

Pengaruh Arus Kas Operasi, Struktur Modal dan Laba Akuntansi Terhadap Pengembalian Saham

Salsa Febrina^{1*}, Indawati²

^{1,2} Akuntansi, Universitas Pamulang, Indonesia

*Email Korespondensi: salsafebrina32@gmail.com

ABSTRACT

Background: The capital market plays an important role in supporting economic activities by providing investment opportunities for investors and funding sources for companies. Stock return is one of the considerations for investors in making investment decisions and may reflect the company's financial performance and future prospects. Purpose: This study aims to examine the effect of operating cash flow, capital structure, and accounting profit on stock returns.

Method: This study used a quantitative approach with an associative research design. The population consisted of Consumer Non-Cyclicals companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2021-2025. Using purposive sampling, 49 companies were selected, resulting in 245 observations over five years. Secondary data were analyzed using panel data regression with EViews 13.

Findings: Operating cash flow, capital structure, and accounting profit do not simultaneously have a significant effect on stock returns (Prob. $F = 0.6792$; adjusted $R^2 = -0.0061$). Partially, none of the variables is significant: operating cash flow (coefficient 0.7222; $p = 0.3800$), capital structure (-0.0376 ; $p = 0.6826$), and accounting profit (1.1360; $p = 0.5430$). The results are consistent across robustness tests.

Conclusion: Operating cash flow, capital structure, and accounting profit do not explain annual stock returns of Consumer Non-Cyclicals companies during 2021-2025, which suggests that other factors drive stock returns. The study is limited by its sector coverage, five-year observation period, a sample restricted to firms without losses, change-based proxies, and reliance on secondary data. Future research is recommended to expand the sector and observation period, include loss-making firms, and add other variables that may affect stock returns.

ABSTRAK

Latar belakang: Pengembalian saham menjadi salah satu pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi. Informasi arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi dapat digunakan untuk menilai kondisi dan prospek perusahaan. Namun, penelitian terdahulu mengenai pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap pengembalian saham masih menunjukkan hasil yang beragam.

Tujuan: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi terhadap pengembalian saham pada perusahaan sektor Consumer Non-Cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021-2025.

ARTICLE HISTORY

Received: 25 Agustus 2026

Accepted: 21 Oktober 2026

Published: 22 Oktober 2026

KEYWORDS:

Operating Cash Flow;
Capital Structure; Accounting Profit; Stock Return;
Consumer Non-Cyclicals.

KATA KUNCI:

Arus Kas Operasi; Struktur Modal; Laba Akuntansi; Pengembalian Saham; Consumer Non-Cyclicals.

Metode: Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode asosiatif dan data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan. Sampel ditentukan menggunakan teknik purposive sampling dan diperoleh 49 perusahaan dengan periode pengamatan selama lima tahun, sehingga terdapat 245 observasi. Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak EViews 13.

Temuan: Arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham (Prob. F = 0,6792; Adjusted R² = -0,0061). Secara parsial, tidak ada variabel yang signifikan: arus kas operasi (koefisien 0,7222; p = 0,3800), struktur modal (-0,0376; p = 0,6826), dan laba akuntansi (1,1360; p = 0,5430). Hasil konsisten pada seluruh uji ketahanan.

Kesimpulan: Arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi tidak menjelaskan pengembalian saham tahunan perusahaan sektor Consumer Non-Cyclicals periode 2021-2025, sehingga pengembalian saham kemungkinan ditentukan faktor lain. Penelitian ini memiliki keterbatasan pada cakupan sektor, periode pengamatan, sampel yang dibatasi pada perusahaan tanpa kerugian, proksi berbasis perubahan, dan penggunaan data sekunder. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas cakupan sektor dan periode pengamatan, menyertakan perusahaan yang merugi, serta menambahkan variabel lain yang berpotensi memengaruhi pengembalian saham.

LATAR BELAKANG

Pasar modal memiliki peran penting dalam mendukung kegiatan ekonomi karena menjadi sarana yang mempertemukan pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana untuk mengembangkan usaha. Bagi perusahaan, pasar modal dapat dimanfaatkan sebagai sumber pendanaan melalui penerbitan saham maupun instrumen keuangan lainnya, sedangkan bagi investor pasar modal menjadi sarana untuk memperoleh tingkat pengembalian atau *rate of return* atas dana yang diinvestasikan [1]. Sebelum melakukan investasi, investor perlu menganalisis potensi pengembalian saham karena tingkat imbal hasil yang diharapkan menjadi salah satu pertimbangan dalam keputusan investasi [2]. Pengembalian saham merupakan keuntungan yang diperoleh investor dari investasi saham, baik berupa *capital gain* maupun *capital loss*, sehingga perubahannya sangat berkaitan dengan fluktuasi harga saham dan kondisi kinerja perusahaan [3]. Perubahan pengembalian saham juga menjadi perhatian investor dan manajemen karena dapat memengaruhi pandangan pasar terhadap kinerja bisnis serta prospek perusahaan di masa mendatang [4].

