

**PENGARUH PENGUMUMAN KOMPONEN ARUS KAS,
KEPUTUSAN PENDANAAN DAN RISIKO KESULITAN KEUANGAN
TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN MODERASI ROA
(Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Ritel yang Terdaftar di Bursa
Efek Indonesia Tahun 2017-2020)**

Athira Salsabila, Zulaikha¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

ABSTRACT

This study was conducted to examine and analyze the effect of components of cash flow, funding decisions, and the risk of financial distress on stock returns with ROA moderation. This research was conducted on retail companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2017-2020 period. The population in this study amounted to 20 companies. The sample selection used purposive sampling technique and obtained a sample of 15 companies, but there were outlier data so that the researchers deleted 4 companies, so that the total sample was 11 companies with a research period of 4 years so that 44 research data were obtained. This study uses the Eviews version 10 program to process the data. The hypothesis was tested using a panel data regression model with the Random Effects Model approach and testing the moderating variables using the Moderated Regression Analysis model. The results of this study indicate that the components of cash flow and funding decisions have no significant effect on stock returns, while the risk of financial distress has a negative effect on stock returns. In addition, the effect of cash flow components and funding decisions on stock returns cannot be moderated by the ROA variable, but ROA is able to moderate the effect of the risk of financial distress on stock returns.

Keywords: Stock Return, Cash Flow, Funding Decision, Financial Distress Risk

PENDAHULUAN

Entitas melakukan upaya pengumpulan dana bakal kegiatan operasinya dengan menerbitkan berbagai instrumen yang ada, salah satu bentuk instrumen tersebut adalah saham. Saham ialah instrumen yang digandrungi dan diperdagangkan di pasar modal karena memberikan keuntungan yang tinggi sehingga digemari oleh investor (Kristiana dan Sriwidodo, 2012). Bisnis yang sukses dapat memengaruhi harga sahamnya dan menarik investor. Menurut Alexander dan Destriana (2013) investor menginvestasikan dananya memiliki tujuan yaitu mengharapkan pengembalian (*Return*) dari investasinya. Mereka berharap membeli saham akan memberi mereka dividen dan *capital gain* dengan jaminan bahwa penanaman modal mereka akan aman, meskipun setiap investasi tetap mengandung risiko. (Alexander dan Destriana, 2013). Untuk mengurangi risiko yang ada, investor dapat melakukan analisis mengenai situasi finansial entitas dengan menganalisis laporan keuangan.

Laporan keuangan memiliki berbagai komponen, salah satunya laporan arus kas yang membantu pengguna (salah satunya investor) menilai perusahaan akan terus menghasilkan arus kas pada waktu yang akan datang. Dengan menggunakan penilaian dari arus kas, investor perlu memastikan bahwa metrik kinerja yang mereka soroti mampu menjelaskan suasana ekonomi perusahaan dan oportunitas kemajuan di masa depan (Daniati dan Suhairi, 2006).

Menurut survei yang diselenggarakan oleh Bank Indonesia, terjadinya hal ini didasari oleh meningkatnya penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) yang dikomandokan oleh pemerintah mengakibatkan daya beli masyarakat yang merosot. Faktor lainnya yang berpengaruh adalah kecenderungan masyarakat akan pembelian secara daring yang mengubah kebiasaan belanja

¹ Corresponding author

konsumen, terutama di kota-kota besar, dan ketika masyarakat kehilangan daya beli, persaingan bisnis semakin meningkat dan akhirnya tersandung (Utami, 2018). Dengan menurunnya penjualan ritel di Indonesia ditambah dengan persaingan yang ketat mengakibatkan perusahaan diindikasikan mengalami kesulitan keuangan (Hosea *et al.*, 2020).

Perusahaan memiliki kemampuan untuk memutuskan sumber pendanaan dari mana yang akan dipergunakan untuk menjalankan kegiatan operasionalnya. Dengan keputusan pendanaan yang tepat, perusahaan dapat meminimalkan biaya pendanaan dan risiko yang melekat pada aktivitas pendanaan seperti tingkat bunga, pengembalian modal, bunga saham dan kefleksibelan pembayaran (Muslih *et al.*, 2020). Dana yang diperoleh dapat membantu perusahaan untuk mengembangkan bisnisnya sehingga yang terkena dampaknya adalah nilai tambah entitas. Investor dapat mempertimbangkan hal ini apabila bisnis berkembang dan nilai perusahaan meningkat maka harapan mereka terhadap pengembalian yang diberikan oleh perusahaan tinggi, namun tidak dapat dipungkiri dengan utang yang tinggi, perusahaan dapat mengalami gagal bayar dan berisiko mengalami kebangkrutan.

Profitabilitas adalah metrik berbeda yang harus dipertimbangkan investor, karena rasio ini dapat menaksir keberhasilan organisasi mencapai keuntungan (Nandyayani dan Suarjaya, 2018). Rasio *Return on Assets* (ROA) yang dapat mencerminkan prestasi organisasi dalam mencapai profitabilitas dan juga mengandung informasi tentang kesehatan perusahaan (Putri, 2012). Selain itu, ROA merupakan indikator kinerja entitas dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki perusahaan. Apabila nilai ROA terus meningkat, maka kinerja perusahaan dapat dikatakan juga semakin membaik, dan *return* saham pun meningkat pula (Hardiningsih, 2002).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dari pengumuman komponen arus kas, keputusan pendanaan, dan risiko kesulitan keuangan terhadap *return* saham dengan ROA sebagai moderasi.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Saham merupakan salah satu instrumen investasi yang banyak diperdagangkan di pasar modal. Investasi memiliki risiko yang tinggi, namun hal ini dapat dikurangi dengan terlebih dahulu menganalisis kinerja perusahaan melalui laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan. Perusahaan dengan kinerja yang baik tentunya merupakan sinyal dan akan direspon positif oleh para investor sehingga akan meningkatkan harga dan *return* saham. Dengan indikator dari komponen arus kas yang baik, hal ini akan menggambarkan bahwa perusahaan memiliki cukup kas untuk aktivitas yang dijalankan untuk bisnis, membayar kewajiban dan memberi pembayaran kepada investor. Selain itu, dengan melakukan keputusan pendanaan yang tepat, perusahaan dapat meminimalkan biaya yang melekat pada aktivitas pembiayaan sehingga dapat memaksimalkan laba. Lebih lanjut, perusahaan yang jauh dari risiko kesulitan keuangan akan menarik para investor untuk berinvestasi karena minim risiko gagal bayar dan kemungkinan perusahaan dapat melakukan pembayaran dividen juga tinggi.

Pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham

Kelangsungan suatu perusahaan bergantung pada keberadaan arus kas operasi positif yang menandakan bahwa operasional perusahaan berjalan dengan baik dan memiliki sisa kas yang cukup untuk mendukung operasi selanjutnya. Selain itu, arus kas operasi yang positif juga menunjukkan bahwa perusahaan mampu untuk menutupi kewajiban perusahaan seperti pinjaman, belanja modal, pajak, ataupun pembagian dividen (Al-Zobi dan Al-Dhaimesh, 2021). Dengan adanya publikasi laporan arus kas operasi perusahaan yang baik, maka hal ini akan memberikan sinyal positif bagi investor dan berpengaruh pada kenaikan harga saham dan meningkatkan *return* saham yang diterima.

Kasmianti dan Santosa (2019) menguji mendapati terdapat korelasi positif antara aliran kas operasi dan *return* saham dikarenakan upaya entitas untuk menghasilkan dan menumbuhkan aliran kas dari operasinya mempengaruhi harapan investor terhadap aliran kas yang dihasilkan setiap periode. Hal ini juga didukung oleh riset Utomo dan Pamungkas (2018) yang mendapati ada korelasi positif antara aliran kas operasi terhadap *return* saham. Namun berbalik dengan kajian yang dijalankan oleh Mutia (2012), arus kas aktivitas operasi tidak memberikan korelasi secara

substansial terhadap *return* saham karena kemungkinan pengguna laporan keuangan lebih condong untuk melihat data aliran kas investasi dan juga pendanaan daripada aliran kas operasi.

H1: Arus kas operasi berpengaruh terhadap return saham

Pengaruh arus kas investasi terhadap *return* saham

Perusahaan dengan kinerja yang baik akan dapat memaksimalkan keuntungan perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, sehingga dapat menarik investor untuk melakukan investasi yang akan berujung pada naiknya harga saham dan naiknya *return* saham. Pada kajian sebelumnya yang dilakukan Kasmianti dan Santosa (2019) menunjukkan bahwa ketika aliran kas investasi bernilai kecil atau bahkan negatif, maka *return* saham akan meningkat. Secara teori, perusahaan yang memiliki investasi yang tinggi menarik keyakinan diri investor pada perusahaan, sehingga *return* sahamnya akan meningkat. Khanji dan Siam (2015) menyimpulkan bahwasanya harga saham dan aliran kas pelaburan tidak berkorelasi secara substansial. Sebaliknya, Mutia (2012) menyimpulkan hasil yang berbeda bahwa aliran kas investasi berpengaruh atas harga saham.

H2: Arus kas investasi berpengaruh terhadap return saham

Pengaruh arus kas pendanaan terhadap *return* saham

Menurut Francis *et al.* (2013) yang dikutip dari Utomo dan Pamungkas (2018), aktivitas pendanaan dapat menyebabkan perubahan jumlah dan komposisi ekuitas dan pinjaman korporasi, salah satunya adalah penerbitan utang obligasi atau tunai. Uang tunai yang diperoleh kemudian digunakan sebagai sumber pendanaan untuk menjalankan bisnisnya dan memberi manfaat bagi pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan Kasmianti dan Santosa (2019) menemukan bahwa pengaruh arus kas pendanaan atas *return* saham adalah positif, karena semakin tinggi arus kas pendanaan perusahaan, maka akan berbanding lurus dengan kepercayaan keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan kedepannya, sehingga semakin tinggi *return* sahamnya. Menurut Mutia (2012), hubungan aliran kas pendanaan terhadap pengembalian berpengaruh signifikan. Namun temuan kajian tersebut kontras dengan studi yang dilaksanakan Khanji dan Siam (2015) yang melaporkan bahwa aliran kas pendanaan tidak punya korelasi yang signifikan terhadap *return* saham.

H3: Arus kas pendanaan berpengaruh terhadap return saham

Pengaruh keputusan pendanaan terhadap *return* saham

Keputusan pendanaan memiliki risiko yang tinggi di masa depan, karena merupakan rencana mengenai dana utang yang akan digunakan untuk investasi dan dari investasi tersebut diharapkan dapat menerima pengembalian yang tinggi untuk perusahaan. Mustiha *et al.* (2020) dan juga Herdyan *et al.* (2017) mengemukakan bahwasanya terdapat pengaruh secara positif pada hubungan keputusan pendanaan dan *return* saham karena laba perusahaan meningkat yang disebabkan rasio *debt to equity* (DER) yang tinggi, dana tersebut diinvestasikan lagi oleh perusahaan dan ketika investasi tersebut mendapat keuntungan, akan menambah laba perusahaan dan meningkatkan harga perusahaan. Namun hal ini berlawanan dengan kajian Suciati (2018) dan Mayliana *et al.* (2021) yang menyatakan hubungan DER terhadap *return* saham adalah negatif karena perusahaan masih memiliki kewajiban kepada pihak ketiga yaitu kreditur, sehingga DER yang tinggi menyebabkan rendahnya *return* yang diperoleh investor. Hipotesis yang dapat dibentuk sehubungan dengan masalah ini adalah:

H4: Keputusan pendanaan dapat mempengaruhi return saham

Pengaruh risiko kesulitan keuangan terhadap *return* saham

Risiko kesulitan keuangan disangkut pautkan dengan kemungkinan perusahaan dengan *leverage* tidak mampu membayar kewajiban keuangannya secara tepat waktu sehingga pemberi pinjaman menuntut tingkat pengembalian yang tinggi atas pinjaman kepada debitur (Singh dan Singla, 2021). Singh dan Singla meneliti bahwa hubungan antara risiko kesulitan keuangan dan *return* saham adalah negatif. Menurut Chen dan Hill (2013) hubungan risiko kesulitan keuangan adalah determinan yang signifikan dari *return* saham dan hubungan ini tidak monoton, dimana ketika risiko meningkat, begitu juga pengembalian hingga titik balik maksimumnya, lalu

pengembalian akan turun. Penelitian lain yang dilakukan Vassalou dan Xing (2004) menunjukkan bahwa risiko kesulitan keuangan dan *return* saham memiliki pengaruh positif pada perusahaan dengan ukuran kecil dan/atau *Book-to-market* nya tinggi.

