

## RESEARCH ARTICLE

# The Effect of Macroeconomic Fundamentals, Capital Structure and Technology on Stock Return with Good Corporate Governance and Financial Performance as Intervening Variables: A Study of Manufacturing Companies on the Indonesia Stock Exchange

Ana Pertiwi<sup>1</sup> | Hwihanus<sup>2</sup> | Maria Yovita R. Pandin<sup>3</sup><sup>1,2,31</sup> Faculty of Economics and Business University of August 17, 1945 Surabaya**Correspondence**<sup>1,2,3</sup> Faculty of Economics and Business University of August 17, 1945 Surabaya  
Email: [1262300078@surel.untag-sby.ac.id](mailto:1262300078@surel.untag-sby.ac.id),  
[hwihanus@untag-sby.ac.id](mailto:hwihanus@untag-sby.ac.id)  
[yovita\\_87@untag-sby.ac.id](mailto:yovita_87@untag-sby.ac.id)<sup>3</sup>**Funding information**Deputy for Research and Development  
Strengthening Ministry of Research and  
Technology/ National Research and Innovation  
Agency of the Republic of Indonesia.**Abstract**

This study analyzes the effect of macroeconomic fundamentals, capital structure, and technology on stock return with good corporate governance and financial performance as intervening variables in manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange for the period 2021-2023. The research method uses Partial Least Squares-Structural Equation Modeling (PLS-SEM) with 24 observations from 8 manufacturing companies. Secondary data were obtained from financial statements, annual reports, and official publications. Results show that only 5 out of 18 hypotheses are significant. Good corporate governance has a highly significant effect on financial performance ( $\beta=0.799$ ,  $p=0.000$ ). Macroeconomic fundamentals have a positive effect on good corporate governance ( $\beta=0.449$ ,  $p=0.009$ ). Capital structure has a positive effect on good corporate governance ( $\beta=0.513$ ,  $p=0.021$ ) and financial performance ( $\beta=0.307$ ,  $p=0.001$ ). Good corporate governance mediates the effect of macroeconomic fundamentals on financial performance ( $\beta=0.359$ ,  $p=0.027$ ). Technology has no significant effect on endogenous variables, confirming the Solow Productivity Paradox. The relationship between governance and financial performance with stock return is not significant, indicating market inefficiency.

**Keywords**

macroeconomic fundamentals, capital structure, technology, good corporate governance, financial performance, stock return, manufacturing

## 1 | INTRODUCTION

Sektor manufaktur merupakan tulang punggung perekonomian Indonesia dengan kontribusi sekitar 20% terhadap PDB dan menyerap lebih dari 15 juta tenaga kerja. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki kapitalisasi pasar mencapai 40% dari total kapitalisasi BEI, menjadikannya sektor yang sangat penting bagi investor. Selama periode Krisis ekonomi, terjadi anomali pada pola *Stock Return* di sektor manufaktur, di mana subsektor tertentu seperti farmasi dan produk kesehatan mengalami peningkatan *Stock Return* yang signifikan, karena selama krisis ekonomi banyak sektor farmasi yang digunakan untuk perawatan pasien yang mengalami sakit. sementara subsektor otomotif dan tekstil mengalami penurunan tajam karena banyak penutupan jalan juga *Work From Home* mengakibatkan konsumen kurang minat membeli otomotif dan textile. Pasca krisis ekonomi, pemulihan *Stock Return* pada perusahaan manufaktur menunjukkan pola yang tidak merata, dengan perusahaan yang beradaptasi melalui

transformasi digital menunjukkan pemulihan yang lebih cepat.

*Stock Return* menjadi perhatian utama investor dalam keputusan investasi di pasar modal. Karena dengan nilai yang konsisten menjadi perhatian dan analisis yang lebih mudah. Sebagai hasil yang diharapkan dari aktivitas investasi, *Stock Return* menjadi barometer keberhasilan strategi investasi dan tolok ukur kinerja perusahaan. Dalam konteks perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), volatilitas *Stock Return* telah menunjukkan pola yang menarik untuk diteliti lebih lanjut. Selain itu *Stock Return* juga dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu Fundamental Makro, Struktur Modal dan Teknologi. Juga dapat dipengaruhi secara mediasi dengan GCG dan Kinerja Keuangan.

