

12-31-2023

ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN FISKAL DAN MONETER TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM INDONESIA TAHUN 2015-2019

Annisa Ramadhanti

University of Indonesia, annisa.ramadhanti01@ui.ac.id

Muthia Pramesti

Universitas Indonesia, muthia.pramesti@ui.ac.id

Follow this and additional works at: <https://scholarhub.ui.ac.id/jabt>



Part of the [Accounting Commons](#), [Business Administration, Management, and Operations Commons](#), [Economic Theory Commons](#), and the [Human Resources Management Commons](#)

Recommended Citation

Ramadhanti, Annisa and Pramesti, Muthia (2023) "ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN FISKAL DAN MONETER TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM INDONESIA TAHUN 2015-2019," *Jurnal Administrasi Bisnis Terapan*: Vol. 6: Iss. 1, Article 5.

DOI: 10.7454/jabt.v6i1.1090

Available at: <https://scholarhub.ui.ac.id/jabt/vol6/iss1/5>

This Article is brought to you for free and open access by the Vocational Education Program at UI Scholars Hub. It has been accepted for inclusion in Jurnal Administrasi Bisnis Terapan by an authorized editor of UI Scholars Hub.

ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN FISKAL DAN MONETER TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM INDONESIA TAHUN 2015-2019

Annisa Ramadhanti^{1*}, Muthia Pramesti²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia, Indonesia.

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia, Indonesia

Correspondence: annisa.ramadhanti01@ui.ac.id

Published: December 31, 2023

Abstract

This study aims to analyze the effect of fiscal and monetary policies projected by variables of state revenue income, government spending, inflation rates, and interest rates on the projected rate of return on stocks in Indonesia through returns or returns on the JCI. The data used is secondary data taken from various source in the form of monthly data from 2015 to 2019. The analytical method used in this study is multiple regression analysis to see the effect of all the independent variables on the dependent variable. The results of the study show that the variables of fiscal policy in the form of state income, government spending, inflation, and interest rates together can explain the rate of return on stocks in Indonesia in the period from 2015 to 2019. Furthermore, in a partial effect test, state income and interest rates have a negative and significant effect on stock expenses. Another finding is that government spending and inflation partially have no significant effect on stock returns. Considering the limitations of this study, further research is needed to improve the method of analysis and explore other variables that can affect stock returns in Indonesia.

Keywords: *Fiscal policy, Monetary Policy, Stock Returns*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan fiskal dan moneter yang diproyeksikan oleh variabel penerimaan/pendapatan negara, pengeluaran pemerintah/belanja negara, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga terhadap tingkat pengembalian saham di Indonesia yang diproyeksikan melalui return atau pengembalian IHSG. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diambil dari berbagai sumber dalam bentuk data bulanan dalam kurun waktu 2015 s.d. 2019. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda untuk melihat pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa, variabel kebijakan fiskal berupa pendapatan negara, pengeluaran pemerintah, inflasi dan suku bunga secara bersama-sama dapat menjelaskan tingkat pengembalian saham di Indonesia periode 2015 s.d. 2019. Selanjutnya dalam uji pengaruh secara parsial, pendapatan negara dan suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Temuan lainnya adalah, bahwa pengeluaran pemerintah dan inflasi secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Mempertimbangkan keterbatasan dari penelitian ini, penelitian selanjutnya perlu menyempurnakan metode analisis dan mengeksplorasi variabel lain yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian saham di Indonesia.

Kata kunci: *Kebijakan Fiskal, Kebijakan Moneter, Tingkat Pengembalian Saham*

INTRODUCTION

Dalam memelihara dan menyediakan lingkungan ekonomi yang berkelanjutan serta memungkinkan perekonomian untuk mencapai pertumbuhan yang cepat, kebijakan ekonomi makro memainkan peran yang sangat mendasar. Peran mendasar ini kemudian digerakkan oleh dua instrumen utama kebijakan makroekonomi dalam perekonomian yakni kebijakan fiskal serta kebijakan moneter. Kedua kebijakan tersebut memiliki hubungan yang fundamental dan sulit dipisahkan, mengingat pengelolaan dan bauran kebijakan fiskal dan moneter yang bersinergi akan menghasilkan implikasi yang baik bagi pasar serta berperan penting dalam menjaga stabilitas makroekonomi sehingga dapat dilakukan untuk mencegah keruntuhan pasar keuangan dan menangkal resesi global (Charpe et al., 2011).

Berdasarkan teori dan studi empiris, baik kebijakan fiskal maupun moneter memiliki andil yang sangat penting dan strategis yang dalam tujuannya adalah untuk stabilisasi perekonomian melalui keseimbangan antara permintaan serta penawaran agregat. Perbedaan fungsi kedua kebijakan tersebut memiliki potensi yang kuat untuk mencapai stabilitas harga serta neraca pembayaran apabila dikombinasikan secara simultan. Kedua kebijakan tersebut telah menjadi bagian fundamental dari kebijakan makroekonomi yang dalam targetnya perlu dipenuhi dalam dua horizon waktu yaitu jangka panjang maupun jangka pendek. Perdebatan terkait level prioritas kedua kebijakan sering terjadi. Di satu sisi, kebijakan fiskal dilakukan untuk mencapai pertumbuhan ekonomi di titik tertentu. Di sisi lainnya, kebijakan moneter dilakukan utamanya untuk stabilisasi tingkat harga.