H5: Risiko kesulitan keuangan berpengaruh terhadap return saham

Pengaruh moderasi ROA terhadap arus kas operasi dan *return* saham

Dalam membuat keputusan ekonomi, dibutuhkan banyak informasi mengenai keuangan perusahaan. Pengguna data keuangan dalam dan luar perusahaan menggunakan rasio keuangan dalam membuat keputusan mereka (Kabajeh *et al.*, 2012). Menurut Elliyana (2018), ROA merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan modalnya untuk menghasilkan pendapatan. Aliran kas yang positif mencerminkan baiknya aliran kas operasi, yang berarti pengelolaan kas yang dilakukan entitas untuk aktivitas operasi dikelola dengan baik. Namun arus kas tidak selamanya buruk apabila nilainya negatif, apabila diiringi dengan profitabilitas yang tinggi. Tingginya nilai ROA mengartikan perusahaan menggunakan asetnya secara efisien untuk menghasilkan pendapatan, hal ini bisa menjadi sinyal untuk investor sebagai kesempatan untuk membeli saham perusahaan (Endri *et al.* 2019).

H6: ROA dapat memoderasi hubungan arus kas operasi terhadap return saham

Pengaruh moderasi ROA terhadap arus kas investasi dan *return* saham

Dalam menghasilkan laba, perusahaan tidak hanya bergantung pada kegiatan operasinya, namun juga dari kegiatan investasi dan pendanaan. Dalam kegiatan investasi, perusahaan membeli atau menjual aset tetap, dan hasil dari kegiatan tersebut dapat meningkatkan keuntungan perusahaan, dan dengan demikian meningkatkan atau bahkan menurunkan nilai ROA. Apabila perusahaan melakukan investasi dengan membeli aktiva tetap, maka akan terjadi arus kas keluar yang akan mengakibatkan arus kas yang negatif namun akan meningkatkan nilai ROA karena bertambahnya aktiva yang dimiliki dan apabila perusahaan melakukan penjualan, maka terjadi arus kas yang positif namun menurunkan nilai ROA karena terjadi pelepasan aset.

H7: ROA dapat memoderasi hubungan arus kas investasi terhadap return saham

Pengaruh moderasi ROA terhadap arus kas pendanaan dan *return* saham

Tingginya nilai ROA mencerminkan kinerja perusahaan dalam mendapatkan keuntungan bersih yang baik. Total aset adalah semua kekayaan yang organisasi punya, apakah dibeli dengan uang internal (ekuitas) atau modal eksternal, seperti pinjaman, penerbitan saham, dan lain sebagainya. Dalam aktivitas pendanaan, perusahaan menghimpun dana dari luar perusahaan untuk dijadikan modal seperti meminjam ke bank, menerbitkan surat utang atau obligasi, saham, dividen dan lainnya. Hal ini menjadi penambah aktiva perusahaan dan penambah kas untuk mempertahankan atau menumbuhkan operasional perusahaan.

H8: ROA dapat memoderasi hubungan arus kas pendanaan terhadap return saham

Pengaruh moderasi ROA terhadap keputusan pendanaan dan *return* saham

Organisasi dapat memilih keseimbangan yang ideal antara campuran pembiayaan utang dan ekuitas untuk menciptakan struktur modal yang akan meningkatkan nilai pasarnya dan mengurangi biaya modalnya (Sukesti *et al.*, 2021). Apabila utang yang dimiliki tidak dapat dikendalikan, maka peningkatan utang tersebut akan berdampak nilai perusahaan. Di sisi lain, investor akan lebih cenderung berinvestasi di perusahaan jika ROA-nya tinggi. Berikut ini adalah bagaimana penulis membentuk hipotesis mereka berdasarkan asumsi yang dibuat:

H9: ROA dapat memoderasi hubungan keputusan pendanaan dan return saham

Pengaruh moderasi ROA terhadap risiko kesulitan keuangan dan *return* saham

Return on Asset (ROA) memperlihatkan sejauh mana besarnya keuntungan bersih yang dihasilkan dari persentase total asetnya. Semakin besar laba bersih dari aset yang dimiliki, maka akan menurunkan risiko kesulitan keuangan dan ini merupakan pertanda baik bagi investor bahwa perusahaan baik-baik saja dan menarik untuk dibeli sahamnya sehingga berakibat harga saham yang terbang. Berdasarkan studi yang dijalankan Maulida *et al.* (2019), hubungan rasio profitabilitas dan kesulitan keuangan adalah negatif dan signifikan, karena profitabilitas menunjukkan suatu usaha dalam menjaga kelangsungan hidup bisnis dalam jangka panjang,

sehingga perusahaan berusaha untuk meningkatkan profitabilitasnya, dikarenakan apabila profitabilitasnya tinggi, maka kelangsungan hidup suatu entitas bisnis akan lebih terjamin, begitu juga sebaliknya.

H10: ROA dapat memoderasi hubungan risiko kesulitan keuangan terhadap return saham

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *return* saham diukur dengan selisih antara harga penutupan saham pada tahun t dan harga penutupan saham pada tahun $t-1$ dibagi dengan harga penutupan saham pada tahun $t-1$, dikalikan seratus (Tandiontong dan Sitompul, 2017).

