BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

1. Andi Nilawati, Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin, Makassar, 2012, Analisis risiko investasi terhadap *return* saham pada industri telekomunikasi di Indonesia tahun 2006-2011. Hasil penelitian variabel risiko investasi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Secara parsial, variabel *expected return, market risk, business risk*, dan *financial risk* juga berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.
2. Dini Prasetyani, Prodi Akuntansi Universitas Negeri Yogyakarta, 2016, Pengaruh Risiko Investasi Terhadap *Return* Saham pada Perusahaan Manufaktur Sektor *Food & Beverages* yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2012. Hasil penelitian *market risk* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, *financial risk* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham, *business risk* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Secara simultan *market risk, business risk*, dan *financial risk* berpengaruh dan tidak signifikan terhadap *return* saham.
3. Salimatul Musyarofah, Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya Malang, 2015, Pengaruh Beta Pasar dan *Dividend Payout Ratio* Terhadap *Return* Saham (Studi Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013). Hasil penelitian secara simultan beta pasar dan *dividend payout ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil secara parsial menunjukkan bahwa beta pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *dividend payout ratio* tidak berpengaruh terhadap return saham.

4. Tia Maimanah, Magister Manajemen Universitas Muhammadiyah Malang, 2017, Pengaruh *Leverage* Terhadap *Income Smoothing* Dan *Stock Return*. Hasil penelitian *operating leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap *stock return* dan *financial leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap *income smoothing*. *Operating leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *income smoothing* dan *financial leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *stock return*. Serta *operating leverage* dan *financial leverage* tidak berpengaruh terhadap *stock return* melalui *income smoothing*.
5. Ranita Syafitri, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, 2017, Pengaruh Struktur Modal, *Economic Value Added*, *Leverage*, dan Profitabilitas Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Sektor Farmasi yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. Hasil penelitian secara parsial LTDER, EVA, DOL, dan ROI tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan DFL berpengaruh positif terhadap *return* saham. Secara simultan semua vatiabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

2.2 Tinjauan Teori Dan Konsep

2.2.1 Market Risk

Market risk merupakan faktor penting dalam taksiran tingkat pengembalian suatu sekuritas. *Market risk* (risiko pasar) adalah risiko yang tidak dapat didiversifikasikan, dengan kata lain risikonya memiliki sifat untuk memengaruhi secara menyeluruh. Perubahan pasar dapat memengaruhi variabilitas imbal hasil suatu investasi Tandelilin dalam buku Fahmi (2015: 220).

1. Prinsip *Market Risk*

   Risiko pasar menetap dalam suatu aset sehingga tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi. Prinsip risiko pasar menyatakan bahwa imbalan menanggung risiko tergantung hanya dari risiko pasar atas suatu investasi

(Westerfield,2009: 595). Tingkat pengembalian suatu sekuritas berisiko hanya bergantung dari *market risk* dari sekuritas tersebut (Ross et.al dalam jurnal Prasetyani, 2016).

2. Beta

Besarnya risiko suatu saham ditentukan oleh beta (β). Beta menunjukkan hubungan (gerakan) antara saham dan pasarnya (saham secara keseluruhan). Beta (β) diartikan sebagai risiko saham sistematis. Penilaian beta dapat dikategorikan menjadi tiga kondisi berikut:

$\beta > 1$ menunjukkan bahwa harga saham perusahaan lebih mudah berubah dibandingkan indeks pasar.
$\beta < 1$ menunjukkan bahwa tidak mudah terjadi perubahan akibat kondisi pasar.
$\beta = 1$ menunjukkan bahwa besarnya *market risk* sama seperti indeks pasar.

Pada saat $\beta > 1$, artinya kondisi saham menjadi lebih berisiko. Sebagai contoh jika pada saat terjadinya perubahan pasar sebesar 1% maka pada saham PT X akan mengalami perubahan lebih besar dari 1% atau saham X > 1% (Fahmi,2015: 189).