Dalam pelaksanaannya, kedua kebijakan ini diharapkan mampu untuk membawa pengaruh dalam memberikan stimulus peningkatan aktivitas perekonomian yang salah satunya ditandai dengan aktivitas yang dilakukan di pasar modal. Hal ini sejalan dengan beberapa literatur besar terdahulu oleh teori dan penelitian yang dilakukan oleh Smith (1776), Keynes (1936), Modigliani et al. (1958) dan Goldsmith (1969) yang menjelaskan hubungan antara pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi. Berbagai landasan teoritis terkait hubungan tersebut ditemukan dalam penelitian mereka, yang kemudian menghasilkan premis bahwa "kebijakan moneter dan fiskal yang sehat membantu mengembangkan pasar modal yang kuat".

Kebijakan fiskal dalam hal ini diartikan sebagai langkah pemerintah dalam menyesuaikan antara pendapatan negara dan pengeluaran atau belanja negara dengan tujuan untuk stabilisasi ekonomi. Tujuan utama dalam pelaksanaan kebijakan fiskal adalah guna meningkatkan produksi nasional yang dicerminkan dari Produk Domestik Bruto (PDB) serta meningkatkan pertumbuhan ekonomi, yang kemudian berimplikasi kepada perluasan lapangan kerja serta menurunkan tingkat *unemployment rate* atau pengangguran serta untuk stabilisasi harga-harga barang, dan dalam gilirannya mengatasi tingkat inflasi. Selain itu dalam kajiannya Castelnovo et al. (2019) menyebutkan bahwa kebijakan fiskal merupakan salah satu kebijakan ekonomi yang mendorong percepatan pertumbuhan ekonomi dengan cara menyesuaikan penerimaan serta pengeluaran pemerintah. Kebijakan fiskal, melalui perubahan perpajakan dan pengeluaran, adalah alat penting yang digunakan oleh administrasi pusat mempengaruhi perekonomian (Göndör et al., 2012). Lebih lanjut, Huynh et al. (2020) menyampaikan dalam penelitiannya bahwa pengeluaran pemerintah berkontribusi besar terhadap perekonomian.

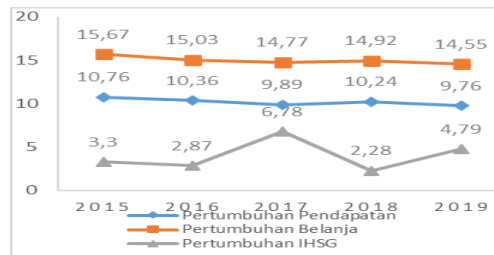
Selain kebijakan fiskal, dalam praktik perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan, salah satunya dengan peningkatan kinerja pasar modal, Warjiyo, et al. (2003) mengatakan bahwa kebijakan moneter dilakukan oleh otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter dengan tujuan tercapainya stabilitas ekonomi makro yang antara lain dicerminkan dengan stabilitas harga melalui variabel makroekonomi yaitu laju inflasi. Laju inflasi dalam hal ini kemudian akan direspon oleh otoritas bank sentral dengan menaikkan atau menurunkan tingkat suku bunga yang ditengarai akan memberikan pengaruh terhadap kinerja pasar modal.

Bank Indonesia sebagai otoritas bank sentral di Indonesia memiliki tujuan untuk mencapai dan memelihara kestabilan nilai Rupiah. Tujuan ini sebagaimana tercantum dalam UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, yang sebagaimana diubah melalui UU No. 3 Tahun 2004 dan UU No. 6 Tahun 2009 pada pasal 7. Kestabilan Rupiah yang dimaksud mempunyai dua dimensi. Dimensi pertama kestabilan nilai Rupiah adalah kestabilan terhadap harga-harga barang dan jasa yang tercermin dari perkembangan laju inflasi. Sementara itu, dimensi kedua terkait dengan kestabilan nilai tukar Rupiah terhadap mata uang negara lain. Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang (*free floating*). Namun, peran kestabilan nilai tukar sangat penting dalam mencapai stabilitas harga dan sistem keuangan.

Pasar modal, sebagai salah satu instrumen ekonomi tentunya tidak terpisahkan dari pengaruh yang ada di ruang lingkungannya, termasuk di lingkup mikro dan lingkup makro. Peristiwa yang terjadi di lingkungan mikro seperti laporan kinerja, pembagian dividen, perubahan strategi perusahaan atau keputusan strategis dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) merupakan informasi yang dapat menjadi pedoman dan informasi bagi para investor di pasar modal dalam menentukan keputusan. Di sisi lain, peristiwa ekonomi makro yaitu peristiwa yang digerakkan beberapa bauran kebijakan yaitu kebijakan ekonomi, baik kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter, dan regulasi pemerintah dalam sektor riil maupun sektor keuangan (Setiawan et al., 2000).

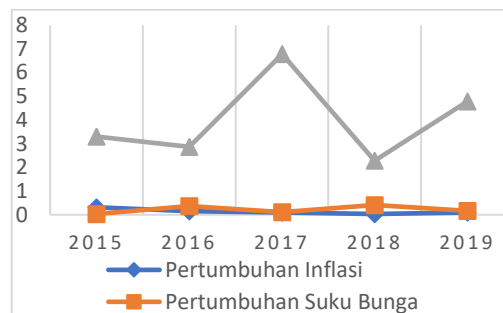
Sebagai contoh, penelitian terdahulu menyebutkan bahwa respons pasar saham terhadap pemberian insentif fiskal ada kaitannya dengan bentuk efisiensi pasar saham di Indonesia. Sesuai dengan teori efisiensi pasar, kondisi pasar efisien adalah di mana pasar proses pembentukan harga dalam pasar modal itu mencerminkan seluruh informasi, baik itu merupakan informasi yang tersedia atau fundamental, maupun informasi yang sifatnya rahasia (*insider information*) (Ang, 1997) Tiap peristiwa yang terjadi memberikan pengaruh dan dampak yang variatif terhadap pergerakan harga saham maupun tingkat pengembalian saham.

