



PUBLISHER: <https://journal.adlermanurungpress.com/>

DOI: <https://doi.org/10.63607/jcmb.v13i3>

PENGARUH MIKRO STRUKTUR PASAR DAN MIKRO EKONOMI SERTA MAKRO EKONOMI TERHADAP HARGA SAHAM DIMEDIASI KINERJA KEUANGAN DAN DIMODERASI KEBIJAKAN DIVIDEN

Bambang Susanto^{1*}, Bahtiar Usman², Henny Setyo Lestari³

^{1*}Universitas Sangga Buana, ²Universitas Trisakti, ³Universitas Trisakti
Email: bambang.susanto@usbypkp.ac.id^{1*}, UsmanS3manajemen@trisakti.ac.id²,
HeniS3manajemen@trisakti.ac.id³

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor mikroekonomi (pertumbuhan aset, leverage), struktur mikro pasar (volume dan frekuensi transaksi), serta faktor-faktor makroekonomi (nilai tukar dan suku bunga The Fed) terhadap harga saham melalui Price to Book Value (PBV), dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Metode yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan data panel dan analisis regresi moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap PBV dan harga saham. Volume dan frekuensi transaksi, serta nilai tukar, berpengaruh signifikan, sedangkan kebijakan The Fed tidak memberikan pengaruh yang signifikan di pasar domestik. Kebijakan dividen hanya memoderasi hubungan tertentu, seperti antara leverage dengan PBV dan nilai tukar dengan harga saham. Penelitian ini menegaskan bahwa kinerja keuangan dan harga saham di pasar modal Indonesia lebih dipengaruhi oleh faktor internal dan persepsi investor terhadap sinyal kebijakan perusahaan.

Kata Kunci: Mikro dan Makroekonomi, Struktur Mikro Pasar, DPR, PBV, Harga Saham

Abstract

This study aims to analyze the influence of microeconomic factors (asset growth, leverage), market microstructure (transaction volume and frequency), and macroeconomic factors (exchange rate and the Fed's interest rate) on stock prices through Price to Book Value (PBV), with dividend policy as a moderating variable in LQ45 companies on the Indonesia Stock Exchange. The method used is a quantitative approach with panel data and moderated regression analysis. The results show that not all independent variables significantly influence PBV and stock prices. Transaction volume and frequency, as well as the exchange rate, have a significant influence, while the Fed's policy has no significant effect in the domestic market. Dividend policy only moderates certain relationships, such as those between leverage and PBV and the exchange rate and stock prices. This study confirms that financial performance and stock prices in the Indonesian capital market are more influenced by internal factors and investor perceptions of company policy signals.

Keywords: Micro and Macroeconomics, Micro Market Structure, DPR, PBV, Stock Price

PENDAHULUAN

Keberadaan Pasar modal dalam suatu negara merupakan barometer kemajuan ekonomi suatu negara. Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menekankan peran penting pasar modal dalam menunjang pelaksanaan pembangunan nasional, terutama dalam menjalankan peran strategisnya sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan pemerataan pendapatan serta sebagai wahana investasi bagi masyarakat.

Peran pasar modal dalam sistem keuangan di Indonesia, mengalami perubahan efisiensi dari waktu ke waktu. Aktifitas pasar modal di Indonesia semakin penting dibandingkan dengan perbankan setelah reformasi dan meningkat pada tahun 2004. Salah satu kontribusi keberhasilan pasar modal di Indonesia adalah peningkatan efisiensi dalam kecepatan penyelesaian transaksi (*settlement*) dan telah berjalannya *Jakarta Automatic Trading System* (JATS) dan *online Trading*. Kecepatan transaksi beli dan jual saham di pasar modal akan membuat dan mempermudah investor mengeksekusi sekuritasnya. Pergerakan harga saham di pasar modal dipengaruhi oleh berbagai faktor dan mengikuti hukum permintaan dan penawaran. Faktor internal seperti pertumbuhan perusahaan dan tingkat leverage secara fundamental terbukti berpengaruh terhadap harga saham (Wang & Lu, 2024).

