

Pengaruh Fundamental Keuangan dan Karakteristik Kepemilikan Pemerintah Terhadap Return Saham Bank di Lima Negara Asean

Hamdi^{1*}, Lasma Melinda Siahaan², Freino Egidius Sipayung³, Utami Handayani⁴

^{1,2,3,4} Universitas Sumatera Utara, Indonesia

*E-mail: hamdi@usu.ac.id

Information Article

History Article

Submission: 05-06-2026

Revision: 19-07-2026

Published: 20-07-2026

DOI Article:

10.62421/jibema.v4i1.584

ABSTRAK

Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap Return Saham Pada Bank Bumh Dan Bank *Government-Linked Companies* Di 5 Negara ASEAN. Penelitian ini menganalisis pengaruh *Earning Per Share* (EPS), *Return on Asset* (ROA), dan *Book Value Per Share* (BVPS) terhadap return saham bank BUMN dan *Government-Linked Companies* (GLC) di kawasan ASEAN selama periode 2010–2024. Sampel penelitian terdiri dari delapan bank yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling*, meliputi DBS Bank, Maybank, CIMB Group, Bank Rakyat Indonesia, Bank Mandiri, Vietcombank, VietinBank, dan Krung Thai Bank. Penelitian ini menerapkan model Panel Autoregressive Distributed Lag (ARDL) dengan estimator Pooled Mean Group (PMG) untuk menganalisis dinamika hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar variabel. Hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, sementara EPS berpengaruh negatif dan signifikan. Adapun BVPS tidak berpengaruh signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam jangka pendek, seluruh variabel tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, namun koefisien error correction yang negatif dan signifikan mengonfirmasi adanya mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang. Temuan ini mengindikasikan bahwa profitabilitas aset merupakan faktor fundamental yang paling relevan dalam menjelaskan return saham perbankan di 5 negara ASEAN dalam jangka panjang.

Kata Kunci: Return Saham, *Earning Per Share*, *Return on Asset*, *Book Value Per Share*, Panel ARDL, PMG, Bank BUMN, GLC, ASEAN

ABSTRACT

This study analyzes the effects of Earning Per Share (EPS), Return on Assets (ROA), and Book Value Per Share (BVPS) on the stock returns of state-owned banks and Government-Linked Companies (GLCs) in the ASEAN region over the 2010–2024 period. Employing a purposive sampling method, the research sample comprises eight banks: DBS Bank, Maybank, CIMB Group, Bank Rakyat Indonesia, Bank Mandiri, Vietcombank, VietinBank, and Krung Thai Bank. This study utilizes the Panel Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model with the Pooled Mean Group (PMG) estimator to analyze the dynamics of short-term and long-term relationships among the variables. The long-term estimation results demonstrate that ROA has a positive and significant effect on stock returns, whereas EPS exhibits a negative and significant influence. Conversely, BVPS shows

Acknowledgment

no significant effect in either the short or long term. In the short term, none of the variables exhibit a significant impact; however, a negative and significant error correction coefficient confirms the presence of an adjustment mechanism toward long-term equilibrium. These findings indicate that asset profitability is the most relevant fundamental factor in explaining banking stock returns across the five ASEAN countries in the long term.

Key word: *Stock Returns, Earnings Per Share, Return on Assets, Book Value Per Share, Panel ARDL, Pooled Mean Group (PMG), State-Owned Banks, Government-Linked Companies (GLCs), ASEAN.*

©2026 Published by JIBEMA. Selection and/or peer-review under responsibility of JIBEMA

PENDAHULUAN

ASEAN merupakan kawasan dengan pertumbuhan ekonomi yang dinamis dan menjadi salah satu pusat pertumbuhan ekonomi dunia. Peningkatan aktivitas ekonomi di kawasan ini tidak lepas dari peran strategis pasar modal sebagai sarana investasi dan pembiayaan perusahaan. Sinurat et al. (2023) menjelaskan bahwa pasar modal adalah sistem keuangan yang terorganisir untuk mempertemukan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki dana lebih, di dalamnya melibatkan lembaga keuangan dan transaksi berbagai surat berharga. Sebagai salah satu komponen utama pasar modal, sektor perbankan dengan kapitalisasi pasar terbesar menjadi pilar stabilitas makroekonomi regional ASEAN (Yolanda & Sentosa, 2023). Saham-saham perbankan, khususnya bank milik negara dan *Government-Linked Companies* (GLC), mendominasi kapitalisasi pasar dan menjadi instrumen investasi strategis bagi investor regional maupun global.

