

**ANALISIS EMPIRIS: DAMPAK LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, *LEVERAGE*,
DAN ARUS KAS OPERASI TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN
SEKTOR *CONSUMER CYCLICALS***

Adika Prapta Rizky Putra ¹

Intan Lifinda Ayuning Putri ²

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya ^{1, 2}

E-mail: adikaprapta@gmail.com ¹; intanlifinda@ub.ac.id ²

ABSTRACT

This study examines the impact of liquidity, profitability, leverage, and operating cash flow on stock returns of consumer cyclical sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) over a three-year period. Using purposive sampling and panel data regression analysis, the findings reveal that profitability and operating cash flow have a positive and significant effect on stock returns, while liquidity and leverage show no significant impact. These results align with signaling theory, where strong financial performance serves as a key consideration for investors in stock valuation. However, these variables only explain a small portion of stock return variation, suggesting the influence of other contributing factors. The research provides valuable insights for investors conducting fundamental analysis and highlights the importance of considering profitability and operating cash flow in investment decision-making

Keywords: *Liquidity, leverage, profitability, operating cash flow, stock return*

ABSTRAKSI

Penelitian ini menguji pengaruh likuiditas, profitabilitas, leverage, dan arus kas operasi terhadap return saham perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tiga tahun. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* dan analisis regresi data panel, hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dan arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sementara likuiditas dan *leverage* tidak memberikan dampak yang signifikan. Temuan ini sejalan dengan teori sinyal, di mana kinerja keuangan yang kuat menjadi pertimbangan penting bagi investor dalam menilai saham. Meskipun demikian, variabel-variabel tersebut hanya menjelaskan sebagian kecil dari variasi return saham, menunjukkan adanya faktor lain yang turut berperan. Implikasi penelitian ini memberikan wawasan bagi investor dalam melakukan analisis fundamental, serta menyoroti pentingnya mempertimbangkan aspek profitabilitas dan arus kas operasi dalam pengambilan keputusan investasi.

Kata-kata Kunci : Likuiditas, *leverage*, profitabilitas, arus kas operasi, *return* saham

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sumber alternatif bagi perusahaan untuk memperoleh modal guna menjalankan dan mengembangkan bisnis. Terdapat banyak instrumen pada investasi pasar modal. Namun menurut Stevanus & Rahadi (2020) Instrumen saham yang paling banyak dipilih masyarakat sebagai sarana investasi. Laporan tahunan Bursa Efek Indonesia BEI tahun 2023 menunjukkan bahwa volume perdagangan saham berada di angka 4.730,22 miliar saham dengan volume rata-rata harian perdagangan saham sebanyak 19.791,7 juta saham selama tahun tersebut. Selain itu, kapitalisasi pasar investasi saham menunjukkan angka sebesar Rp11.674,06 triliun pada tahun 2023 dan angka tersebut naik 22,9% dari nilai kapitalisasi saham tahun sebelumnya. Nilai kapitalisasi tersebut menjadi yang terbesar dibandingkan investasi lainnya seperti Surat Berharga Negara yang memiliki nilai kapitalisasi pasar hanya sebesar Rp5.733,67. Menurut Stevanus & Rahadi (2020), potensi imbal hasil dari instrumen ini lebih tinggi jika dibandingkan dengan instrumen lain, misalnya obligasi dan reksa dana.

Return saham yang mampu dihasilkan dapat berupa *capital gain* dan pembagian dividen. *Capital gain* terjadi ketika nilai jual saham lebih besar dibandingkan dengan harga saat pertama kali dibeli. Sementara itu, dividen merupakan bagian dari laba perusahaan yang didistribusikan kepada para investor sebagai bentuk imbalan atas investasi yang mereka tanamkan. Akan tetapi, meskipun investasi saham berpotensi mendatangkan *return* yang tinggi, Stevanus & Rahadi (2020) mengelompokkan saham menjadi instrumen yang memiliki risiko yang tinggi juga. Dalam upaya mengelola risiko, investor biasanya menganalisis kondisi keuangan perusahaan untuk memahami kinerja serta peluang pertumbuhannya di masa mendatang.

Investor tentu menginginkan perusahaan tempat mereka berinvestasi memiliki kondisi keuangan yang stabil dan mampu menghasilkan laba tinggi, karena hal ini mempengaruhi *return* atau imbalan yang akan mereka peroleh. Oleh karena itu, mereka mempercayakan operasional perusahaan kepada manajer yang lebih ahli dalam mengelola sumber daya, merumuskan strategi bisnis, dan mengambil keputusan keuangan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan serta memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham. Namun, menurut Jensen & Meckling (1976), hubungan ini berpotensi menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga menciptakan masalah agensi yang berpengaruh pada *return* yang diharapkan. Untuk meminimalkan potensi konflik ini, manajer dapat menyampaikan sinyal positif kepada pemegang saham dengan mengungkapkan informasi keuangan secara akurat dan transparan. Berdasarkan teori *signaling* yang dikemukakan oleh

Spence (1973), sinyal seperti pengumuman dividen atau laporan laba yang positif bertujuan untuk meyakinkan pemegang saham dan calon investor bahwa kondisi perusahaan stabil, sehingga mereka tetap percaya dan tertarik untuk berinvestasi.

