

PERAN COVID-19 DALAM MODERASI FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP *STOCK RETURN*

Tony Chandra^{1*}, Candy²

Fakultas Bisnis dan Manajemen,
Universitas Internasional Batam, Indonesia

^{1*}tonychandras37@gmail.com (0823-9130-4529)

²candy.chua@uib.ac.id

ABSTRACT

The purpose of this study is not only focus on how macroeconomic factors can influence stock return, but also to determine how macroeconomic factors can influence stock return if associated with COVID-19. The paper uses secondary data with research methods quantitatively with type of causal comparative. The regression method used is panel data. This study uses companies that listed in the IDX High Dividend 20 as a sample by using purposive sampling method and resulted in total of 28 companies as samples. The result of this study found that exchange rate, interest rate, and COVID-19 dummy variable positively significantly influenced stock return. Additionally, it was also found out that inflation influenced stock return negatively and significantly. While the moderating test resulted in COVID-19 strengthening the influence of exchange rate, GDP, and money supply towards stock return. COVID-19 is also found to be weakening the influence of gold price towards stock return.

Keywords: *Stock Return; Macroeconomics; COVID-19*

Article history: Submission date July 26, 2022 Accepted date October 14, 2022

To cite: Chandra, T., Candy (2022). Peran covid-19 dalam moderasi faktor makroekonomi terhadap stock return. *Jurnal Manajemen*, 19(2), 92-113

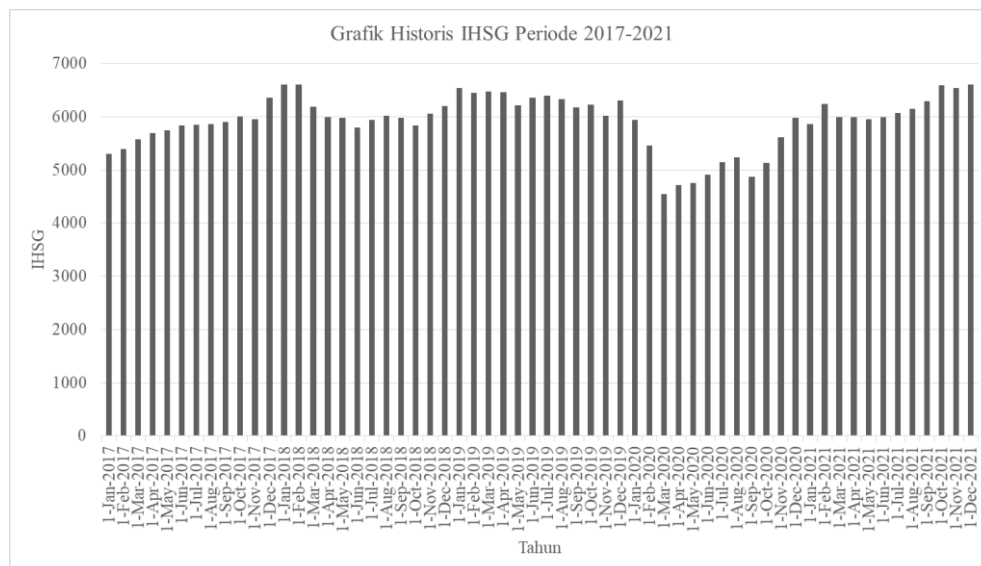
1. PENDAHULUAN

COVID-19 merupakan virus yang baru ditemukan di Kota Wuhan, ibu kota Provinsi Hubei negara Cina sejak tahun 2019 yang kemudian mulai menyebar dengan cepat ke provinsi dan daerah lain di Cina sampai ke negara lain sehingga menjadi sebuah pandemi (Lee *et al.*, 2021). Pandemi ini membawa pengaruh buruk terhadap seluruh bidang industri dalam sebuah perekonomian sehingga menyebabkan penurunan pendapatan negara dan kenaikan tingkat pengangguran. Selain itu, kebijakan negara seperti *lockdown* dan pembatasan aktivitas lainnya juga membawa pengaruh buruk terhadap kegiatan perekonomian yang pada akhirnya akan mempengaruhi kegiatan investasi dan pasar modal.

* Corresponding author: Tony Chandra. Email: tonychandras37@gmail.com

Secara umum, investasi merupakan aksi ketika investor menanamkan sejumlah uang tertentu pada masa sekarang untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang (Siregar & Diana, 2019). Namun keuntungan yang dapat diperoleh dari kegiatan investasi juga tidak terlepas dari yang namanya risiko. Risiko yang dimaksud berupa ketidakpastian apakah keuntungan yang diharapkan tersebut tercapai atau tidak. Namun, sejak COVID-19 menjadi sebuah pandemi, tingkat volatilitas, dan ketidakpastian investasi pun semakin tinggi (Lee *et al.*, 2021). Investor yang rasional perlu mempertimbangkan risiko dan keuntungan yang diharapkan sebelum melakukan kegiatan investasi di instrumen apapun.

Pasar modal merupakan tempat bagi perusahaan untuk memperdagangkan berbagai instrumen investasi, seperti obligasi, saham, reksadana, serta instrumen serupa lainnya (Candy & Winardy, 2018). Pasar modal memiliki peran yang sangat penting dalam perekonomian sebuah negara dikarenakan pasar modal tidak hanya memiliki peran sebagai aset finansial atau fungsi finansial, tetapi pasar modal juga memiliki fungsi ekonomis (Basarda *et al.*, 2018). Pasar modal modal dikatakan memiliki fungsi ekonomis karena pasar modal berperan sebagai sarana atau sistem terintegrasi bagi investor yang memiliki dana berlebih dan emiten yang membutuhkan suntikan dana. Oleh sebab itu, krisis ekonomi yang disebabkan oleh pandemi COVID-19 juga menyebabkan krisis di pasar modal. Berikut merupakan grafik historis dari IHSG yang dapat mencerminkan pengaruh dari pandemi COVID-19 terhadap perekonomian Indonesia:



Gambar 1. Grafik Historis IHSG 2017-2021

Sumber: Yahoo Finance (2022)

Kemudahan mengakses pasar modal dalam melakukan kegiatan perdagangan saham dan potensi keuntungan yang tinggi membuat saham menjadi salah satu instrumen investasi yang memiliki banyak peminat (Pratiwi *et al.*, 2021). Selain itu, kecepatan instrumen investasi,

seperti saham untuk diuangkan dengan cepat atau yang dikenal dengan istilah likuiditas tinggi juga membuat saham semakin diminati, terutama untuk kalangan *millenials* jika dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya, seperti obligasi, properti, dan investasi jangka panjang lainnya.

Saham sebagai salah satu instrumen investasi yang sering digunakan oleh para investor untuk memaksimalkan keuntungan portfolionya. Kebanyakan keputusan investasi yang dilakukan oleh para investor tersebut tidak mempertimbangkan adanya pengaruh dari faktor makroekonomi terhadap saham tersebut (Kwofie & Ansah, 2018). Sudah ada banyak penelitian yang menunjukkan hasil bahwa variable, seperti makroekonomi memiliki pengaruh terhadap pengembalian saham. Menurut Okorie *et al.* (2019) beberapa faktor makroekonomi yang krusial, seperti inflasi, nilai tukar, dan pengembalian saham, terutama yang terdapat dalam negara berkembang sudah menjadi variabel pilihan favorit bagi para ekonom dan peneliti untuk melakukan penelitian.

Penelitian ini tidak hanya dilakukan untuk mengetahui bagaimana faktor makroekonomi dapat mempengaruhi pengembalian saham, namun juga untuk meneliti bagaimana pengaruh dari faktor makroekonomi terhadap pengembalian saham jika dikaitkan dengan COVID-19.