3. Pengukuran Beta Dengan *Single Index Model*

Zubir (2011:97) *Single index model* adalah sebuah teknik untuk mengukur *return* dan risiko sebuah saham atau portofolio. Model tersebut mengasumsikan bahwa pergerakan *return* saham hanya berhubungan dengan pergerakan pasar. Jika pasar bergerak naik, dalam arti permintaan terhadap saham meningkat, maka harga saham di pasar akan naik pula. Sebaliknya, jika pasar bergerak turun, maka harga saham akan turun pula. Jadi, *return* saham berkorelasi dengan *return* pasar. Setiap perusahaan tidak sama dalam merespon perubahan pasar. Ada perusahaan yang sensitif

terhadap perubahan pasar, ada pula yang kurang sensitif. Secara statistik, hubungan *return* saham dan *return* pasar dinyatakan dengan persamaan garis lurus berikut:

$R_i = \alpha_1 + \beta_1 R_m$

di mana

R_i = return saham i

α_1 = komponen dalam return saham i yang independen terhadap return pasar

R_m = return indeks pasar

β_1 = konstanta yang mengukur expected perubahan R_i terhadap perubahan R_m

Dengan Ordinary Least Squares diperoleh:

$$\beta = \frac{\sum R_i R_m - n\overline{R}_i\overline{R}_m}{\sum R_m^2 - n\overline{R}_m^2}$$

dimana

β = Beta

R_i = Return Saham

R_m = Return Pasar (IHSG)

$\overline{R}_i$ = Rata-rata Return Saham

$\overline{R}_m$ = Rata-rata Retun Pasar (IHSG)

n = Jumlah Saham

return pasar diukur dengan perubahan indeks harga pasar gabungan (IHSG) karena indeks harga saham gabungan dianggap mencerminkan perubahan nilai dari seluruh saham yang ada di pasar. Jadi, *return* pasar adalah sebesar *return* IHSG tersebut. Peneliti mendapatkan data IHSG dari www.yahoofinance.com.

2.2.2 Business Risk

Business risk (risiko bisnis) adalah risiko yang diciptakan akibat tidak efisiensinya operasional perusahaan, dimana terdapat kegagalan internal kontrol yang mengakibatkan kerugian yang diperkirakan sebelumnya (Pandey dalam Nilawati, 2012). Menurut Prasetyani (2016) *Business risk* merupakan ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi pengembalian atas modal yang diinvestasikan, ketidakpastian pada perkiraan pendapatan operasi perusahaan dimasa mendatang.

1. *Leverage* Operasi

   Sebagian *business risk* bergantung pada seberapa besar biaya tetap digunakan dalam operasi suatu perusahaan, jika biaya tetap tinggi, bahkan penurunan penjualan yang kecil sekali pun akan dapat menyebabkan penurunan ROE dalam jumlah besar. Jadi, jika hal lain dianggap konstan, makin tinggi biaya tetap suatu perusahaan, maka makin besar risiko usahanya. Biaya tetap yang lebih tinggi pada umumnya dikaitkan dengan perusahaan dan industri yang padat modal dan sangat terotomatisasi.

   Jika sebagian besar dari total biaya merupakan biaya tetap, maka perusahaan tersebut dikatakan memiliki tingkat *leverage* operasi (*operating leverage*) yang tinggi (Brigham Houston 2011: 160).

2. *Degree of Operating Leverage*

   James C Van Horne & John M Wachowicz Jr (2010:188-192) DOL suatu perusahaan dengan tingkat output tertentu (atau penjualan) adalah persentase perubahan dalam laba operasional atas perubahan persentasi dalam output (atau penjualan) yang menyebabkan perubahan laba. Jadi,

   $$\text{DOL} = \frac{\text{\% Perubahan dalam laba operasional (EBIT)}}{\text{\% Perubahan dalam output (atau penjualan)}}$$

Sensitivitas perusahaan pada perubahan dalam penjualan yang diukur oleh DOL akan berbeda untuk tiap tingkat output (atau penjualan).

