

CRITICAL REVIEW:
ANALISIS DETERMINAN FAKTOR MAKRO DAN MIKRO
TERHADAP RETURN SAHAM

Watirah

Universitas Pamulang, Indonesia

watyaries12@email.com

Tri Utami

Universitas Pamulang, Indonesia

dosen00882@unpam.ac.id

Abstrak

Critical review ini merupakan kajian literatur terhadap tiga jurnal terindeks SINTA yang membahas pengaruh faktor mikro dan makroekonomi terhadap *return* saham. Artikel pertama oleh Mufidah dan Santosa (2024) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif, sementara inflasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Artikel kedua oleh Mafsdud dan Meirini (2023) menyatakan bahwa arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Artikel ketiga oleh Nursita (2021) menemukan bahwa arus kas operasi dan laba akuntansi memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Kajian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan hasil temuan, memberikan wawasan konseptual, dan memperkaya literatur terkait *return* saham.

Kata Kunci: *return* saham, faktor mikro, faktor makro, arus kas, likuiditas, inflasi

Abstract

This study is a literature review of three SINTA-indexed journals discussing the effect of micro and macroeconomic factors on stock returns. The first article by Mufidah and Santosa (2024) shows that liquidity has a negative effect, while inflation has no effect on stock returns. The second article by Mafsdud and Meirini (2023) states that cash flows from operating, investing, and financing activities do not affect stock returns. The third article by Nursita (2021) found that operating cash flow and accounting earnings have a significant influence on stock returns. This review aims to analyze the differences in findings, provide conceptual insights, and enrich the literature on stock returns.

Keywords: *stock return, micro factors, macro factors, cash flow, liquidity, inflation*

PENDAHULUAN

Return saham merupakan indikator utama dalam mengevaluasi keberhasilan suatu investasi di pasar modal. *Return* ini mencerminkan tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas dana yang ditanamkan, baik dalam bentuk capital gain maupun dividen. Secara umum, *return* saham dipengaruhi oleh dua kategori faktor: faktor internal perusahaan (mikroekonomi) dan faktor eksternal atau kondisi makroekonomi.

Permasalahan utama yang muncul dalam kajian ini adalah ketidakkonsistenan temuan empiris mengenai pengaruh faktor-faktor mikro dan makro terhadap *return* saham. Beberapa penelitian menyatakan bahwa arus kas operasional berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sementara penelitian lain menyatakan sebaliknya. Inflasi yang secara teori mempengaruhi daya beli dan harga aset, pada kenyataannya dalam beberapa studi justru tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan *return* saham. Ketidakkonsistenan ini menunjukkan adanya kesenjangan penelitian (research gap) yang perlu dikaji lebih lanjut secara kritis.

Untuk menjawab permasalahan tersebut, dilakukan kajian literatur terhadap tiga jurnal terindeks SINTA. Artikel pertama oleh Mega Nada Mufidah dan Agus Budi Santosa (2024) menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham, namun likuiditas berpengaruh negatif. Artikel kedua oleh Muhamad Mafsud dan Dianita Meirini (2023) menyimpulkan bahwa arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu, artikel ketiga oleh Meta Nursita (2021) menyatakan bahwa arus kas operasi dan laba akuntansi memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengkaji secara kritis perbedaan temuan pada ketiga jurnal tersebut dan menganalisis bagaimana variabel-variabel mikro dan makro memengaruhi *return* saham. Kajian ini juga bertujuan untuk mengidentifikasi variabel-variabel yang secara konsisten berpengaruh dalam konteks perusahaan di Indonesia serta untuk mengevaluasi relevansi teori keuangan yang digunakan, seperti Teori Agensi dan Teori Sinyal.

Dari sisi teoritik, teori agensi menjelaskan bagaimana konflik kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan dapat memengaruhi pengambilan keputusan keuangan, termasuk dalam hal pelaporan keuangan yang berdampak pada *return* saham. Sedangkan teori sinyal menggarisbawahi pentingnya informasi keuangan sebagai sinyal kepada investor terkait kinerja dan prospek perusahaan. Dalam konteks ini, variabel-variabel seperti laba akuntansi, likuiditas, dan arus kas operasional menjadi indikator penting yang digunakan investor untuk mengambil keputusan.

Harapannya, kajian ini dapat memberikan kontribusi teoritis dalam pengembangan ilmu akuntansi keuangan, khususnya terkait analisis *return* saham. Dari sisi praktis, hasil kajian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi investor, analis keuangan, dan pengambil kebijakan dalam merumuskan strategi investasi yang lebih informatif dan berbasis data.