2. LANDASAN TEORI

Stock Return

Menurut Pratiwi *et al.* (2021), *stock return* merupakan pengembalian atas investasi yang diperoleh dari selisih harga saham saat ini dan harga saham sebelumnya, yang dapat bernilai negatif yang artinya merugikan dan positif yang artinya menguntungkan. Kemudian menurut Candy dan Winardy (2018), *stock return* merupakan nilai pengembalian saham yang dapat mencerminkan atau mengindikasikan kondisi dari perkembangan perekonomian suatu negara pada periode tertentu. Adapun menurut Siregar dan Diana (2019), *stock return* merupakan hasil dari investasi yang berasal dari 2 komponen utama, yaitu *yield* yang didapatkan dari arus kas perusahaan dan *capital gain (loss)* yang didapatkan dari perubahan harga saham. Dari semua penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa *stock return* adalah hasil dari kegiatan investasi saham baik keuntungan maupun kerugian yang berasal dari bagi hasil perusahaan dan selisih harga saham serta dapat digunakan sebagai indikator untuk menginterpretasikan kondisi ekonomi suatu negara pada periode tertentu.

Makroekonomi

Makroekonomi merupakan ilmu yang mendeskripsikan tentang perekonomian secara menyeluruh Jatmiko *et al.* (2021). Faktor makroekonomi tidak seperti mikroekonomi yang menjelaskan tentang bagaimana perilaku ekonomi dalam skala kecil, yaitu per perusahaan. Studi makroekonomi bersifat agregat dan menyeluruh mengenai perilaku perekonomian. Beberapa faktor makroekonomi krusial telah menjadi variabel yang sering digunakan oleh para ekonom dan peneliti untuk menganalisis bagaimana pengaruh dari variabel tersebut terhadap kinerja pasar modal Okorie *et al.* (2019).

Pengembangan Hipotesis

Hasil penelitian Misra (2018) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *exchange rate* terhadap *stock return*. Hal tersebut mencerminkan bahwa *exchange rate* akan mempengaruhi daya beli investor asing terhadap produk dalam negeri, termasuk saham. Jika terjadi penurunan nilai mata uang maka investor asing akan merasa lebih murah jika investasi di negara tersebut. Adapun hasil dari penelitian Okorie *et al.* (2019) yang menemukan adanya hubungan positif yang lemah antara nilai tukar NGN/USD terhadap *stock return*. Adapun penelitian yang dilakukan oleh Megaravalli dan Sampagnaro (2018) justru menunjukkan bahwa *exchange rate* berpengaruh positif yang signifikan terhadap pasar saham. Hasil ini juga diperkuat oleh penelitian Kharis dan Mawardi (2019) yang menunjukkan adanya hubungan positif yang signifikan antara *exchange rate* terhadap *stock return* pada saham pertanian syariah.

Namun penelitian yang dilakukan oleh Candy dan Winardy (2018) justru menunjukkan hasil yang sebaliknya, yaitu hubungan antara *exchange rate* terhadap *stock return* adalah signifikan negatif. Penemuan tersebut dijelaskan dengan alasan bahwa penurunan nilai mata uang akan meningkatkan biaya perusahaan dalam kegiatan ekspor impor sehingga mengurangi profitabilitas dan *stock return*. Kemudian diperkuat oleh Khan (2019) yang meneliti hubungan antara *exchange rate* terhadap *shenzhen stock exchange* dan Chasanah (2018) yang meneliti pengaruh *exchange rate* terhadap *stock return* pada saham perbankan yang juga menunjukkan hasil signifikan negatif. Dari penjelasan tersebut, hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut.

H₁: *Exchange rate* berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Hasil penelitian Candy dan Winardy (2018) menunjukkan bahwa *inflation* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *stock return*. Hasil ini mencerminkan bahwa tingginya *inflation* akan menyebabkan kenaikan biaya pada perusahaan sehingga menurunkan profitabilitasnya yang kemudian akan menurunkan minat investor. Hal ini juga didukung oleh penelitian Khan (2019) yang hasil penelitiannya mengindikasikan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara *inflation* terhadap *stock return* di Cina.

Dalam penelitiannya, Misra (2018) tidak menemukan adanya pengaruh jangka pendek dari *inflation* terhadap *BSE Sensex* dan hasil serupa juga ditemukan oleh Pratiwi *et al.* (2021) dimana *inflation* terbukti tidak memiliki pengaruh terhadap *stock return* perusahaan manufaktur. Penemuan tersebut dapat dijelaskan dengan adanya strategi perusahaan dalam mengatasi inflasi sehingga tidak mempengaruhi kinerjanya. Kemudian inflasi yang nominalnya masih dapat ditoleransi tidak akan mempengaruhi *stock return* selama tingkat profitabilitas perusahaan tersebut lebih tinggi daripada inflasi tersebut. Selain itu, berbeda dengan hasil penelitian yang lain, penelitian Okorie *et al.* (2019) yang dilakukan terhadap indeks saham Nigeria justru menunjukkan hasil yang positif jika dihubungkan dengan *inflation*. Adapun hasil penelitian Kharis dan Mawardi (2019) yang menunjukkan adanya pengaruh positif yang signifikan terhadap *stock return* sektor pertanian syariah. Oleh karena itu, hipotesis kedua ditentukan sebagai berikut.

H₂: *Inflation* berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return*.

Penelitian yang dilakukan oleh Candy dan Winardy (2018) menemukan bahwa hubungan antara *interest rate* dengan *stock return* adalah positif kuat. Hal ini membuktikan bahwa suku bunga yang tinggi akan menarik minat investor asing untuk berinvestasi dalam saham bidang perbankan. Hasil ini juga didukung oleh penelitian Basarda *et al.* (2018) yang hasilnya juga menunjukkan bahwa *interest rate* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *stock return* LQ45.

Dalam penelitiannya, Khan (2019) menemukan bahwa *interest rate* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap *stock return* di Cina. Hasil tersebut menjelaskan bahwa kenaikan *interest rate* akan meningkatkan jumlah dana yang harus dibayar oleh perusahaan dalam rangka melunasi utangnya sehingga meningkatkan biaya dan mengurangi laba. Kemudian penelitian serupa juga dilakukan oleh Chasanah (2018) dengan hasil yang sama, yaitu adanya pengaruh negatif secara signifikan dari *interest rate* terhadap *stock return* bidang perbankan di BEI. Begitu juga dengan Usman dan Siddiqui (2019), dimana hasil penelitiannya adalah hubungan yang negatif signifikan antara 2 variabel tersebut. *Interest rate* yang tinggi akan menyebabkan masyarakat untuk menyimpan deposito sehingga mengurangi pembelanjaan barang, jasa, dan surat berharga.

Namun hasil penelitian Misra (2018) tidak menunjukkan adanya hubungan kausalitas antara *interest rate* dengan *stock return*. Begitu juga dengan Pratiwi *et al.* (2021) yang hasil penelitiannya tidak menemukan adanya korelasi antara kedua variabel tersebut. Hal tersebut menjelaskan bahwa faktor psikologi investor tidak selalu dipengaruhi oleh faktor yang mempengaruhi *stock return*. Selain itu, *interest rate* yang tidak memiliki korelasi dengan *stock return* juga dapat disebabkan oleh tipe investor, dimana ada investor yang lebih memilih

investasi jangka pendek daripada investasi di bank. Dari penjelasan tersebut maka hipotesis ketiga adalah sebagai berikut.