Hubungan yang muncul antara variabel makroekonomi yang komponennya adalah kebijakan fiskal dan kebijakan moneter terhadap kinerja pasar saham sangat menarik untuk diteliti melihat beberapa hasil penelitian yang berbeda-beda dengan objek dan periode penelitian yang juga beragam.



Gambar 1. Pertumbuhan Pendapatan, Belanja dan IHSI

Berdasarkan data pertumbuhan pendapatan dan belanja negara dan pertumbuhan IHSI selama periode penelitian, tercatat bahwa arah pertumbuhan pendapatan dan belanja dan IHSI memiliki kecenderungan yang tidak linear, di mana pertumbuhan IHSI cukup *volatile* jika dibandingkan dengan pertumbuhan kedua instrumen dalam kebijakan fiskal tersebut. Padahal dalam tujuannya, kebijakan fiskal dilakukan untuk terus meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Implikasi dari pertumbuhan ekonomi yang meningkat adalah menciptakan lingkungan kondusif bagi perusahaan yang menyebabkan adanya pergerakan indeks perusahaan serta harga saham di pasar modal.



Gambar 2. Pertumbuhan Inflasi, Suku Bunga dan IHSI

Selain itu, berdasarkan data pertumbuhan inflasi, suku bunga dan IHSI, arah pertumbuhan juga menunjukkan kecenderungan yang tidak linear, terlepas dari teori yang mengatakan bahwa pergerakan IHSI dipengaruhi oleh variabel makroekonomi berupa inflasi yang kemudian direspon oleh kebijakan moneter berupa kebijakan penyesuaian tingkat suku bunga.

Hal tersebut yang menyebabkan adanya ketertarikan penulis untuk melihat dan menganalisis secara lebih lanjut, sejauh apa sebenarnya pengaruh dari variabel kebijakan fiskal berupa instrumen yang membentuknya yaitu pendapatan dan pengeluaran, serta variabel makroekonomi yang mendorong kebijakan moneter yaitu inflasi serta indikator dalam kebijakan moneter itu sendiri yaitu suku bunga.

LITERATURE REVIEW

Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) adalah sarana dan wadah bagi pihak-pihak khususnya perusahaan untuk menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bonds*) serta instrumen keuangan lainnya dengan tujuan dimana hasil dari transaksi penjualan instrumen tersebut adalah untuk penguatan modal dan tambahan dana bagi operasional perusahaan. Siegel (1999) menambahkan, pasar modal merupakan pusat perdagangan utang jangka panjang dan saham perusahaan. Pasar modal saat ini merupakan unsur yang ditemui dalam ekonomi

modern mana pun mengingat kebutuhannya akan pasar modal yang tidak terhindarkan dan memiliki struktur yang sangat dinamis dan inovatif yang mampu beradaptasi dengan lingkungan ekonomi serta merupakan faktor yang menghasilkan peluang serta risiko kepada semua pihak yang berpartisipasi di dalamnya (Andrieş, 2009).

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

IHSG atau *composite stock price index* dibentuk dan digunakan sebagai ukuran untuk membantu merefleksikan pergeseran harga saham di pasar saham. (BEJ, 1997). IHSG mencakup seluruh pergerakan harga *common stock* maupun *preferred stock* yang secara keseluruhan terdaftar di BEJ. Tiap negara memiliki indeks masing-masing yang mereka gunakan di pasar modal mereka yang umumnya terbentuk melalui nilai-nilai saham yang ditetapkan sebagai basis dalam kalkulasi dalam indeks harga, dan memiliki tingkat perkembangan maupun tingkat pengembalian yang berbeda-beda. IHSG mencerminkan rangkaian data historis mengenai pergeseran harga saham dari keseluruhan gabungan saham yang memiliki periode tanggal tertentu. Dalam hal ini, penyajian harga saham harian disajikan mengikuti indeks saham dilakukan oleh BEI.

Pengukuran penilaian kinerja saham pada umumnya adalah dengan melihat data historis pengembalian atau tingkat pengembalian dari IHSG. Selain itu, secara umum kinerja dan performa saham dalam bentuk portofolio saham juga dapat diukur dengan menggunakan berbagai macam perhitungan dengan tujuan untuk mengukur tingkat risiko dan tingkat pengembaliannya. Beberapa yang berkaitan dengan tingkat pengembalian saham adalah sebagai berikut:

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Model CAPM merupakan penghubung tingkat *expected return* dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang (Tandelilin, 2010). Dalam arti sederhana, CAPM Adalah model yang menggambarkan hubungan antara pengembalian yang diharapkan dan risiko berinvestasi dalam sekuritas. Berdasarkan model yang dikembangkan Markowitz, masing masing investor diasumsikan akan melakukan diversifikasi terhadap portofolionya dan memilih portofolio optimal berdasarkan preferensinya terhadap *return* dan risiko.