Dominasi bank milik negara dan GLC di kawasan ASEAN tercermin dari besarnya kapitalisasi pasar yang mencapai ratusan miliar dolar AS. Dilansir dari companiesmarketcap.com per awal 2026, DBS Bank Singapura mencatat kapitalisasi pasar tertinggi senilai USD 126 miliar, diikuti Maybank Malaysia (USD 37 miliar), Bank Rakyat Indonesia (USD 34 miliar), Bank Mandiri (USD 26 miliar), CIMB Malaysia (USD 21,82 miliar), Vietcombank Vietnam (USD 18 miliar), VietinBank Vietnam (USD 10,25 miliar), dan Krung Thai Bank Thailand (USD 11,97 miliar). Bank-bank ini tidak hanya berperan sebagai intermediasi keuangan yang menyalurkan dana ke sektor produktif (Lestari et al., 2025), tetapi juga menjadi instrumen investasi menarik bagi investor pasar modal dengan ekspektasi return saham yang sejalan dengan kinerja fundamental perusahaan.

Kapitalisasi pasar yang substansial menjadikan saham bank-bank BUMN dan GLC sebagai instrumen investasi strategis bagi investor di pasar modal ASEAN. Return saham merupakan pendapatan yang diperoleh investor sebagai hasil investasinya, yang terdiri dari dua komponen utama:

capital gain dan dividen (Christine et al., 2023). Capital gain adalah keuntungan yang diperoleh dari selisih harga jual dan harga beli saham, sedangkan dividen merupakan pembagian laba perusahaan kepada pemegang saham sesuai proporsi kepemilikan saham (Tandelilin, 2010). Dalam konteks investasi, investor mengharapkan return yang tinggi dengan tetap mempertimbangkan risiko yang akan dihadapi.

Menurut Jogiyanto (2017), return saham dibedakan menjadi dua yaitu return realisasi (realized return) yang merupakan return yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis, serta return ekspektasi (expected return) yang merupakan return yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang. Return realisasi penting untuk mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan return ekspektasi serta risiko di masa yang akan datang. Return saham dipengaruhi oleh berbagai faktor yang dapat dikategorikan menjadi faktor internal perusahaan (fundamental) dan faktor eksternal (kondisi pasar dan ekonomi makro). Faktor fundamental perusahaan meliputi kinerja keuangan seperti profitabilitas yang tercermin dalam EPS, efisiensi penggunaan aset yang diukur melalui ROA, serta kecukupan modal yang direpresentasikan oleh CAR. Sementara faktor eksternal mencakup kondisi makroekonomi seperti tingkat suku bunga, inflasi, dan kondisi pasar modal secara keseluruhan. Penelitian ini berfokus pada analisis pengaruh faktor fundamental internal perusahaan, yaitu EPS, ROA, dan CAR terhadap return saham bank BUMN dan GLC di kawasan ASEAN.

Sebagian besar penelitian terdahulu mengenai pengaruh faktor fundamental terhadap return saham berfokus pada satu negara tertentu atau sektor non-perbankan, sementara penelitian yang secara spesifik menganalisis return saham bank BUMN dan GLC di kawasan ASEAN masih terbatas. Padahal, bank BUMN dan GLC di ASEAN memiliki karakteristik unik yang membedakannya dengan bank swasta, seperti kepemilikan mayoritas oleh pemerintah, dual objektif yang menggabungkan tujuan profit dan sosial, serta pengaruh kebijakan pemerintah yang lebih kuat dalam pengambilan keputusan strategis (Nathania & Ekawati, 2024). Selain itu, setiap negara ASEAN memiliki tingkat perkembangan pasar modal, kondisi makroekonomi, dan regulasi perbankan yang berbeda, sehingga pengaruh faktor fundamental terhadap return saham dapat bervariasi antar negara (Thampanya et al., 2020). Oleh karena itu, penelitian lintas negara di kawasan ASEAN menjadi penting untuk memahami pola pengaruh faktor fundamental khususnya EPS, ROA, dan CAR terhadap return saham dalam konteks regional dengan heterogenitas karakteristik ekonomi dan institusional yang tinggi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dengan pendekatan *Pooled Mean Group* (PMG) yang diperkenalkan oleh Pesaran et al. (1999). Pendekatan ini dipilih karena ARDL-PMG terbukti efektif untuk sampel berukuran kecil hingga menengah, sekaligus mampu

mengestimasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar variabel secara simultan (Gujarati & Porter, 2010). Menurut Blackburne & Frank (2007), estimator PMG sangat sesuai diterapkan pada model panel ARDL ketika dimensi waktu (T) melebihi jumlah unit *cross-section* (N), sebagaimana terpenuhi dalam penelitian ini dengan periode 2010–2024 ($T=15$) dan 8 bank sampel ($N=8$). Selain itu, mengacu pada *rule of thumb* yang dikemukakan Pesaran (2004), jumlah observasi harus jauh melampaui jumlah variabel penjelas untuk menghasilkan estimasi yang andal. Dengan tiga variabel independen (EPS, ROA, dan CAR) dan total 120 observasi, kriteria tersebut terpenuhi secara memadai.