H₃: *Interest rate* berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Mokni (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa *oil price* memiliki pengaruh yang berbeda terhadap negara pengekspor dan pengimpor minyak. *Oil price* membawa pengaruh positif terhadap *stock return* negara pengekspor minyak. Hal ini terlihat dari kenaikan harga minyak dunia menyebabkan peningkatan keuntungan negara pengekspor. Lain halnya untuk negara pengimpor minyak, *oil price* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *stock return* negara Cina dan India, tetapi berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return* negara Jepang dan Korea Selatan.

Kemudian Veysel dan Caner (2018) menemukan bahwa *oil price* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *stock return* terhadap perusahaan sektor energi gas. Hal tersebut disebabkan oleh peningkatan harga jual dari produk utama perusahaan sektor tersebut, tetapi nasib sebaliknya yang dialami oleh perusahaan yang menggunakan minyak sebagai bahan untuk kegiatan operasional, yang justru akan meningkatkan biaya sehingga mengurangi laba. Bai dan Koong (2017) juga menemukan hal yang sama ketika meneliti pasar saham Amerika Serikat, dimana *oil price* memiliki hubungan secara positif dengan *stock return* secara signifikan. Namun ketika meneliti pasar sama di Cina, Bai dan Koong (2017) justru menemukan adanya pengaruh negatif yang kuat dari *oil price* terhadap *stock return* Cina dalam jangka pendek. Hal ini masuk akal karena Cina adalah negara pengimpor minyak, bukan pengekspor minyak.

Lain halnya Masood *et al.* (2019) tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara *oil price* terhadap *stock return* pada negara-negara yang termasuk dalam G7. Bahkan hasil penelitian Candy dan Winardy (2018) pun tidak menunjukkan adanya reaksi yang signifikan antara *oil price* dengan *stock return*. Penemuan ini menjelaskan bahwa harga minyak tidak mempengaruhi kinerja perusahaan yang tidak menggunakan atau bergantung pada minyak. Oleh karena itu, kenaikan atau pun penurunan dari *oil price* tidak secara signifikan mempengaruhi saham tersebut. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Pratiwi *et al.* (2021), dimana hasil penelitiannya tidak menunjukkan adanya hubungan sebab akibat antara kedua variabel tersebut. Maka hipotesis keempat adalah sebagai berikut.

H₄: *Oil price* berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return*.

Candy dan Winardy (2018) menemukan bahwa GDP yang memiliki perkembangan bagus akan meningkatkan minat investor terhadap saham atas kelancaran dividen perusahaan. Hal ini berarti GDP berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. Mendukung hasil penelitian tersebut, penelitian serupa oleh Siregar dan Diana (2019) juga menunjukkan hasil bahwa GDP memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return* dalam keadaan krisis

maupun nonkrisis. Hal tersebut terjadi karena investor akan percaya bahwa dalam jangka pendek, ekonomi akan mengalami pemulihan sehingga *stock return* akan mendapatkan stimulasi yang positif.

Adapun Kharis dan Mawardi (2019) menunjukkan hasil yang sebaliknya, yaitu GDP memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *stock return* sektor pertanian syariah. Teori dapat dijelaskan dengan GDP yang cenderung berpengaruh positif terhadap saham sektor industri saja sehingga kenaikan GDP akan mengalihkan investor dari sektor pertanian pindah ke sektor lain. Keputusan investor dalam mengalihkan portfolionya ke sektor industri terjadi karena keinginan investor untuk memaksimalkan keuntungan jangka pendeknya seiring dengan pertumbuhan GDP. Penelitian Celebi dan Hönig (2019) juga menunjukkan hasil yang sama dimana GDP berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *stock return* pada indeks Jerman. Dengan demikian, hipotesis kelima dirumuskan sebagai berikut.

H₅: GDP berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Celebi dan Hönig (2019) ketika meneliti hubungan antara *money supply* menggunakan 3 pengukuran yakni M1, M2, dan M3 terhadap *stock return*, hasil menunjukkan bahwa M1 memiliki pengaruh positif terhadap *stock return* di Jerman. Hal tersebut dapat dijelaskan dengan kebijakan moneter yang bersifat ekspansi, yaitu menurunkan suku bunga akan meningkatkan daya beli masyarakat terhadap barang, jasa, maupun surat berharga. Ditambah dengan teori bahwa penurunan suku bunga akan meningkatkan valuasi saham. Hasil berbeda yang menunjukkan M2 dan M3 justru memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *stock return*. Namun setelah krisis, pengaruh M2 berubah menjadi positif. Hal ini menunjukkan bahwa adanya perbedaan pengaruh faktor makroekonomi jika dibandingkan dengan sebelum dan sesudah krisis.

Penelitian yang dilakukan oleh Misra (2018) juga menunjukkan adanya hubungan kausalitas yang positif antara *money supply* terhadap *stock return* dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil tersebut juga didukung oleh Assagaf *et al.* (2019) yang hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa *money supply* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return* bagi perusahaan finansial karena dengan uang beredar yang tinggi berarti transaksi juga semakin banyak. Namun penelitian yang dilakukan oleh Jamaludin *et al.* (2017) tidak menunjukkan adanya reaksi antara kedua variabel tersebut. Hasil serupa yang ditemukan oleh Mashudi *et al.* (2020) dimana hasil penelitiannya tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara *money supply* terhadap *stock return*. Dari penjelasan tersebut dapat dirumuskan hipotesis keenam sebagai berikut.

H₆: *Money supply* berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Penelitian Shabbir *et al.* (2020) mengenai *stock return* telah menunjukkan hasil bahwa ditemukan adanya hubungan positif yang signifikan diantara *gold price* dan pasar modal di Pakistan. Namun ketika dihubungkan dengan negara berkembang seperti Meksiko, Malaysia, Thailand, Chile, dan Indonesia, *gold price* justru berpengaruh negatif. Hasil ini dapat mengindikasikan bahwa pasar saham di negara berkembang lebih rentan terhadap berita buruk yang dapat menyebabkan ketidakpastian ekonomi.

Mukhuti (2018) hanya menemukan adanya korelasi positif antara *gold price* terhadap *stock return nifty* dan *sensex*, sedangkan untuk hasil tes kausalitas *Granger* menunjukkan tidak adanya reaksi antara *gold price* terhadap *nifty* dan *gold price* terhadap *sensex*. Hasil serupa juga terlihat dari penelitian Misra (2018) yang menunjukkan bahwa *gold price* tidak memiliki hubungan kausalitas jangka pendek dengan *stock return*, namun terbukti memiliki hubungan kausalitas dalam jangka panjang. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis ketujuh sebagai berikut.

H₇: *Gold price* berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Hasil penelitian Anh dan Gan (2020) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dari *daily increase in the number of COVID-19* terhadap *stock return* di Vietnam karena kenaikan jumlah kasus akan meningkatkan ketidakpastian ekonomi pada saat itu sehingga investor tidak berani berinvestasi. Adapun hasil lain menunjukkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara COVID-19 yang diukur dengan *pre-lockdown* terhadap *stock return* di Vietnam, sedangkan COVID-19 yang diukur dengan *lockdown* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return* Vietnam. Hasil tersebut dapat dijelaskan dengan alasan bahwa *lockdown* merupakan upaya pemerintah dalam menanggulangi COVID-19 akan memberikan harapan dan kepercayaan kepada investor akan pemulihan ekonomi.