2. Efficient Market Hypothesis

Didalam hipotesis pasar efisien, perubahan harga suatu sekuritas saham di waktu yang lalu tidak dapat digunakan dalam memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Perubahan harga saham di dalam pasar efisien mengikuti pola random walk, dimana penaksiran harga saham tidak dapat dilakukan dengan melihat kepada harga-harga historis dari saham tersebut, tetapi lebih berdasarkan pada semua informasi yang tersedia dan muncul dipasar. Informasi yang masuk ke pasar dan berhubungan dengan suatu sekuritas saham akan mengakibatkan kemungkinan terjadinya pergeseran harga keseimbangan yang baru.

3. Teori Penetapan Harga Arbitrase (Arbitrage Pricing Theory)

Didasarkan pada asumsi bahwa investor yang rasional memilih untuk memegang portofolio efisien dalam memaksimalkan laba untuk tingkat risiko tertentu atau meminimalkan risiko untuk return yang diberikan. Berdasarkan teori tersebut, portofolio efisien dapat diidentifikasi dengan analisis informasi untuk setiap saham mengenai ekspektasi return dan variansi makroekonomi memperhatikan terhadap pengaruh return saham serta return pasar saham.



Kebijakan Fiskal

Kebijakan fiskal, melalui perubahan perpajakan dan pengeluaran, merupakan alat penting yang digunakan pemerintah pusat untuk mempengaruhi perekonomian (Göndör et al., 2012). Melalui kebijakan fiskal, pemerintah mampu mengendalikan variabel ekonomi makro seperti permintaan agregat, pendapatan, dan aktivitas ekonomi secara keseluruhan (Sullivan et al., 2003).

Pendapatan Negara

Pendapatan negara merupakan salah satu komponen utama dalam struktur APBN, selain belanja negara dan pembiayaan anggaran. Pendapatan negara, yang meliputi penerimaan perpajakan, Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP), dan penerimaan hibah menjadi sumber utama pembiayaan pembangunan dan program-program Pemerintah.

Pengeluaran Pemerintah

Dalam arti riil, pengeluaran pemerintah (*government spending*) merupakan indikator besaran kegiatan pemerintah. Semakin banyak kegiatan pemerintahan yang dijalankan maka akan berdampak kepada tingginya tingkat pengeluaran pemerintah (Myles, 2005). Pengeluaran pemerintah di Indonesia yang tercermin dalam belanja negara merupakan bentuk realisasi rencana kerja pemerintah dalam pelaksanaan pembangunan. Akitivitas pemerintah baru dapat dirasakan oleh masyarakat ketika proses belanja selesai dilakukan, seperti belanja penyediaan infrastruktur, belanja subsidi, belanja di bidang pendidikan, dan lain-lain.

Kebijakan Moneter

Fokus dari kebijakan moneter setiap negara adalah untuk mempromosikan kegiatan ekonomi melalui pasokan uang (Chidiebere Ekwe et al., 2017). Kebijakan moneter sebagaimana didefinisikan oleh CBN (2006), adalah tindakan spesifik Bank Sentral untuk mengatur nilai, penawaran, dan biaya uang dalam perekonomian dengan maksud untuk mencapai tujuan ekonomi makro pemerintah. Bank sentral dalam hal ini adalah Bank Indonesia, bertugas untuk melakukan stabilisasi ekonomi makro yang meliputi kerangka strategis serta kerangka operasional (Warjiyo, 2003).

Inflasi

Laju inflasi (*inflation rate*) merupakan persentase perubahan tingkat harga pada suatu waktu tertentu dibandingkan dengan tingkat harga pada periode sebelumnya (Mankiw, 2004). Saat inflasi terjadi, harga-harga barang secara umum terus-menerus akan mengalami peningkatan. Inflasi dalam hal ini merupakan variabel makroekonomi yang secara umum dianggap sebagai masalah penting yang harus diselesaikan mengingat dampak bagi perekonomian yang bisa menimbulkan ketidakstabilan, pertumbuhan ekonomi yang lambat dan pengangguran yang selalu meningkat.

Suku Bunga

Suku bunga acuan merupakan suku bunga yang mencerminkan kebijakan moneter, memiliki sasaran inflasi ke depan yang dicapai melalui pengelolaan likuiditas dipasar uang (Supriatna, et al 2021). Tingkat suku bunga mempunyai pengaruh yang kuat terhadap pasar modal, karena suku bunga mampu mempengaruhi perekonomian secara umum, dan suku

bunga merupakan faktor penting dalam perekonomian suatu negara. (Sudarsana dan Candraningrat, 2014).

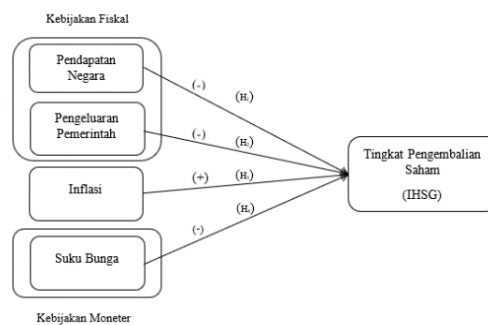
METHOD

Analisis yang digunakan adalah analisis kuantitatif dengan menggunakan metode regresi linear berganda yang pada umumnya digunakan untuk melihat pengaruh lebih dari satu variabel independen terhadap variabel dependennya untuk menjelaskan varians dalam variabel dependen tersebut (Sekaran et al., 2016). Penggunaan metode regresi linear berganda pada penelitian ini ditujukan untuk melihat dan menguji sejauh apa tingkat pengembalian saham dipengaruhi oleh pendapatan negara, pengeluaran pemerintah, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga baik secara parsial maupun secara simultan. Adapun *tools* atau alat yang digunakan dalam pengujian di penelitian ini adalah *software* SPSS 26 karena penulis akan menggunakan data yang dihimpun merupakan kombinasi data *time series*. Adapun persamaan dalam model regresi yang akan digunakan sebagai acuan penghitungan dalam penelitian yang sedang dilakukan adalah sebagai berikut:

$$MR = \beta_0 + \beta_1REV + \beta_2GS + \beta_3INF + \beta_4IR + e \dots\dots\dots(3.2)$$