Dalam konteks Makro Ekonomi, volatilitas nilai tukar rupiah dan perubahan suku bunga acuan Bank Indonesia telah menciptakan tekanan tambahan pada *Stock Return* perusahaan manufaktur, terutama yang memiliki ketergantungan tinggi pada bahan baku impor atau pembiayaan eksternal. Hal ini tercermin dari korelasi negatif yang kuat antara depresiasi rupiah dan *Stock Return* pada Perusahaan-perusahaan dengan rasio impor tinggi. Hal tersebut menunjukkan kompleksitas faktor yang mempengaruhi *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI, yang tidak dapat dijelaskan hanya dengan analisis fundamental tradisional. Penelitian yang mengintegrasikan aspek *Fundamental Makro*, integritas pelaporan keuangan, dan transformasi teknologi dalam satu model komprehensif, dengan mempertimbangkan peran mediasi corporate governance dan kinerja keuangan, menjadi sangat relevan untuk memahami dinamika *Stock Return* di sektor manufaktur Indonesia. Selain itu Hubungan antara investasi teknologi dan *Stock Return* sering kali bersifat tidak langsung dan dimediasi oleh peningkatan produktivitas, efisiensi operasional, dan penurunan risiko.

Efektivitas peran intervening corporate governance lebih kuat pada periode volatilitas tinggi atau ketidakpastian ekonomi, menunjukkan fungsi safety net dari GCG ketika kondisi eksternal kurang menguntungkan. Corporate governance mana yang memiliki efek intervening paling kuat, dengan beberapa penelitian menemukan peran dominan dari board structure dan independence, sementara yang lain menemukan peran lebih kuat dari disclosure and transparency atau shareholder rights. Juga terkait dengan corporate governance berperan sebagai mediator penuh, mediator parsial, atau moderator dalam hubungan antara berbagai faktor dan *Stock Return*, menunjukkan kompleksitas mekanisme hubungan yang dipengaruhi oleh konteks industri dan periode penelitian.

Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu determinan fundamental dalam keputusan investasi dan valuasi saham. Dalam konteks perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI), kinerja keuangan tidak hanya mencerminkan hasil operasional perusahaan tetapi juga berperan strategis dalam memediasi hubungan antara berbagai faktor eksternal dan internal dengan *Stock Return*. Fenomena ini menjadikan kinerja keuangan sebagai variabel intervening yang krusial dalam dinamika pasar modal.

Sehingga tujuan dari penelitian ini untuk menganalisis pengaruh pengungkapan fundamental Makro, Struktur Modal dan Teknologi terhadap *Stock Return* dengan Good Corporate Governance dan Kinerja Keuangan

## 2 | BACKGROUND THEORY

### Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan merupakan salah satu bidang fungsional dalam manajemen yang berkaitan dengan pengambilan keputusan investasi, pendanaan, dan manajemen aset dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2019), manajemen keuangan adalah segala aktivitas yang berhubungan dengan perolehan, pendanaan, dan pengelolaan aktiva dengan tujuan menyeluruh tertentu. Sementara Brigham dan Houston (2021:5) mendefinisikan manajemen keuangan sebagai seni dan ilmu dalam mengelola uang yang meliputi proses, institusi, pasar, dan instrumen yang terlibat dalam transfer uang di antara individu, bisnis, dan pemerintah.