Menurut situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu idx.co.id, saat ini BEI menggunakan IDX Industrial Classification (IDX-IC) sebagai sistem klasifikasi bagi Perusahaan Tercatat. IDX-IC membagi perusahaan sektor konsumsi menjadi dua sektor yang berbeda, yaitu sektor *consumer cyclicals* dan sektor *consumer non-cyclicals*. Sektor *consumer cyclicals* adalah saham atau emiten yang menjual produk yang sifatnya non-esensial atau bukan termasuk kebutuhan primer sehingga secara umum penjualan produknya memiliki siklus. Sebaliknya, sektor *consumer non-cyclicals* mencakup saham atau emiten yang menawarkan produk kebutuhan dasar yang selalu dibutuhkan oleh masyarakat, sehingga tingkat penjualannya tetap stabil dan tidak bergantung pada kondisi ekonomi. Dengan karakteristik yang berbeda tersebut, sektor *consumer cyclicals* menjadi menarik untuk diteliti lebih lanjut, khususnya dalam kaitannya dengan return saham yang cenderung fluktuatif.

Beberapa penelitian terdahulu telah meneliti hubungan antara kinerja keuangan dan return saham dengan hasil yang beragam. Penelitian yang dilakukan Dewi dan Sudiartha (2019) mengungkapkan bahwa profitabilitas dan likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham sementara *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham. Namun dalam penelitian lain yang dilakukan Pradana dan Maryono (2022) menunjukkan bahwa likuiditas dan *leverage* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Selain itu, hasil penelitian Yap dan Firnanti (2018) juga menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Pada penelitian mengenai arus kas operasi, Uhus *et al.* (2021) menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Namun hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Mafsud dan Meirini (2023) yang menyatakan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Penelitian ini menggabungkan variabel dari penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu likuiditas, *leverage*, profitabilitas, dan arus kas operasi, yang telah dikaji dalam berbagai studi terkait faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham. Namun, hasil penelitian sebelumnya belum menunjukkan kesimpulan yang konsisten, sehingga diperlukan analisis lebih lanjut untuk memahami pengaruh rasio keuangan terhadap *return* saham secara lebih komprehensif. Selain itu, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada pemilihan sektor *consumer cyclicals*, yang dipilih karena masih jaranganya penelitian yang membahas sektor ini.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Sinyal

Teori sinyal pertama kali diungkapkan oleh Spence (1973) pada saat meneliti pasar tenaga kerja. Spence berpendapat bahwa para pekerja dapat memberikan sinyal kepada pemberi kerja mengenai produktivitas mereka melalui pendidikan atau sertifikasi. Pendidikan dianggap sebagai sinyal, bukan sebagai penyebab langsung peningkatan produktivitas, tetapi sebagai cara untuk menunjukkan kemampuan pekerja dalam menyelesaikan tugas-tugas yang kompleks. Seiring berkembangnya waktu, teori sinyal kini telah meluas penerapannya di berbagai bidang, termasuk pasar modal. Teori ini diterapkan di pasar modal untuk menggambarkan cara perusahaan memberikan sinyal kepada investor mengenai kondisi keuangan mereka melalui pengungkapan informasi. Sinyal tersebut membantu mengurangi asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan investor, yang pada akhirnya memengaruhi keputusan investasi (Connelly *et al.*, 2011). Asimetri informasi menurut Stiglitz (2002) merupakan situasi di mana pihak-pihak yang berbeda dalam transaksi memiliki akses ke berbagai tingkat informasi. Hal ini sering kali menyebabkan satu pihak memiliki keuntungan dibandingkan pihak lainnya. Stiglitz (2002) juga mengungkapkan bahwa dampak dari asimetri informasi ini adalah ketidakseimbangan dalam pengambilan keputusan, di mana pihak yang memiliki informasi lebih lengkap dapat memanfaatkan kondisi tersebut untuk keuntungan pribadi. Untuk mengatasi masalah ini, teori sinyal berperan penting dalam membantu pihak yang memiliki informasi lebih banyak memberikan sinyal kepada pihak yang kurang informasi (Connelly *et al.*, 2011).

Sejalan dengan hal tersebut, teori sinyal menjelaskan bagaimana perusahaan dapat menyampaikan informasi mengenai kinerja keuangannya—seperti likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan arus kas operasi—kepada investor melalui laporan keuangan. Pengungkapan informasi keuangan tersebut berfungsi sebagai sinyal yang mencerminkan kondisi dan prospek perusahaan. Sinyal positif dari kinerja keuangan diharapkan dapat menarik perhatian investor, yang kemudian memengaruhi keputusan investasi dan berdampak pada harga saham serta *return* saham.