3. DOL dan *Business Risk*

Penting untuk diingat bahwa DOL hanyalah salah satu komponen dari *business risk* (risiko bisnis) keseluruhan perusahaan. Faktor-faktor utama lainnya yang dapat meningkatkan *business risk* adalah variabilitas atau ketidakpastian biaya penjualan dan produksi. DOL perusahaan memperbesar dampak berbagai faktor ini pada variabilitas laba operasional. Akan tetapi, DOL sendiri bukanlah merupakan sumber variabilitas tersebut. DOL yang tinggi tidak ada artinya jika perusahaan mempertahankan penjualan yang konstan dan struktur biaya yang konstan. Sama halnya, akan merupakan suatu kesalahan untuk memperlakukan DOL perusahaan sebagai sinonim dari *business risk*. Akan tetapi, oleh karena variabilitas dasar biaya penjualan dan produksi, DOL akan memperbesar variabilitas laba operasi, dan akhirnya, *business risk* perusahaan. Jadi, DOL seharusnya dianggap sebagai "potensi risiko" yang akan "aktif" hanya jika terdapat variabilitas dalam biaya penjualan dan produksi.

2.2.3 Financial Risk

Financial risk (risiko keuangan) merupakan tambahan risiko yang dibebankan kepada pemegang saham biasa sebagai akibat dari keputusan untuk melakukan pendanaan utang. Jika perusahaan menggunakan utang (*leverage* keuangan), maka hal ini akan mengonsentrasikan risiko usaha pada pemegang saham biasa.

Pada umumnya, pendanaan menggunakan utang akan meningkatkan perkiraan tingkat pengembalian suatu investasi, tetapi utang juga meningkatkan risiko bagi para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham biasa. Penggunaan

leverage keuangan akan meningkatkan ROE yang diharapkan dari sudut yang lain, namun *leverage* tersebut juga meratakan distribusi probabilitas, meningkatkan probabilitas terjadinya kerugian dalam jumlah besar, dan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham. *Leverage* yang lebih tinggi akan meningkatkan EPS yang diharapkan, namun juga akan meningkatkan risiko (Brigham Houston, 2011: 164-171).

1. *Leverage* Keuangan

   Leverage keuangan melibatkan penggunaan pendanaan biaya tetap. Menariknya, *leverage* keuangan diperoleh karena pilihan sendiri, akan tetapi *leverage* operasional kadang kala tidak. Jumlah *leverage* operasional (jumlah biaya operasional tetap) yang digunakan oleh perusahaan kadang ditentukan oleh kebutuhan fisik operasi perusahaan. *Leverage* keuangan digunakan dengan harapan dapat meningkatkan pengembalian ke para pemegang saham biasa. *Leverage* yang menguntungkan (*favorable*) atau positif terjadi jika perusahaan dapat menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dengan menggunakan dana yang didapat dalam bentuk biaya tetap tersebut (dana yang didapat dengan menerbitkan utang bersuku bunga tetap atau saham preferen dengan tingkat dividen yang konstan) daripada biaya pendanaan tetap yang harus dibayar.

2. Tingkat *Leverage* Keuangan (DFL)

   Ukuran kuantitatif untuk sensitivitas EPS perusahaan terhadap perubahan dalam laba operasional perusahaan disebut sebagai tingkat *leverage* keuangan (*degree of financial leverage*-DFL). DFL untuk tingkat laba operasional tertentu adalah perubahan persentase dalam EPS atas perubahan persentase dalam laba operasional yang menyebabkan perubahan dalam EPS. Jadi,

$$DFL = \frac{\%\ \text{Perubahan dalam EPS}}{\%\ \text{Perubahan dalam laba operasional (EBIT)}}$$

DFL lebih besar untuk alternatif saham dibandingkan alternatif utang. Hal ini disebabkan karena beban bunga dapat dikurangkan pajak, sementara dividen tidak.

3. DFL dan *Financial Risk*

   Secara umum, *financial risk* (risiko keuangan) melintasi baik risiko kemungkinan insolvabilitas maupun variabilitas tambahan dalam EPS yang ditimbulkan oleh penggunaan *leverage* keuangan. Ketika perusahaan menaikkan proporsi pendanaan biaya tetap dalam struktur modalnya, arus kas keluar tetap akan naik. Akibatnya, probabilitas insolvabilitas kas akan meningkat (James C Van Horne & John M Wachowicz,2010:193-201).