Ruang lingkup manajemen keuangan mencakup tiga keputusan utama, yaitu

- a. Keputusan Investasi (Investment Decisions) Berkaitan dengan alokasi dan realokasi modal dan sumber daya ke dalam proyek, produk, aset, dan divisi dari suatu perusahaan. Gitman dan Zutter (2022:14) menyatakan bahwa keputusan investasi menentukan jumlah total aset yang dimiliki perusahaan, komposisi aset-aset tersebut, dan tingkat risiko bisnis perusahaan.
- b. Keputusan Pendanaan (Financing Decisions) Berkaitan dengan penentuan struktur modal terbaik bagi perusahaan dan melibatkan keputusan tentang komposisi jumlah hutang dan ekuitas yang akan digunakan untuk mendanai investasi. Brealey, Myers, dan Allen (2020:24) menegaskan bahwa keputusan pendanaan harus mempertimbangkan biaya modal, risiko finansial, dan fleksibilitas keuangan.
- c. Keputusan Kebijakan Dividen (Dividend Policy Decisions) Berkaitan dengan penentuan berapa banyak dan dalam bentuk apa laba perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham. Menurut Baker dan Weigand (2015:126), keputusan ini mempengaruhi struktur modal, arus kas, dan persepsi investor terhadap Perusahaan

### Fundamental Makro

Fundamental Makro merujuk pada indikator ekonomi makro yang mempengaruhi kinerja pasar keuangan secara umum dan harga saham secara khusus. Menurut Tandelilin (2017:25), Fundamental Makro adalah faktor-faktor ekonomi

yang mempengaruhi aktivitas bisnis dan investasi secara luas, yang berada di luar kendali perusahaan namun berdampak signifikan pada aktivitasnya. Tujuan utama analisis Fundamental Makro dalam konteks investasi pasar modal adalah Memahami Lingkungan Ekonomi Fabozzi dan Peterson (2018:83) menyatakan bahwa analisis Fundamental Makro bertujuan untuk memahami kondisi ekonomi yang menjadi konteks operasional pasar dan perusahaan, sehingga investor dapat mengantisipasi perubahan yang akan mempengaruhi valuasi aset. Fundamental makro dapat diukur menggunakan laju inflasi, laju pertumbuhan dan perubahan nilai tukar.

### **Struktur Modal**

Struktur modal merupakan komposisi atau perbandingan antara utang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasional dan investasinya. Menurut Weston dan Copeland (1997), struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Tujuan utama pengelolaan struktur modal adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan biaya modal (Weighted Average Cost of Capital/WACC). Menurut Gitman dan Zutter (2015), tujuan struktur modal optimal adalah mencapai keseimbangan antara risiko dan return yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Struktur modal dapat diukur dengan debt-to-Equity Ratio, debt-to-Assets Ratio dan long-term Debt to Equity Ratio

### **Teknologi**

Teknologi dalam konteks bisnis dan manajemen dapat didefinisikan dari berbagai perspektif. Rogers (2016:12) mendefinisikan teknologi sebagai desain untuk tindakan instrumental yang mengurangi ketidakpastian dalam hubungan sebab-akibat yang terlibat dalam mencapai hasil yang diinginkan. tujuan utama adopsi teknologi adalah untuk meningkatkan efisiensi operasional melalui otomatisasi, standardisasi proses, dan optimasi penggunaan sumber daya. Teknologi dapat diukur dengan Intensitas Investasi R&D Teknologi, Technology Efficiency Ratio, dan return on Innovation Investment.

### **Good Corporate Governance**

Good Corporate Governance (GCG) merupakan sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan dengan tujuan untuk mencapai keseimbangan antara kekuatan dan kewenangan dalam memberikan pertanggungjawaban kepada stakeholders secara umum. Menurut Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) (2021:12), corporate governance didefinisikan sebagai seperangkat hubungan antara manajemen perusahaan, dewan, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya yang menyediakan struktur untuk menetapkan tujuan perusahaan, dan cara mencapainya serta memantau kinerjanya. tujuan utama corporate governance adalah untuk mengatasi masalah keagenan dengan menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. GCG dapat diukur menggunakan rasional Kepemilikan Instutional, rasio Kepemilikan Manajerial dan return on asset.