Hasil dari penelitian Lee *et al.* (2021) menunjukkan bahwa perusahaan yang bergerak dalam bidang kesehatan memiliki reaksi secara negatif dan signifikan terhadap COVID-19. Mendukung hasil penelitian tersebut, penelitian Khan *et al.* (2020) yang menggunakan *weekly new cases* untuk menginvestigasi pengaruhnya terhadap pasar modal juga menemukan adanya hubungan yang negatif signifikan antara COVID-19 dengan *stock return*. Sebagai tambahan, peneliti juga menemukan pasar modal Cina yang awalnya dipengaruhi oleh COVID-19 secara drastis kemudian berubah. Hal ini membuktikan pemerintah Cina yang dengan cepat mengatasi pandemi ini sehingga memulihkan kepercayaan diri investor. Selain itu, penelitian Winny dan Yulfiswandi (2022) berhasil membuktikan bahwa COVID-19 dapat memoderasi pengaruh dari *inflation* dan indeks DJIA terhadap *stock return*, sedangkan Dastin dan Candy (2022) menemukan adanya efek moderasi COVID-19 terhadap hubungan antara *exchange rate* dengan

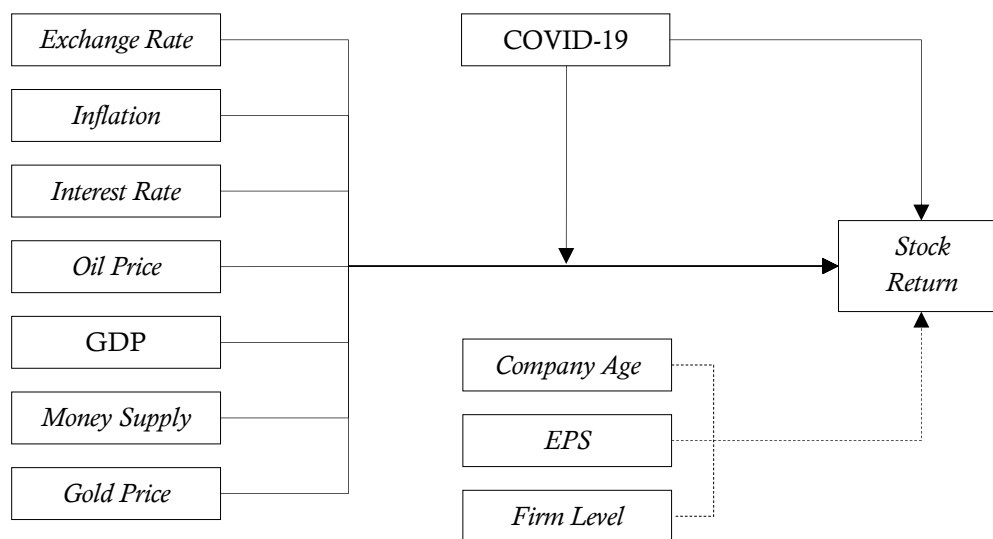
stock return. Dari penjelasan tersebut, variabel ini dirumuskan menjadi beberapa hipotesis sebagai berikut.

H₈: COVID-19 berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return*.

H₉: COVID-19 memoderasi pengaruh faktor makroekonomi terhadap *stock return*.

Model Penelitian

Dari semua hipotesis yang ada, dapat dibentuk sebuah model penelitian yang meneliti tentang peran dari COVID-19 dalam memoderasi faktor makroekonomi terhadap *stock return*, seperti yang dapat dilihat pada Gambar 2.



Gambar 2. Model Penelitian

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berarti data dari penelitian ini diperoleh dari sumber terbuka yang diterbitkan oleh media-media tertentu dengan tingkat relevansi yang berbeda-beda. Metode penelitian ini dilakukan secara kuantitatif yang artinya akan ada hipotesis yang diuji untuk melihat signifikansi antar variabel. Penelitian ini juga berjenis kausal komparatif karena penelitian ini memiliki meneliti kejadian sebab-akibat. Dengan kata lain, memiliki variabel dependen dan independen. Kemudian teknik analisis data penelitian ini menggunakan data panel.

Perusahaan yang terdaftar dalam BEI dijadikan sebagai objek penelitian atau populasi penelitian yang merupakan tempat dimana sampel akan dikumpulkan. *IDX High Dividend 20* dipilih dengan alasan untuk meneliti saham yang stabil dan kuat secara finansial. Hal ini diperkuat dengan alasan bahwa saham yang masih mampu membagikan dividen walaupun

terdampak dalam dalam pandemi COVID-19 ini tergolong menjadi saham yang stabil dan kuat secara finansial.

Penelitian ini memilih perusahaan yang terdaftar dalam *IDX High Dividend 20* sebagai sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang artinya sampel yang dipilih mempunyai kategori-kategori tertentu. Metode *purposive sampling* ini dilakukan dengan alasan untuk memperluas jangkauan populasi yang hanya berjumlah 20 perusahaan setiap periodenya. Sebanyak 28 perusahaan telah dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini dengan kategori sebagai berikut.

1. Perusahaan yang pernah masuk dalam index *IDX High Dividend 20* sejak diluncurkannya indeks tersebut sampai tahun 2021.
2. Perusahaan yang menggunakan kurs rupiah atau kurs dolar Amerika dalam pencatatan laporan keuangannya

Dalam penelitian ini, *stock return* merupakan variabel dependen yang berarti variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain, sedangkan variabel independen penelitian ini meliputi: *exchange rate*, *inflation*, *interest rate*, *oil price*, *GDP*, *money supply*, *gold price*, dan COVID-19. Variabel independen COVID-19 juga sekaligus berperan sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan 3 variabel control, yaitu *company age*, *firm level* dan *EPS*. Data yang digunakan untuk menghitung variabel *stock return* ini adalah data historis harga penutupan saham setiap bulan dari Januari 2017 sampai dengan September 2021 dengan rumus sebagai berikut.

$$\text{Stock Return} = \frac{\text{Harga Saham}_t - \text{Harga Saham}_{t-1}}{\text{Harga Saham}_{t-1}} 100\%$$

Sumber: Pratiwi et al. (2021)

Berikut merupakan variabel independen beserta penjabarannya dalam penelitian ini.

1. *Exchange rate*

Nilai tukar merupakan nilai kurs dari masing masing negara yang digunakan untuk bertransaksi dalam perdagangan internasional. Seiring perkembangan zaman, volatilitas dari nilai tukar kurs menjadi semakin tinggi karena lajunya tingkat ekspansi atau perkembangan perdagangan internasional (M. Khan, 2019). Nilai tukar juga memiliki peran penting bagi investor untuk melakukan keputusan investasi. Data historis nilai tukar rupiah terhadap dolar amerika diperoleh dari Bank Indonesia, kemudian data kurs jual dan kurs beli tersebut akan dikonversikan menjadi kurs tengah dengan rumus sebagai berikut.

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

Sumber: Candy dan Winardy (2018)

2. *Inflation*

Inflasi merupakan cerminan dari perubahan harga barang dalam sebuah negara. Semakin tinggi inflasi akan mengakibatkan kenaikan biaya hidup dan peralihan sumber daya dari investasi ke konsumsi (Megaravalli & Sampagnaro, 2018). Inflasi yang tinggi juga dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan dengan mengakibatkan kenaikan beban perusahaan yang kemudian akan mempengaruhi dividen dan harga saham perusahaan tersebut. Data inflasi dikumpulkan secara periodik per bulan sejak Januari 2017 sampai September 2021 yang diperoleh dari data historis inflasi yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia.