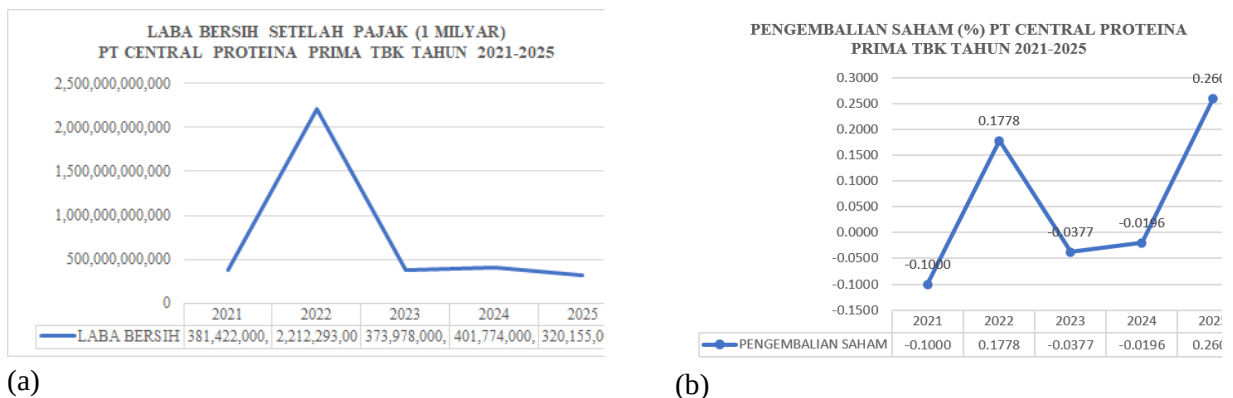
Salah satu informasi yang dapat menjadi pertimbangan investor adalah kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas dari aktivitas operasional. Arus kas operasi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari kegiatan utamanya untuk memenuhi kewajiban, mempertahankan kegiatan operasional, membayar dividen, dan melakukan investasi tanpa bergantung sepenuhnya pada sumber pendanaan eksternal [5]. Arus kas operasi yang tinggi dan stabil dapat menjadi sinyal keuangan bagi investor mengenai kondisi operasional perusahaan, sehingga berpotensi meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong pengembalian saham [6]. Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten. Arus kas operasi ditemukan berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham [4], serta berpengaruh positif signifikan terhadap pengembalian saham [7]. Hasil serupa juga ditemukan oleh Maulana,dkk [6]. Namun, Saleh dkk. [1] menemukan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Perbedaan hasil tersebut menjadi dasar penggunaan teori sinyal sebagai kerangka acuan untuk menjelaskan bagaimana informasi keuangan perusahaan dapat menjadi sinyal bagi pihak eksternal [1].

Faktor berikutnya adalah struktur modal yang menunjukkan bagaimana perusahaan mengelola sumber pendanaan melalui utang dan modal sendiri. Penggunaan utang secara tepat dapat membantu perusahaan memperluas kapasitas operasional dan mendanai kegiatan yang berpotensi menghasilkan laba, selama

pengelolaannya dilakukan dengan mempertimbangkan risiko keuangan [7]. Struktur modal yang dikelola secara seimbang dapat membantu perusahaan meningkatkan pengembalian saham, sedangkan peningkatan tingkat *debt to equity ratio* (DER) dapat meningkatkan risiko yang ditanggung perusahaan dan mengurangi minat investor untuk melakukan investasi [8]. Penelitian mengenai struktur modal juga menunjukkan hasil yang beragam. Struktur modal ditemukan berpengaruh positif signifikan terhadap pengembalian saham [7], sedangkan penelitian lain menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham [8]. Penelitian lainnya menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham [9], [10], [11]. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur modal masih memberikan temuan yang belum konsisten dalam kaitannya dengan pengembalian saham.

Faktor lainnya adalah laba akuntansi. Laba akuntansi yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan perusahaan yang baik dan memberikan kemampuan yang lebih besar bagi perusahaan untuk memberikan dividen kepada pemegang saham [12]. Peningkatan laba juga dapat memberikan sinyal positif mengenai kinerja dan prospek perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap saham perusahaan [1]. Penelitian mengenai laba akuntansi juga menunjukkan hasil yang beragam. Laba akuntansi ditemukan berpengaruh positif terhadap *return* saham [1]. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian lain yang menunjukkan adanya pengaruh laba akuntansi terhadap pengembalian saham [5], [13], [14]. Namun, penelitian lainnya menemukan bahwa laba akuntansi tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham [4], [15]. Dalam perspektif teori sinyal, laporan keuangan yang dipublikasikan akan dinilai oleh pengguna informasi untuk mengetahui apakah informasi tersebut merupakan sinyal baik atau sinyal buruk bagi perusahaan [15]. Teori sinyal juga menjelaskan bahwa pengelolaan perusahaan bertujuan memberikan informasi kepada pihak eksternal, terutama investor dan kreditur, untuk mengurangi ketidaksesuaian informasi yang ada [16].