Likuiditas

Ross *et al.* (2010) mengungkapkan bahwa rasio likuiditas menunjukkan kapasitas perusahaan dalam menyediakan dana untuk membayar tagihan jangka pendek tanpa menghadapi tekanan yang tidak semestinya. Ross *et al.* (2010) juga menjelaskan bahwa salah satu jenis rasio likuiditas yang banyak digunakan adalah *Quick Ratio*. *Quick Ratio* atau Rasio cepat berguna untuk mengevaluasi kesiapan perusahaan dalam

menyelesaikan utang jangka pendek tanpa mengandalkan persediaan. Dalam perhitungan rasio ini, persediaan tidak disertakan karena proses konversinya menjadi kas sering memerlukan waktu lebih lama sehingga tidak dianggap likuid. Dengan itu, nilainya diperoleh dengan membandingkan aset lancar yang dapat segera diuangkan, seperti kas dan piutang, dengan total kewajiban lancar.

Menjaga likuiditas menjadi hal penting bagi perusahaan karena tingkat likuiditas yang baik dapat meningkatkan kepercayaan investor dan pasar terhadap kondisi keuangan perusahaan. Likuiditas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga dianggap memiliki risiko finansial yang lebih rendah. Kondisi ini memberikan sinyal positif kepada investor dan dapat berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Novianti *et al.* (2023) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena investor cenderung menghargai perusahaan dengan posisi keuangan yang sehat dan stabil.

Profitabilitas

Desnerita & Amdani (2015) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas dapat digunakan untuk menilai kapasitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas membantu menilai kecukupan laba yang diperoleh perusahaan dan memberikan informasi mengenai apakah perubahan dalam profitabilitas disebabkan oleh kebijakan dan keputusan manajerial yang diambil. Rasio profitabilitas diukur dengan mengacu penjualan, modal yang digunakan, atau total aset yang digunakan (Bhat, 2008). Ross *et al.* (2010) menyebutkan bahwa salah satu rasio yang banyak digunakan untuk menganalisis profitabilitas adalah *Return on Asset* (ROA). ROA didefinisikan sebagai ukuran yang menunjukkan keuntungan yang dihasilkan perusahaan per satu dolar aset yang dimilikinya.

Profitabilitas yang tinggi tidak hanya mencerminkan efisiensi operasional perusahaan, tetapi juga menjadi indikator penting dalam menentukan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Laba yang konsisten dan meningkat memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan mampu mengelola sumber dayanya secara optimal dan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Dengan demikian, perusahaan yang menjaga profitabilitasnya cenderung lebih dihargai oleh pasar karena dianggap memiliki risiko yang lebih rendah dan potensi imbal hasil yang lebih tinggi. Novianti *et al.* (2023) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, karena investor menilai laba sebagai representasi kekuatan keuangan dan keberlanjutan usaha perusahaan di masa depan.

Leverage

Menurut Ross *et al.* (2010), Rasio *leverage* digunakan untuk menilai kapasitas perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Bhat (2008) mendefinisikan rasio *leverage* merupakan rasio yang menilai kepentingan relatif pemberi pinjaman dan pemilik dalam suatu organisasi bisnis. Sehingga dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* merupakan indikator yang penting dalam mengevaluasi struktur pendanaan perusahaan dan sejauh mana perusahaan mengandalkan utang dalam memenuhi kewajibannya. Salah satu rasio *leverage* yang umum digunakan menurut Bhat (2008) adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). DER mengukur kontribusi pemilik pada bisnis yang dibandingkan dengan kreditor jangka panjang. Dalam rasio ini, utang mencakup semua kewajiban jangka panjang eksternal. Sementara ekuitas mencakup dana pemilik atau pemilik yang terdiri dari modal, semua cadangan dan laba yang terakumulasi.

Leverage yang dikelola secara hati-hati sangat penting bagi perusahaan karena struktur utang yang tepat dapat memengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan stabilitas perusahaan. Tingkat utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan beban bunga dan risiko gagal bayar, sehingga menurunkan kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan. Sebaliknya, penggunaan *leverage* yang optimal dapat dimanfaatkan untuk memperkuat ekspansi bisnis dan menciptakan nilai tambah tanpa membebani kondisi keuangan. Oleh karena itu, perusahaan perlu menjaga rasio *leverage* pada tingkat yang wajar agar tidak menurunkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan temuan Dina dan Wahyuningtyas (2022) yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena tingginya utang dapat memperbesar risiko keuangan dan menurunkan daya tarik perusahaan di mata investor.

Arus Kas Operasi (AKO)

Kieso *et al.* (2020 : 2105) menjelaskan, arus kas operasi mencerminkan aliran kas dari transaksi yang memengaruhi laba bersih, seperti penerimaan kas dari pelanggan serta pengeluaran kas untuk karyawan dan pemasok guna mendukung kegiatan operasional. Jumlah arus kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi menjadi indikator utama dalam mengevaluasi kemampuan suatu entitas untuk menghasilkan arus kas yang memadai melalui operasionalnya. Arus kas ini diperlukan untuk melunasi hutang, menjaga kelangsungan operasional, membayar dividen, atau mendanai investasi baru tanpa harus bergantung pada sumber pembiayaan eksternal. Ketika arus kas operasi negatif atau tidak stabil, perusahaan mungkin kesulitan dalam membayar utang dan memenuhi kewajiban lainnya, yang dapat meningkatkan risiko *financial distress*. Penelitian oleh Susanti *et al.* (2022) menunjukkan bahwa rendahnya arus kas operasi

berpengaruh signifikan terhadap meningkatnya kemungkinan financial distress, karena perusahaan dengan arus kas negatif tidak dapat memenuhi kewajiban finansialnya, yang pada akhirnya dapat mengarah pada kebangkrutan.