Variabel independen dalam penelitian ini yaitu arus kas operasi diukur dengan menghitung pertumbuhan arus kas operasi tahun yang diteliti dikurang dengan arus kas operasi tahun sebelumnya kemudian membaginya dengan arus kas operasi tahun sebelumnya (Subramanyam, 2014). Variabel arus kas investasi diukur dengan menghitung pertumbuhan arus kas investasi tahun yang diteliti dikurang dengan arus kas investasi tahun sebelumnya kemudian membaginya dengan arus kas investasi tahun sebelumnya (Subramanyam, 2014). Variabel arus kas pendanaan diukur dengan menghitung pertumbuhan arus kas pendanaan tahun yang diteliti dikurang dengan aliran kas pendanaan tahun sebelumnya lalu membaginya dengan aliran kas pendanaan tahun sebelumnya (Subramanyam, 2014). Variabel keputusan pendanaan diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) karena menunjukkan kemampuan solvensi perusahaan melalui perbandingan pendanaan dari utang dan pendanaan dari ekuitas (Subramanyam, 2014). Variabel risiko kesulitan keuangan diukur dengan rasio Altman *Z-score*, yang menurut Altman (1968) apabila *Z-Score* perusahaan yang kurang dari 1,81, berada pada kategori bangkrut. Selain itu, perusahaan dikategorikan sehat dengan memiliki *Z-Score* diatas 2,99 dan *Z-Score* antara 1,81 dan 2,99 sebagai area abu-abu untuk kesehatan keuangan.

Variabel moderasi dalam penelitian diukur dengan *Return on Assets* (ROA) yang diukur dengan menghitung laba bersih tahun t dibagi total aset tahun t

Penentuan Sampel

Perusahaan ritel atau perdagangan eceran dipilih sebagai obyek penelitian karena menurut pengamatan yang dilakukan selama tahun penelitian, banyak perusahaan ritel yang telah menutup gerainya di seluruh Indonesia. Data terkini Bursa Efek Indonesia (BEI) tersedia untuk rentang waktu pengamatan 2017 – 2020, memastikan bahwa temuan tersebut dapat diterapkan pada situasi yang dihadapi. *Purposive sampling*, adalah metode yang dipakai pada kajian ini, merupakan suatu metode pengumpulan data dimana sampel dipilih setelah memperhitungkan faktor-faktor tertentu berdasarkan Sugiyono (2010). Perusahaan sampel yang dipilih untuk kategori studi ini memenuhi standar berikut:

1. Perusahaan berjalan di bidang *retail* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan rentang waktu 2017 – 2020.
2. *Listing* perusahaan tidak dicabut dari bursa antara tahun 2017 dan 2020.
3. Mengungkapkan laporan keuangan tahunan sampai dengan 31 Desember yang sebelumnya telah diaudit.
4. Tidak ada saham preferen yang dimiliki oleh korporasi, dan memiliki data harga penutupan tahunan yang komprehensif.
5. Rupiah menjadi mata uang yang digunakan pada laporan keuangan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pada statistik deskriptif, akan ditampilkan karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain median, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata sampel dan standar deviasi untuk masing-masing variabel. Tabel 1 menunjukkan bahwa pada pengamatan perusahaan sektor *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020. Penelitian ini menggunakan data tahunan dari 11 perusahaan.

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif

	RS	AKO	AKI	AKP	DER	ZSCORE	ROA
Mean	-0,017500	-0,682955	-0,325682	0,229545	1,799545	3,454545	0,030227
Max	0,870000	3,130000	1,620000	33,97000	9,870000	7,530000	0,350000
Min	-0,700000	-26,10000	-5,310000	-10,82000	0,110000	0,910000	-0,250000
Std. Dev	0,330954	4,075408	1,205683	5,810331	1,836168	1,598785	0,119951

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, variabel *return* saham (RS) memiliki rata-rata -0,017500, maksimal 0,870000, minimal -0,700000 dan standar deviasi 0,330954. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata pengembalian saham perusahaan ritel sampel relatif kecil. Selain itu, sebaran data tidak bervariasi yang dilihat dari rata-rata dan standar deviasinya. Hal yang sama juga terdapat pada variabel arus kas operasi (AKO), arus kas investasi (AKI), Arus kas pendanaan (AKP), keputusan pendanaan (DER), dan *Return on Assets* (ROA). Namun, variabel kesulitan keuangan (ZSCORE) memiliki rata-rata 3,454545, maksimum 7,530000, minimum 0,910000 dan standar deviasi 1,598785. Hal ini menunjukkan rata-rata perusahaan berada dalam kondisi sehat secara finansial dan dilihat dari rata-rata dan standar deviasi, sebaran data ZSCORE baik.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Perlu dilakukan tes untuk penentuan model regresi data panel terbaik atau tepat agar dapat menghasilkan hasil prediksi akurat dan efektif. Model dipilih melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Tabel 2 menunjukkan hasil uji pemilihan model regresi data panel.

Tabel 2
Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Uji	Probabilitas	Model Terpilih
Uji Chow	0,0273	FEM
Uji Hausman	0,5253	REM
Uji Lagrange Multiplier	0,0564	REM

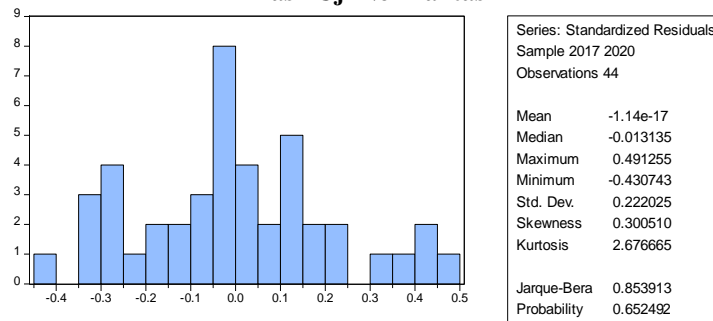
Berdasarkan pengujian yang dilakukan dipastikan bahwa model *Random Effect Model* (REM) adalah model yang tepat untuk penelitian ini. Persamaan model regresi dari *Random Effect Model* adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + W_{it}$$

Uji Normalitas

Berikut ini merupakan hasil pengujian normalitas yang terdapat pada gambar 1.