Dimana:

- | | | | | | |
|-----------|---|----------------------------|---------------------------|---|-------------------|
| MR | : | Tingkat Pengembalian Saham | INF | : | Inflasi |
| β_0 | : | Konstanta | IR | : | Suku Bunga Acuan |
| REV | : | Pendapatan Negara | $\beta_1 \beta_2 \beta_3$ | : | Koefisien Regresi |
| GS | : | Pengeluaran Pemerintah | e | : | Error |



Gambar 3. Kerangka Pemikiran

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Formula
Pendapatan Negara (REV)	Hak pemerintah pusat yang diakui sebagai penambah nilai kekayaan bersih	Selisih (Δ) nilai realisasi pendapatan negara pada bulan berkenaan (t) dengan bulan sebelumnya (t-1) dalam APBN yang diterbitkan Kemenkeu
Pengeluaran Pemerintah (GS)	Kewajiban pemerintah pusat yang diakui sebagai pengurang nilai kekayaan bersih	Selisih (Δ) nilai realisasi belanja negara pada bulan berkenaan (t) dengan bulan sebelumnya (t-1) dalam APBN yang diterbitkan Kemenkeu
Inflasi (INF)	Kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus menerus dalam jangka waktu tertentu	Nilai inflasi berdasarkan <i>consumer price index</i> (CPI) atau indeks harga konsumen bulanan yang diperoleh dari BPS.
Suku Bunga (IR)	Besaran bunga yang ditetapkan setiap bulannya oleh bank sentral untuk menjadi acuan berbagai produk pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya.	Data histori dari BI-7 Day Reverse Repo Rate (BI7DRR) bulanan yang diperoleh dari Bank Indonesia.
Tingkat Pengembalian Saham (MR)	Perubahan IHSG atau Indeks yang mengukur kinerja harga semua saham yang tercatat di Papan Utama dan Papan Pengembangan Bursa Efek Indonesia	Persentase perubahan IHSG tiap akhir periode bulan yang diperoleh dari IHSG hari ini dikurangi IHSG hari sebelumnya dibagi IHSG hari sebelumnya dikali 100%

FINDINGS AND DISCUSSION

Berdasarkan keempat uji asumsi klasik yaitu uji normalitas, uji heteroskedasitas, dan uji multikolinearitas, diketahui hasil setiap pengujian memenuhi uji asumsi klasik. Selanjutnya, penulis akan membahas hasil pengujian hipotesis menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Hasil uji regresi berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Parsial



	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	0.001	0.001			0.688	0.495
REV	-0.019	0.007	-0.376		-2.544	0.014
GS	0.012	0.012	0.147		1.009	0.318
INF	0.026	0.015	0.224		1.743	0.087
IR	-0.032	0.016	-0.276		-2.056	0.045

Hasil uji di

atas

menunjukkan bahwa jika variabel penerimaan, pengeluaran pemerintah, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga dianggap konstan (tetap), maka tingkat pengembalian saham (MR) akan turun sebesar 0.001. Dari hasil uji regresi linear berganda tersebut juga dapat disimpulkan bahwa beberapa variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, yaitu pengeluaran pemerintah (GS) dan tingkat inflasi (INF). Sedangkan untuk variabel pendapatan (REV), memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian pasar modal (MR) dengan nilai koefisien sebesar -0.019, menunjukkan bahwa setiap terjadi peningkatan satu persen variabel pendapatan (REV), maka akan terjadi penurunan terhadap tingkat pengembalian pasar modal (MR) sebesar -0.019 dengan syarat bahwa variabel lain dianggap konstan. Selanjutnya, nilai koefisien variabel suku bunga (IR) adalah sebesar -0.032, menunjukkan bahwa jika terdapat peningkatan satu persen variabel inflasi (IR),

Tabel 3. Hasil Regresi

	Model	F	Sig
maka akan terjadi kenaikan terhadap tingkat pengembalian pasar modal (MR) sebesar -0.032 dengan syarat bahwa variabel lain dianggap konstan.	Regression	2,948	0,028

Hasil pengolahan data yang tertera pada tabel 3 menunjukkan hasil uji statistik simultan dengan nilai F hitung sebesar 2.948 atau lebih besar daripada nilai F tabel sebesar 2.53, dengan nilai signifikansi F sebesar 0.028 atau lebih kecil daripada 0.05. Dari hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa keempat variabel independen yang meliputi pendapatan negara, pengeluaran pemerintah, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.



Tabel 4. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini ditunjukkan pada tabel 4, di mana diperoleh nilai sebesar 0.117 yang dapat diartikan bahwa variabel dependen dalam penelitian ini, yaitu tingkat pengembalian pasar modal dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam penelitian ini, yaitu pendapatan negara, pengeluaran pemerintah, tingkat inflasi dan suku bunga sebesar 11.7%. Sedangkan sisanya, sebesar 88.3%, dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model dalam penelitian ini.