METODE

Critical review ini disusun menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif dengan metode *literature review*. Tujuan dari pendekatan ini adalah untuk mengkaji dan membandingkan hasil penelitian terdahulu yang membahas pengaruh faktor-faktor makro dan mikroekonomi terhadap *return* saham. Kajian dilakukan secara sistematis terhadap tiga artikel ilmiah terindeks SINTA, yang masing-masing meneliti keterkaitan antara variabel keuangan dan ekonomi makro dengan *return* saham pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Ketiga jurnal tersebut adalah karya dari Mega Nada Mufidah dan Agus Budi Santosa (2024), Muhamad Mafsud dan Dianita Meirini (2023), serta Meta Nursita (2021).

Sasaran *critical review* ini adalah artikel-artikel ilmiah yang membahas secara empiris dan kuantitatif hubungan antara variabel-variabel seperti arus kas operasional, arus kas investasi, arus kas pendanaan, laba akuntansi, ukuran perusahaan, likuiditas, dan inflasi terhadap *return* saham. Ketiga jurnal dipilih berdasarkan kesesuaian tema, tahun publikasi, dan ketersediaan data metodologis yang jelas, sehingga memungkinkan dilakukan analisis dan perbandingan antar hasil penelitian.

Teknik pengumpulan data dalam kajian ini dilakukan secara dokumentasi, yakni dengan menelusuri dan menelaah artikel-artikel yang relevan melalui repositori jurnal daring yang telah terindeks oleh SINTA. Data yang dikaji meliputi variabel penelitian, rumusan masalah, model analisis statistik, serta hasil pengujian hipotesis. Tidak ada pengumpulan data primer atau penggunaan kuesioner dalam kajian ini, karena seluruh data bersumber dari publikasi yang sudah tersedia.

Dalam hal alat dan bahan, penelitian ini tidak menggunakan instrumen eksperimen, namun mengandalkan perangkat lunak dan metodologi statistik yang digunakan oleh masing-masing penulis jurnal yang dikaji. Jurnal pertama menggunakan analisis regresi linear berganda dengan bantuan SPSS versi 25, jurnal kedua menggunakan *EViews* dan *Excel*, sedangkan jurnal ketiga juga menerapkan regresi linier dengan data panel yang dikaji secara kuantitatif..

HASIL DAN PEMBAHASAN

Critical Review ini menganalisis hasil dari tiga artikel ilmiah yang membahas pengaruh faktor-faktor mikro dan makroekonomi terhadap *return* saham. Hasil *review* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan temuan antara satu penelitian dengan penelitian lainnya, yang mencerminkan adanya variasi pendekatan, konteks perusahaan, dan periode observasi yang digunakan dalam masing-masing studi.

Artikel pertama oleh Mufidah dan Santosa (2024) menemukan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham, sedangkan likuiditas memiliki pengaruh negatif yang signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam konteks perusahaan sektor *consumer cyclical*, pengelolaan aset lancar yang tidak efisien dapat menurunkan kepercayaan investor, sehingga berdampak negatif terhadap imbal hasil saham. Dengan kata lain, likuiditas yang terlalu tinggi dapat menjadi indikasi bahwa perusahaan menyimpan terlalu banyak dana menganggur yang tidak diinvestasikan secara produktif, sehingga menurunkan nilai *return* yang diharapkan.

Sebaliknya, artikel kedua oleh Mafsud dan Meirini (2023) menunjukkan bahwa arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor farmasi dan mencerminkan bahwa dalam sektor tersebut, investor tidak terlalu memperhatikan pergerakan arus kas sebagai indikator utama dalam menilai potensi *return*. Namun demikian, penelitian ini tetap menekankan pentingnya laba akuntansi sebagai faktor yang memengaruhi *return* saham, meskipun hasil statistiknya tidak sepenuhnya mendukung secara signifikan. Hal ini menunjukkan adanya ketidakkonsistensi interpretatif antara data empiris dan penarikan kesimpulan, yang menjadi catatan kritis dalam kajian ini.