Return Saham

Return saham merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi yang dilakukan dalam saham individu atau portofolio yang terdiri dari beberapa kelompok saham (Acheampong *et al.*, 2014). Fabozzi & Peterson (2003) menjelaskan bahwa *return* saham terdiri dari dua elemen utama, yaitu *capital yield* dan *dividend yield*. *Capital yield* merujuk pada selisih antara harga jual dan harga beli saham. Jika nilai saat ini lebih tinggi dibandingkan dengan nilai sebelumnya, maka terjadi keuntungan modal (*capital gain*) (Rachmawati, 2016). Sebaliknya, jika harga saat ini lebih rendah daripada yang sebelumnya, hal itu menunjukkan kerugian modal (*capital loss*). Sementara itu, *Dividend Yield* adalah rasio dividen tahunan yang dibayarkan perusahaan terhadap harga saham per lembar.

Pengaruh Likuiditas terhadap Return Saham

Likuiditas dapat berpengaruh terhadap return saham dengan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, yang mengurangi risiko kebangkrutan dan memberikan sinyal positif kepada investor. Penelitian oleh Sari dan Subarjo (2022) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*, karena perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi lebih mampu menutupi kewajiban jangka pendek dan menjaga stabilitas operasionalnya. Berdasarkan teori sinyal, likuiditas yang baik dapat diinterpretasikan sebagai sinyal keuangan yang sehat, yang meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan dan berpotensi menaikkan harga saham. Selain itu, perusahaan dengan likuiditas tinggi artinya memiliki ketersediaan kas yang cukup sehingga mampu membagikan dividen secara konsisten, yang juga dapat berkontribusi pada peningkatan *return* saham. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Dewi & Sudiartha (2019) dan Lesmana *et al.* (2021) yang mengungkapkan jika likuiditas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

H₁: Likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham

Pengaruh Profitabilitas terhadap Return Saham

Profitabilitas mencerminkan seberapa efektif perusahaan menjalankan operasinya (Horne & Wachowicz, 2008). Berdasarkan teori sinyal, profitabilitas tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang baik dan mampu mengelola sumber dayanya secara optimal. Hal ini

meningkatkan kepercayaan investor, mendorong permintaan saham, serta potensi kenaikan harga saham dan *return* saham yang lebih tinggi. Selain itu, profitabilitas yang tinggi juga berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Novianti *et al.* (2023) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan karena perusahaan yang mampu menghasilkan laba tinggi dipandang memiliki prospek jangka panjang yang baik oleh investor. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Dewi & Sudiarta (2019), Pradana & Maryono (2022), dan Mafsud & Meirini (2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

H₂: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham

Pengaruh *Leverage* terhadap *Return Saham*

Lestari & Cahyono (2020) menyatakan bahwa *leverage* menunjukkan kapasitas perusahaan dalam memenuhi utang jangka panjang atau kewajiban lainnya apabila perusahaan mengalami likuidasi. *Leverage* yang rendah dapat memberikan manfaat signifikan, tidak hanya dalam mengelola risiko keuangan perusahaan, tetapi juga dalam memengaruhi *return* saham. Berdasarkan teori sinyal, tingkat *leverage* yang rendah mencerminkan pengelolaan risiko keuangan yang lebih bertanggung jawab oleh perusahaan. Kondisi ini menjadi sinyal positif bagi pasar dan investor, karena menunjukkan stabilitas keuangan yang kuat. Selain itu, *leverage* juga dapat memengaruhi nilai perusahaan. Dina dan Wahyuningtyas (2022) menemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, di mana peningkatan utang justru menurunkan kepercayaan investor terhadap keberlanjutan perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Dewi & Sudiarta (2019) dan Nawangsari *et al.* (2021) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

H₃: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *return* saham

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Return Saham*

Arus kas operasi meliputi kegiatan sehari-hari perusahaan yang menghasilkan pendapatan, seperti penjualan inventaris dan penyediaan layanan, di mana arus kas masuk perusahaan berasal dari penjualan tunai dan penagihan piutang (Robinson *et al.*, 2009). Berdasarkan perspektif teori sinyal, arus kas operasi yang tinggi memberikan sinyal positif kepada pasar dan investor. Hal ini mencerminkan bahwa perusahaan memiliki kestabilan keuangan yang baik, menunjukkan efisiensi dalam operasional dan kemampuan menghasilkan kas secara konsisten. Sebaliknya, arus kas operasi yang rendah dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress*, sebagaimana dibuktikan

dalam penelitian Susanti *et al.* (2022) yang menemukan bahwa arus kas operasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Dengan demikian, perusahaan yang mampu menjaga arus kas operasinya tetap positif cenderung lebih dipercaya oleh investor, karena dinilai lebih mampu menjaga kelangsungan usaha. Kepercayaan ini dapat meningkatkan permintaan atas saham perusahaan dan pada akhirnya berdampak pada kenaikan *return* saham. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Sahfasat & Nurmala (2022) serta Uhus *et al.* (2021) yang menunjukkan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