2.2.4 Return

Return adalah keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya (Fahmi, 2015: 208).

Menurut Jones et.al dalam jurnal Prasetyani (2014) "*return on a typical invesment consists of two components: yield and capital gain (loss)*". *Yield* yang dimaksud adalah aliran kas yang diterima secara berkala oleh investor atas investasi yang dilakukannya, dapat berupa bunga atau deviden. Sedangkan *capital gain (loss)* merupakan selisih antara harga beli saham dengan harga jual saham atau selisih antara harga awal saham dan harga akhir saham.

Beberapa pengertian imbal hasil yang umum dipakai dalam dunia investasi menurut Fahmi (2015, 208), yaitu:

a. Imbal hasil atas ekuitas (return on equity - ROE) yang diperoleh dengan membagi pendapatan bersih dengan ekuitas pemegang saham.

b. Imbal hasil atas modal (return on capital) merupakan pembayaran kas tidak kena pajak kepada pemegang saham yang mewakili imbal hasil modal yang diinvestasikan, bukan distribusi dividen. Investor mengurangi biaya investasi dengan jumlah pembayaran.
c. Imbal hasil atas investasi (return on investment - ROI) diperoleh dengan cara membagi pendapatan sebelum pajak dengan investasi untuk memperoleh angka yang mencerminkan hubungan antara investasi dan laba,
d. Imbal hasil atas modal investasi (return on invested capital) yang diperoleh dengan cara membagi pendapatan bersih dan pengeluaran bunga perusahaan dengan total kapitalisasi perusahaan.
e. Imbal hasil realisasi (realized return) merupakan imbal hasil yang telah terjadi.
f. Imbal hasil atas kekayaan bersih (return on net work) merupakan imbal hasil yang diperoleh dengan cara membandingkan laba bersih setelah pajak dengan kekayaan bersihnya.
g. Imbal hasil atas penjualan (return on sales). Return on sales digunakan untuk menentukan efisiensi operasi perusahaan. Seseorang dapat membandingkan persentase penjualan bersihnya (yang mencerminkan laba sebelum pajak) terhadap variabel yang sama dari periode sebelumnya. Persentase yang menunjukkan tingkat efisiensi operasi ini bervariasi antar industri.
h. Expected return merupakan imbal hasil yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang.
i. Total return merupakan keseluruhan imbal hasil yang diperoleh dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu.
j. Imbal hasil realisasi portofolio (portofolio realized return) merupakan rata-rata tertimbang dari imbal hasil yang terealisasi dari masing-masing sekuritas tunggal yang ada di dalam portofolio tersebut.

k. Portofolio expected return merupakan rata-rata tertimbang dari imbal hasil yang diharapkan dari masing-masing sekuritas tunggal yang ada di dalam portofolio.

1. Saham

Saham (*stock*) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling popular. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrumen investasi yang banyak dipilih investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik.

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda bukti penyertaan modal atau dana pada suatu perusahaan. Tanda bukti tersebut adalah kertas yang tercantum dengan jelas nilai nominal, nama perusahaan dan diikuti dengan hak dan kewajiban yang dijelaskan kepada setiap pemegangnya.

2. Pengukuran *Return* Saham

Nilawati (2012) dalam manajemen investasi, *return* suatu investasi diukur sebagai total keuntungan atau kerugian yang diterima investor selama periode waktu tertentu. *Return* seringkali dinyatakan dalam perusahaan dalam nilai aset (*capital gain* atau *capital loss*) ditambah sejumlah penerimaan tunai (*cash distribution*) yang dapat berupa dividen atau pembayaran bunga yang diekspresikan dalam suatu persentase atas nilai awal periode suatu investasi.

Untuk menghitung return saham yang diterima selama periode tertentu t aset i berdasarkan data historis (persentase harga saham), sebagai berikut:

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

Keterangan:

R_t = return saham pada periode t

P_{it} = harga atau nilai pada akhir periode t

(P_{it-1}) = harga atau nilai pada periode sebelumnya (t-1)

2.2.5 Risiko

Risiko dapat diartikan sebagai bentuk ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi di kemudian hari (*future*) akibat keputusan yang diambil berdasarkan berbagai pertimbangan pada saat ini (Fahmi, 2015: 207).