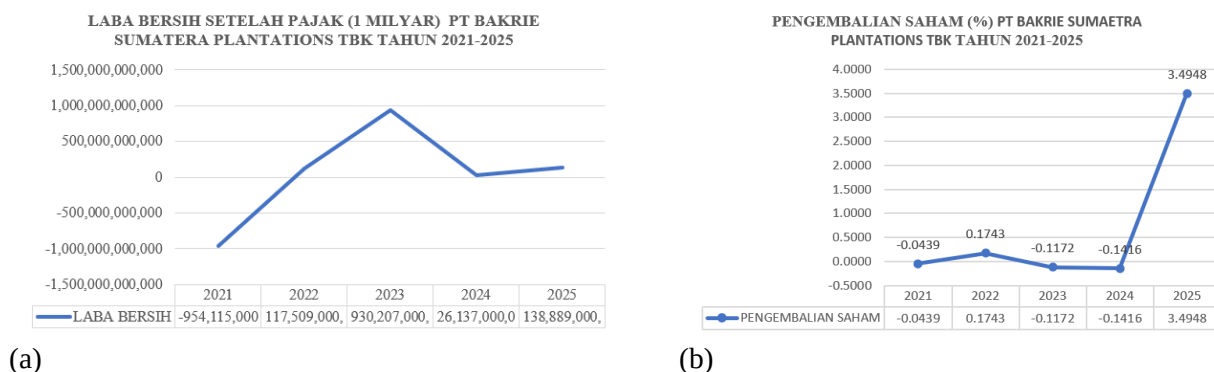
Fenomena ketidakselarasan antara laba akuntansi dan pengembalian saham dapat dilihat pada perusahaan sampel penelitian ini, yaitu PT Central Proteina Prima Tbk (CPRO) dan PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) selama periode 2021-2025. CPRO mencatat laba bersih setelah pajak sebesar Rp2.212,293 miliar pada 2021, kemudian turun sekitar 83,1% menjadi Rp373,978 miliar pada 2022, lalu Rp401,774 miliar pada 2023, Rp320,155 miliar pada 2024, dan Rp424,069 miliar pada 2025. Pada periode yang sama, pengembalian saham CPRO sebesar -10,00% pada 2021, 17,78% pada 2022, -3,77% pada 2023, -1,96% pada 2024, dan 26,00% pada 2025. Penurunan laba terbesar pada 2022 justru diikuti pengembalian saham yang positif.



Gambar 1. (a) Grafik Laba Bersih dan (b) Pengembalian Saham PT Central Proteina Prima Tbk (CPRO) Tahun 2021-2025

Ketidakselarasan serupa terjadi pada UNSP. Laba bersih setelah pajak UNSP sebesar Rp117,509 miliar pada 2021, Rp930,207 miliar pada 2022, Rp26,137 miliar pada 2023, Rp138,889 miliar pada 2024, dan Rp16,152 miliar pada 2025, sedangkan pengembalian sahamnya masing-masing sebesar -4,39%, 17,43%,

-11,72%, -14,16%, dan 349,48%. Pada 2025 laba turun sekitar 88,4%, tetapi pengembalian saham justru tertinggi sepanjang periode pengamatan.



Gambar 2. (a) Grafik Laba Bersih dan (b) Pengembalian Saham PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (CPRO) Tahun 2021-2025

Fenomena tersebut menunjukkan bahwa pergerakan laba akuntansi tidak selalu searah dengan pengembalian saham. Namun, pengembalian saham tidak hanya berkaitan dengan laba akuntansi, tetapi juga dengan arus kas operasi dan struktur modal. Arus kas operasi mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari kegiatan operasional, sedangkan struktur modal menunjukkan pengelolaan sumber pendanaan antara utang dan modal sendiri. Dengan demikian, arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi memiliki keterkaitan dengan pengembalian saham dan perlu diuji lebih lanjut. Hal tersebut semakin penting karena penelitian terdahulu mengenai ketiga variabel tersebut masih menunjukkan hasil yang beragam, baik yang menemukan adanya pengaruh maupun yang tidak menemukan pengaruh terhadap pengembalian saham [15].