Pertumbuhan perusahaan yang baik memberi sinyal positif bagi investor karena menunjukkan potensi peningkatan nilai perusahaan di masa depan. Perusahaan yang berkembang cenderung menggabungkan pembiayaan dari modal sendiri dan pinjaman.

Tingkat leverage menunjukkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya. Leverage tinggi menandakan risiko yang tinggi, tetapi juga potensi imbal hasil yang besar. Peningkatan leverage yang optimal dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan (Ross, 1977). Kinerja keuangan yang baik menjadi dasar utama pertimbangan investor, karena mencerminkan efisiensi dan efektivitas perusahaan dalam mengelola sumber daya. Pasar merespons informasi ini melalui volume dan frekuensi transaksi sebagai indikator likuiditas. Di sisi lain, faktor eksternal seperti nilai tukar, suku bunga The Fed, dan kebijakan moneter global juga berdampak besar pada pergerakan harga saham (Bernanke & Kuttner, 2005b). Nilai tukar yang terdepresiasi akibat inflasi tinggi menyebabkan mahalnya biaya modal. Kebijakan dividen menjadi faktor penentu lain. Meskipun teori Modigliani & Miller menyatakan bahwa dividen tidak relevan, kenyataan di lapangan menunjukkan bahwa investor tetap memperhatikan dividen sebagai indikator kinerja dan kepercayaan manajemen (Gordon, 2013); (Nguyen et al., 2019). Rasio Price to Book Value (PBV) menjadi indikator penting untuk menilai apakah saham overvalued atau undervalued (Jensen et al., 1997). Rasio ini mencerminkan harapan investor terhadap nilai pasar dibandingkan nilai buku perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor mikroekonomi (leverage dan pertumbuhan aset), mikrostruktur pasar (volume dan frekuensi transaksi), serta makroekonomi (nilai tukar dan suku bunga The Fed) terhadap harga saham melalui *Price to Book Value*, dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderator pada perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia.

LANDASAN TEORI

Harga saham merupakan cerminan nilai perusahaan yang ditentukan oleh interaksi permintaan dan penawaran di pasar. Harga saham dipengaruhi oleh informasi fundamental perusahaan, kondisi pasar, serta faktor eksternal ekonomi (Fama, 1995). Salah satu ukuran nilai saham adalah *Price to Book Value* (PBV), yaitu perbandingan harga pasar saham dengan nilai buku perusahaan (Branch et al., 2005).

Leverage, leverage adalah rasio utang terhadap ekuitas yang menunjukkan struktur pembiayaan perusahaan. Tingkat leverage yang tinggi mencerminkan ketergantungan besar pada utang dan menandakan risiko keuangan tinggi, namun juga memberi potensi pengembalian lebih besar jika dikelola dengan baik (HARRIS & RAVIV, 1991). Leverage dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan (Ross, 1977).

Pertumbuhan Aset, pertumbuhan aset mencerminkan ekspansi perusahaan dari waktu ke waktu. Pertumbuhan aset yang positif menandakan peningkatan kapasitas operasional dan

prospek keuntungan yang lebih baik, sehingga dapat menarik minat investor dan mendorong kenaikan harga saham (Gray & Johnson, 2011).

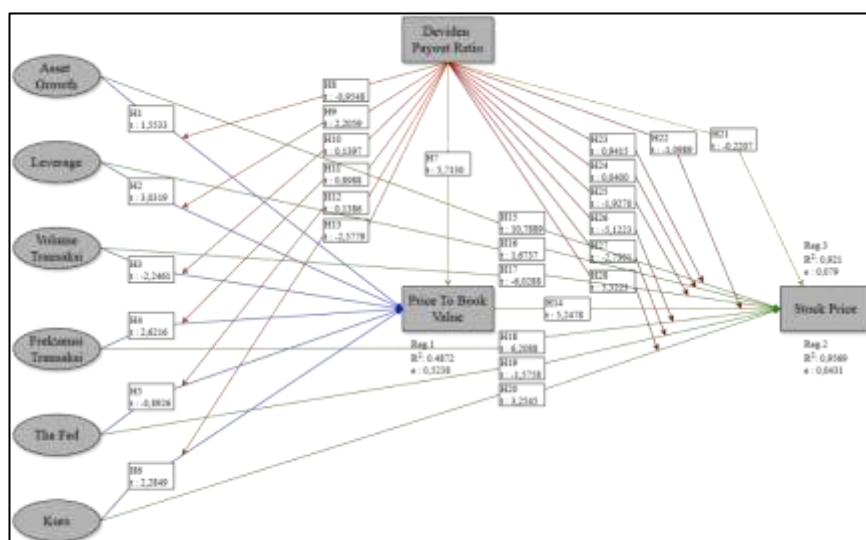
Volume dan Frekuensi Transaksi, Volume dan frekuensi transaksi menunjukkan likuiditas saham di pasar sekunder. Semakin tinggi volume dan frekuensi transaksi, semakin likuid saham tersebut, dan hal ini mencerminkan kepercayaan serta minat investor terhadap saham tersebut (Næs et al., 2011).