Sampel penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan empat kriteria: (1) merupakan bank BUMN atau *Government-Linked Companies* (GLC) dengan kepemilikan pemerintah minimal 30%, (2) memiliki kapitalisasi pasar terbesar di negaranya per awal 2026, (3) memiliki data laporan keuangan dan harga saham yang lengkap selama periode 2010–2024, serta (4) telah tercatat di bursa efek sebelum tahun 2010. Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih delapan bank dari lima negara ASEAN, yakni DBS Bank (Singapura), Maybank dan CIMB Group (Malaysia), Bank Rakyat Indonesia dan Bank Mandiri (Indonesia), Vietcombank dan VietinBank (Vietnam), serta Krung Thai Bank (Thailand). Seluruh analisis statistik dilakukan menggunakan perangkat lunak EViews-13 dengan tahapan sebagai berikut: (1) analisis statistik deskriptif, (2) uji stasioneritas, (3) uji kointegrasi, dan (4) estimasi jangka pendek dan jangka panjang menggunakan model ARDL-PMG.

Justifikasi Penggunaan Panel Data dan Pendekatan ARDL

Pemilihan analisis panel data dengan model ARDL dan estimator PMG dalam penelitian ini didasarkan pada beberapa pertimbangan metodologis berikut:

1. Dimensi Time-Series dan Cross-Section Panel data memungkinkan analisis secara simultan atas dinamika time-series dalam setiap bank sekaligus perbedaan cross-sectional antar bank. Pendekatan ini sangat relevan mengingat bank BUMN dan GLC di ASEAN beroperasi dalam konteks regulasi, makroekonomi, dan struktur kepemilikan yang berbeda-beda, sehingga heterogenitas antar unit sangat mungkin terjadi dalam data keuangan.
2. Kesesuaian untuk Sampel Berukuran Menengah Model ARDL terbukti efektif untuk sampel berukuran kecil hingga menengah (Pesaran et al., 1999). Dalam penelitian ini, jumlah unit cross-section yang relatif kecil ($N=8$ bank) dibandingkan dengan dimensi waktu ($T=15$ tahun) justru memperkuat kualitas estimasi dan memudahkan pengelolaan heterogenitas antar unit (Nkoro & Uko, 2016).
3. Fleksibilitas terhadap Tingkat Integrasi Berbeda Salah satu keunggulan utama ARDL adalah kemampuannya menangani variabel dengan tingkat integrasi yang berbeda, baik yang stasioner pada level $I(0)$ maupun setelah differencing pertama $I(1)$, tanpa mensyaratkan semua variabel berada pada orde integrasi yang sama (Pambuko & Masrini, 2013). Hal ini sangat relevan

mengingat data fundamental keuangan perbankan umumnya memiliki karakteristik time-series yang beragam.

4. Estimasi Dinamika Jangka Pendek dan Jangka Panjang Kerangka ARDL memungkinkan estimasi simultan atas hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel independen dan return saham. Estimator PMG secara khusus memberi fleksibilitas bagi koefisien jangka pendek untuk bervariasi antar bank, namun mengharuskan koefisien jangka panjang bersifat homogen. Asumsi ini relevan mengingat bank BUMN dan GLC di ASEAN beroperasi dalam sektor yang sama dan cenderung berbagi keseimbangan jangka panjang yang serupa (Blackburne III, E. F. & Frank, 2007).
5. Kecukupan Jumlah Observasi Total observasi penelitian ini sebanyak 120 (8 bank $\times$ 15 tahun) secara substansial melampaui jumlah parameter yang diestimasi, sehingga memenuhi *rule of thumb* $n \geq 10k$ yang dipersyaratkan untuk estimasi yang andal dan pengujian hipotesis yang robust (Pesaran et al., 2024).