Berdasarkan fenomena pada CPRO dan UNSP serta adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu mengenai arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi terhadap pengembalian saham, penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap pengembalian saham. Penelitian ini menggunakan teori sinyal sebagai kerangka acuan karena informasi yang dihasilkan perusahaan dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini berjudul **"Pengaruh Arus Kas Operasi, Struktur Modal dan Laba Akuntansi Terhadap Pengembalian Saham."**

KAJIAN PUSTAKA

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal atau *signaling theory* pertama kali diperkenalkan oleh Spance pada tahun 1973 dalam penelitiannya yang berjudul *Job Market Signalling*. Teori sinyal menjelaskan tentang bagaimana sebuah perusahaan memberikan sinyal atau tanda kepada pengguna laporan keuangan atau *stakeholder* [1]. Teori Sinyal digunakan untuk menjelaskan arus kas operasi karena informasi arus kas operasi dapat memberikan sinyal kepada investor mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasional utamanya. Arus kas operasi yang positif menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja operasional yang baik serta mampu membiayai kegiatan usaha dan memenuhi kewajibannya tanpa bergantung pada pembiayaan eksternal. Kondisi tersebut dapat menjadi sinyal positif bagi investor mengenai kinerja dan prospek perusahaan, sehingga menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi [7].

Pengembalian Saham

Pengembalian saham merupakan keuntungan yang diperoleh investor dari investasi saham dalam suatu periode tertentu. Pengembalian saham menjadi salah satu indikator yang digunakan investor untuk menilai keberhasilan investasinya. Dalam mengambil keputusan investasi, investor umumnya mempertimbangkan

informasi yang terdapat dalam laporan keuangan, seperti aset, struktur modal, dan laba akuntansi, karena informasi tersebut mencerminkan kondisi keuangan dan prospek perusahaan [4].

Arus Kas Operasi

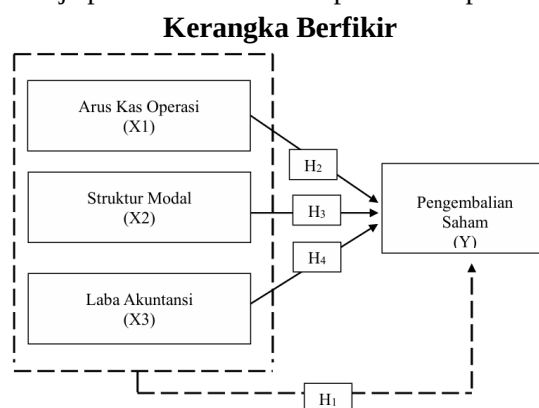
Arus kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas utama perusahaan dalam menghasilkan pendapatan (*principal revenue activities*) serta aktivitas lain di luar kegiatan investasi dan pendanaan. Arus kas operasi digunakan sebagai indikator untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas yang memadai dari kegiatan operasionalnya, sehingga dapat digunakan untuk melunasi kewajiban, mempertahankan kelangsungan usaha, membayar dividen, serta melakukan investasi tanpa bergantung pada sumber pendanaan eksternal. Dengan demikian, arus kas operasi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas utamanya dan sering dijadikan sebagai ukuran utama dalam menilai keberlanjutan usaha perusahaan [5].

Struktur Modal

Struktur modal merupakan bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu modal yang dimiliki yang berasal dari utang jangka panjang dan modal sendiri. Modal saham, laba ditahan, dan cadangan digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang berasal dari modal sendiri. Apabila dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih kekurangan (defisit) maka diperlukan pendanaan yang berasal dari luar, yaitu melakukan pinjaman (utang) ke bank dan menerbitkan obligasi [8].

Laba Akuntansi

Laba akuntansi merupakan hasil yang diperoleh perusahaan sebagai imbalan atas aktivitas dalam menghasilkan barang dan jasa, yang tercermin dari selisih positif antara pendapatan dan seluruh biaya yang dikeluarkan. Laba akuntansi dapat diartikan sebagai kelebihan pendapatan atas beban yang terjadi dalam suatu periode akuntansi tertentu. Laba ini bersifat periodik, sehingga perhitungannya dilakukan berdasarkan jangka waktu tertentu, seperti bulanan, semester, atau tahunan. Dalam praktiknya, laba akuntansi dimanfaatkan oleh berbagai pihak yang berkepentingan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Manajemen menggunakan informasi laba untuk memantau kinerja serta sebagai dasar dalam pengambilan keputusan, sedangkan investor memanfaatkannya untuk menilai kinerja perusahaan dan memperkirakan potensi pengembalian investasi [15].



Gambar 3. Kerangka Berfikir

H1: Arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham.

H2: Arus kas operasi berpengaruh positif terhadap pengembalian saham.

H3: Struktur modal berpengaruh positif terhadap pengembalian saham.