Pembahasan risiko memiliki keterkaitan kuat dengan pembahasan investasi. Ini sebagaimana dikemukakan oleh Raharjo dalam buku Fahmi (2015: 208) bahwa risiko adalah tingkat potensi kerugian yang timbul karena perolehan hasil investasi yang diharapkan tidak sesuai dengan yang diharapkan.

1. Risiko Investasi

   Menurut Fahmi (2015: 219) Risiko investasi dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya perbedaan antara imbal hasil yang sesungguhnya (*actual return)* dan imbal hasil yang diharapkan atau *expected return.*

   Dalam mengambil setiap keputusan investasi, investor selalu berusaha untuk meminimalisir berbagai risiko yang mungkin terjadi, baik risiko yang bersifat jangka pendek maupun risiko jangka panjang. Setiap perubahan pada berbagai kondisi mikro dan makro ekonomi akan turut mendorong terbentuknya sejumlah kondisi yang mengharuskan seorang investor memutuskan apa yang harus dilakukan, serta strategi apa yang diterapkan agar ia teteap memperoleh imbal hasil yang diharapkan.

   Menurut Halim (2005:42) apabila dikaitkan dengan preferensi investor terhadap risiko, maka risiko dibedakan menjadi tiga, yaitu:

a. Investor yang menyukai risiko atau pencari risiko (*risk seeker*)

   Merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan *return* yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi dengan risiko yang lebih tinggi. Biasanya investor jenis ini bersikap agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi karena mereka tahu bahwa hubungan *return* dan risiko adalah positif

b. Investor yang netral terhadap risiko (*risk neutral*)

   Merupakan investor yang akan meminta kenaikan *return* yang sama untuk setiap kenaikan risiko. Investor jenis ini umumnya cukup fleksibel dan bersikap hati-hati (*prudent*) dalam mengambil keputusan investasi.

c. Investor yang tidak menyukai risiko atau menghindari risiko (*risk averter*)

   Adalah investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan *return* yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi dengan risiko yang lebih rendah. Biasanya investor jenis ini cenderung mempertimbangkan keputusan investasinya secara matang dan terencana.

2. Mengelola Risiko

Setiap aktivitas sudah pasti mengandung risiko yang sulit untuk dihindari, sehingga bagi sebuah lembaga bisnis, misalnya perbankan, sangat penting untuk memikirkan berbagai cara untuk mengelola risiko tersebut. Menurut Fahmi (2015: 223) pada dasarnya, risiko sendiri dapat dikelola menggunakan 4 (empat) cara, yaitu:

a. Memperkecil risiko

   Upaya untuk memperkecil risiko dapat dilakukan dengan cara tidak memperbesar setiap keputusan yang mengandung risiko tinggi, serta

membatasi, bahkan meminimalisir, agar risiko tersebut tidak bertambah besar menjadi di luar dari kendali pihak manajemen perusahaan. Jika suatu keputusan yang diambil berada di luar pemahaman manajemen perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa perusahaan telah mengambil keputusan yang sifatnya spekulatif.

b. Mengalihkan risiko

Upaya untuk mengalihkan risiko dapat dilakukan dengan cara mengalihkan sebagian risiko yang kita terima ke tempat lain, seperti mengasuransikan bisnis agar terhindar dari risiko yang tidak diketahui secara pasti kapan terjadinya.

c. Mengendalikan risiko

Upaya untuk mengendalikan risiko dapat dilakukan dengan cara menetapkan kebijakan untuk mengantisipasi timbulnya risiko sebelum risiko itu terjadi. Contoh kebijakan yang diterapkan antara lain dengan memasang alat pengaman (seperti memasang alarm pengaman pada mobil, alarm kebakaran pada rumah), atau menggunakan jasa petugas keamanan di tempat-tempat yang dianggap vital.