3. *Interest rate*

Tingkat suku bunga mencerminkan tingkat pengembalian yang akan didapatkan oleh investor sebagai imbalan atas investasi tertentu (Biangkit, 2018). Tingkat suku bunga telah menjadi salah satu bahan pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Suku bunga tertentu juga dapat dijadikan sebagai tingkat bunga bebas risiko atau *risk free rate* yang dapat menjadi acuan bagi investor untuk berinvestasi. Investasi berisiko yang memiliki pengembalian yang lebih kecil daripada *risk free rate* dinyatakan sebagai investasi yang gagal. Penelitian ini menggunakan *BI 7 days repo rate* per bulan sejak 2017 sampai 2021 yang diperoleh dari Bank Indonesia.

4. *Oil price*

Harga minyak merupakan nilai yang dibutuhkan untuk mendapatkan minyak dalam jumlah tertentu. Menurut Masood *et al.* (2019), minyak merupakan bagian yang sangat penting bagi kegiatan produksi atau manufaktur perusahaan. Jika harga minyak mengalami kenaikan, biaya produksi juga akan mengalami kenaikan yang pada akhirnya akan menyebabkan penurunan dalam kegiatan produksi. Data harga minyak bersumber dari *website fred* yang diukur dengan satuan per *barrel* dalam kurs dolar.

5. GDP

GDP merupakan tingkat pendapatan negara yang juga berperan sebagai indikator atau cerminan atas pertumbuhan ekonomi dari negara tersebut. Menurut Siregar dan Diana (2019), GDP diukur dari perhitungan total barang dan jasa yang telah diproduksi dalam sebuah perekonomian. GDP yang digunakan adalah *real GDP* dengan harga konstan 2010.

Dikarenakan tidak tersedianya data GDP bulanan maka untuk data GDP akan menggunakan data triwulanan yang diterbitkan oleh BPS Indonesia.

6. *Money supply*

Jumlah uang yang beredar merupakan jumlah seluruh uang yang siap untuk digunakan dalam kegiatan konsumsi maupun produksi pada sebuah perekonomian. Menurut Tiryaki *et al.* (2019), bank sentral memiliki kendali penuh atas jumlah uang yang beredar dengan menggunakan kebijakan seperti menyesuaikan suku bunga dan cadangan kas. Dalam penelitian ini, data jumlah uang yang beredar yang digunakan dalam penelitian ini adalah M2 per bulan yang diperoleh dari BPS Indonesia.

7. *Gold price*

Harga emas dikenal sebagai indikator terbaik untuk menunjukkan atau mencerminkan kesehatan dan kondisi ekonomi dari sebuah negara Shabbir *et al.* (2020). Penurunan harga emas menunjukkan pergerakan ekonomi dalam sebuah negara sedang lesu. Selain itu, emas juga dapat dianggap sebagai instrumen investasi yang aman. Data historis harga emas diperoleh dari *website fred* yang diukur dengan satuan *troy ounce* dalam kurs dollar Amerika.

8. COVID-19

COVID-19 merupakan sebuah virus menular yang mematikan yang menyerang sistem pernapasan pada korban dan baru saja ditemukan pada desember 2019 (Lee *et al.*, 2021). Virus ini menjadi sebuah pandemi yang menyebabkan krisis ekonomi dan sosial secara mendunia. Selain mengganggu kegiatan perekonomian domestik dan internasional, COVID-19 juga terbukti membawa pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja berbagai pasar modal di dunia (Anh & Gan, 2021). Dalam penelitian ini, COVID-19 diukur dengan *dummy variable* dan *new cases confirmed* bulanan dari periode januari 2017 sampai dengan september 2021. *Dummy variabel* pada COVID-19 bernilai 1 jika terdapat setidaknya 1 kasus baru dalam setiap periode tersebut dan bernilai 0 jika tidak memiliki kasus. Kedua pengukuran COVID-19 tersebut yakni *dummy variabel* COVID-19 dan *new cases confirmed* merupakan variabel independen, sedangkan khusus untuk *dummy variabel* COVID-19 juga bertindak sebagai variabel moderasi.

4. HASIL DAN DISKUSI

Dari data yang telah dikumpulkan dari 28 perusahaan, Tabel 1 merupakan tabel statistik deskriptif yang telah diolah dari data.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
<i>Stock Return</i>	0,005	0,736	-0,575	0,114
<i>Exchange Rate</i>	14147,150	16367,000	13319,000	576,271
<i>Inflation</i>	0,028	0,044	0,013	0,009
<i>Interest Rate</i>	0,047	0,060	0,035	0,008
<i>Oil Price</i>	59,610	82,720	14,850	14,123
GDP	2646475,000	2818722,000	2378146,000	119240,400
<i>Money Supply</i>	5972455,000	7300921,000	4936882,000	673240,800
<i>Gold Price</i>	1485,995	1974,700	1183,500	247,821
<i>New Case Confirmed</i>	73949,070	1231386,000	0,000	194811,600
<i>Current Assets</i>	62,538	162,000	3,000	38,725
EPS	376,902	5654,990	-332,490	661,593
<i>Total Assets</i>	202,892	1637,950	2,800	325,889
<i>Dummy Variable COVID-19</i>	0,333	1,000	0,000	0,472

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Tabel 2. Klasifikasi Sampel

Sektor	Sampel	Persentase
<i>Basic Materials</i>	3	10,714%
<i>Consumer Cyclical</i>	2	7,143%
<i>Consumer Non-Cyclical</i>	5	17,857%
<i>Energy</i>	4	14,286%
<i>Financials</i>	7	25,000%
<i>Healthcare</i>	2	7,143%
<i>Industrials</i>	2	7,143%
<i>Infrastructures</i>	2	7,143%
<i>Properties and Real Estate</i>	1	3,571%

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Sampel penelitian ini merupakan perusahaan terbuka yang terdaftar dalam *IDX High Dividend 20*. Oleh sebab itu, sampel yang telah dikumpulkan diklasifikasikan menjadi beberapa

sektor, seperti yang dapat dilihat pada Tabel 2.

Untuk menentukan model terbaik antara PLS dengan FEM, uji *chow* pun dilakukan dengan hasil yang ditunjukkan pada Tabel 3. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas lebih kecil daripada 0,05 yang artinya model FEM merupakan model yang lebih baik daripada model PLS dalam penelitian ini. Maka akan dilanjutkan ke uji *hausman* untuk menentukan model terbaik antara FEM dan REM.

Tabel 3. Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1,909	-271549,000	0,003
Cross-section Chi-square	52,238	27,000	0,003

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Uji *hausman* dilakukan untuk menentukan model terbaik antara FEM dan REM. Tabel 4 merupakan hasil pengujian *hausman* yang telah dilakukan dengan menggunakan *program* EViews. Hasil pengujian *hausman* menunjukkan keterangan bahwa pengujian *cross-section* tidak valid sehingga statistik *hausman* ditentukan sebagai nol. Hal tersebut menandakan adanya variabel yang tidak memenuhi syarat *random* sehingga lebih baik menggunakan model FEM daripada model REM.

Tabel 4. Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0,000	19,000	1,000

** Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.*

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Untuk menguji pengaruh dari seluruh variabel independen yang terdapat dalam penelitian ini terhadap *stock return* maka uji F pun dilakukan. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan *program* EViews. Hasil uji F yang ditampilkan pada tabel 5 menunjukkan hasil uji F dengan probabilitas yang lebih kecil daripada 0,05, yaitu sebesar 0,000. Hasil probabilitas yang lebih kecil dari 0,05 mengartikan bahwa seluruh variabel dalam penelitian ini, secara bersamaan dapat mempengaruhi variabel dependen dengan signifikan. Dengan hasil tersebut, maka model penelitian ini dinyatakan sebagai model yang dapat dilakukan dengan efektif

karena semua variabel independennya secara signifikan mempengaruhi variabel dependen.