Gambar 1
Hasil Uji Normalitas



Berdasarkan hasil uji normalitas, probabilitas *Jarque-Bera* adalah 0,652492. Hal ini menunjukkan bahwa data berdistribusi normal, karena probabilitas > 0,05.

Uji Multikolinearitas

Berikut ini merupakan hasil pengujian multikolinearitas yang terdapat pada tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
X1	0,000174	1,212816	1,178952
X2	0,002056	1,306784	1,216136
X3	8,33E-05	1,147964	1,146138
X4	0,001286	3,502136	1,767002
X5	0,001914	11,51683	1,994175
C	0,041788	17,42038	NA

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas, masing-masing variabel independen memiliki nilai VIF kurang dari 10, dapat diketahui dari temuan uji multikolinearitas pada Tabel 3 bahwa tidak ada variabel independen yang menunjukkan multikolinearitas.

Uji Heterokedastisitas

Berikut ini merupakan hasil pengujian heterokedastisitas yang terdapat pada tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Heterokedastisitas

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	1,094003	Prob. F(5,38)	0,3796
Obs*R-squared	5,536704	Prob. Chi-Square(5)	0,3539
Scaled explained SS	4,838998	Prob. Chi-Square(5)	0,4358

Berdasarkan hasil uji heterokedastisitas, nilai probabilitas F sebesar $0,3796 > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada variabel yang diteliti.

Uji Autokorelasi

Berikut ini merupakan hasil pengujian autokorelasi yang terdapat pada tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0,549945	Mean dependent var	-0,017500
Adjusted R-squared	0,308844	S.D. dependent var	0,330954
S.E. of regression	0,275142	Akaike info criterion	0,532225
Sum squared resid	2,119680	Schwarz criterion	1,181021
Log likelihood	4,291044	Hannan-Quinn criter.	0,772830
F-statistic	2,280975	Durbin-Watson stat	2,029443
Prob(F-statistic)	0,028848		

Berdasarkan hasil uji autokorelasi, nilai Durbin Watson adalah 2,029443, sesuai dengan hasil uji autokorelasi pada tabel 4.9. Mengacu pada tabel DW $\alpha = 5\%$, nilai $d_L = 1,2769$ dan $d_U = 1,7777$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi karena nilai $1,2769 < 2,0294 < 2,2223$.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh faktor dependen atau *return* saham terhadap variabel independen dapat dilihat pada uji parsial (uji t) Tabel 3 sebagai berikut.

Tabel 6
Hasil Uji Parsial

Variabel	Koefisien	Prob.
AKO	-0,011596	0,3718
AKI	-0,058008	0,3315
AKP	0,000034	0,9971
DER	0,032341	0,4919
ZSCORE	0,153434	0,0239

Arus kas operasi (AKO) memiliki nilai koefisien -0,011596 dan tingkat signifikansi 0,718. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham adalah negatif namun tidak signifikan. Oleh sebab itu, hipotesis pertama ditolak. Temuan analisis ini konsisten dengan temuan Putri *et al.* (2017), yang tidak menunjukkan adanya hubungan secara signifikan antara arus kas dan juga harga saham. Hal ini disebabkan investor juga mempertimbangkan faktor-faktor lain, seperti pembayaran dividen, risiko internal perusahaan, kondisi pasar, ekonomi, politik, dan faktor sosial, saat membuat keputusan investasi. Temuan ini selaras dengan analisis yang dilaksanakan oleh Khanji dan Siam (2015) dan Mutia (2012), yang menemukan tidak adanya korelasi yang signifikan pada arus kas operasi atas pengembalian saham.

Arus kas investasi (AKI) memiliki nilai koefisien -0,058008 dan signifikansi sebesar 0,3315. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh arus kas investasi terhadap *return* saham adalah negatif namun tidak signifikan. Oleh sebab itu, hipotesis kedua ditolak. Temuan analisis ini selaras dengan analisis yang dilaksanakan oleh Putri *et al.* (2017), Khanji dan Siam (2015), dan Rhamedia (2015), yang tidak menemukan korelasi signifikan secara statistik antara arus kas atas *return* saham. Aliran kas investasi memberikan informasi yang memiliki keterkaitan dengan investasi dan aset tidak likuid entitas. Arus kas masa depan dan informasi tentang biaya untuk memperoleh berbagai sumber daya yang diperlukan untuk menciptakan pendapatan, keduanya termasuk dalam arus kas investasi, namun hal ini bukan yang dipertimbangkan investor saat membuat keputusan investasi.

Arus kas pendanaan (AKP) memiliki nilai koefisien sebesar 0,000034 dan tingkat signifikansi sebesar 0,9971. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh arus kas pendanaan terhadap *return* saham adalah positif namun tidak signifikan. Oleh sebab itu, hipotesis ketiga ditolak. Temuan dalam penelitian ini selaras dengan Japlani (2021), Putri *et al.* (2017), dan Sa'adah dan Kadarusman (2014), dimana mereka semua mengungkapkan korelasi hubungan yang tak signifikan secara statistik pada arus kas pendanaan atas *return* saham. Fakta bahwa pelabur tidak mempertimbangkan aliran kas pembiayaan saat memilih investasi mana yang akan dilakukan, dan investor berasumsi bahwa bisnis dengan arus kas pembiayaan yang kuat memiliki akses ke sejumlah besar uang ekstra dari sumber lain. Karena itu, ada risiko yang cukup besar dari entitas yang tidak ditangani dengan tepat.