H4: Laba akuntansi berpengaruh positif secara signifikan terhadap pengembalian saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode asosiatif untuk menganalisis pengaruh arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi terhadap pengembalian saham, baik secara parsial maupun simultan. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2025. Data diperoleh melalui situs resmi BEI dan sumber dokumentasi yang relevan. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di BEI dan memiliki laporan tahunan selama periode 2021–2025. Sampel ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria: (1) perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di BEI selama periode 2021–2025; (2) menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode pengamatan; (3) tidak mengalami kerugian selama periode 2021–2025; dan (4) memiliki data yang lengkap untuk seluruh variabel penelitian. Tahapan seleksi sampel disajikan pada Tabel 1.

Kriteria (3) digunakan agar laba akuntansi seluruh sampel bernilai positif sepanjang periode pengamatan. Konsekuensinya, hasil penelitian tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan yang merugi dan berpotensi mengandung bias seleksi. Perlu dicatat bahwa laba akuntansi (LAK) diukur sebagai perubahan laba, sehingga nilai LAK negatif menunjukkan penurunan laba, bukan kerugian. Pengukuran arus kas operasi dan laba akuntansi memerlukan data tahun sebelumnya. Oleh karena itu, perhitungan observasi tahun 2021 menggunakan data tahun 2020 sebagai data awal, sedangkan data tahun 2020 tidak dihitung sebagai observasi. Variabel dependen adalah pengembalian saham (Y), sedangkan variabel independennya meliputi arus kas operasi (X1), struktur modal (X2), dan laba akuntansi (X3). Pengembalian saham diukur berdasarkan perubahan harga penutupan saham, arus kas operasi diukur berdasarkan perubahan arus kas operasi yang dinormalisasi dengan total aset periode sebelumnya, struktur modal diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu perbandingan total utang dengan total ekuitas, dan laba akuntansi diukur berdasarkan perubahan laba bersih setelah pajak yang dinormalisasi dengan total aset periode sebelumnya [5], [8], [15].

Analisis data dilakukan menggunakan EViews 13 dengan pendekatan regresi data panel yang menggabungkan data *cross section* dan *time series*. Analisis diawali dengan statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data melalui nilai minimum, maksimum, mean, median, dan standar deviasi. Selanjutnya dilakukan pemilihan model regresi data panel melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM). Uji Chow digunakan untuk menentukan model antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM), Uji Hausman digunakan untuk menentukan model antara FEM dan *Random Effect Model* (REM), sedangkan Uji Breusch-Pagan LM digunakan untuk menentukan model antara CEM dan REM [17]. Uji Chow dilakukan lebih dahulu. Apabila CEM terpilih, pengujian dilanjutkan dengan Uji Breusch-Pagan LM. Apabila FEM terpilih, pengujian dilanjutkan dengan Uji Hausman.

Uji normalitas dilakukan menggunakan *Jarque-Bera* [18]. Multikolinearitas dilihat berdasarkan korelasi antarvariabel independen, dengan nilai korelasi di bawah 0,80 menunjukkan tidak adanya indikasi multikolinearitas, dan dilengkapi nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Heteroskedastisitas diuji menggunakan *Breusch-Pagan-Godfrey*, sedangkan autokorelasi diuji menggunakan *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* [18]. Model regresi data panel yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap pengembalian saham dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

Keterangan: Y adalah pengembalian saham; X1 adalah arus kas operasi; X2 adalah struktur modal; X3 adalah laba akuntansi; α adalah konstanta; β_1 , β_2 , dan β_3 adalah koefisien regresi; dan ε adalah *error*.

Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji koefisien determinasi (*Adjusted R²*), uji F, dan uji t. *Adjusted R²* digunakan untuk mengetahui kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi pengembalian saham. Uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi secara simultan terhadap pengembalian saham, sedangkan uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial. Pengambilan keputusan dilakukan pada tingkat signifikansi 5%

[18]. Untuk menguji ketahanan hasil, dilakukan empat estimasi ulang menggunakan model yang terpilih. Pertama, *winsorizing* pada persentil 1% dan 99% untuk seluruh variabel guna mengurangi pengaruh nilai ekstrem. Kedua, estimasi tanpa observasi PT Pradiksi Gunatama Tbk tahun 2025 yang memiliki pengembalian saham ekstrem. Ketiga, estimasi tanpa PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) yang memiliki DER negatif akibat ekuitas negatif. Keempat, estimasi menggunakan proksi level, yaitu arus kas operasi dibagi total aset periode sebelumnya dan laba bersih setelah pajak dibagi total aset periode sebelumnya, sebagai alternatif proksi perubahan. Lalu, seluruh estimasi dilengkapi galat baku yang kokoh terhadap heteroskedastisitas (HC3).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Objek penelitian ini adalah perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021-2025. Berdasarkan proses pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, dari 133 perusahaan dalam populasi diperoleh 49 perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria penelitian. Tahapan seleksi disajikan pada Tabel 1. Dengan periode pengamatan lima tahun, jumlah observasi yang digunakan adalah sebanyak 245 data (49 perusahaan $\times$ 5 tahun).