Artikel ketiga oleh Meta Nursita (2021) memberikan hasil yang berbeda, yakni arus kas dari aktivitas operasi dan laba akuntansi ditemukan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini memperkuat pandangan bahwa indikator keuangan internal perusahaan, khususnya yang mencerminkan profitabilitas dan likuiditas kas operasional, masih menjadi pertimbangan utama bagi investor. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa arus kas dari investasi, pendanaan, serta ukuran perusahaan tidak memberikan pengaruh signifikan, yang berarti bahwa keputusan strategis dalam hal ekspansi atau pembiayaan jangka panjang belum tentu menjadi perhatian utama investor jangka pendek.

Temuan-temuan dari ketiga artikel ini menunjukkan bahwa pengaruh faktor mikro dan makro terhadap *return* saham tidak bersifat universal, melainkan kontekstual. Hasil-hasil yang diperoleh sangat dipengaruhi oleh karakteristik sektor industri, kondisi ekonomi makro selama periode observasi, serta indikator yang digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan. Selain itu, pendekatan metodologi yang berbeda seperti model regresi linier berganda dan jenis sampel perusahaan juga turut memengaruhi hasil akhir.

Hasil *critical review* ini dapat dikaitkan dengan teori agensi, di mana manajer sebagai agen memiliki kontrol atas informasi keuangan dan operasional yang dilaporkan kepada investor (prinsipal). Dalam kondisi asimetri informasi, sinyal-sinyal keuangan seperti arus kas dan laba akuntansi akan digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan oleh investor. Teori ini didukung oleh temuan Meta Nursita (2021) yang menunjukkan pentingnya arus kas operasi dalam membangun kepercayaan investor. Di sisi lain, teori sinyal juga relevan ketika informasi seperti likuiditas yang berlebihan ditangkap pasar sebagai sinyal negatif terhadap efisiensi perusahaan, seperti tercermin dalam studi Mufidah dan Santosa (2024).

Perbedaan hasil ini mengindikasikan perlunya pendekatan lintas sektor dan penggunaan variabel tambahan yang dapat bertindak sebagai moderator atau mediator hubungan antara faktor keuangan dan *return* saham. Misalnya, faktor tata kelola perusahaan, kondisi persaingan industri, serta persepsi risiko makroekonomi dapat digunakan sebagai variabel yang memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel mikro dan makro.

Secara keseluruhan, hasil kajian ini memberikan gambaran bahwa *return* saham dipengaruhi oleh kombinasi faktor yang kompleks dan tidak dapat dijelaskan hanya

dengan satu model atau variabel tertentu. Oleh karena itu, analisis yang lebih luas dengan pendekatan multi variabel dan model dinamis sangat diperlukan dalam studi-studi lanjutan.

Persamaan

Dalam kajian ini, beberapa persamaan digunakan untuk mengukur variabel-variabel penelitian yang dikaji dalam masing-masing jurnal. Persamaan-persamaan tersebut merupakan rumus standar dalam analisis keuangan, khususnya untuk mengukur return saham dan indikator keuangan perusahaan lainnya.

Persamaan untuk menghitung *return* saham adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{(it-1)}}{P_{(it-1)}}$$

R_{it} = *Return* realisasi saham i periode ke-t

P_{it} = *Closing price* Saham i periode ke-t

$P_{(it-1)}$ = *Closing price* Saham i periode ke-t

Untuk mengukur likuiditas, digunakan *Current Ratio (CR)* sebagai indikator:

$$CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Keterangan:

CR : Current Ratio

Current Assets : Aset lancar

Current Liabilities : Kewajiban lancar

Dalam pengukuran inflasi, digunakan formula berikut berdasarkan data tahunan dari Bank Indonesia:

$$\text{inflasi} = \frac{IHK_t - IHK_{(t-1)}}{IHK_{(t-1)}}$$

Keterangan:

IHK_t : Indeks Harga Konsumen pada tahun t

IHK_{t-1} : Indeks Harga Konsumen pada tahun sebelumnya

Untuk mengukur arus kas operasional, investasi, dan pendanaan, jurnal-jurnal yang direview menggunakan data langsung dari laporan arus kas tahunan perusahaan:

Arus Kas Operasional:

$$\text{AKO} = \frac{\text{AKO}_{it} - \text{AKO}_{it-1}}{\text{AKO}_{it-1}}$$

Keterangan:

AKO : Perubahan arus kas operasi
AKO t : Arus kas operasi periode t
AKO t-1 : Arus kas operasi t-1
TAt-1 : Total asset periode t-1

Arus Kas Investasi :

$$AKI = \frac{AKI_{it} - AKI_{it-1}}{AKI_{it-1}}$$

Keterangan:

