harga saham saat ini, maka nilai tukar sebagai variabel moderator dapat menunjukkan kekuatan pasar dalam merespon informasi perubahan nilai tukar dengan memengaruhi sensitivitas hubungan antara variabel lain. Maka dari itu, perlu mengkaji lebih dalam sehingga dapat memberikan relevansi terhadap kondisi pasar terkini dan memberikan proyeksi yang lebih komperhensif untuk investor lokal ataupun asing dalam menentukan keputusan investasi yang strategis di pasar saham. Nilai tukar yang menguat dapat mengurangi dampak negatif saat terjaidnya inflasi pada suatu negara misalnya melalui bahan baku produksi impor menjadi lebih murah sehingga menekana biaya produksi dalam negeri, terutama dalam sektor energi seperti minyak dan gas merasakan manfaat langsung dari menguatnya nilai tukar mata uang. Dampak nilai tukar cukup besar terhadap inflasi di negara-negara berkembang, khususnya di negara yang sangat bergantung terhadap impor (Kemoe, 2024)

Penelitian terdahulu hanya berfokus pada nilai tukar sebagai pengaruh tidak langsung terhadap *return* melalui faktor internal fundamental perusahaan yang berupa rasio-rasio keuangan. Penelitian ini memberikan pembaruan secara perseptif baru dalam analisis hubungan ekonomi makro dan *return* saham, nilai tukar mata uang digunakan sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlengah hubungan pengaruh variabel inependen (*Trading Volume Activity*, volatilitas harga saham, kapitalisasi pasar, dan inflasi) terhadap varibael dependen

(*return* saham) pada pasar saham Indonesia, Singapura, dan Thailand pada periode penelitian 2014 sampai 2024. Kerangka pemikiran penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 2.3**  
**Kerangka Pemikiran**

### 2.3. Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah dijelaskan dan digambarkan pada subab di atas, maka peneliti dapat merumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

- H<sub>1</sub>** : *Trading Volume Activity*, volatilitas harga saham, kapitalisasi pasar, dan inflasi berpengaruh secara simultan terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia, Singapura, dan Thailand;
- H<sub>2</sub>** : *Trading Volume Activity* berpengaruh positif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia, Singapura, dan Thailand;
- H<sub>3</sub>** : Volatilitas harga saham berpengaruh negatif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia, Singapura, dan Thailand;

**H<sub>4</sub>** : Kapitalisasi pasar berpengaruh positif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia, Singapura, dan Thailand;

**H<sub>5</sub>** : Inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia, Singapura, dan Thailand;

**H<sub>6</sub>** : Nilai tukar dapat memoderasi pengaruh *Trading Volume Activity*, volatilitas harga saham, kapitalisasi pasar, dan inflasi terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia, Singapura, dan Thailand.