H₄ : Arus kas operasi berpengaruh positif terhadap *return* saham

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di BEI tahun 2021-2023. Sampel penelitian ditentukan menggunakan metode purposive sampling berdasarkan kriteria tertentu. Awalnya, penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang termasuk dalam sektor *consumer cyclicals* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021 hingga 2023. Namun, tidak semua perusahaan dalam sektor ini memenuhi kriteria inklusi yang ditetapkan. Beberapa perusahaan dikeluarkan dari sampel karena menyajikan laporan keuangan dalam mata uang asing, yang dapat mengganggu konsistensi perbandingan data keuangan antar perusahaan. Selain itu, perusahaan yang memiliki nilai ekuitas negatif selama periode observasi juga dikeluarkan, karena kondisi tersebut mencerminkan masalah solvabilitas yang ekstrem dan dapat memengaruhi validitas hasil analisis. Setelah proses penyaringan ini, diperoleh jumlah akhir perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> yang tercatat di BEI dari tahun 2021 hingga 2023.	306
2	Perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> yang melaporkan keuangannya dalam mata uang selain rupiah.	(30)
3	Perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> yang memiliki nilai ekuitas negatif selama periode 2021-2023	(15)
Jumlah sampel digunakan		261

Sumber: Data diolah, 2024

Alat Analisis

Alat analisis yang digunakan dalam suatu penelitian ini adalah regresi data panel. Ekananda (2016) menyatakan bahwa data panel merupakan jenis data yang mengkombinasikan data *time series* dan data *cross-section*, sehingga mencerminkan informasi dari berbagai individu dalam suatu rentang waktu tertentu. Untuk mengetahui model paling efisien maka dapat dilakukan estimasi menggunakan tiga pilihan model yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect* (Ekananda, 2016). Sementara itu, Uji *Chow*, uji *Hausman*, dan uji *Lagrange Multiplier* merupakan tiga metode yang dapat digunakan untuk menentukan model regresi data panel yang paling sesuai.

HASIL PENELITIAN

Uji Pemilihan Model

Sebelum melakukan uji regresi, langkah awal yang perlu dilakukan adalah menentukan model regresi panel data yang paling sesuai. Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan melalui tiga tahapan uji, yaitu Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji *Lagrange Multiplier*. Setiap uji statistik ini akan memberikan rekomendasi metode terbaik. Metode regresi data panel yang paling banyak direkomendasikan oleh ketiga uji tersebut akan dipilih sebagai pendekatan yang digunakan dalam penelitian. Berikut adalah ringkasan hasil pengujian yang telah dilakukan.

Tabel 2: Uji Pemilihan Model

Jenis Uji	Statistik yang Diuji	Probability	Keputusan Model
Uji Chow	Cross-section Chi-square	0,0000	Fixed effect lebih sesuai
Uji Hausman	Cross-section random	0,8382	Random effect lebih sesuai
Uji Lagrange Multiplier	Breusch-Pagan (Both)	0,0209	Random effect lebih sesuai

Sumber: Data diolah, 2024

Hasil Uji *Chow* menunjukkan bahwa nilai probabilitas untuk Cross-section Chi-square adalah di bawah tingkat signifikansi 0,05, sehingga model *common effect* ditolak dan model *fixed effect* dianggap lebih sesuai. Namun, hasil Uji *Hausman* menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,8382 yang melebihi batas signifikansi 0,05. Artinya, model *fixed effect* ditolak dan model *random effect* menjadi alternatif yang lebih sesuai. Untuk memastikan validitas pemilihan model tersebut, dilakukan Uji *Lagrange Multiplier* dengan hasil probabilitas sebesar 0,0209, yang juga lebih kecil dari 0,05, sehingga kembali mendukung bahwa model *random effect* lebih tepat digunakan dalam penelitian ini. Dengan demikian, pendekatan *random effect* dipilih sebagai model estimasi terbaik untuk menganalisis hubungan antar variabel dalam studi ini.

Uji Asumsi Klasik

Model regresi dalam penelitian ini telah diuji melalui tiga asumsi klasik, yaitu normalitas, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas, dengan hasil yang menunjukkan bahwa model layak digunakan untuk analisis lebih lanjut. Uji normalitas menggunakan metode Jarque-Bera menghasilkan nilai probabilitas sebesar 0,728 yang melebihi tingkat signifikansi 0,05, sehingga menunjukkan bahwa data residual terdistribusi normal. Uji multikolinearitas menunjukkan tidak adanya korelasi antar variabel independen yang melebihi angka 0,9, dengan nilai berkisar antara -0,5974 hingga 0,1590, sehingga tidak terdapat gejala multikolinearitas. Sementara itu, uji heteroskedastisitas juga menunjukkan hasil yang memuaskan, dengan nilai probabilitas semua variabel di atas 0,05, yaitu antara 0,5607 hingga 0,8261, yang menandakan tidak adanya heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa model memenuhi seluruh asumsi klasik dan layak untuk digunakan dalam analisis regresi.