Spesifikasi Model

Model Panel ARDL yang digunakan dalam penelitian ini diadaptasi dari Pesaran dengan spesifikasi (Pesaran et al., 2001) sebagai berikut:

$$\Delta RS_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^p \lambda_{ij} \Delta RS_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q_1} \delta_{ij}^{EPS} \Delta EPS_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q_2} \delta_{ij}^{ROA} \Delta ROA_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q_3} \delta_{ij}^{BVPS} \Delta BVPS_{i,t-j} + \phi_{it} \quad (1)$$

Dimana:

RS = Return Saham (%)

EPS = *Earning Per Share* (\$)

ROA = *Return on Asset* (%)

BVPS = *Book Value Per Share* (\$)

α = Konstanta

i = Unit cross-section

t = Deret waktu

$\beta_1 - \beta_3$ = Koefisien jangka panjang

$\delta_{ij}^1 - \delta_{ij}^3$ = Koefisien jangka pendek

ϕ_{it} = Error term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas dilakukan sebagai prasyarat estimasi model Panel ARDL menggunakan empat metode *panel unit root test*, yakni LLC, IPS, ADF-Fisher, dan PP-Fisher, dengan asumsi *individual intercept and trend*. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 1, variabel return saham terbukti stasioner pada tingkat level $I(0)$, ditandai nilai probabilitas ADF-Fisher dan PP-Fisher di bawah 5%. Sementara itu, ketiga variabel lainnya EPS, ROA, dan BVPS baru mencapai kestasioneritas setelah *first difference* $I(1)$ dengan nilai probabilitas yang juga signifikan pada taraf 5%. Kombinasi hasil $I(0)$ dan $I(1)$ ini sekaligus memvalidasi bahwa pendekatan Panel ARDL merupakan metode estimasi yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini.

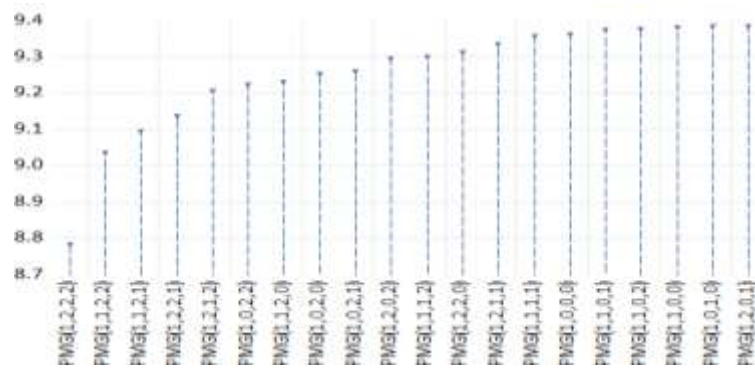
Tabel 1. Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Level & First Diff	Intercept/Trend	Prob.		Keputusan
			ADF - Fisher Chi-square	PP - Fisher Chi-square	
Return Saham	Level	Intercept	0.0000	0.0000	I (0)
		Interc. & Trend	0.0000	0.0000	
		Intercept	0.0000	0.0000	
Earning Per Share	First Diff.	Interc. & Trend	0.0000	0.0000	I (I)
		Intercept	0.7980	0.9470	
		Interc. & Trend	0.7511	0.8625	
Return on Asset	Level	Intercept	0.0001	0.0000	I (I)
		Interc. & Trend	0.0002	0.0000	
		Intercept	0.5159	0.6201	
Book Value Per Share	First Diff.	Interc. & Trend	0.9483	0.9007	I (I)
		Intercept	0.0000	0.0000	
		Interc. & Trend	0.0003	0.0000	
	Level	Intercept	0.0069	0.0023	I (I)
		Interc. & Trend	0.0074	0.0648	
		Intercept	0.0000	0.0000	
	First Diff.	Interc. & Trend	0.0000	0.0000	
		Intercept			
		Interc. & Trend			

Sumber: Output Eviews 14 (Data diolah)

Uji Lag Optimum

Penentuan panjang lag optimal dalam penelitian ini mengacu pada kriteria Akaike Information Criterion (AIC), di mana model dengan nilai AIC terkecil dipilih sebagai spesifikasi yang paling optimal. Berdasarkan hasil seleksi lag yang disajikan pada Gambar 1, diperoleh struktur lag optimal (1,2,2,2) yang berarti variabel return saham ditentukan dengan 1 lag, sedangkan variabel EPS, ROA, dan BVPS masing-masing ditentukan dengan 2 lag.



Gambar 1. Hasil Uji Lag Optimum Sumber: Output Eviews 12

Sumber: Output Eviews 14 (Data diolah)

Uji Kointegrasi

Setelah stasioneritas variabel terkonfirmasi, pengujian kointegrasi dilakukan menggunakan Kao Residual Cointegration Test guna mendeteksi ada tidaknya hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel dependen dan independen. Kriteria pengujian mengacu pada Kao (1999), yakni kointegrasi terkonfirmasi apabila nilai probabilitas ADF lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 2, diperoleh nilai t-Statistic ADF sebesar -4,021402 dengan probabilitas 0,0000, yang berada jauh di bawah taraf signifikansi 5%. Hasil ini mengonfirmasi adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antara return saham, EPS, ROA, dan BVPS pada delapan bank BUMN dan GLC di kawasan ASEAN selama periode 2010–2024, sekaligus memperkuat kelayakan penggunaan model Panel ARDL-PMG dalam penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Uji Kointegrasi

	t-Statistic	Prob.
ADF	-4.021402	0.0000
Residual variance	2576.130	
HAC variance	466.3943	