AKI : Perubahan arus kas investasi
AKIt : Arus kas investasi periode t
AKIt-1 : Arus kas investasi t-1
TAt-1 : Total asset periode t-1

Arus kas Pendanaan :

$$AKP = \frac{AKP_{it} - AKP_{it-1}}{AKP_{it-1}}$$

Keterangan:

AKP : Perubahan arus kas pendanaan
AKP t : Arus kas pendanaan periode t
AKP t-1 : Arus kas pendanaan t-1
TAt-1 : Total asset periode t-1

Gambar dan Tabel

Berikut disajikan tabel hasil perbandingan pengaruh faktor mikro dan makro terhadap return saham berdasarkan tiga jurnal yang dikaji:

Tabel 1. Perbandingan Hasil Penelitian dari Tiga Jurnal

Nama, Tahun, Judul	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Mufidah & Santosa (2024). <i>Pengaruh Inflasi dan Likuiditas terhadap Return Saham</i> . Financial Jurnal Akuntansi.	Kuantitatif, regresi linier berganda, data sekunder dari laporan keuangan perusahaan <i>consumer cyclical</i> (2021–2023). SPSS 25.	Likuiditas berpengaruh negatif terhadap return saham; inflasi tidak berpengaruh signifikan.
Mafsud & Meirini (2023). <i>Pengaruh Arus Kas Operasi, Investasi, Pendanaan, dan Laba Akuntansi terhadap Return Saham</i> . Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis.	Kuantitatif, regresi linier, sampel perusahaan farmasi (2016–2020), EViews & Excel.	Laba akuntansi tidak signifikan; arus kas operasi, investasi, dan pendanaan juga tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham.
Meta Nursita (2021).	Kuantitatif, regresi linier,	Laba akuntansi dan arus kas

<i>Pengaruh Laba Akuntansi, Arus Kas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham. Going Concern: Jurnal Riset Akuntansi.</i>	sampel perusahaan konsumsi (2014–2016), menggunakan SPSS.	operasi berpengaruh signifikan terhadap return saham; arus kas investasi, pendanaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh.
---	---	---

Sumber: Diolah dari masing-masing jurnal

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil kajian terhadap tiga jurnal ilmiah yang membahas pengaruh faktor mikro dan makro terhadap return saham, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat konsistensi temuan di antara ketiga penelitian tersebut. Beberapa variabel seperti laba akuntansi dan arus kas operasi terbukti berpengaruh signifikan dalam satu studi, namun tidak pada studi lainnya. Begitu pula dengan likuiditas, yang dalam satu penelitian menunjukkan pengaruh negatif terhadap return saham, namun tidak diuji dalam penelitian lain. *Inflasi* sebagai variabel makro juga tidak terbukti memberikan pengaruh signifikan.

Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh faktor-faktor keuangan terhadap return saham sangat bergantung pada sektor industri, periode penelitian, serta strategi dan efisiensi perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Oleh karena itu, investor dan analis keuangan sebaiknya tidak hanya mengandalkan satu indikator dalam menilai return saham, melainkan melihat kombinasi berbagai variabel secara kontekstual.

Saran

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas ruang lingkup kajian dengan menambahkan variabel lain seperti *Good Corporate Governance*, struktur modal, dan tingkat risiko pasar untuk memperoleh gambaran yang lebih menyeluruh tentang determinan *return* saham. Penelitian lintas sektor dan lintas waktu juga direkomendasikan agar hasil yang diperoleh dapat digeneralisasi secara lebih luas.

Dari sisi praktis, investor disarankan untuk lebih memperhatikan indikator keuangan internal seperti laba akuntansi dan arus kas operasi, karena variabel ini cenderung memberikan sinyal yang lebih jelas terhadap potensi imbal hasil saham, terutama dalam jangka menengah hingga panjang. Perusahaan juga perlu mengelola likuiditas secara efisien agar tidak menimbulkan sinyal negatif di mata pasar.