Tabel 1. Hasil Seleksi Sampel

No	Kriteria	Tidak Memenuhi	Memenuhi
1	Perusahaan consumer non-cyclical yang terdaftar di Bursa		133
2	Efek Indonesia (BEI) pada periode 2021-2025.	-48	85
3	Perusahaan consumer non-cyclical yang menerbitkan	-30	44
4	laporan keuangan selama periode 2021-2025.	-6	49
	Perusahaan consumer non-cyclical yang tidak mengalami		49
	kerugian selama periode 2021-2025.		245

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Statistik	Pengembalian Saham (PS)	Arus Kas Operasi (AKO)	Struktur Modal (SM)	Laba Akuntansi (LAK)
Mean	0,218091	0,013803	0,947134	0,012734
Median	-0,019608	0,011263	0,733682	0,009074
Maximum	22,054250	1,107999	7,109849	0,326440
Minimum	-0,999000	-0,625056	-2,198113	-0,290801
Std. Dev.	1,604849	0,126660	1,123482	0,055739
Observations	245	245	245	245

Berdasarkan Tabel 2, variabel pengembalian saham memiliki nilai *mean* 0,218091 dan standar deviasi 1,604849, yang menunjukkan penyebaran data relatif besar. Nilai maksimum sebesar 22,054250 terdapat pada PT Pradiksi Gunatama Tbk tahun 2025, sedangkan nilai minimum sebesar -0,999000 terdapat pada PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk tahun 2023.

Variabel arus kas operasi memiliki *mean* sebesar 0,013803 dan standar deviasi 0,126660. Nilai maksimum sebesar 1,107999 terdapat pada PT Astra Agro Lestari Tbk tahun 2021, sedangkan nilai minimum sebesar -0,625056 terdapat pada PT Dharma Samudera Fishing Industries Tbk tahun 2022.

Variabel struktur modal memiliki *mean* sebesar 0,947134 dan standar deviasi 1,123482. Nilai maksimum sebesar 7,109849 terdapat pada PT Pradiksi Gunatama Tbk tahun 2022, sedangkan nilai minimum sebesar -2,198113 terdapat pada PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) tahun 2021. Nilai negatif tersebut muncul karena UNSP memiliki ekuitas negatif pada seluruh tahun pengamatan (DER -2,198113 pada 2021, -1,762228 pada 2022, -1,768553 pada 2023, -1,609133 pada 2024, dan -1,661779 pada 2025), sehingga terdapat lima observasi dengan DER negatif. UNSP tetap memenuhi kriteria sampel karena melaporkan laba bersih positif pada setiap tahun 2021-2025; ekuitas negatif tersebut sejalan dengan rugi bersih sebesar Rp954,115 miliar pada tahun 2020 yang berada di luar periode pengamatan. DER negatif tidak dapat ditafsirkan seperti DER positif, karena nilai yang lebih negatif tidak berarti utang lebih rendah. Kelima observasi tersebut dipertahankan karena merupakan data aktual yang memenuhi kriteria sampel, dan pengaruhnya diuji melalui estimasi tanpa UNSP pada uji ketahanan.

Variabel laba akuntansi memiliki *mean* sebesar 0,012734 dan standar deviasi 0,055739. Nilai maksimum sebesar 0,326440 terdapat pada PT Kurniamitra Duta Sentosa Tbk tahun 2021, sedangkan nilai minimum sebesar -0,290801 terdapat pada PT Central Proteina Prima Tbk (CPRO) tahun 2022. Nilai minimum tersebut menunjukkan penurunan laba bersih dibandingkan tahun sebelumnya, bukan kerugian, karena laba bersih CPRO tetap positif pada 2022.

Estimasi Model Regresi Data Panel

Estimasi regresi data panel dilakukan melalui tiga pendekatan, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Ketiga model tersebut digunakan sebagai dasar dalam menentukan model regresi data panel yang paling sesuai untuk penelitian.