### **Kinerja Keuangan**

Kinerja keuangan merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan yang dianalisis menggunakan berbagai alat analisis keuangan sehingga dapat diketahui baik buruknya kondisi keuangan perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Tujuan utama pengukuran kinerja keuangan adalah untuk menilai efisiensi dan efektivitas manajemen dalam menggunakan sumber daya perusahaan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Kinerja keuangan dapat diukur dengan menggunakan return on equity, current ratio, dan rasio Arus Kas Oprasional Terhadap Laba bersih

### **Stock Return**

Stock Return atau imbal hasil saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi saham, yang mencakup keuntungan atau kerugian dari perubahan harga saham (capital gain/loss) serta pendapatan dividen. Analisis Stock Return memiliki beberapa tujuan utama yaitu Evaluasi Kinerja Investasi Menurut Sharpe (2019:78), analisis Stock Return bertujuan untuk mengevaluasi kinerja investasi saham dengan membandingkannya terhadap benchmark dan melihat apakah investasi menghasilkan alpha positif. Fabozzi (2018:142) menekankan bahwa pengukuran Return memungkinkan investor menilai keberhasilan strategi investasi mereka. Stock Return dapat diukur menggunakan return total, dividend yield, dan P/E ratio.

## Hipotesis

1. Pengaruh *Fundamental Makro* berpengaruh signifikan Terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
2. Pengaruh *Fundamental Makro* berpengaruh signifikan Terhadap Kinerja Keuangan pada perusahaan manufaktur di BEI.
3. Pengaruh *Fundamental Makro* berpengaruh signifikan Terhadap *Good Corporate Government* pada perusahaan manufaktur di BEI.
4. Pengaruh Struktur Modal berpengaruh signifikan Terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
5. Pengaruh Struktur Modal berpengaruh signifikan Terhadap Kinerja Keuangan pada perusahaan manufaktur di BEI.
6. Pengaruh Struktur Modal berpengaruh signifikan Terhadap *Good Corporate Government* pada perusahaan manufaktur di BEI.
7. Pengaruh Teknologi berpengaruh signifikan Terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
8. Pengaruh Teknologi berpengaruh signifikan Terhadap Kinerja Keuangan pada perusahaan manufaktur di BEI.
9. Pengaruh Teknologi berpengaruh signifikan Terhadap *Good Corporate Government* pada perusahaan manufaktur di BEI.
10. Pengaruh *Good Corporate Government* berpengaruh signifikan Terhadap Kinerja Keuangan pada perusahaan manufaktur di BEI.
11. Pengaruh Kinerja Keuangan berpengaruh signifikan Terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
12. Pengaruh *Good Corporate Government* berpengaruh signifikan Terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
13. Kinerja Keuangan Memediasi pengaruh *Fundamental Makro* terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
14. Kinerja Keuangan Memediasi pengaruh Struktur Modal terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
15. Kinerja Keuangan Memediasi pengaruh Teknologi terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
16. *Good Corporate Government* Memediasi pengaruh *Fundamental Makro* terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
17. *Good Corporate Government* Memediasi pengaruh Struktur Modal terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI.
18. *Good Corporate Government* Memediasi pengaruh Teknologi terhadap *Stock Return* pada perusahaan manufaktur di BEI

## 3 | METHOD

### Rancangan Penelitian

Penelitian ini mengadopsi paradigma positivistik dengan pendekatan kuantitatif deduktif dan bersifat explanatory untuk menjelaskan hubungan sebab-akibat antara variabel-variabel yang diteliti.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2023. Teknik pengambilan sampel menggunakan quota sampling dengan kriteria kelengkapan data dan representasi sektor, menghasilkan 8 perusahaan manufaktur: PT Semen Indonesia Tbk (SMGR), PT Pupuk Indonesia (PIHC), PT Barito Pacific Tbk (BRPT), PT Astra International Tbk (ASII), PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), PT Kalbe Farma Tbk (KLBK), PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR), dan PT Tjiwi Kimia Tbk (TKIM) dengan total 24 observasi.