Daftar Pustaka

- Budiantoro, H., Ningsih, H. A. T., Alma, S., & Lapae, K. (2022). Pengaruh Arus Kas Operasi, Laba Akuntansi dan *Return on Asset* terhadap *Return Saham*. *Egien-Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 10(2), 101-110.
- Chandra, A. A., & Darmayanti, N. P. A. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Penilaian Pasar, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Return Saham*. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 11(2), 358.
- Fadilah, A., Wiharno, H., & Nurfatimah, S. N. (2023). Pengaruh Harga Saham, *Return Saham*, Volatilitas Harga Saham, Ukuran Perusahaan Dan Volume

- Perdagangan Saham Terhadap Bid-Ask Spread Saham. *Prosiding FRIMA (Festival Riset Ilmiah Manajemen dan Akuntansi)*, (6), 212-226.
- Maharani, Z. B. (2021). Komparasi Faktor Fundamental Mikro dan Makroekonomi in Jakarta Islamic Index dan Lq-45. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 7(1), 484-500.
- Maulana, Y., Harjadi, D., & Kurniasih, L. (2023). Pengaruh Faktor Mikroekonomi Dan Makroekonomi Terhadap Harga Saham Sektor Pertanian. *Bisnis-Net Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(1), 329-340.
- Mega, N., M., & Agus, B., S. (2024). Pengaruh Inflasi dan Likuiditas Terhadap *Return Saham*. *Jurnal Akuntansi*, 10(2), 265-274. <https://financial.ac.id/index.php/financial>
- Mafsud, M., & Dianita, M., (2023). Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan dan Laba Akuntansi Terhadap *Return Saham*. *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis* 5(2) 581-588. <http://www.infeb.org>
- Nursita, M., (2021). Pengaruh Laba laba Akuntansi, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Return Saham*. *Jurnal Riset Akuntasi* 16(1) 1-15. <https://ejournal.unsrat.ac.id/v3/index.php/gc/issue/view/2814>
- Ningsih, W. W., & Maharani, N. K. (2022). Pengaruh Kebijakan Dividen, *Return on Asset* Dan *Return on Equity* Terhadap *Return Saham*. *PAPATUNG: Jurnal Ilmu Administrasi Publik, Pemerintahan Dan Politik*, 5(1), 60-69.
- Pramiana, O. (2023). Faktor Makroekonomi dan Mikroekonomi Terhadap Tax Avoidance Perusahaan Sektor Energy. *JURNAL EKUIVALENSI*, 9(2), 261-275.
- Pratiwi, P., Ulupui, I.G.K.A. and Muliasari, I., 2021. Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan Terhadap *Return Saham* Perusahaan Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2015-2019. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan Dan Auditing*, 2(2), pp.452-469.
- Situmorang, N. L., Nurfitria, R., Panjaitan, N. A., PD, C. R., & Yulaeli, T. (2023). Pengaruh Arus Kas, Laba, Arus Kas Investasi, Arus Kas Operasi dan Arus Kas Pendanaan (Literature Review Manajemen Keuangan). *Sammajiva: Jurnal Penelitian Bisnis dan Manajemen*, 1(3), 216-234.
- Sri, R., R., Elmira F., D. & Nina L., (2023). Pengaruh Faktor Ekonomi Mikro dan Makro Terhadap *Return Saham*. *Jurnal Ilmiah dan Keuangan Perbankan* <https://fe.ummetro.ac.id/ejournal/index.php/JPK/article>
- Sugiyarti, L., Pujiyanto, P., Sutandijo, S., Asmilia, N., & Hanah, S. (2023). Nilai Perusahaan: Arus Kas Operasional, Corporate Social Responsibility And Green Accounting. *Jurnal Ilmiah M-Progress*, 13(2), 150-164.
- Sutanto, C. (2021). Literature Review: Pengaruh Inflasi Dan Leverage Terhadap Profitabilitas Dan *Return Saham*. *Jurnal Ilmu Manajemen Terapan*, 2(5), 589-603.
- Tripuspitorini, F. A., & Setiawan, S. (2020). Pengaruh faktor makroekonomi terhadap pertumbuhan dana pihak ketiga pada bank umum syariah di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 121-132.
- Utami,T., Sutiadi,A.,(2023). *Moderation of The Rupiah Exchange Rate on The Influence of Sharia Stock and Inflation on Economic Growth in IDX-MES Companies* 17. *EAJ (Economicand Accounting Journal)*6(2),89-97.

[https://openjournal.unpam.ac.id/index.php/eaj.](https://openjournal.unpam.ac.id/index.php/eaj)

Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R & D*. Bandung.

Widiastuti, T., Sumantri, F., Apriliani, R., & Eni, C. (2022). Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan, Terhadap Roi Pada Pt Astra Internasional (Persero) Tbk Tahun 2016-2021. *Jurnal Ilmiah Wahana Pendidikan*, 8(8), 138-146.