CONCLUSION

1. Variabel pendapatan negara berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pengembalian saham yang dihitung dari data IHSG dalam kurun waktu tahun 2015 s.d. 2019 dikarenakan pendapatan negara yang didominasi oleh pendapatan pajak. Saat pemerintah menaikkan tarif pajak, termasuk pajak yang berkaitan dengan pajak dalam aktivitas investasi, maka akan menjadi sentimen negatif bagi investor di pasar saham yang kemudian akan menurunkan harga saham dan tingkat pengembaliannya.
2. Variabel pengeluaran pemerintah tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham yang dihitung dari data IHSG dalam kurun waktu tahun 2015 s.d. 2019 yang disebabkan oleh alokasi pengeluaran dan belanja pemerintah yang belum fokus kepada belanja yang akan meningkatkan aktivitas investasi di pasar saham, di mana pos belanja yang ditengarai akan mempengaruhi adalah belanja modal.
3. Variabel inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham yang dihitung dari data IHSG dalam kurun waktu 2015 s.d. 2019 disebabkan oleh tren inflasi di Indonesia pada periode tersebut yang cukup stabil dan cenderung ada di bawah batas maksimal tingkat inflasi yang ditetapkan
4. Variabel suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pengembalian saham yang dihitung dari data IHSG dalam kurun waktu 2015 s.d. 2019, dikarenakan peningkatan suku bunga akan membuat investor untuk menjual saham mereka dan memilih

berinvestasi di instrumen atau asset yang memiliki risiko rendah dibandingkan

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	.420 ^a	0.177	0.117	0.00151276

investasi pada instrumen atau aset dengan risiko tinggi seperti saham, karena tingkat pengembalian pada asset rendah risiko akan meningkat seiring dengan peningkatan suku bunga acuan.

Saran



1. Peningkatan pendapatan negara yang utamanya dikontribusikan oleh pendapatan pajak perlu diimbangi dengan pemberian insentif fiskal, salah satunya di bidang perpajakan yang diharapkan menjadi salah satu faktor yang mampu mendorong investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia sebagai *emerging country*.
2. Salah satu tujuan utama dalam pelaksanaan kebijakan fiskal di Indonesia adalah memacu pertumbuhan ekonomi dan mendorong laju investasi. Dalam pengaturan kebijakan belanja pemerintah, saran yang dapat diberikan adalah menargetkan alokasi belanja pemerintah kepada pos belanja, seperti belanja modal, yang dapat mendukung iklim investasi dan peningkatan aktivitas di pasar modal, khususnya saham dengan tetap memperhatikan porsi yang tepat dan efeknya kepada perekonomian dan neraca pembayaran.
3. Inflasi memiliki pengaruh tidak langsung terhadap tingkat pengembalian saham. Sehingga menjaga laju inflasi tetap pada level yang rendah dan stabil merupakan prasyarat bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan yang pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan masyarakat, dan secara tidak langsung, memberikan kapasitas masyarakat untuk membangkitkan aktivitas investasi yang kemudian berpengaruh kepada return saham.
4. Suku bunga merupakan salah satu variabel utama dalam stabilitas ekonomi termasuk di dalamnya pergerakan aktivitas pasar saham di Indonesia. Untuk itu, otoritas bank sentral perlu menetapkan kebijakan penetapan suku bunga yang tepat agar pergerakan saham di bursa tetap produktif, tanpa mengesampingkan tujuan utama dari operasi moneter yang telah ditetapkan.
5. Berdasarkan beberapa hal yang disebutkan dalam keterbatasan penelitian, penulis memberikan rekomendasi dan saran untuk penelitian selanjutnya agar dapat menggunakan metode analisis kuantitatif lainnya selain regresi linear berganda serta melakukan eksplorasi indikator dan variabel lainnya yang memiliki potensi pengaruh terhadap tingkat pengembalian saham, seperti nilai tukar, tingkat uang beredar serta aliran modal asing.

REFERENCES

- Abdelbaki, H. H. (2013). Causality relationship between macroeconomic variables and stock market development: Evidence from Bahrain. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(1), 69–84.
- Abdullahi, I. B. (2020). The effects of unstable macroeconomic indicators on stock price behavior of banking sector in the Nigerian stock market. *Binus Business Review*, 11(2). <https://doi.org/10.21512/bbr.v11i2.6047>
- Acikalin, S., Aktas, R., & Unal, S. (2008). Relationships between stock markets and macroeconomic variables: An empirical analysis of the Istanbul Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(1).
- Afonso, A., & Sousa, R. M. (2012). The macroeconomic effects of fiscal policy. *Applied Economics*, 44(34). <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.591732>
- Agnello, L., & Sousa, R. M. (2011). Can fiscal policy stimulus boost economic recovery? *Revue Economique*, 62(6). <https://doi.org/10.3917/reco.626.1045>