Tabel 2. Hasil Estimasi Model Regresi Data Panel

Variabel	CEM Koefisien	CEM Prob.	FEM Koefisien	FEM Prob.	REM Koefisien	REM Prob.
C	0,229264	0,0967	0,630926	0,0043	0,234470	0,0943
AKO	0,722164	0,3800	0,785795	0,3672	0,723485	0,3754
SM	-0,037594	0,6826	-0,455325	0,0246	-0,042837	0,6453
LAK	1,135971	0,5430	0,594665	0,7560	1,115665	0,5464
R ²	0,006247		0,222419		0,006414	
Adjusted R ²	-0,006123		0,016944		-0,005954	
F-statistic	0,505007		1,082462		0,518620	
Prob. F-statistic	0,679180		0,344227		0,669849	
Durbin-Watson	1,980148		1,982778		1,504240	
Observasi	245		245		245	

Berdasarkan Tabel 3, pada CEM seluruh variabel independen memiliki probabilitas di atas 0,05 (AKO 0,3800; SM 0,6826; LAK 0,5430) dan probabilitas F-statistic sebesar 0,679180, sehingga tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara parsial maupun simultan. Pada FEM, struktur modal memiliki pengaruh signifikan dengan probabilitas 0,0246, sedangkan arus kas operasi dan laba akuntansi tidak signifikan. Sementara itu, pada REM seluruh variabel independen memiliki probabilitas di atas 0,05. Pemilihan model akhir selanjutnya didasarkan pada hasil pengujian pemilihan model regresi data panel.

Pemilihan model terbaik selanjutnya dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier (LM). Hasil ketiga pengujian tersebut digunakan untuk menentukan model yang paling tepat dalam analisis regresi data panel penelitian.

Pemilihan Model Regresi

Pemilihan model regresi data panel dilakukan melalui Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) untuk menentukan model yang paling sesuai digunakan dalam penelitian.

Uji *Chow*

Uji *Chow* digunakan untuk menentukan model yang lebih tepat antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.

Tabel 3. Hasil Uji *Chow*

Keterangan	Nilai
Cross-section F	1,117812
Prob. Cross-section F	0,2952
Cross-section Chi-square	60,098592
Prob. Cross-section Chi-square	0,1130
Keputusan Statistik	CEM

Berdasarkan Tabel 4, nilai *probability Cross-section Chi-square* sebesar $0,1130 > 0,05$. Dengan demikian, model yang sesuai pada tahap ini adalah *Common Effect Model* (CEM).

Uji *Hausman*

Uji *Hausman* digunakan untuk menentukan model yang tepat antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Hasil pengujian disajikan pada Tabel 5.

Tabel 4. Hasil Uji *Hausman*

Keterangan	Nilai
Cross-section random	5,749061
Chi-Square d.f.	3
Prob.	0,1245
Keputusan statistik	REM

Berdasarkan Tabel 5, nilai *probability Cross-section random* sebesar $0,1245 > 0,05$. Dengan demikian, model yang lebih tepat digunakan adalah *Random Effect Model* (REM) karena REM tidak ditolak dalam perbandingan dengan FEM. Namun, hasil Uji *Hausman* tidak digunakan sebagai dasar penentuan model akhir karena berdasarkan Uji *Chow*, FEM telah tersisih. Oleh karena itu, penentuan model akhir dilanjutkan menggunakan Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM) untuk membandingkan CEM dan REM.

Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM)

Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM) digunakan untuk menentukan model yang paling sesuai antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Random Effect Model* (REM). Hasil pengujian pada Tabel 6.

Tabel 5. Hasil Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM)

Keterangan	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	9,07E-06	0,872907	0,872917
Probability	0,9976	0,3502	0,3501
Keputusan statistik	CEM		

Berdasarkan Tabel 6, nilai *probability Breusch-Pagan* pada *cross-section* sebesar $0,9976 > 0,05$. Dengan demikian, model regresi data panel yang paling sesuai adalah *Common Effect Model* (CEM).

Kesimpulan Penentuan Model

Berdasarkan hasil Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM), diperoleh hasil pemilihan model sebagaimana disajikan pada Tabel 7.

Tabel 6. Kesimpulan Hasil Pengujian Model

Metode Pengujian	Model yang Dibandingkan	Keputusan Statistik
Uji <i>Chow</i>	FEM vs CEM	CEM
Uji <i>Hausman</i>	FEM vs REM	REM
Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	CEM vs REM	CEM

Pemilihan model dilakukan secara bertahap. Uji *Chow* menghasilkan probabilitas $0,1130 > 0,05$ sehingga CEM dipilih dan FEM tersisih. Oleh karena itu, Uji *Hausman* yang membandingkan FEM dengan REM tidak digunakan sebagai penentu model akhir. Selanjutnya, Uji *Breusch-Pagan LM* menghasilkan probabilitas pada komponen cross-section sebesar $0,9976 > 0,05$, sehingga tidak terdapat bukti yang cukup untuk memilih REM dibandingkan CEM. Dengan demikian, model yang digunakan untuk analisis selanjutnya adalah Common Effect Model (CEM).

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah residual dalam model regresi berdistribusi normal. Pengujian dilakukan menggunakan *Jarque-Bera* dengan melihat nilai probabilitas [18].