Tabel 3. Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik	Hasil Uji	Keputusan
Uji Normalitas (<i>Jarque-Bera</i>)	Prob. 0,728 > 0,05	Memenuhi asumsi normalitas
Uji Multikolinearitas	Nilai korelasi antar variabel independen tidak melebihi 0,9 yaitu -0,5974 - 0,1590	Memenuhi asumsi multikolinearitas
Uji Heterokedastisitas	Nilai Prob. semua variabel >0,05 yaitu 0,5607 - 0,8261	Memenuhi asumsi heterokedastisitas

Sumber: Data diolah, 2024

Analisis Regresi Data Panel

Regresi data panel dalam penelitian ini digunakan untuk menganalisis dampak variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan metode ini, peneliti dapat memahami sejauh mana pengaruh serta arah hubungan antara variabel independen dan variabel dependen.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi

	Weighted Statistic	Coefficient	t-statistic	Prob.
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000087			
<i>R-Square Adjusted</i>	0,074234			
(Constant)		-5,356039	-2,767	0,0061
LIK (X1)		-0,261473	-1,470	0,1428
PROF (X2)		0,234025	3,477	0,0006
LEV (X3)		0,017365	0,100	0,9201
AKO (X4)		0,1325	3,584	0,0004

Sumber: Data diolah, 2024

Hasil uji F yang tertera pada tabel 4 menunjukkan bahwa nilai Prob (F-statistic) sebesar 0,000087 lebih rendah daripada tingkat signifikansi 0,05 ($0,000087 < 0,05$). Ini

mengindikasikan bahwa variabel independen secara kolektif memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, sehingga model regresi tersebut dapat digunakan untuk analisis lebih lanjut. Hasil uji koefisien determinasi (R^2) menunjukkan *Adjusted R-squared* sebesar 0,074234 (7,42%). Ini berarti bahwa variabel return saham dapat dijelaskan oleh likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan arus kas operasi sebesar 7,42%, sementara sisanya sebesar 92,58% (100% - 7,42%) dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Persamaan regresi data panel berdasarkan hasil estimasi *random effect model* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{RET} = -5,356039 - 0,261473\text{LIK} + 0,234025\text{PROF} + 0,017365\text{LEV} + 0,1325\text{AKO} + e$$

Variabel likuiditas (LIK) menunjukkan nilai Prob. sebesar 0,1428, yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi 0,05 (0,1428 > 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama (H1) ditolak. Selain itu, dengan nilai koefisien menunjukkan angka negatif yaitu -0,261473 maka dapat disimpulkan bahwa likuiditas secara parsial memengaruhi return saham secara negatif, tetapi tidak signifikan. Untuk variabel profitabilitas (PROF), nilai Prob. yang didapat adalah 0,0006, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (0,0006 < 0,05). Ini berarti hipotesis kedua (H2) diterima. Selain itu, dengan nilai koefisien positif yaitu 0,234025. Maka dapat disimpulkan bahwa profitabilitas secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Selanjutnya, variabel *leverage* (LEV) menunjukkan nilai Prob. sebesar 0,9201, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (0,9201 > 0,05). Ini berarti hipotesis ketiga (H3) ditolak. Selain itu, dengan nilai koefisien positif yaitu 0,017365 maka dapat disimpulkan bahwa *leverage* secara parsial berpengaruh positif, meskipun tidak signifikan terhadap return saham. Terakhir, untuk variabel arus kas operasi (AKO), nilai Prob. yang diperoleh adalah 0,0004, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (0,0004 < 0,05). Ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat (H4) diterima. Selain itu, dengan nilai koefisien positif yaitu 0,1325 maka dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Pengaruh likuiditas terhadap *return* saham

Berdasarkan pengujian hipotesis pengaruh likuiditas terhadap *return* saham, hasil penelitian menunjukkan bahwa kondisi likuiditas perusahaan tidak mempengaruhi *return* saham, yang konsisten dengan temuan Yap & Firnanti (2018) yang juga mengungkapkan hal serupa. Menurut teori sinyal, rasio likuiditas yang tinggi dapat mengirimkan sinyal positif ke pasar dengan menunjukkan bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajiban

jangka pendeknya, sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Namun, penelitian ini mengungkapkan bahwa likuiditas rendah tidak selalu menandakan kondisi keuangan buruk. Berdasarkan penelitian yang diungkapkan Felicia dan Viriany (2023) likuiditas memiliki pengaruh yang negatif terhadap profitabilitas. Sehingga rendahnya likuiditas dapat mencerminkan pemanfaatan aset lancar secara agresif untuk investasi produktif atau pengembangan bisnis, yang dapat meningkatkan profitabilitas dan *return* saham di masa depan. Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas rendah belum tentu sinyal buruk bagi investor. Investor mungkin lebih mempertimbangkan strategi perusahaan secara keseluruhan daripada hanya fokus pada tingkat likuiditas. Selain itu, persepsi pasar terhadap likuiditas dapat bervariasi tergantung sektor industri, struktur aset, atau kondisi pasar, yang memengaruhi evaluasi investor terhadap prospek perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Return* Saham