Kebijakan Deviden, kebijakan dividen menunjukkan keputusan perusahaan dalam membagikan laba kepada pemegang saham. Teori (Ross, 1977)(Ermita Cindy Krismandari dan Lailatul Amanah, 2021) Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa dividen tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan, sementara teori (Gordon, 2013) menyatakan dividen relevan karena memberi sinyal positif atas stabilitas laba perusahaan.

Nilai Tukar dan Suku Bunga The Fed, Nilai tukar memengaruhi biaya impor dan daya beli, yang secara tidak langsung berdampak pada kinerja perusahaan. Suku bunga The Fed sebagai kebijakan moneter Amerika Serikat memiliki efek global, termasuk terhadap arus modal dan risiko investasi di pasar negara berkembang (Bernanke & Kuttner, 2005).

KERANGKA PENELITIAN

Kerangka penelitian ini menggambarkan hubungan antar variabel makro ekonomi, mikro ekonomi dan mikro struktur pasar yang masing masing variabel diproksi dengan variabel independen terdiri dari pertumbuhan aset, sturktur modal, volume transaksi, frekuensi transaksi, the fed dan nilai tukar. Sedangkan variabel dependennya diproksi dengan harga saham dengan variabel mediasi dan moderasi masing masing diproksi dengan kinerja keuangan dan kebijakan deviden. Dibawah ini disajikan gambar kerangka pemikiran penelitian :



Dari rerangka diatas melahirkan 28 hipotesis dengan model matematisnya sebagai berikut :

$$\begin{aligned}PBV_{it} &= a_0 + \beta_1 Gr_{it} + \beta_2 Lev + \beta_3 Vol.T + \beta_4 Fre.T + \beta_5 Fed.r + \beta_6 Kurs + \beta_7 DPR + \beta_8 Gr * DPR + \\ &\beta_9 Lev * DPR + \beta_{10} Vol.T * DPR + \beta_{11} Fre.T * DPR + \beta_{12} Fed.r * DPR + \beta_{13} Kurs * \\ &DPR + \varepsilon_1 \\ SP^0 &= c_0 + \delta_1 PBV + \delta_2 Gr + \delta_3 Lev + \delta_4 Vol.T + \delta_5 Fre.T + \delta_6 Fed.r + \delta_7 Kurs + \delta_8 DPR + \delta_9 PBV \\ &* DPR + \delta_{10} Gr * DPR + \delta_{11} Lev * DPR + \delta_{12} Vol.T * DPR + \delta_{13} Fre.T * DPR + \delta_{14} Fed.r \\ &* DPR + \delta_{13} Kurs * DPR + \varepsilon_2 \\ SP^1 &= \beta_0 + \beta_1 Gr + \beta_2 Lev + \beta_3 Vol T + \beta_4 Fre T + \beta_5 Fed r + \beta_6 Kurs + \varepsilon_3\end{aligned}$$

METODOLOGI

Jenis riset penelitian ini adalah riset korelasional; jenis penelitian kuantitatif yang bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan antara dua atau lebih variabel tanpa memanipulasi variabel-variabel tersebut. Riset korelasional dalam penelitian ini pengujiannya dengan menggunakan hipotesis asosiatif. Hipotesis ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan antara dua atau lebih variabel. Jenis hubungan ini tidak menunjukkan sebab-akibat, melainkan hanya keterkaitan atau kecenderungan dua variabel untuk berubah bersama. Sedangkan dimensi waktunya menggunakan data panel yang menggabungkan *cross sectional* dan *time series*.