Sumber: Output Eviews 14 (Data diolah)

Hasil Estimasi Jangka Panjang

Hasil estimasi jangka panjang pada variabel independen terhadap return saham ditampilkan pada Tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Hasil Estimasi Jangka Panjang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<i>Long-run (Pooled) Coefficients</i>				
ROA	7.984764	2.965983	2.692114	0.0083
EPS	-34.80405	11.14788	-3.122033	0.0023
BVPS	2.981057	1.642898	1.814512	0.0726

Sumber: Output Eviews 14 (Data diolah)

Hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham ($p = 0,0083$). Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kemampuan bank dalam menghasilkan laba dari aset yang dikelola, semakin besar pula return yang dinikmati investor dalam jangka panjang. Hasil ini sejalan dengan Sastrawan et al. (2017) dan Gunawan & Hardyani (2014) yang menegaskan bahwa profitabilitas yang kuat menjadi sinyal positif bagi pasar dan mendorong apresiasi harga saham.

Sementara itu, EPS terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham dalam jangka panjang ($p = 0,0023$). Arah hubungan yang negatif ini dapat diinterpretasikan bahwa pada konteks bank BUMN dan GLC di ASEAN, peningkatan laba per saham tidak serta-merta diterjemahkan oleh pasar sebagai sinyal kenaikan return, kemungkinan karena investor lebih mempertimbangkan faktor risiko sistemik dan kebijakan dividen yang konservatif pada bank milik negara (Nathania & Ekawati, 2024).

Adapun BVPS tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham pada taraf signifikansi 5% ($p = 0,0726$). Hasil ini menunjukkan bahwa nilai buku per saham belum mampu menjelaskan variasi return saham secara berarti pada bank BUMN dan GLC di kawasan ASEAN, yang mengindikasikan bahwa investor di pasar regional ini cenderung tidak menjadikan BVPS sebagai acuan utama dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil Estimasi Jangka Pendek

Tabel 4. Hasil Estimasi Jangka Pendek

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<i>Short-run (Mean-Group) Coefficients</i>				
COINTEQ	-1.395161	0.158757	-8.788005	0.0000
D(ROA)	-20.45976	53.66214	-0.381270	0.7038
D(ROA(-1))	4.087964	58.90093	0.069404	0.9448
D(EPS)	-15.87293	1866.269	-0.008505	0.9932
D(EPS(-1))	-527.7147	924.9236	-0.570549	0.5696
D(BVPS)	431.2284	310.6459	1.388167	0.1681
D(BVPS(-1))	255.7199	234.3946	1.090980	0.2779
C	-10.41655	9.488138	-1.097850	0.2749

Sumber: Output Eviews 14 (Data diolah)

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa koefisien *error correction term* (COINTEQ) bernilai negatif dan signifikan sebesar -1,395161 ($p = 0,0000$). Hal ini mengonfirmasi adanya mekanisme koreksi kesalahan yang valid, artinya ketika terjadi ketidakseimbangan jangka pendek, sistem akan melakukan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang dengan kecepatan sekitar 139,5% per tahun. Nilai koefisien yang melebihi -1 mengindikasikan bahwa proses penyesuaian bersifat *overshooting*, di mana koreksi terjadi secara agresif dan melampaui titik keseimbangan sebelum akhirnya konvergen.

Sementara itu, seluruh variabel jangka pendek $D(\text{ROA})$, $D(\text{ROA}(-1))$, $D(\text{EPS})$, $D(\text{EPS}(-1))$, $D(\text{BVPS})$, dan $D(\text{BVPS}(-1))$ tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap return saham pada taraf 5%, dengan nilai probabilitas masing-masing jauh di atas 0,05. Temuan ini mengindikasikan bahwa perubahan jangka pendek pada profitabilitas (ROA), laba per saham (EPS), maupun nilai buku per saham (BVPS) tidak secara langsung berdampak pada fluktuasi return saham bank BUMN dan GLC di ASEAN dalam periode yang sama. Kondisi ini dapat dijelaskan oleh karakteristik investor institusional yang mendominasi kepemilikan saham bank-bank tersebut, yang cenderung berorientasi jangka panjang sehingga tidak bereaksi secara signifikan terhadap perubahan fundamental jangka pendek (Nathania & Ekawati, 2024).