Tabel 5. Uji F

Variabel	Prob(F-statistic)
<i>Stock return</i>	0,000

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Hipotesis penelitian ini akan diuji dengan menggunakan *fixed effect model* setelah melakukan uji pemilihan model terbaik. Dengan data bulanan yang sudah terkumpulkan dari 28 perusahaan pada periode Januari 2017 sampai dengan September 2021 sehingga menghasilkan total observasi sebanyak 1,596 observasi. Hasil pengujian ditampilkan pada Tabel 6 berikut.

Tabel 6. Uji Hipotesis

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Prob.	Hipotesis
C	4,048	5,860	0,000	
<i>Exchange Rate (X₁)</i>	0,000	-4,065	0,000	H ₁ : Diterima
<i>Inflation (X₂)</i>	-4,014	-2,497	0,013	H ₂ : Diterima
<i>Interest rate (X₃)</i>	3,811	2,836	0,005	H ₃ : Diterima
<i>Oil Price (X₄)</i>	0,001	1,261	0,207	H ₄ : Ditolak
GDP (X ₅)	0,000	0,357	0,721	H ₅ : Ditolak
<i>Money Supply (X₆)</i>	0,000	1,232	0,218	H ₆ : Ditolak
<i>Gold Price (X₇)</i>	0,000	0,438	0,661	H ₇ : Ditolak
<i>New Confirmed Cases (X_{8a})</i>	0,000	-0,610	0,542	H _{8a} : Ditolak
<i>Dummy Variable COVID-19 (X_{8b})</i>	2,386	4,650	0,000	H _{8b} : Ditolak
<i>Company Age (C₁)</i>	-0,060	-4,666	0,000	
EPS (C ₂)	0,000	0,177	0,860	
<i>Total Assets (C₃)</i>	0,000	-0,796	0,426	

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *exchange rate* mempengaruhi *stock return* secara positif signifikan. Hasil tersebut dapat dilihat dari nilai probabilitas H₁ sebesar 0,000 dengan koefisien 0,000 maka H₁ pun diterima. Hasil ini menjelaskan bahwa jika nilai tukar IDR terhadap USD mengalami depresiasi maka investor asing akan menjadi lebih tertarik dengan saham tersebut karena lebih murah. Hasil serupa juga ditemukan oleh Misra (2018), Okorie *et al.* (2019), Megaravalli dan Sampagnaro (2018) dan Kharis, dan Mawardi (2019). Namun, penemuan ini bertentangan dengan Candy dan Winardy (2018), Khan (2019), dan Chasanah (2018) yang justru menemukan adanya pengaruh negatif signifikan dari *exchange rate* terhadap *stock return*.

Terlihat dari hasil pengujian tersebut, *inflation* memiliki nilai probabilitas lebih kecil

daripada 0,05, yaitu sebesar 0,13 yang artinya berpengaruh signifikan, sedangkan nilai koefisiennya adalah sebesar -4,014 yang artinya berpengaruh negatif. Maka hasil pengujian H_2 adalah *inflation* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *stock return* dan H_2 pun diterima. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Candy dan Winardy (2018) dan Khan (2019) yang menyatakan bahwa kenaikan *inflation* akan menyebabkan kenaikan juga pada biaya perusahaan sehingga mengurangi profitabilitas perusahaan dan *stock return*. Tetapi, hasil tersebut berbeda dengan Misra (2018) dan Pratiwi *et al.* (2021) yang tidak menemukan adanya hubungan kausalitas antara kedua variabel tersebut, sedangkan Okorie *et al.* (2019) dan Kharis dan Mawardi (2019) justru menemukan adanya pengaruh positif dari *inflation* terhadap *stock return*.

Hasil pengujian H_3 menunjukkan probabilitas sebesar 0.005 dengan koefisien sebesar 3,811 yang berarti pengaruh dari *interest rate* terhadap *stock return* adalah positif signifikan sehingga H_3 pun diterima. Hasil tersebut menjelaskan jika terjadi kenaikan pada *interest rate* maka investor akan menjadi tertarik pada saham perbankan sehingga *stock return* juga akan mengalami kenaikan. Selain itu, kenaikan *interest rate* juga menyebabkan investor untuk mempertahankan investasinya (Basarda *et al.*, 2018).

Penemuan serupa juga ditemukan oleh Candy dan Winardy (2018) dan Basarda *et al.* (2018) yang menemukan adanya pengaruh positif signifikan dari *interest rate* terhadap *stock return*. Namun Khan (2019), Chasanah (2018), dan Usman dan Siddiqui (2019) menemukan hasil sebaliknya, yaitu adanya pengaruh signifikan negatif dari *interest rate* terhadap *stock return*. Lain halnya Misra (2018) dan Pratiwi *et al.* (2021) justru tidak menemukan adanya hubungan kausalitas antara kedua variabel tersebut.

Pengujian H_4 memiliki hasil probabilitas sebesar 0,207 yang artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *oil price* terhadap *stock return*. Dari hasil uji tersebut, H_4 tidak diterima. Sebagai pendukung hasil tersebut, Masood *et al.* (2019), Candy dan Winardy (2018), dan Pratiwi *et al.* (2021) juga tidak menemukan adanya pengaruh signifikan dari *oil price* terhadap *stock return*. Namun penelitian yang dilakukan oleh Mokni (2020) menunjukkan bahwa *oil price* hanya memiliki pengaruh signifikan terhadap negara pengekspor minyak, sedangkan Veysel dan Caner (2018), Bai dan Koong (2017) menemukan adanya pengaruh positif signifikan antara *oil price* terhadap *stock return*.

Tabel 6 juga tidak menunjukkan adanya pengaruh signifikan pada pengujian H_5 . Hal tersebut dilihat dari nilai probabilitas pengujian H_5 adalah sebesar 0,721 yang lebih besar dari 0,05 yang artinya tidak signifikan sehingga H_5 pun ditolak dalam penelitian ini. Hasil tersebut menjelaskan bahwa GDP tidak mempengaruhi *stock return* secara signifikan. Sebagai pendukung dari hasil tersebut, Chasanah (2018) juga tidak menemukan adanya pengaruh signifikan antara GDP terhadap *stock return*. Adapun Kharis dan Mawardi (2019), Candy dan Winardy (2018), Celebi dan Hönig (2019) dan Siregar dan Diana (2019) justru menemukan

adanya pengaruh signifikan dari GDP terhadap *stock return*.

Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa *money supply* tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return* sehingga H_6 pun ditolak. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai probabilitas pengujian H_6 yang lebih besar dari 0,05, yaitu 0,218 yang artinya tidak signifikan. Dari penemuan tersebut dapat dijelaskan bahwa perubahan yang terjadi pada *money supply* tidak mempengaruhi *stock return* secara signifikan. Hasil serupa juga ditemukan oleh Jamaludin *et al.* (2017) dan Mashudi *et al.* (2020), yaitu tidak adanya pengaruh signifikan dari *money supply* terhadap *stock return*. Lain halnya dengan Celebi dan Hönig (2019), Misra (2018), dan Assagaf *et al.* (2019) justru menemukan bahwa *money supply* secara signifikan mempengaruhi *stock return*.