- Aktan, C. C., Dileyici, D., & Vural, I. Y. (2006). *Taxation economics and taxation psychology*. Ankara Seckin Publishing.
- Alesina, A., Ardagna, S., Perotti, R., & Schiantarelli, F. (2002). Fiscal policy, profits, and investment. *American Economic Review*, 92(3). <https://doi.org/10.1257/00028280260136255>
- Andrieş, A. M. (2009). The importance of capital market in economy. *The Importance of Capital Market in Economy*, 2, 69–75.
- Anghelache, G.-V., Jakova, S., & Oanea, D.-C. (2016). Fiscal policy and capital market performance: Evidence from EU countries from Central and Eastern Europe. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(2). <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v6-i2/2037>
- Ang, R. (1997). *Buku pintar pasar modal Indonesia*. Mediasoft.
- Babatunde, S. A. (2018). Government spending on infrastructure and economic growth in Nigeria. *Economic Research-Ekonomika Istrazivanja*, 31(1), 997–1014. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1436453>
- Boediono. (1999). *Teori pertumbuhan ekonomi seri sinopsis* (Edisi pertama). BPFE.
- Castelnuovo, E., & Lim, G. (2019). What do we know about the macroeconomic effects of fiscal policy? A brief survey of the literature on fiscal multipliers. *Australian Economic Review*, 52(1). <https://doi.org/10.1111/1467-8462.12313>
- Charpe, M., Flaschel, P., Hartmann, F., & Proaño, C. (2011). Stabilizing an unstable economy: Fiscal and monetary policy, stocks, and the term structure of interest rates. *Economic Modelling*, 28(5). <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2011.05.005>
- Chatziantoniou, I., Duffy, D., & Filis, G. (2013). Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi-country evidence. *Economic Modelling*, 30(1), 754–769. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2012.10.005>
- Chidiebere Ekwe, M., Ogbonnaya, A. K., & Omodero, C. O. (2017). Monetary policy and Nigeria's economy: An impact investigation. *International Journal of Economics and Finance*, 9(11), 218. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n11p218>
- Cinar, M., Eroglu, I., & Demirel, B. (2014). Examining the role of budget deficit policies in economic growth from a Keynesian perspective. *International Journal of Economics and Finance*, 6(10). <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n10p191>
- Dedola, L., & Lippi, F. (2005). The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries. *European Economic Review*, 49(6). <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2003.11.006>
- Downes, J. (1995). *Dictionary of finance and investment terms* (4th ed.). Barron's. <https://www.amazon.com/John-Downes-Dictionary-Investment-1995-08-16/dp/B001U32HVG>
- Edeme, R. K., Nkalu, C. N., & Edeh, G. (2022). Monetary policy impact on the informal economy and response to shocks in the formal economy. *Journal of Public Affairs*, 22(2). <https://doi.org/10.1002/pa.2453>
- Fahmi, M. R. (2012). *Analyzing the relationship between tax holiday and foreign direct investment in Indonesia*. Ritsumeikan Asia Pacific University, Japan.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2). <https://doi.org/10.2307/2325486>

- Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3). [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90027-D](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90027-D)
- Geske, R., & Roll, R. (1983). The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation. *The Journal of Finance*, 38(1), 1. <https://doi.org/10.2307/2327635>
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press.
- Göndör, M., & Bresfelean, V. P. (2012). REPTree and M5P for measuring fiscal policy influences on the Romanian capital market during 2003-2010. *International Journal of Mathematics and Computers in Simulation*, 6(4), 378–386.
- Ha, J., Kose, M. A., & Ohnsorge, F. (2019). Understanding inflation in emerging and developing economies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3348138>
- Handini, S., & Astawinetu, E. D. (2020). *Teori portofolio dan pasar modal Indonesia*. Scopindo Media Pustaka.
- Hardouvelis, G. A. (1987). Macroeconomic information and stock prices. *Journal of Economics and Business*, 39(2), 131–140. [https://doi.org/10.1016/0148-6195\(87\)90012-9](https://doi.org/10.1016/0148-6195(87)90012-9)
- Herrera, A. M., & Pesavento, E. (2009). Oil price shocks, systematic monetary policy, and the “great moderation.” *Macroeconomic Dynamics*, 13(1), 107–137. <https://doi.org/10.1017/S1365100508070454>
- Hidayat, R. (2021). Interest rate theory in Islamic economic perspective. *Basic and Applied Accounting Research Journal*, 1(1), 46–50. <https://doi.org/10.11594/baarj.01.01.06>
- Hsing, Y. (2013). Effects of fiscal policy and monetary policy on the stock market in Poland. *Economies*, 1(3), 19–25. <https://doi.org/10.3390/economies1030019>
- Huynh, C. M., & Nguyen, T. L. (2020). Fiscal policy and shadow economy in Asian developing countries: Does corruption matter? *Empirical Economics*, 59(4), 1745–1761. <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01700-w>
- Ioannidis, C., & Kontonikas, A. (2006). Monetary policy and the stock market: Some international evidence. *Department of Economics*.
- Isola Lawal, A., Olukayode Somoye, R., Ayoopo Babajide, A., & Ikechukwu Nwanji, T. (2018). The effect of fiscal and monetary policies interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria. *Future Business Journal*, 4(1), 16–33. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.11.004>
- Jiranyakul, K., & Brahmasrene, T. (2007). The relationship between government expenditures and economic growth in Thailand. *Journal of Economics and Economic Education Research*, 8(1).
- Joshi, P., & Giri, A. K. (2015). Fiscal deficits and stock prices in India: Empirical evidence. *International Journal of Financial Studies*, 3(3), 393–407. <https://doi.org/10.3390/ijfs3030393>
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2>
- Kuncoro, H. (2017). Fiscal policy and stock market returns volatility: The case of Indonesia. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 10(2), 153. <https://doi.org/10.1504/ijepee.2017.10006012>