PEMBAHASAN

Temuan penelitian ini memberikan gambaran mengenai hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara ROA, EPS, dan BVPS terhadap return saham bank BUMN dan GLC di kawasan ASEAN. Hasil ini sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) yang menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi fundamental yang tersedia, serta *signalling theory* (Spence, 1973) yang memandang kinerja keuangan perusahaan sebagai sinyal bagi investor dalam menilai prospek investasi di pasar modal.

Earning Per Share Terhadap Return Saham

Dalam jangka panjang, EPS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham, yang berarti setiap kenaikan EPS justru berkorelasi dengan penurunan return saham. Hasil ini dapat dijelaskan melalui fenomena *price-to-earnings overvaluation* (Shiller, 2000), di mana saham bank dengan EPS tinggi cenderung telah mengalami apresiasi harga yang berlebihan di pasar, sehingga potensi return selanjutnya justru tertekan. Dalam konteks bank BUMN dan GLC di ASEAN yang dikenal sebagai saham *blue chip* dengan fundamental kuat, harga sahamnya umumnya sudah berada pada level premium, mendorong investor khususnya investor ritel untuk beralih ke saham perbankan dengan EPS lebih moderat yang menawarkan potensi return lebih optimal (Nurmawan & Nur, 2022). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurmawan dan Ichsanuddin Nur (2022) serta Kahfi, F. S. (2024), yang menyatakan bahwa EPS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham. Akan tetapi, temuan tersebut berbeda dengan hasil penelitian Olisaji et al. (2025) dan Kurniawan & Supriati (2026) yang menunjukkan bahwa EPS memiliki pengaruh positif terhadap return saham.

Dalam jangka pendek, baik $D(\text{EPS})$ maupun $D(\text{EPS}(-1))$ tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap return saham, dengan probabilitas masing-masing sebesar 0,9932 dan 0,5696. Ketidaksignifikanan ini dapat dijelaskan melalui konsep *information asymmetry* (Scott, 2015), di mana

investor pada pasar modal perbankan lintas negara ASEAN kerap menghadapi hambatan akses informasi, sehingga perubahan EPS tidak langsung ditransmisikan ke dalam return saham. Selain itu, temuan ini sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) yang menyatakan bahwa informasi historis termasuk EPS periode sebelumnya telah terserap dalam harga saham saat ini, sehingga tidak lagi memiliki daya prediksi yang berarti terhadap return pada periode berikutnya. Hal ini diperkuat oleh Suhendar & Suriani (2025) yang menemukan bahwa EPS tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham dalam jangka pendek karena pasar telah lebih dahulu mencerminkan ekspektasi laba dalam harga saham.

Return on Asset Terhadap Return Saham

Dalam jangka panjang, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham ($p = 0,0083$, koef. = 7,985), yang berarti setiap peningkatan ROA akan mendorong kenaikan return saham bank BUMN dan GLC di ASEAN. Temuan ini sejalan dengan *Signalling Theory*, di mana peningkatan ROA dipersepsikan pasar sebagai sinyal positif atas kemampuan manajemen dalam mendayagunakan aset secara efisien, sehingga mendorong kepercayaan investor dan mengangkat harga saham dalam jangka panjang. Dalam konteks bank BUMN dan GLC yang memiliki basis investor institusional yang besar, informasi profitabilitas jangka panjang justru menjadi acuan fundamental yang kuat karena mencerminkan ketahanan kinerja operasional bank secara berkelanjutan (Natsir, 2016). Hasil ini konsisten dengan Sastrawan et al. (2017) dan Gunawan & Hardyani (2014) yang mengonfirmasi bahwa profitabilitas yang solid merupakan pendorong utama apresiasi return saham perbankan dalam jangka panjang.

Dalam jangka pendek, baik $D(\text{ROA})$ maupun $D(\text{ROA}(-1))$ tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap return saham, dengan probabilitas masing-masing sebesar 0,7038 dan 0,9448. Hasil ini mengindikasikan bahwa perubahan efisiensi pengelolaan aset bank pada periode berjalan maupun periode sebelumnya belum mampu direspons langsung oleh pasar dalam membentuk return saham jangka pendek. Meskipun *Signalling Theory* menekankan pentingnya informasi yang dipublikasikan perusahaan dalam membentuk keputusan investasi (Sari & Wahidahwati, 2018), temuan ini menunjukkan bahwa informasi ROA belum mampu memberikan sinyal yang berarti bagi investor dalam jangka pendek. Kondisi ini mengindikasikan bahwa investor pada pasar modal perbankan lintas negara di ASEAN cenderung lebih mengutamakan sentimen pasar dan indikator makroekonomi kawasan dibandingkan data profitabilitas aset yang bersifat historis (Dawam et al., 2021).