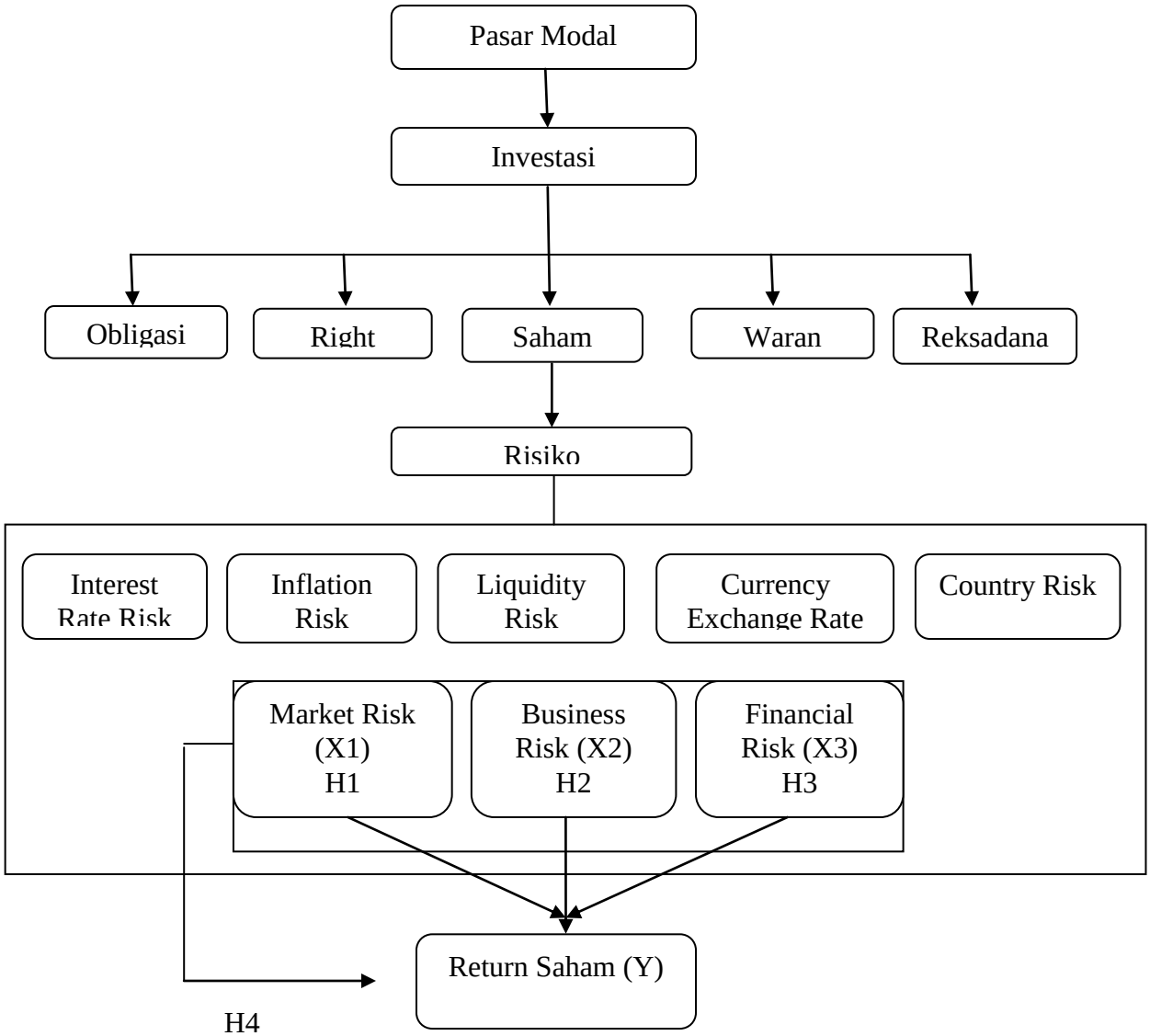
d. Pendanaan risiko

Upaya untuk pendanaan risiko dapat dilakukan dengan cara menyediakan sejumlah dana sebagai *reserve* (cadangan) untuk mengantisipasi timbulnya risiko dikemudian hari.