Debt to Equity Ratio (DER) yang mengukur keputusan pendanaan memiliki nilai koefisien sebesar 0,032341 dan signifikansi sebesar 0,4919. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh keputusan pendanaan terhadap *return* saham adalah positif namun tidak signifikan. Oleh sebab itu, hipotesis keempat ditolak. Temuan studi ini berkesinambungan dengan studi yang dilaksanakan oleh Tezar (2020) dan Endri *et al.* (2021) yang mengemukakan DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Ini disebabkan dikarenakan nilai yang lebih besar menggambarkan bahwasanya perusahaan bergantung pada pihak ketiga dan hak pemegang saham menjadi berkurang seperti pembayaran dividen. Ini menyebabkan investor kehilangan minat terhadap saham perusahaan karena keuntungan yang rendah, yang mempengaruhi harga saham. Namun, investor dengan pandangan lain berpikir semakin tinggi utang maka akan menambah modal operasional perusahaan dan apabila penggunaannya optimal, maka dapat meningkatkan penjualan dan menambah perolehan laba (Puspitadewi dan Rahyuda, 2016).

Altman Z-Score yang memiliki nilai koefisien 0,153434 dan signifikansi 0,0239. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh kesulitan keuangan terhadap *return* saham adalah positif dan signifikan, sehingga pengaruh risiko kesulitan keuangan terhadap *return* saham adalah negatif. Oleh sebab itu, hipotesis kelima diterima. Hasil dari penelitian ini konsisten dengan temuan yang dilaksanakan oleh Singla dan Singh (2021), yang menegaskan bahwasanya ada hubungan yang substansial dan searah antara Altman Z-score dan *return* saham, dengan kata lain, tingginya nilai

Altman *Z-score*, maka akan diikuti *return* saham yang meningkat karena nilai Altman *Z-score* yang tinggi menunjukkan bahwa bisnis tersebut stabil secara finansial dan memiliki sedikit atau tidak ada masalah keuangan. Akibatnya, *return* saham terkena dampak negatif dari kemungkinan kesulitan keuangan. Penelitian Chen dan Hill (2013) dan Vassalou dan Xing (2004) mendukung penelitian ini. Menurut teori pensinyalan, bisnis berbagi informasi melalui laporan keuangan yang tersedia untuk umum. Investor menggunakan informasi laporan keuangan sebagai panduan ketika memilih investasi mereka. Investor akan lebih cenderung menanamkan modalnya pada perusahaan jika keuangan perusahaan kuat dan tidak mengalami kesulitan keuangan. Perusahaan yang berkinerja baik dan sehat secara finansial menunjukkan bahwa mereka baik-baik saja. Akibatnya, pelabur termotivasi memiliki saham entitas, yang secara alami menaikkan harga saham dan menghasilkan *capital gain* bagi investor. Selain itu, karena investor mengharapkan pembayaran dividen sebagai semacam pengembalian, korporasi memiliki kemungkinan besar untuk melakukannya.

Selanjutnya, dilakukan pengujian *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk melihat kemampuan suatu faktor moderator untuk memperkuat atau memperkecil hubungan antara variabel independen dan dependennya. Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian MRA sebagai berikut.

Tabel 4
Hasil Uji MRA

Variabel	Koefisien	Prob.
AKOROA	0,188791	0,2271
AKIROA	0,512212	0,3343
AKPROA	0,055889	0,7960
DERROA	-0,071331	0,8405
ZSCOREROA	-1,147053	0,0018

Interaksi antara ROA dan arus kas operasi (AKOROA) terhadap *return* saham memiliki koefisien 0,188791 dan nilai probabilitas 0,2271. Hal ini menunjukkan bahwa ROA tidak dapat menjadi moderasi hubungan antara arus kas operasi dan *return* saham. Oleh sebab itu, Hipotesis keenam ditolak. Menurut temuan studi, ROA gagal memoderasi arus kas operasi atas *return* saham. Hasil dari penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Luayyi *et al.* (2022) yang menjabarkan bahwa ROA tidak mampu menjadi faktor moderasi hubungan arus kas atas *return* saham karena *capital gain* lebih menarik perhatian investor, menyebabkan mereka mengabaikan arus kas operasi saat memutuskan saham mana yang akan dibeli.

Interaksi antara ROA dan arus kas investasi (AKIROA) memiliki koefisien 0,512212 dan signifikansi nilai sebesar 0,3343. Hal ini menunjukkan bahwa ROA tidak berhasil menjadi faktor pemoderasi hubungan antara arus kas investasi atas *return* saham. oleh sebab itu, hipotesis ketujuh ditolak. Peneliti belum menemukan penelitian yang menggunakan ROA sebagai moderator antara arus kas investasi dan juga *return* saham, namun pada penelitian ini, kehadiran ROA tidak mampu untuk meningkatkan *return* saham yang diakibatkan oleh arus kas investasi. Penelitian Nurdin (2017) mengemukakan bahwasanya tidak adanya hubungan yang substansial antara ROA atas *return* saham, sehingga dapat disimpulkan bahwasanya informasi dalam laporan keuangan yang akan digunakan untuk pengambilan keputusan investasi belum sepenuhnya dapat dipahami oleh para investor.

Interaksi antara ROA dan arus kas pendanaan (AKPROA) terhadap *return* saham memiliki koefisien 0,055889 nilai signifikansi sebesar 0,7960. Hal ini menunjukkan ROA tidak dapat berperan sebagai moderator dalam hubungan antara arus kas pendanaan dan *return* saham. Oleh sebab itu, hipotesis kedelapan ditolak. Dalam analisis ini, ROA tidak mampu mengimbangi dampak negatif arus kas pendanaan terhadap *return* saham. Peneliti tidak mendapati kajian terdahulu yang memakai ROA sebagai moderator pada hubungan arus kas pendanaan atas pengembalian saham. Namun, penelitian Sohilauw *et al.* (2022) menemukan bahwa ROA memiliki dampak yang dapat diabaikan terhadap *return* saham karena beberapa perusahaan dalam penelitiannya mengalami kerugian selama pandemi Covid-19 yang menyebabkan penurunan harga saham. Penelitian ini tentunya berbeda dengan teori sinyal dimana informasi mengenai ROA dapat menjadi sinyal positif untuk investor dalam menentukan keputusan investasi ketika aliran kas

pendanaan rendah. Informasi tentang pendapatan dan biaya masa depan untuk kreditur dan pemegang saham termasuk dalam nilai arus kas pembiayaan. Ketika arus kas pendanaan rendah, berarti perusahaan telah membayar dividen kepada pemegang saham dan juga kreditur. Seharusnya ROA dapat menjadi bahan pertimbangan lain bagi investor karena besarnya nilainya ROA mengartikan perusahaan dapat menghasilkan laba dari total aset, sehingga akan berpengaruh pada besarnya pembayaran dividen kepada investor. Namun, berdasarkan hasil penelitian ini, ROA belum mampu memoderasi pengaruh arus kas pendanaan dan *return* saham.