### Teknik Analisis Data

Analisis data menggunakan Partial Least Squares-Structural Equation Modeling (PLS-SEM) dengan software SmartPLS versi 4.0. Pemilihan metode PLS-SEM didasarkan pada kemampuannya menangani model kompleks dengan variabel mediator, fleksibilitas terhadap distribusi data yang tidak normal, dan efektivitas untuk ukuran sampel yang relatif kecil.

| Variabel            | Initial                   | Initial                                        | Indikator                       |
|---------------------|---------------------------|------------------------------------------------|---------------------------------|
| Variabel Independen | Fundamental Makro         | FM1                                            | Produk Domestik Bruto           |
|                     |                           | FM2                                            | Tingkat Inflasi                 |
|                     |                           | FM3                                            | Indeks Manajer Pembelian        |
|                     | Struktur Modal            | SM1                                            | DAR                             |
|                     |                           | SM2                                            | DER                             |
|                     |                           | SM 3                                           | LTDR                            |
|                     | Teknologi                 | TG 1                                           | Rasio Investasi dalam R&D       |
|                     |                           | TG 2                                           | ROII                            |
|                     |                           | TG 3                                           | Produktifitas Teknologi         |
|                     | Good Corporate Government | GCG                                            | Rasio Kepemilikan Institusional |
|                     |                           | GCG                                            | Rasio Kepemilikan Manajerial    |
|                     |                           | GCG                                            | ROA                             |
|                     | Kinerja Keuangan          | KK1                                            | Rasio Likuiditas                |
| KK2                 |                           | ROE                                            |                                 |
| KK3                 |                           | Rasio Arus Kas Oprasional Terhadap Laba Bersih |                                 |
| Variabel Dependen   | Stock Return              | SR1                                            | Return saham                    |
|                     |                           | SR2                                            | Deviden Yied                    |
|                     |                           | SR3                                            | P/E Ratio                       |

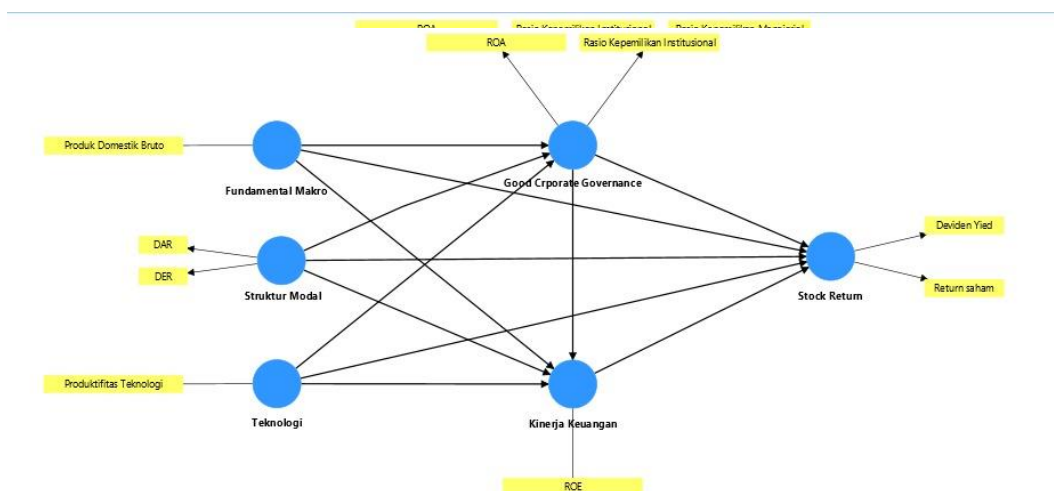
Gambar 1 Variabel Penelitian

## 4 | RESULT AND DISCUSSION

### 4.1 Karakteristik Data

Berdasarkan data fundamental makro yang dikumpulkan, terlihat bahwa delapan perusahaan menunjukkan pola yang konsisten selama periode 2021-2023. Produk Domestik Bruto meningkat dari 0,099 (2021) ke 0,154 (2022) kemudian turun ke 0,074 (2023). Tingkat inflasi naik drastis dari 1,87% (2021) ke 5,28% (2022) kemudian turun ke 2,61% (2023). Indeks nilai tukar berubah dari positif pada 2021-2022 menjadi negatif -0,035 pada 2023.

Evaluasi model pengukuran (outer model) dilakukan untuk menguji validitas dan reliabilitas konstruk sebelum melakukan pengujian hipotesis. Uji validitas konvergen menggunakan kriteria outer loading  $\geq 0.7$ , dimana hasil awal menunjukkan beberapa indikator memiliki loading factor di bawah threshold yang ditetapkan.