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran adalah suatu tinjauan mengenai apa yang diteliti dan dituangkan dalam sebuah bagan yang menjadi alur pemikiran penelitian. Kerangka pemikiran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

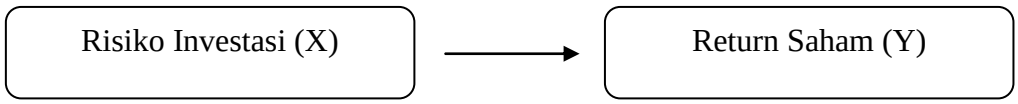
Gambar 1 Kerangka Berpikir



Pasar modal di Indonesia telah menjadi perhatian banyak pihak, khususnya masyarakat pebisnis, dikarenakan sangat efektif sebagai media untuk dapat menyalurkan dananya agar lebih produktif dan memperoleh keuntungan (Yolanda, 2014). Beberapa investasi didalam pasar modal antara lain: obligasi, right, waran, saham, dan reksadana. Disini peneliti akan meneliti tentang saham. Didalam investasi saham terdapat beberapa risiko diantaranya: risiko tingkat bunga, risiko inflasi, risiko pasar, risiko bisnis, risiko financial, risiko nilai tukar mata uang, risikolikuiditas dan risiko negara. Disini peneliti akan meneliti tentang tiga risiko yaitu risiko pasar, risiko bisnis, dan juga risiko financial. Risiko ini akan diteliti untuk mengetahui pengaruh risiko pasar, risiko bisnis, dan risiko financial terhadap return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015.

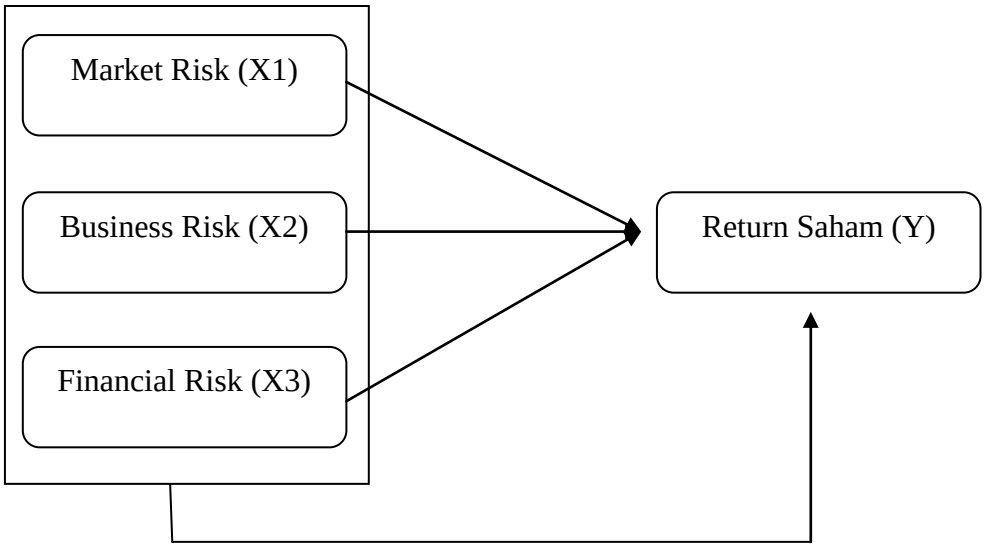
2.4 Kerangka Konsep

Gambar 2 Krangka Konsep



2.5 Kerangka Hipotesis

Gambar 3 Kerangka Hipotesis



2.6 Hipotesis

Berdasarkan uraian pada kerangka pemikiran diatas dan untuk menjawab identifikasi masalah, maka penulis dapat merumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Diduga ada pengaruh antara *Market Risk* dengan *Return* Saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015
2. Diduga ada pengaruh antara *Business Risk* dengan *Return* Saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015
3. Diduga ada pengaruh antara *Financial Risk* dengan *Return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015
4. Diduga ada pengaruh antara *Market Risk*, *Business Risk*, dan *Financial Risk* dengan *Return* Saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015