Penelitian ini mencoba menguji hipotesis statistik yang berasal dari sampel penelitian, berupa Statistik inferensial yaitu statistik parametris dan nonparametris. Statistik parametris digunakan untuk menguji parameter populasi melalui statistik atau menguji ukuran populasi melalui data sampel. Penelitian dengan hipotesis statistik, yang diuji adalah hipotesis nol, karena tidak dikehendaki adanya perbedaan antara parameter populasi dan statistik (data yang diperoleh dari sampel). Selanjutnya untuk mengukur statistik deskriptif dengan menggunakan rata-rata, range, nilai maksimum dan minimum serta standar deviasi.

Analisis Regresi Model 1.

Pengaruh GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS Terhadap PBV Dengan DPR Sebagai Variabel Moderasi

Analisis Regresi Model 2

Pengaruh PBV, GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS Terhadap SP Dengan DPR Sebagai Variabel Moderasi

Analisis Regresi Model 3

Pengaruh Langsung GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS Terhadap SP

HASIL DAN PEMBAHASAN

Diskripsi Data dan Statistik Deskriptif

Var	Prt.Aset	Lev	Frek	Vol	Kurs	Fed	PBV	Price	DPR
Min	-0,67	0,14	2	201	9718	0,04	0,36	314	0,04
Max	3,67	18.19	2930	56910	14481	2,4	82,44	94000	1,38
Averg	0,163	2.20	646,68	6614,96	12940,7	0,59	5,48	9959	0,43
D.Std	0,297	2,732	388,58	7128,44	1412,85	0,8	10,61	15450	0,23

Sumber : Data Diolah

Diskripsi data dan statistik diskripsi secara keseluruhan standar deviasi diatas mean, bisa dikatakan data secara umum data menyebar dan merata.

Analisis Regresi Model 1

$$PBV = -0.745193 + 0.296906GR + 0.337613LEV - 0.145343VOLT + 0.000398FREKT - 0.063408FED + 0.100739KURS + 3.122845DPR - 0.039556 GR*DPR + 0.198304LEV*DPR + 0.009183VOLT*DPR + 0.068860FRET*DPR + 0.068860FED*DPR - 0.099856KURS*DPR$$

Berdasarkan hasil persamaan diatas maka dapat disimpulkan bahwa jika variabel PBV tidak dipengaruhi oleh ketujuh variabel bebasnya GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS dan DPR (bernilai nol), maka besarnya rata-rata PBV akan bernilai -0.745193 satuan.

Hasil output *Eviews 9.0*, diperoleh nilai *R-squared* sebesar 0.487204. hal ini menunjukkan bahwa GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS dan DPR memberikan kontribusi terhadap PBV adalah sebesar 48,72% sedangkan sisanya sebesar 51,28% merupakan kontribusi variabel lain selain variabel bebas yang diteliti.

Analisis Regresi Model 2

$$SP^0 = 10.80534 + 0.417201PBV + 0.929145GR - 0.123625LEV - 0.455751VOLT + 0.000243FREKT - 0.051964FED + 0.071481KURS - 0.088334DPR - 0.069183 PBV*DPR + 0.015644 *DPR - 0.002260LEV*DPR - 0.069706VOLT*DPR - 0.163099FRET*DPR - 0.066781FED*DPR + 0.171556KURS*DPR$$

Berdasarkan hasil persamaan diatas maka dapat disimpulkan bahwa jika variabel SP tidak dipengaruhi oleh ketujuh variabel bebasnya GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS dan DPR (bernilai nol), maka besarnya rata-rata SP akan bernilai 10.80534 satuan.

Hasil output *Eviews 9.0*, diperoleh nilai *R-squared* sebesar 0.956943. hal ini menunjukkan bahwa PBV, GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS dan DPR memberikan kontribusi terhadap SP adalah sebesar 95,69% sedangkan sisanya sebesar 4,31% merupakan kontribusi variabel lain selain variabel bebas yang diteliti.