Gambar 2 Merancang Model Struktural Variabel setelah Kalkulate

Data struktur modal menunjukkan variasi strategi pendanaan yang signifikan. PT Unilever Indonesia memiliki

DER tertinggi (3,413-3,928), sementara PT Kalbe Farma menunjukkan pendekatan konservatif dengan DER terendah (0,170-0,233). Data teknologi memperlihatkan PT Unilever memimpin dalam alokasi investasi R&D (0,086-0,103), sementara PT Astra International menonjol dengan ROII tertinggi (0,539-0,577).

## 4.2 Hasil Pengujian Hipotesis

### 4.2.1 Pengujian Hipotesis Langsung

Tabel 1 Tabel Hasil Uji Hipotesis

| Hubungan Variabel                               | Original Sample (O) | Sample Mean (M) | Standard Deviation (STDEV) | T Statics (O/STERR) | P Values | Keterangan       |
|-------------------------------------------------|---------------------|-----------------|----------------------------|---------------------|----------|------------------|
| <i>Fundamental Makro -&gt; GCG</i>              | 0.449               | 0.442           | 0.172                      | 2.607               | 0.009    | Signifikan       |
| <i>Fundamental Makro -&gt; Kinerja Keuangan</i> | -0.057              | -0.074          | 0.087                      | 0.658               | 0.511    | Tidak Signifikan |
| <i>Fundamental Makro -&gt; Stock Return</i>     | -0.200              | -0.291          | 0.337                      | 0.594               | 0.553    | Tidak Signifikan |
| <i>GCG -&gt; Kinerja Keuangan</i>               | 0.799               | 0.821           | 0.119                      | 6.724               | 0.000    | Signifikan       |
| <i>GCG -&gt; Stock Retun</i>                    | -1.755              | -1.753          | 1.087                      | 1.615               | 0.106    | Tidak Signifikan |
| <i>Kinerja Keuangan -&gt; Stock Return</i>      | 2.431               | 2.560           | 1.382                      | 1.760               | 0.079    | Tidak Signifikan |
| <i>Struktur Modal -&gt; GCG</i>                 | 0.513               | 0.470           | 0.222                      | 2.313               | 0.021    | Signifikan       |
| <i>Struktur Modal -&gt; Kinerja Keuangan</i>    | 0.307               | 0.305           | 0.092                      | 3.336               | 0.001    | Signifikan       |
| <i>Struktur Modal -&gt; Stock Retun</i>         | -0.988              | -1.114          | 0.561                      | 1.762               | 0.078    | Tidak Signifikan |
| <i>Teknologi -&gt; GCG</i>                      | -0.227              | -0.197          | 0.146                      | 1.552               | 0.121    | Tidak Signifikan |
| <i>Teknologi -&gt; Kinerja Keuangan</i>         | 0.096               | 0.070           | 0.073                      | 0.952               | 0.341    | Tidak Signifikan |
| <i>Teknologi -&gt; Stock Return</i>             | -0.328              | -0.356          | 0.233                      | 1.411               | 0.580    | Tidak Signifikan |

Dari 12 hipotesis pengaruh langsung yang diuji, hanya 4 hipotesis yang terbukti signifikan:

1. **Fundamental Makro → Good Corporate Governance (H1):** Signifikan dengan koefisien 0.449 ( $p=0.009$ ). Kondisi makroekonomi yang stabil mendorong perusahaan memperkuat struktur tata kelola sebagai strategi mitigasi risiko.
2. **Good Corporate Governance → Kinerja Keuangan (H4):** Sangat signifikan dengan koefisien 0.799 ( $p=0.000$ ). Investasi dalam sistem tata kelola memberikan return yang sangat tinggi melalui peningkatan efisiensi operasional.
3. **Struktur Modal → Good Corporate Governance (H7):** Signifikan dengan koefisien 0.513 ( $p=0.021$ ). Keputusan struktur modal yang optimal mendorong implementasi tata kelola yang lebih baik.