Interaksi antara ROA dan DER (DERROA) memiliki koefisien $-0,071331$ dan signifikansi sebesar $0,8405$. Hal ini menunjukkan ROA tidak mampu memoderasi keterkaitan antara keputusan pendanaan dengan *return* saham. Dapat disimpulkan bahwa hipotesis kesembilan ditolak. Peneliti tidak menemukan adanya penelitian yang sejenis namun berdasarkan penelitian yang dilaksanakan oleh Luckieta *et al.* (2020) mengemukakan pengaruh ROA tidak signifikan atas *return* saham sebab perusahaan dalam kondisi tidak menguntungkan atau rugi, karena kemampuan modal yang diinvestasikan belum dapat menghasilkan keuntungan. Kajian ini bertolak belakang dengan teori sinyal, dimana ROA seharusnya dapat menjadi isyarat untuk mempertimbangkan investasi di saat perusahaan memutuskan untuk melakukan pendanaan, karena akan mengakibatkan total aset dan laba meningkat dan diikuti oleh nilai perusahaan dimana harga saham perusahaan tersebut terbang (Luayyi *et al.*, 2021). ROA, bagaimanapun, tidak dapat memoderasi hubungan antara pilihan pendanaan dan pengembalian saham.

Interaksi antara ROA dan Altman *Z-score* (ZSCOREROA) memiliki koefisien $-1,147053$ dan signifikansi sebesar $0,0018$. Hal ini berarti ROA melemahkan hubungan risiko kesulitan keuangan dengan *return* saham. Oleh sebab itu, hipotesis kesepuluh diterima. Peneliti tidak menemukan penelitian yang sejenis, namun berdasarkan Endri *et al.* (2021), ROA berpengaruh negatif dan juga signifikan atas *return* saham sebab ketika perusahaan memperoleh peningkatan keuntungan, perusahaan akan mencadangkan sebagian dari keuntungan tersebut untuk laba ditahan yang diperuntukkan investasi. Aturan ini mengakibatkan perolehan dividen yang dibayarkan menjadi kecil, sehingga penanam modal yang membutuhkan kas atau hasil tertentu kecewa pada kebijakan tersebut dan menjual sahamnya atau memutuskan tidak membeli saham dan harga saham perusahaan menjadi menurun. Oleh sebab itu, ROA melemahkan hubungan risiko kesulitan keuangan terhadap *return* saham, karena meskipun perusahaan terhindar dari risiko kesulitan keuangan dan memiliki ROA yang tinggi, investor mempertimbangkan keputusan investasi mereka apabila keuntungan yang diperoleh dicadangkan ke hal yang lain dan mempengaruhi pengembalian yang mereka harapkan.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan beberapa faktor yang mempengaruhi *return* saham. Dari lima faktor yang diteliti (arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, keputusan pendanaan dan risiko kesulitan keuangan), terbukti hanya risiko kesulitan keuangan yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa semakin kecil kemungkinan kesulitan keuangan, maka semakin besar *return* yang didapatkan investor. Sedangkan faktor-faktor lain seperti arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan dan keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak terlalu mempertimbangkan faktor tersebut dalam membuat keputusan investasi.

Selanjutnya, untuk faktor moderasi, ROA mampu memoderasi (memperlemah) pengaruh risiko kesulitan keuangan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan meskipun perusahaan terhindar dari risiko kesulitan keuangan dan memiliki ROA yang tinggi, investor mempertimbangkan keputusan investasi mereka apabila keuntungan yang diperoleh dicadangkan ke hal yang lain dan mempengaruhi pengembalian yang mereka harapkan. Disamping itu, ROA tidak mampu memoderasi arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan keputusan pendanaan karena investor tidak terlalu mempertimbangkan faktor tersebut dalam membuat keputusan investasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. *Pertama*, Objek penelitian dalam pelaksanaan penelitian hanya berfokus atas perusahaan *retail* yang jumlahnya hanya sedikit,

sehingga kurang merepresentasikan keadaan yang sebenarnya. *Kedua*, Kurangnya penelitian terdahulu terutama yang sejenis menyebabkan peneliti kekurangan referensi dalam menginterpretasikan hasil penelitian. *Ketiga*, penelitian ini menggunakan ukuran sampel kecil rasio keuangan yang terbatas sebagai variabel.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas objek penelitian tidak hanya di perusahaan *retail* karena jumlahnya yang sedikit, sehingga dapat merepresentasikan keadaan yang sesungguhnya. *Kedua*, menambah rasio keuangan yang lain. Namun apabila akan menggunakan variabel yang sejenis, disarankan untuk mengganti pengukuran terutama risiko kesulitan keuangan karena terdapat banyak model untuk mengukur kesulitan keuangan. *Ketiga*, menambah lebih banyak sampel penelitian dan tahun yang baru agar hasil lebih terbaru.