Pengujian H_7 juga menunjukkan nilai probabilitas yang melebihi 0,05, yaitu 0,661. Artinya *gold price* tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return* sehingga H_7 pun ditolak dalam penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Misra (2018) dan Mukhuti (2018) juga menunjukkan hasil yang sama, yaitu tidak adanya pengaruh signifikan dari *gold price* terhadap *stock return* walaupun Mukhuti (2018) menemukan adanya korelasi antara kedua variabel tersebut. Lain hanya Shabbir *et al.* (2020) justru menemukan bahwa *gold price* berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Hasil pengujian H_8 yang terdiri dari dua jenis pengukuran COVID-19, yaitu *new confirmed cases* dan *dummy variable* COVID-19 menunjukkan hasil yang bervariasi. H_{8a} yang menguji pengaruh dari *new confirmed cases* terhadap *stock return* menunjukkan hasil yang tidak signifikan dengan nilai probabilitas sebesar 0,542. Hasil tersebut menjelaskan bahwa COVID-19 sudah tidak lagi mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Adapun H_{8b} yang menguji pengaruh *dummy variabel* dari COVID-19 justru menunjukkan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, yaitu sebesar 0,000 dengan koefisien sebesar 2,386 yang berarti COVID-19 secara positif signifikan mempengaruhi *stock return*.

Penemuan tersebut didukung oleh Ahmed *et al.* (2021) yang mengemukakan bahwa COVID-19 meningkatkan laba untuk perusahaan yang bergerak dalam bidang digital karena jumlah pengguna teknologi yang meningkat seiring pandemi. Khan *et al.* (2020) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa COVID-19 awalnya berpengaruh signifikan, namun setelah melalui beberapa periode, COVID-19 menjadi tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Hal tersebut mencerminkan regulasi pemerintah dalam menanggulangi COVID-19 telah berhasil memberikan investor perasaan lega dan aman untuk berinvestasi. Anh dan Gan (2020) juga menemukan adanya pengaruh positif signifikan dari COVID-19 yang diukur dengan *lockdown* terhadap *stock return*. Adapun Lee *et al.* (2021) justru menemukan bahwa COVID-19 bereaksi secara negatif dan signifikan terhadap *stock return*.

Pengujian H_9 dilakukan untuk mengetahui apakah COVID-19 dapat memoderasikan pengaruh dari faktor makroekonomi terhadap *stock return*. Hasil pengujian seperti yang dapat

dilihat pada Tabel 7 bahwa hasil yang menunjukkan adanya signifikansi adalah *exchange rate*, GDP dan *money supply*. Namun jika dihubungkan dengan hasil regresi pada Tabel 6 hanya *exchange rate* yang signifikan. Artinya COVID-19 dapat memperkuat pengaruh dari *exchange rate* terhadap *stock return*. Sebagai pendukung, hasil yang sama juga ditemukan oleh Dastin dan Candy (2022) bahwa COVID-19 berhasil memperkuat pengaruh dari *exchange rate* terhadap *stock return*. Namun, hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Winny dan Yulfiswandi (2022) yang tidak menemukan adanya efek moderasi dari COVID-19 terhadap pengaruh *exchange rate* pada *stock return*. Dengan demikian, hasil pengujian lainnya menunjukkan bahwa COVID-19 tidak berhasil memoderasikan pengaruh dari *inflation*, *interest rate*, dan *oil price* terhadap *stock return*. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang melebihi 0,05.

Pengujian ini menggunakan 3 variabel control, yaitu *company age*, EPS, dan *total assets*. Dengan variabel kontrol tersebut maka hasil pengujian yang ditampilkan pada Tabel 6 merupakan hasil penelitian yang berlaku untuk semua perusahaan tanpa melihat adanya perbedaan *company age*, EPS, maupun *total assets*.

Tabel 7. Hasil Uji Variabel Moderasi

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Prob.	Hipotesis
M1	0,000	-6,189	0,000	H _{9a} : Diterima
M2	3,591	1,150	0,251	H _{9b} : Ditolak
M3	3,023	0,576	0,565	H _{9c} : Ditolak
M4	-0,002	-1,677	0,094	H _{9d} : Ditolak
M5	0,000	4,091	0,000	H _{9e} : Diterima
M6	0,000	-3,369	0,001	H _{9f} : Diterima
M7	-0,001	-3,291	0,001	H _{9g} : Diterima

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

Pengujian determinasi dilakukan untuk mengetahui seberapa besar persentase dari model penelitian ini yang dapat menjelaskan variabel dependen. Di luar persentase tersebut merupakan faktor lain yang tidak terlibat dalam penelitian ini. Tabel 8 merupakan hasil pengujian determinasi yang diuji menggunakan *program* EViews. Hasil menunjukkan bahwa *adjusted R-squared* memiliki nilai sebesar 13,9% yang artinya variabel dependen dalam penelitian ini dapat dijelaskan oleh variabel independen penelitian ini sebesar 13,9%. Sisanya merupakan

faktor lain yang tidak terlibat dalam penelitian ini.

Tabel 8. Uji Koefisien Determinasi

Effects Specification	Nominal
R-squared	0,164
Adjusted R-squared	0,139

Sumber: Data sekunder diolah (2022)

5. SIMPULAN

Dari pembahasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini menemukan adanya pengaruh secara positif signifikan dari *exchange rate*, *interest rate*, dan *dummy variable* COVID-19 terhadap *stock return IDX High Dividend 20*. Selain itu, juga ditemukan bahwa *inflation* berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return IDX High Dividend 20*. Adapun *oil price*, GDP, *money supply*, *gold price*, dan *new confirmed cases* tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan dalam penelitian ini. Pengujian moderasi menemukan bahwa COVID-19 dapat memperkuat pengaruh dari *exchange rate* terhadap *stock return*, sedangkan COVID-19 tidak berhasil memoderasi pengaruh dari *inflation*, *interest rate*, dan *oil price* terhadap *stock return*. Hasil pengujian tersebut dikontrol dengan tiga variabel yang artinya hasil penelitian tersebut berlaku untuk semua perusahaan tanpa melihat perbedaan *company age*, EPS, dan *total assets*.

Penemuan tersebut menjelaskan bahwa tidak semua faktor makroekonomi dapat mempengaruhi saham-saham yang berfokus pada pembagian dividen, seperti *IDX High Dividend 20*. Saham yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar merupakan saham yang lebih stabil dan cenderung mendapatkan investor jangka panjang sehingga volatilitas harga saham tersebut tergolong lebih rendah daripada saham *growth*. COVID-19 juga sudah tidak memiliki efek terhadap *IDX High Dividend 20* yang kinerja perusahaan tersebut sudah berhasil pulih dengan cepat ditambah dengan regulasi pemerintah untuk menanggulangi pandemi tersebut.

Penelitian ini menyarankan investor untuk juga mempertimbangkan faktor makroekonomi ketika ingin melakukan investasi pada saham agar mendapatkan *stock return* yang lebih baik. Investor juga sudah tidak perlu mempertimbangkan faktor COVID-19 terhadap keputusan investasi, khususnya investasi pada perusahaan yang berfokus pada pembagian dividen. Peneliti selanjutnya direkomendasikan melibatkan faktor lain yang tidak terdapat

dalam penelitian ini dan meningkatkan jangka waktu untuk mendapatkan hasil yang baru.