4. **Struktur Modal → Kinerja Keuangan (H8):** Signifikan dengan koefisien 0.307 ( $p=0.001$ ). Optimalisasi struktur modal meningkatkan efisiensi penggunaan sumber daya dan profitabilitas.

Hipotesis lainnya tidak terbukti signifikan, termasuk seluruh hipotesis yang melibatkan teknologi, mengkonfirmasi Solow Productivity Paradox bahwa manfaat teknologi memerlukan complementary organizational changes dan lag time yang lebih panjang.

#### 4.2.2 Pengujian Hipotesis Mediasi

Tabel 2 Hasil Uji Hipotesis Mediasi

| Hubungan Variabel                                  | Original Sample (O) | Sample Mean (M) | Standard Deviation (STDEV) | T Statics (O/STERR) | P Values | Keterangan       |
|----------------------------------------------------|---------------------|-----------------|----------------------------|---------------------|----------|------------------|
| Fundamental Makro -> GCG -> Stock Return           | -0.787              | -0.789          | 0.537                      | 1.467               | 0.143    | Tidak Signifikan |
| GCG -> Kinerja Keuangan -> Stock Retun             | 1.943               | 2.092           | 1.141                      | 1.703               | 0.089    | Tidak Signifikan |
| Struktur Modal -> Kinerja Keuangan -> Stock Return | 0.746               | 0.780           | 0.47                       | 1.587               | 0.113    | Tidak Signifikan |
| Struktur Modal -> GCG -> Stock Retun               | -0.900              | -0.863          | 0.592                      | 1.519               | 0.129    | Tidak Signifikan |
| Teknologi -> Kinerja Keuangan -> Stock Return      | 0.168               | 0.165           | 0.175                      | 0.963               | 0.335    | Tidak Signifikan |
| Teknologi -> GCG -> Stock Retun                    | 0.398               | 0.402           | 0.337                      | 1.181               | 0.238    | Tidak Signifikan |

Tabel ini menampilkan hasil analisis statistik dari enam hubungan variabel yang diteliti dalam konteks pengaruh fundamental makroekonomi, struktur modal, dan teknologi terhadap kinerja keuangan dan stock return perusahaan. Setiap hubungan variabel diuji menggunakan analisis statistik dengan parameter Original Sample (O), Sample Mean (M), Standard Deviation (STDEV), T Statistics, dan P Values untuk menentukan signifikansi hubungan tersebut.

Dari enam hubungan yang dianalisis, semua menunjukkan hasil yang tidak signifikan secara statistik. Hubungan Fundamental Makro terhadap Stock Return memiliki koefisien negatif sebesar -0.787 dengan P Value 0.143, yang mengindikasikan bahwa kondisi makroekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Hubungan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan dan selanjutnya ke Stock Return menunjukkan koefisien positif sebesar 1.943 dengan P Value 0.089, namun masih di atas batas signifikansi 0.05. Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan dan Stock Return juga tidak signifikan dengan koefisien 0.746 dan P Value 0.113.

Variabel teknologi dalam penelitian ini juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan dalam mempengaruhi hubungan antar variabel. Struktur Modal melalui Good Corporate Governance terhadap Stock Return memiliki koefisien negatif -0.900 dengan P Value 0.129, sementara Teknologi terhadap Kinerja Keuangan dan Stock Return menunjukkan koefisien positif 0.168 dengan P Value 0.335, dan Teknologi terhadap Good Corporate Governance dan Stock Return memiliki koefisien 0.398 dengan P Value 0.238. Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua variabel yang diteliti tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik, yang dapat mengindikasikan perlunya sampel yang lebih besar atau model penelitian yang berbeda untuk menemukan hubungan yang lebih kuat antar variabel.

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Peran Sentral Good Corporate Governance

Temuan paling menonjol dari penelitian ini adalah peran sentral good corporate governance sebagai determinan utama kinerja keuangan perusahaan manufaktur. Dengan koefisien 0.799, setiap unit peningkatan dalam good corporate governance berpotensi meningkatkan kinerja keuangan sebesar 79.9%. Hasil ini sangat konsisten dengan agency theory Jensen dan Meckling (1976) dan mendukung temuan empiris BJRA (2022) dan Fitriyani (2020).