Berdasarkan pengujian hipotesis pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap *return* saham, yang konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Dewi & Sudiartha (2019), Pradana & Maryono (2022), dan Mafsud & Meirini (2023). Teori sinyal mengemukakan bahwa profitabilitas tinggi memberikan sinyal positif kepada pasar dan investor, menunjukkan potensi pertumbuhan yang signifikan serta pengelolaan sumber daya yang optimal. Sinyal ini dapat meningkatkan minat terhadap saham, mendorong peningkatan harga saham, dan memungkinkan pembagian dividen yang lebih tinggi, sehingga menghasilkan *return* saham yang lebih baik. Profitabilitas tinggi juga mengurangi persepsi risiko investor, karena perusahaan dianggap stabil dan mampu mengelola risiko dengan baik. Hal ini memperkuat daya tarik investasi dan kepercayaan pasar terhadap prospek jangka panjang perusahaan. Selain itu, profitabilitas tinggi memungkinkan perusahaan mempertahankan atau meningkatkan kebijakan dividen, menarik investor yang mengutamakan pendapatan pasif. Sinyal positif ini memperkuat kapitalisasi pasar, mencerminkan apresiasi terhadap kinerja manajerial yang efektif dan pengelolaan sumber daya yang optimal.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Return* Saham

Berdasarkan pengujian hipotesis pengaruh *leverage* terhadap *return* saham menunjukkan bahwa *leverage* perusahaan tidak mempengaruhi *return* saham, yang konsisten dengan penelitian yang dilakukan Pradana & Maryono (2022). Teori sinyal menyatakan bahwa *leverage* rendah dapat menjadi sinyal positif bagi pasar dan investor, menunjukkan stabilitas keuangan dan mengurangi risiko. Namun, *leverage* rendah juga dapat dipersepsikan sebagai kurangnya agresivitas perusahaan dalam memanfaatkan

peluang pertumbuhan, yang mungkin memengaruhi ekspektasi *return* saham jangka panjang. Di sisi lain, tingginya *leverage*, meskipun berisiko, dapat mencerminkan strategi untuk mendukung ekspansi dan meningkatkan profitabilitas, terutama bagi perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang baik. Dengan demikian, meskipun *leverage* rendah meningkatkan persepsi stabilitas, faktor seperti strategi pertumbuhan dan pengelolaan aset juga memengaruhi cara sinyal tersebut diterima di pasar. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* yang dijelaskan oleh Myers & Majluf (1984), yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung lebih memilih menggunakan pendanaan internal untuk membiayai investasinya. Akibatnya, informasi mengenai *leverage* perusahaan menjadi kurang relevan, karena investor lebih fokus pada pertumbuhan laba ditahan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mendukung investasi di masa mendatang.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Return* Saham

Berdasarkan pengujian hipotesis pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham menunjukkan bahwa arus kas operasi perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, yang konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sahfasat & Nurmala (2022) dan Uhus *et al.* (2021). Hasil penelitian ini juga sejalan dengan teori sinyal, di mana arus kas operasi yang tinggi memberikan sinyal positif kepada pasar dan investor. Arus kas operasi yang konsisten mencerminkan stabilitas keuangan, efisiensi operasional, dan kemampuan menghasilkan kas secara berkelanjutan. Investor memandang perusahaan dengan arus kas kuat sebagai entitas sehat yang mampu memenuhi kewajiban keuangan dan memberikan *return* stabil. Selain itu, arus kas tinggi menandakan kemampuan perusahaan untuk berinvestasi dalam pertumbuhan jangka panjang, meningkatkan daya tarik investor. Hal ini dapat mendorong kenaikan harga saham dan meningkatkan *capital yield*. Ketersediaan kas yang memadai juga memungkinkan perusahaan membayar dividen, yang berkontribusi pada peningkatan *return* saham secara keseluruhan.

SIMPULAN

Hasil pengujian melalui analisis regresi data panel menunjukkan bahwa profitabilitas dan arus kas operasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan Dewi & Sudiartha (2019), Pradana & Maryono (2022), Mafsud & Meirini (2023), Sahfasat & Nurmala (2022), dan Uhus *et al.* (2021). Selain itu, hasil analisis menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang telah

dilakukan oleh Yap & Firnanti (2018). Terakhir, hasil analisis juga menunjukkan bahwa *leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pradana & Maryono (2022).