DAFTAR REFERENSI

- Ahmed, K. Ben, Ayadi, I., & Hamad, S. Ben. (2021). COVID-19 Impact on Digital Companies' Stock Return: A dynamic data analysis. *Finance Research Letters*, July, 102340. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102340>
- Anh, D. L. T., & Gan, C. (2021). The Impact of The COVID-19 Lockdown on Stock Market Performance: evidence from Vietnam. *Journal of Economic Studies*, 48(4), 836–851. <https://doi.org/10.1108/JES-06-2020-0312>
- Assagaf, A., Murwaningsari, E., Gunawan, J., & Mayangsari, S. (2019). The Effect of Macro Economic Variables on Stock Return of Companies That Listed in Stock Exchange: Empirical Evidence from Indonesia. *International Journal of Business and Management*, 14(8), 108–116. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v14n8p108>
- Bai, S., & Koong, K. S. (2017). Oil Prices, Stock Returns, and Exchange Rates: Empirical Evidence from China and The United States. *North American Journal of Economics and Finance*, 44(October), 12–33. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.10.013>
- Basarda, R. F., Moeljadi, M., & Indrawati, N. K. (2018). Macro and Micro Determinants of Stock Return Companies in LQ-45 Index. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 22(2), 310–320. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i2.1439>
- Biangkit, I. D. (2018). Pengaruh Faktor Makro-Ekonomi terhadap Return Saham dengan Beta Saham sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Dan Ekonomika*, 8(2), 173–181.
- Candy, C., & Winardy, A. (2018). Pengaruh Faktor Ekonomi Makro terhadap Stock Return pada Indeks Saham LQ45. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah)*, 2(1), 65–79. <https://doi.org/10.36778/jesya.v2i1.35>
- Celebi, K., & Hönig, M. (2019). The Impact of Macroeconomic Factors on the German Stock Market: Evidence for the Crisis, Pre- and Post-Crisis Periods. *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 18. <https://doi.org/10.3390/ijfs7020018>
- Chasanah, A. N. (2018). Pengaruh Makroekonomi terhadap Return Saham pada Perusahaan Perbankan. *Jurnal Fokus Ekonomi*, 13(2), 111–122. <https://doi.org/10.34152/fe.16.1.111-122>
- Dastin, & Candy. (2022). Analisis Variabel Makroekonomi yang Dimoderasi COVID-19 terhadap Tingkat Pengembalian Saham di Indeks LQ-45. *Jurnal Administrasi dan Manajemen*, 12(3), 232–239. <https://doi.org/https://doi.org/10.52643/jam.v12i3.2462>
- Jamaludin, N., Ismail, S., & Manaf, S. A. (2017). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries *International Journal of*

- Economics and Financial Issues Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 37–45. <https://www.researchgate.net/publication/312469331>
- Jatmiko, D. S. S. K., Djatnika, D., & Setiawan. (2021). Ketahanan Bank Umum Syariah di Indonesia terhadap Fluktuasi Makroekonomi dalam Negeri dan Suku Bunga Dana Federal Reserve. *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 1(2), 349–361. <https://doi.org/https://doi.org/10.35313/jaief.v1i2.2469>
- Khan, K., Zhao, H., Zhang, H., Yang, H., Shah, M. H., & Jahanger, A. (2020). The Impact of COVID-19 Pandemic on Stock Markets: An Empirical Analysis of World Major Stock Indices. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(7), 463–474. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no7.463>
- Khan, M. (2019). Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach. *International Journal of Economics and Management*, 1(2), 15–26.
- Kharis, A., & Mawardi, I. (2019). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Return Saham Syariah Sektor Pertanian yang Terdaftar di ISSI Periode 2011-2018. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952., 6(10), 1953–1965. <http://dx.doi.org/10.20473/vol6iss201910pp1953-1965>
- Kwofie, C., & Ansah, R. K. (2018). A Study of the Effect of Inflation and Exchange Rate on Stock Market Returns in Ghana. *International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences*, 2018, 1–8. <https://doi.org/10.1155/2018/7016792>
- Lee, C. C., Lee, C. C., & Wu, Y. (2021). The impact of COVID-19 Pandemic on Hospitality Stock Returns in China. *International Journal of Finance and Economics*, September 2020, 1–14. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2508>
- Mashudi, D., Ibrahim, M. A., & Ilahi, F. (2020). The Effect of Macroeconomic Variables on Sharia Stock Prices in the Jakarta Islamic Index. *Proceedings of the 2nd Social and Humaniora Research Symposium (SoRes 2019)*, 409(SoRes 2019), 324–327. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.200225.068>
- Masood, O., Tvaronavičienė, M., & Javaria, K. (2019). Impact of Oil Prices on Stock Return: Evidence from G7 Countries. *Insights into Regional Development*, 1(2), 129–137. [https://doi.org/10.9770/ird.2019.1.2\(4\)](https://doi.org/10.9770/ird.2019.1.2(4))
- Megaravalli, A. V., & Sampagnaro, G. (2018). Macroeconomic Indicators and Their Impact on Stock Markets in ASIAN 3: A Pooled Mean Group Approach. *Cogent Economics and Finance*, 6(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1432450>
- Misra, P. (2018). An Investigation of The Macroeconomic Factors Affecting The Indian Stock Market. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 12(2), 71–86.

- <https://doi.org/10.14453/aabfj.v12i2.5>
- Mokni, K. (2020). Time-Varying Effect of Oil Price Shocks on The Stock Market Returns: Evidence from Oil-Importing and Oil-Exporting Countries. *Energy Reports*, 6, 605–619. <https://doi.org/10.1016/j.egy.2020.03.002>
- Mukhuti, S. (2018). Impact of Gold Price on Stock Market Return – An Econometric Analysis of BSE and NSE. *International Journal of Management Studies*, V(4(7)), 1–16. [https://doi.org/10.18843/ijms/v5i4\(7\)/01](https://doi.org/10.18843/ijms/v5i4(7)/01)
- Okorie, I. E., Akpanta, A. C., Ohakwe, J., Chikezie, D. C., Onyemachi, C. U., & Ugwu, M. C. (2019). Modeling the Relationships Across Nigeria Inflation, Exchange Rate, and Stock Market Returns and Further Analysis. *Annals of Data Science*, 8(2), 295–329. <https://doi.org/10.1007/s40745-019-00206-7>
- Pratiwi, S. G., Robiyanto, R., & Martono, S. (2021). The Influence of the Fundamental and Macroeconomic Factors on Manufacturing Companies' Stock Returns. *International Journal of Social Science and Business*, 5(1), 60–68. <https://doi.org/10.23887/ijssb.v5i1.29605>
- Shabbir, A., Kousar, S., & Batool, S. A. (2020). Impact of Gold and Oil Prices on The Stock Market in Pakistan. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(50), 279–294. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-04-2019-0053>
- Siregar, E. I., & Diana. (2019). The Impact of Political Risk and Macro Economics on Stock Return at Indonesia Stock Exchange (An Approach of Arbitrage Pricing Theory (APT)). *KnE Social Sciences*, 2019, 744–772. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i26.5412>
- Tiryaki, A., Ceylan, R., & Erdoğan, L. (2019). Asymmetric Effects of Industrial Production, Money Supply and Exchange Rate Changes on Stock Returns in Turkey. *Applied Economics*, 51(20), 2143–2154. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1540850>
- Usman, M., & Siddiqui, D. A. (2019). The Effect of Oil Price on Stock Market Returns with Moderating Effect of Foreign Direct Investment & Foreign Portfolio Investment: Evidence from Pakistan Stock Market. *Asian Journal of Economic Modelling*, 7(2), 45–61. <https://doi.org/10.18488/journal.8.2019.72.45.61>
- Veysel, U., & Caner, Ö. (2018). Digitales Archiv. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 8(1), 144–158. <https://doi.org/10.1515/mt-1999-417-807>
- Winy, L., & Yulfiswandi. (2022). Macroeconomics and the LQ45 Index: Is the COVID-19 Pandemic Making a Difference? *Jurnal Manajemen Strategi Dan Aplikasi Bisnis*, 5(2), 217–230. <https://doi.org/https://doi.org/10.36407/jmsab.v5i2.612>