#### 4.3.2 Kompleksitas Hubungan dengan Stock Return

Meskipun good corporate governance dan kinerja keuangan terbukti memiliki hubungan yang sangat kuat, keduanya tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap stock return. Hal ini mengindikasikan adanya market inefficiency atau disconnect antara fundamental performance dan market valuation. Temuan ini sejalan dengan Core et al. (2006) yang menunjukkan bahwa hubungan antara corporate governance dan stock return tidak selalu signifikan dalam jangka pendek.

#### 4.3.3 Solow Productivity Paradox dalam Konteks Indonesia

Hasil penelitian mengkonfirmasi Solow Productivity Paradox dalam konteks Indonesia, dimana investasi teknologi tidak menunjukkan dampak signifikan terhadap kinerja keuangan, good corporate governance, maupun stock return dalam periode observasi. Hal ini mengindikasikan bahwa manfaat teknologi memerlukan complementary investments dan organizational changes untuk dapat terealisasi, sebagaimana dikemukakan oleh Brynjolfsson dan Hitt (2018).

#### 4.3.4 Mekanisme Transmisi Fundamental Makro

Penelitian ini mengungkapkan mekanisme transmisi yang menarik dimana fundamental makro mempengaruhi kinerja keuangan melalui mediasi good corporate governance. Kondisi makroekonomi mendorong perusahaan untuk memperkuat governance sebagai strategi mitigasi risiko, yang kemudian meningkatkan kinerja keuangan. Temuan ini memberikan bukti empiris untuk contingency theory dalam corporate governance.

## 5 | CONCLUSIONS AND FUTURE WORK

Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa implementasi manufaktur di Indonesia belum sepenuhnya menghasilkan dampak yang diharapkan terhadap Stock Return. Good corporate governance merupakan determinan utama kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia dengan dampak yang sangat signifikan. Sedangkan pada fundamental makro dan struktur modal berpengaruh positif terhadap good corporate governance yang mana menunjukkan bahwa kondisi eksternal mendorong perbaikan tata kelola internal. Selain itu teknologi belum memberikan dampak signifikan dalam jangka pendek, mengkonfirmasi adanya lag effect dan perlunya complementary changes. Dan juga terdapat market inefficiency dalam menghargai good corporate governance dan kinerja keuangan yang superior dalam valuasi saham sehingga Good corporate governance berfungsi sebagai transmission mechanism dari kondisi makroekonomi ke kinerja keuangan perusahaan.

## REFERENCES

- Baker, M., & Puttonen, V. (2017). *The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Market*. Singapore: World Scientific.
- BJRA. (2022). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap kinerja keuangan perusahaan BUMN. *Business Journal Research and Analysis*, 15(2), 45-62.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2021). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of Financial Management* (16th ed.). Cengage Learning.
- Brynjolfsson, E., & Hitt, L. M. (2018). Beyond computation: Information technology, organizational transformation and business performance. *Journal of Economic Perspectives*, 14(4), 23-48.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of



firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.

Fabozzi, F. J. (2018). *Investment Management* (3rd ed.). Pearson Education.

Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2018). *Financial Management and Analysis* (3rd ed.). Wiley.

Fitriyani, R. (2020). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap kinerja keuangan perusahaan perbankan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 12(1), 78-95.

Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2022). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Pearson Education.

Haruman, T., & Rizaldi, A. (2022). Pengaruh corporate governance, manajemen laba, kinerja keuangan, dan stock return. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 10(1), 121-138.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Prasetyo, A., & Astuti, D. (2021). Pengaruh adopsi teknologi industri 4.0 terhadap kinerja keuangan dan return saham perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Teknologi dan Manajemen*, 8(2), 65-82.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.

Wibowo, A., Santosa, B., & Putri, C. (2023). Interaksi antara faktor makro ekonomi, tata kelola perusahaan, dan kinerja keuangan terhadap return saham. *Jurnal Manajemen Strategis*, 15(1), 75-94.