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada variabel independen yang digunakan, yang hanya mampu menjelaskan return saham sebesar 7,4%, sehingga disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk menambahkan variabel lain seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, atau kondisi pasar. Bagi perusahaan, penting untuk menjaga kinerja keuangan—terutama profitabilitas dan arus kas operasi—guna menarik minat investor. Sementara itu, investor dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai acuan analisis fundamental dan mengombinasikannya dengan faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi untuk pengambilan keputusan yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A. K. (2014). The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Financial Research*, 5 (1), 125–134. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n1p125>
- Bhat, S. (2008). *Financial Management Principles and Practice*. Excel Books.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37 (1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>.
- Desnerita, & Amdani. (2015). PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN WORKING CAPITAL TURNOVER TERHADAP PROFITABILITAS (Studi Empiris pada Pembayar Pajak Perusahaan yang di Periksa oleh Kantor Pelayanan Pajak Madya Jakarta Pusat). *Jurnal Akuntansi*, 19 (3), 398–419.
- Dewi, N. L. P. S. U., & Sudiarta, G. M. (2019). Pengaruhprofitabilitas, Likuiditas,Leverage, Danukuran Perusahaan Terhadappretunsaham Padaperusahaanfood and Beverage. *Jurnal Manajemen*, 8 (2), 7892–7921.
- Dina, D. A. S., & Wahyuningtyas, E. T. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Lq45 Pada Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020. *Accounting and Management Journal*, 6 (1), 36–49. <https://doi.org/10.33086/amj.v6i1.2821>.
- Ekananda, M. (2016). *Analisis Ekonometrika Data Panel*. Mitra Wacana Media.
- Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial Management and Analysis* (2nd ed.). John Wiley & Sons.
- Felicia, & Viriany. (2023). Pengaruh Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas... *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, V(3), 1550–1557.

- 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.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2020). *Intermediate Accounting IFRS Edition* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Lesmana, H., Erawati, W., Mubarak, H., & Suryanti, E. (2021). Pengaruh Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman. *Moneter - Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8 (1), 25–31. <https://doi.org/10.31294/moneter.v8i1.9077>.
- Mafsud, M., & Meirini, D. (2023). Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan dan Laba Akuntansi terhadap Return Saham. *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis*, 5, 581–588. <https://doi.org/10.37034/infeb.v5i2.569>.
- Novianti, Mia, Dirvi Surya Abbas, & Triana Zuhrotun Aulia. (2023). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Mutiara Ilmu Akuntansi*, 2(1), 56–66. <https://doi.org/10.55606/jumia.v2i1.2276>.
- Myers, S. C., & Maljuf, N. S. (1984). CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE*. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Nawangsari, S., Zakaria, A., & Sumiati, A. (2021). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility (Csr), Earning Per Shares (Eps), Dan Debt To Equity Ratio (Der) Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Business, Entrepreneurship and Finance*, 1(2), 85–97. <https://doi.org/10.53067/ijebe>
- Pradana, J. G., & Maryono, M. (2022). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan rasio nilai pasar terhadap return saham pada perusahaan pertambangan di BEI tahun 2016 - 2020. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 5 (2), 1026–1036. <https://doi.org/10.32670/fairvalue.v5i2.1982>
- Rachmawati, R. (2016). PENGARUH ARUS KAS OPERASI DAN LABA AKUNTANSI TERHADAP RETURN SAHAM RIA RACHMAWATI. In *AKTIVA Jurnal Akuntansi dan Investasi* (Vol. 1, Issue 2).
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2010). *Corporate Finance* (9e ed.). McGraw-Hill.
- Sahfasat, V. M., & Nurmala, P. (2022). Pengaruh Arus Kas Investasi, Arus Kas Operasi, dan Market Value Added Terhadap Return Saham. *Maksimum*, 12(2), 107. <https://doi.org/10.26714/mki.12.2.2022.107-120>.
- Sari, K., & Subarjo, A. (2022). Penentu Kondisi Financial Distress (Studi Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 11 (9).
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <http://www.jstor.org/stable/1882010>.

- Stevanus, Y., & Rahadi, D. R. (2020). Persepsi Dan Pengambilan Keputusan Milenial Terhadap Instrumen Investasi Masa Depan. *Jurnal Riset Bisnis Dan Investasi*, 6 (3), 107–119.
- Stiglitz, J. E. (2002). American economic association information and the change in the paradigm in economics. *Source: The American Economic Review*, 92 (3), 460–501.
- Susanti, F., Rasyad, R., & Wardi, J. (2022). Pengaruh Laba Dan Arus Kas Terhadap Kondisi Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Auditing*, 17(2), 126–134. <https://doi.org/10.37301/jkaa.v17i2.92>.
- Uhus, Verensiana, M., Indah Mustikowati, R., & Wahyu Setiyowati, S. (2021). Pengaruh Laba Akuntansi, Arus Kas Operasi, Return on Equity, Dan Return on Asset Terhadap Return Saham. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 9(1), 1–17. <https://doi.org/10.21067/jrma.v9i1.5437>.
- Yap, H. C., & Firnanti, F. (2018). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 19(3), 78. <https://doi.org/10.30659/ekobis.19.3.78-89>