Book Value Per Share Terhadap Return Saham

Hasil estimasi menunjukkan bahwa BVPS tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam jangka pendek, $D(\text{BVPS})$ dan $D(\text{BVPS}(-1))$

memiliki probabilitas masing-masing 0,1681 dan 0,2779, meskipun arah hubungannya positif sesuai hipotesis. Ketidaksignifikanan ini wajar mengingat BVPS merupakan indikator yang bergerak secara gradual melalui akumulasi laba ditahan, sehingga perubahannya dalam satu periode belum cukup kuat untuk langsung menggerakkan return saham. Investor cenderung membutuhkan waktu untuk memverifikasi apakah kenaikan nilai buku benar-benar mencerminkan perbaikan kinerja yang berkelanjutan (Angelica & Iryanto, 2024).

Pola ketidaksignifikanan ini berlanjut hingga jangka panjang, meski dengan derajat yang sedikit berbeda. BVPS tetap tidak signifikan pada taraf 5% ($p = 0,0726$, koef. = 2,981), mengindikasikan bahwa bahkan dalam horizon waktu yang lebih panjang, nilai buku ekuitas belum mampu menjelaskan variasi return saham secara berarti. Hal ini dapat dipahami karena bank-bank BUMN dan GLC dalam sampel diperdagangkan jauh di atas nilai bukunya (*price-to-book* tinggi), sehingga relevansi BVPS sebagai sinyal nilai intrinsik menjadi semakin terbatas di mata investor (Angelica & Iryanto, 2024). Temuan ini konsisten dengan Jefri et al. (2020) dan Tri (2019) yang menyimpulkan bahwa BVPS tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham pada konteks perbankan.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Earning Per Share* (EPS), *Return on Asset* (ROA), dan *Book Value Per Share* (BVPS) terhadap return saham bank BUMN dan *Government-Linked Companies* (GLC) di kawasan ASEAN selama periode 2010–2024 menggunakan pendekatan Panel ARDL-PMG. Hasil uji kointegrasi mengonfirmasi adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antar variabel, sementara koefisien *error correction term* (COINTEQ) yang negatif dan signifikan sebesar -1,395 mengindikasikan bahwa sistem mampu melakukan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang setelah mengalami guncangan jangka pendek.

Dalam jangka panjang, ROA terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, mengonfirmasi bahwa profitabilitas yang solid menjadi pendorong utama apresiasi return saham perbankan dalam horizon waktu yang panjang. Sebaliknya, EPS berpengaruh negatif dan signifikan, yang dapat dijelaskan melalui fenomena *price-to-earnings overvaluation* di mana saham bank BUMN dan GLC dengan EPS tinggi cenderung telah diperdagangkan pada harga premium sehingga potensi return selanjutnya justru terbatas (Shiller, 2000; Nurmawan & Ichsanuddin Nur, 2022). Adapun BVPS tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada taraf 5%, mengindikasikan bahwa nilai buku ekuitas belum menjadi acuan utama investor dalam menilai prospek return saham bank-bank dalam sampel.

Dalam jangka pendek, seluruh variabel EPS, ROA, dan BVPS tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa perubahan fundamental keuangan dalam satu periode tidak langsung direspons oleh pasar, sejalan dengan *Efficient Market Hypo-*

thesis (Fama, 1970) yang menyatakan bahwa informasi historis telah terserap dalam harga saham saat ini. Kondisi ini juga mencerminkan karakteristik investor institusional yang mendominasi kepemilikan saham bank BUMN dan GLC di ASEAN, yang cenderung berorientasi jangka panjang dan tidak reaktif terhadap fluktuasi fundamental jangka pendek (Nathania & Ekawati, 2024).