REFERENSI

- Alexander, N., & Destriana, D. (2013). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap *Return Saham* (Vol. 15, Issue 2)
- Al-Zobi, M. K., & Al-Dhaimesh, O. H. (2021). *The impact of cash flow statement components on stocks volatility: Evidence from Qatar. Investment Management and Financial Innovations*, 18(2), 365–373.
- Altman, E. I. (1968). *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Chen, J., & Hill, P. (2013). *The Impact of Diverse Measures of Default Risk on UK Stock Returns. Journal of Banking and Finance*, 37(12), 5118–5131.
- Daniati, N., & Suhairi. (2006). Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Laporan Arus Kas, Laba Kotor, dan *Size* Perusahaan Terhadap *Expected Return* saham.
- Endri, E., Amrullah, D. F., Suparmun, H., Mary, H., Sova, M., & Indrasari, A. (2021). *Determinants of stock return of property and real estate companies in the developing market. Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 5(2 Special Issue), 184–193.
- Hardiningsih, P. (2001). Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Ekonomi Terhadap *Return Saham* Perusahaan di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus Basic Industry and Chemical). *Thesis*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hosea, I. A., Siswantini, T., & Murtatik, S. (2020). *Leverage, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Ritel di BEI. PROSIDING BIEMA Business Management, Economic, and Accounting National Seminar*, 1, 60–74.
- Japlani, A. (2021). Pengaruh Perubahan Laba Akuntansi, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasidan arus Kas Pendanaan Terhadap *Return Saham. Jurnal Fidusia*, 3(2).
- Kabajeh, M. A. M., al Nu'aimat, S. M. A., & Dahmash, F. N. (2012). *The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices. International Journal of Humanities and Social Science*, 2(11).
- Kasmianti, K., & Santosa, P. W. (2019). Informasi Laba, Komponen Arus Kas, Keputusan Pendanaan dan *Return Saham: Empirical Evidence at Indonesia Stock Exchange* (Studi pada Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi). *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 22(2).
- Khanji, I. M., & Siam, A. Z. (2015). *The Effect of Cash Flow on Share Price of the Jordanian Commercial Banks Listed in Amman Stock Exchange. International Journal of Economics and Finance*, 7(5).
- Kristiana, V. A., & Sriwidodo, U. (2012). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Return Saham Investor* Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Kewirausahaan*, 12(1), 1–11.
- Luayyi, S., Nurvianasari, E., & Kusumaningarti, M. (2022). Pengaruh Arus Kas dan Rasio Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel *Moderating. Jurnal Ilmiah Kuntansi Dan Keuangan*, 1(3), 213–230.
- Luckieta, M., Amran, A., & Alamsyah, D. P. (2020). *The Fundamental Analysis of Stock Prices. Test Engineering and Management*, 83, 28720–28729.

- Mayliana, G., Chumaidiyah, E., & Zulbetti, R. (2021). *The Effect of Financial Ratios and Macroeconomics on Stock Return in Infrastructure Sector. Proceedings of the International Conference on Industrial Engineering and Operations Management*.
- Muslih, M., Sirait, D. S., & Simanjuntak, D. F. (2020). *The Effect Of Financing Decisions and Investment Decisions on The Performance of Property Companies, Real Estate & Building Construction Registered In Indonesia Stock Exchange Moderated By Corporate Governance and Risk Management With Firm Size as Control Variable. South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 22(1), 137–149.
- Mustiha, F., & Djalil, M. A. (2020). *The Effect of Funding Decision and Dividend Policy on Company Value and Its Implications on Stock Return of LQ-45 Companies Listed In Indonesian Stock Exchange. In Global Academic Journal of Economics and Business (Vol. 2, Issue 1)*.
- Mutia, E. (2012). Pengaruh Informasi Laba dan Arus Kas Terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi*, 1(1), 12–22.
- Nandyayani, D. A. D., & Suarjaya, A. A. G. (2018). *The Effect of Profitability on Stock Return. American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 5(1), 695–703.
- Puspitadewi, C. I. I., & Rahyuda, H. (2016). Pengaruh DER, ROA, PER dan EVA Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Food and Beverage di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(3), 1429–1456.
- Putri, A. U. S., Yuliandhari, W. S., & Dillak, V. J. (2017). Pengaruh Laba Bersih Dan Arus Kas Terhadap Harga Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan LQ 45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015). *E-Proceeding of Management*, 4(3), 2605–2612.
- Putri, A. A. B. (2012). Analisis Pengaruh ROA, EPS, NPM, DER dan PBV Terhadap Return Saham. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Rhamedia, H. (2015). Pengaruh Informasi Arus Kas, Laba Akuntansi dan Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan LQ 45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Padang: Universitas Negeri Padang.
- Sa'adah, L., & Kadarusman. (2014). Pengaruh Laba Akuntansi, Komponen Arus Kas, Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Kelompok LQ 45 Yang Listing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 3(2).
- Singh, G., & Singla, R. (2021). Default Risk and Stock Returns: Evidence from Indian Corporate Sector. *Vision*.
- Sohilauw, M. A. S., Leiwakabessy, T. F. F., & Sososutiksno, C. (2022). Pengaruh Return on Assets, Debt to Equity Ratio dan Current Ratio Terhadap Harga Saham Perusahaan Sub Sektor Transportasi Selama Pandemi Covid-19. *SINTAMA: Jurnal Sistem Informasi, Akuntansi Dan Manajemen*, 2(2).
- Sugiyono, D. (2010). Metode Penelitian Kuantitatif dan R&D. Bandung: Alfabeta, 26-33.
- Sukesti, F., Ghozali, I., Fuad, F., Almasyhari, A. K., & Nurcahyono, N. (2021). *Factors Affecting the Stock Price: The Role of Firm Performance. Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 165–173.
- Tezar, M. (2020). *Analysis of The Effect of Financial Performance on Food and Beverages Stock Return In Indonesia Stock Exchange Period 2015 - 2019. Dinasti Intenational Journal Of Education Management and Social Science*, 2(1), 134–149.
- Utami, N. S. (2018). Analisa Kinerja Sektor Ritel Indonesia. *ECOPRENEUR*, 1(1), 43–48.
- Utomo, D. S., & Pamungkas, I. D. (2018). *Cash Flow Activities and Stock Returns in Manufacturing of Indonesia: A Moderating Role of Earning Management. Research Article*, 22(6).
- Vassalou, M., Xing, Y., Campbell, J., Cochrane, J., Chen, L., French, K., Hirshleifer, D., Jagannathan, R., Lando, D., Nielsen, L. T., Ritter, J., Shanken, J., & Stein, J. (2004). *Default Risk in Equity Returns. The Journal of Finance*, LIX(2).