- Laopodis, N. T. (2009). Fiscal policy and stock market efficiency: Evidence for the United States. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 633–650. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.10.004>
- Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy. *The Journal of Finance*, 46(4), 1445–1465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04625.x>
- Li, L., Narayan, P. K., & Zheng, X. (2010). An analysis of inflation and stock returns for the UK. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 20(5), 519–532. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2010.07.002>
- Magazzino, C. (2012). Wagner versus Keynes: Public spending and national income in Italy at a disaggregated level. *Journal of Policy Modeling*, 34(6), 890–905. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2012.01.002>
- Mankiw, N. G. (2004). *Principles of economics* (3rd ed.). Salemba Empat.
- Mardiasmo. (2011). *Perpajakan Indonesia*. Cikal.
- Mehrara, M., Gudarzi Farahani, Y., Faninam, F., & Karsalari, A. R. (2016). The effect of macroeconomic variables on the stock market index of the Tehran Stock Exchange. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 71, 17–24. <https://doi.org/10.18052/www.scipress.com/ilshs.71.17>
- Mishkin, F. S. (2008). Does stabilizing inflation contribute to stabilizing economic activity? *NBER Working Paper* (No. 8617). <https://doi.org/10.3386/w8617>
- Mishra, P., Pandey, C. M., Singh, U., Gupta, A., Sahu, C., & Keshri, A. (2019). Descriptive statistics and normality tests for statistical data. *Annals of Cardiac Anaesthesia*, 22(1), 67–72. https://doi.org/10.4103/aca.ACA_157_18
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Muklis, F. (2016). *Perkembangan dan tantangan pasar modal Indonesia*. *Jurnal Lembaga Keuangan Dan Perbankan*, 1(1), 65–76.
- Muriithi, C. (2013). The relationship between government revenue and economic growth in Kenya. *International Journal of Social Sciences and Project Planning Management*, 1(87–109).
- Nkoro, E., & Uko, A. K. (2013). A generalized autoregressive conditional heteroskedasticity model of the impact of macroeconomic factors on stock returns: Empirical evidence from the Nigerian stock market. *International Journal of Financial Research*, 4(4), 38–47. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v4n4p38>
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: An overview. *European Economic Review*, 37(2–3), 613–622. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90051-B](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90051-B)
- Parcoyo, A., & Kunawangih, T. (2004). *Aspek dasar ekonomi makro di Indonesia*. Cikal Sakti.
- Perry, G. L. (2011). Demand-pull inflation. In *The New Palgrave Dictionary of Economics* (p. 1). Nature Publishing Group. <https://doi.org/10.1057/9780230226203.2352>
- Perveen, S., & Rahman, M. M. (2018). Impact of fiscal and monetary policies on stock market performance: An empirical study of Pakistan Stock Exchange. *Journal of Finance & Economics Research*, 3(2), 2–23. <https://doi.org/10.20547/jfer1803201>
- Rigobon, R., & Sack, B. (2003). Measuring the reaction of monetary policy to the stock market. *Quarterly Journal of Economics*, 118(2), 639–669. <https://doi.org/10.1162/003355303321675473>

- Ritter, J. R., & Warr, R. S. (2002). The decline of inflation and the bull market of 1982-1999. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(1), 29–61. <https://doi.org/10.2307/3594994>
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2010). The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, 100(3), 763–801. <https://doi.org/10.1257/aer.100.3.763>
- Sathyanarayana, S., & Gargesa, S. (2018). An analytical study of the effect of inflation on stock market returns. *IRA-International Journal of Management & Social Sciences*, 13(2), 48. <https://doi.org/10.21013/jmss.v13.n2.p3>
- Setiawan, S., & Handoko, R. (2000). *Pertumbuhan ekonomi 2006: Suatu estimasi dan arah pencapaian pertumbuhan yang merata dan berkualitas*.
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations* (Vol. I & II). J.M. Dent & Sons.
- Sudirman, I. W. (2011). *Kebijakan fiskal dan moneter: Teori dan empirikal*. Kencana.
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif kualitatif dan R&D (Research dan Development)*. Alfabeta.
- Sullivan, A., & Sheffrin, S. M. (2003). *Economics: Principles in action*. Pearson Prentice Hall.
- Taunay, E. G. P. (2013). *Pasar modal Indonesia*. *Jurnal Universitas Pandanaran*, 59–77.
- Tavares, J., & Valkanov, R. (2003). The neglected effect of fiscal policy on stock and bond returns. *EFA 2003 Annual Conference*, 201(UCLA).
- Tejvan Pettinger. (2016). Cost-push inflation. *Economics Help*. Retrieved from <https://www.economicshelp.org/macro-economic-essays/inflation/cost-push-inflation/>
- Tobi, H., & Kampen, J. K. (2018). Research design: The methodology for interdisciplinary research framework. *Quality & Quantity*, 52(3), 1209–1225. <https://doi.org/10.1007/s11135-017-0513-8>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Uwubanmwen, A., & Eghosa, I. L. (2015). Inflation rate and stock returns: Evidence from the Nigerian stock market. *International Journal of Business and Social Science*, 6(11), 155–167.
- Warjiyo, P., & Solikin. (2003). *Kebijakan moneter di Indonesia*.
- Watson, R. (2015). Quantitative research. *Nursing Standard*, 29(31), 44–48. <https://doi.org/10.7748/ns.29.31.44.e8681>
- Yamarik, S. (2000). Can tax policy help explain state-level macroeconomic growth? *Economics Letters*, 68(2), 185–191. [https://doi.org/10.1016/s0165-1765\(00\)00242-1](https://doi.org/10.1016/s0165-1765(00)00242-1)