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan kontribusi empiris mengenai dinamika hubungan antara indikator fundamental keuangan dan return saham pada bank BUMN dan GLC di kawasan ASEAN dalam perspektif jangka pendek dan jangka panjang. Temuan ini menegaskan bahwa relevansi setiap indikator fundamental bersifat horizon-dependent ROA relevan dalam jangka panjang, sementara EPS dan BVPS memerlukan pertimbangan kontekstual yang lebih mendalam. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi investor dalam menyusun strategi investasi berbasis fundamental pada saham perbankan di kawasan ASEAN, sekaligus membuka peluang penelitian lanjutan yang mempertimbangkan faktor makroekonomi dan regulasi perbankan lintas negara sebagai variabel moderasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, sampel penelitian hanya mencakup delapan bank BUMN dan GLC dengan kapitalisasi pasar terbesar di lima negara ASEAN, sehingga hasil penelitian belum tentu dapat digeneralisasi pada seluruh sektor perbankan maupun industri lain di kawasan ASEAN yang memiliki karakteristik kepemilikan dan regulasi yang berbeda. Kedua, penelitian ini hanya mempertimbangkan tiga indikator fundamental internal EPS, ROA, dan BVPS tanpa memperhitungkan faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, suku bunga, nilai tukar, sentimen investor, maupun dinamika pasar modal masing-masing negara yang berpotensi memengaruhi return saham secara signifikan. Ketiga, meskipun model Panel ARDL-PMG mampu menangkap dinamika hubungan jangka pendek dan jangka panjang, model ini tidak secara eksplisit mengakomodasi guncangan eksternal (*external shocks*) seperti krisis keuangan global, pandemi COVID-19, maupun perubahan struktural kebijakan perbankan yang terjadi selama periode 2010–2024.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan sampel dengan memasukkan bank swasta dan bank campuran di kawasan ASEAN guna memperoleh perbandingan yang lebih komprehensif. Selain itu, penambahan variabel makroekonomi seperti inflasi, pertumbuhan GDP, dan tingkat suku bunga sebagai variabel kontrol dapat meningkatkan ketepatan estimasi model. Penelitian mendatang juga dapat mengeksplorasi peran sentimen investor dan efisiensi pasar modal di negara-negara berkembang ASEAN sebagai faktor yang memoderasi hubungan antara fundamental keuangan dan return saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Angelica, A., & Iryanto, M. B. W. (2024). Pengaruh Kebijakan Dividen, Ekuitas, dan Risiko Keuangan terhadap Kinerja Saham dengan Moderasi Sentimen Investor di Sektor Keuangan. *Jurnal Manajemen*, 14(1), 1-18. <https://doi.org/10.33369/Fairness.V5i3.15315>
- Blackburne III, E. F., & Frank, M. W. (2007). Estimation of nonstationary heterogeneous panels. *The Stata Journal*, 7(2), 197-208.
- Christine, D., Apriwandi, & Rachmat Hidayat. (2023). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga Dan Nilai Tukar Terhadap. *Jurnal Ekuilnomi*, 5(2), 237–244. <https://doi.org/10.36985/Ekuilnomi.V5i2.713>.
- Dawam, A., Arisinta, O., & Suhroh, A. A. (2021). Pengaruh *Return on Asset* (roa), return on equity (roe), *Earning Per Share* (eps) dan debt to equity ratio (der), terhadap return saham (studi pada sub sektor pulp dan kertas yang terdaftar di bursa efek indonesia (bei) periode tahun 2017-2019). *Jurnal Pendidikan Ekonomi Akuntansi Dan Kewirausahaan (JPEAKU)*, 1(2), 75-85. <https://doi.org/10.29407/Jpeaku.V1i2.17517>
- 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>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Lestari, F. P., Astuti, R. P., Anggraeni, A. S., & Ardiansyah, D. E. (2025). Peran Bank Sentral Dalam Mengawasi Stabilitas Lembaga Keuangan Nasional. *Journal Of Business Inflation Management And Accounting*, 2(1), 179–188. <https://doi.org/10.57235/Bima.V2i1.4688>.
- Nathania, R., & Ekawati, E. (2024). Banking on ESG: How ownership influences financial outcomes in 5-ASEAN countries. In *Banks and Bank Systems*, 19(3), 121. [https://doi.org/10.21511/Bbs.19\(3\).2024.11](https://doi.org/10.21511/Bbs.19(3).2024.11)
- Nurmawan, F., & Nur, D. I. (2022). Analisis Return Saham Perusahaan Perbankan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal GeoEkonomi*, 13(2), 245-254. <https://doi.org/10.36277/Geoekonomi.V13i2.188>
- Pambuko, Z. B., & Masrini, N. L. (2013). *Eviews: Analisis data keuangan untuk penelitian mahasiswa ekonomi*. Unimma Press.
- Pesaran, M. H., Schuermann, T., & Weiner, S. M. (2024). Modeling regional interdependencies using a global error-correcting macroeconometric model. *Journal of Business & Economic Statistics*, 22(2), 129–162.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621–634.
- Scott, W. R. (2015). Financial Accounting Theory Seventh Edition. In *Financial Accounting*.
- Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49–60.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3). <https://doi.org/10.2307/1882010>

- Tandelilin, E. (2010). Dasar-dasar manajemen investasi. *Manajemen Investasi*, 34, 117–127.
- Thampanya, N., Wu, J., Nasir, M. A., & Liu, J. (2020). Fundamental And Behavioural Determinants Of Stock Return Volatility In Asean-5 Countries. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money*, 65(C).
- Yolanda, ;, & Sentosa, S. U. (2023). Financial Development Analysis Of Economic Growth In Asean. *Endless: International Journal Of Future Studies*, 6(3), 58–66.
<https://doi.org/10.54783/Endlessjournal.V6i3.200>