Analisis Regresi Model 3

$$SP^1 = 9.508901 + 1.104672GR + 0.139218LEV - 0.291453VOLT + 0.000579FREKT - 0.027291FED + 0.083117KURS$$

Berdasarkan hasil persamaan diatas maka dapat disimpulkan bahwa jika variabel SP tidak dipengaruhi oleh ke enam variabel bebasnya GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS (bernilai nol), maka besarnya rata-rata SP akan bernilai - 9.508901 satuan.

hasil output *Eviews* 9.0 di atas, diperoleh nilai *R-squared* sebesar 0.921381. hal ini menunjukkan bahwa GR, LEV, VOLT, FREKT, FED, KURS dan DPR memberikan kontribusi terhadap SP adalah sebesar 92.14% sedangkan sisanya sebesar 7.86 % merupakan kontribusi variabel lain selain variabel bebas yang diteliti.

KESIMPULAN

- 1 Secara kuantitatif, penelitian ini menemukan bahwa tidak semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Misalnya, pertumbuhan aset tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV), sedangkan leverage berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan, dan volume serta frekuensi transaksi berpengaruh signifikan terhadap harga saham dan PBV. Selain itu, nilai tukar berpengaruh signifikan, namun kebijakan moneter The Fed tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pasar modal Indonesia.
- 2 Secara kualitatif, kebijakan dividen tidak selalu berperan sebagai moderator yang efektif. Dalam banyak hubungan antar variabel, dividend payout ratio (DPR) tidak memoderasi pengaruh secara signifikan, kecuali pada beberapa relasi seperti antara leverage dan PBV, serta nilai tukar dan harga saham, di mana DPR mampu memperkuat atau menetralkan dampak variabel lain. Ini menunjukkan bahwa persepsi investor terhadap sinyal dividen bersifat kontekstual.
- 3 Secara keseluruhan, kinerja keuangan (PBV) dan harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh faktor teknikal dan fundamental internal perusahaan seperti volume transaksi, frekuensi transaksi, leverage, dan kebijakan dividen yang konsisten. Faktor eksternal seperti kebijakan The Fed hanya berdampak lemah di Indonesia, berbeda dengan negara maju. Oleh karena itu, strategi perusahaan dalam mengelola informasi, likuiditas pasar, dan distribusi laba berperan penting dalam menarik respon positif investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005a). NBER WORKING PAPER SERIES WHAT EXPLAINS THE STOCK MARKET'S REACTION TO FEDERAL RESERVE POLICY? What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *Nber Working Paper Series*, 10402, 1–57. <http://www.nber.org/papers/w10402>
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005b). What explains the stock market's reaction to federal reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x>
- Branch, B., Branch, B., Sharma, A., Sharma, A., Gale, B., Gale, B., Chichirau, C., Chichirau, C., Proy, J., & Proy, J. (2005). A Price To Book Model Of Stock Prices. *Business Quest*.
- Ermita Cindy Krismandari dan Lailatul Amanah. (2021). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Leverage Terhadap Return Saham Dengan Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(6), 21.
- Fama, E. F. (1995). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 75–80. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n1.1861>
- Gordon, M. J. (2013). *DIVIDENDS, EARNINGS, AND STOCK PRICES*. 41(2), 99–105.
- HARRIS, M., & RAVIV, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Jensen, G. R., Johnson, R. R., & Mercer, J. M. (1997). New evidence on size and price-to-book effects in stock returns. *Financial Analysts Journal*, 53(6), 34–42. <https://doi.org/10.2469/faj.v53.n6.2128>
- Nguyen, D. T., Bui, M. H., & Do, D. H. (2019). The Relationship Of Dividend Policy and Share Price Volatility: A Case in Vietnam. *Annals of Economics and Finance*, 20(1), 123–136.
- Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach. *Bell J Econ*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Wang, C., & Lu, Y. (2024). Institution quality and stock price crash risk: a global perspective. *International Journal of Managerial Finance*, 20(3). <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2023-0030>