Tabel 7. Hasil Uji Normalitas

Statistik	Nilai
<i>Skewness</i>	11,070149
<i>Kurtosis</i>	144,147418
<i>Jarque-Bera</i>	208.380,5281
<i>Probability</i>	0,000000

Berdasarkan Tabel 8, nilai probabilitas *Jarque-Bera* sebesar $0,000000 < 0,05$, sehingga residual model tidak berdistribusi normal. Hal ini sejalan dengan karakteristik data pengembalian saham yang sangat menceng ke kanan, yaitu *mean* 0,218091 jauh di atas median $-0,019608$ dengan nilai maksimum 22,054250 pada PT Pradiksi Gunatama Tbk tahun 2025. Ketidaknormalan residual perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil pengujian hipotesis, terutama karena distribusi pengembalian saham menceng ke kanan dan terdapat nilai ekstrem. Oleh karena itu, penelitian ini dilengkapi uji ketahanan berupa *winsorizing*, estimasi tanpa observasi ekstrem, dan penggunaan galat baku HC3. Residual pada data yang telah di-winsorize masih menolak normalitas (*Jarque-Bera* 3.101,54), sehingga ketidaknormalan residual tetap menjadi keterbatasan penelitian.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui adanya korelasi antarvariabel independen dalam model regresi. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai korelasi antarvariabel, dengan batas 0,80 dengan nilai VIF.

Tabel 8. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	AKO	SM	LAK	VIF
AKO	1,000000	-0,040820	0,129426	1,0185
SM	-0,040820	1,000000	-0,021575	1,0019
LAK	0,129426	-0,021575	1,000000	1,0173

Berdasarkan Tabel 9, korelasi terbesar antarvariabel independen adalah 0,129426 (AKO dan LAK), jauh di bawah batas 0,80, dan nilai VIF seluruh variabel mendekati 1. Dengan demikian, tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat ketidaksamaan varians residual dalam model regresi. Pengujian dilakukan menggunakan *Breusch-Pagan-Godfrey*.

Tabel 9. Hasil Uji Heterokedastisitas

Pengujian	Nilai	Probabilitas
F-statistic	0,371151	0,7739
Obs*R-squared	1,126726	0,7706
Prob. Chi-Square		0,7706

Berdasarkan Tabel 10, nilai *Prob. Chi-Square* sebesar $0,7706 > 0,05$, sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi. Meskipun hasil pengujian tidak menunjukkan gejala heteroskedastisitas, galat baku HC3 tetap digunakan sebagai langkah kehati-hatian untuk mengantisipasi kemungkinan ketidaksamaan varians residual dalam estimasi dan pengujian koefisien.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui adanya korelasi antara residual pada periode tertentu dengan periode sebelumnya. Pengujian dilakukan menggunakan *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*

Tabel 10. Hasil Uji Autokorelasi

Pengujian	Nilai	Probabilitas
F-statistic	0,072662	0,9299
Obs*R-squared	0,148882	0,9283
Prob. Chi-Square		0,9283

Berdasarkan Tabel 11, nilai *Prob. ObsR-squared** sebesar $0,9283 > 0,05$, sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada model regresi.

Analisis Regresi Linear Data Panel

Tabel 11. Hasil Estimasi Regresi Data Panel (CEM)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keterangan
Konstanta	0,229264	0,137498	1,667392	0,0967	-
Arus Kas Operasi (AKO)	0,722164	0,821130	0,879476	0,3800	Tidak signifikan
Struktur Modal (SM)	-0,037594	0,091816	-0,409446	0,6826	Tidak signifikan
Laba Akuntansi (LAK)	1,135971	1,864799	0,609166	0,5430	Tidak signifikan
R-squared	0,006247				
Adjusted R-squared	-0,006123				
F-statistic	0,505007			0,679180	Tidak signifikan
Durbin-Watson	1,980148				

Berdasarkan hasil estimasi, persamaan regresi yang diperoleh adalah:

$$Y = 0,229264 + 0,722164 \text{ AKO} - 0,037594 \text{ SM} + 1,135971 \text{ LAK}$$

Arus kas operasi dan laba akuntansi memiliki koefisien positif, sedangkan struktur modal memiliki koefisien negatif. Arah koefisien tersebut sesuai dengan arah yang diprediksi pada hipotesis, tetapi tidak ada koefisien yang signifikan secara statistik.

Uji Koefisien Determinasi

Nilai R-squared sebesar 0,006247 menunjukkan bahwa arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi secara bersama-sama menjelaskan sekitar 0,62% variasi pengembalian saham dalam sampel. Nilai Adjusted R-squared sebesar -0,006123 menunjukkan bahwa kemampuan penjelasan model setelah memperhitungkan jumlah variabel sangat rendah. Hasil ini sejalan dengan lemahnya korelasi pengembalian saham terhadap arus kas operasi (0,063176), struktur modal (-0,029495), dan laba akuntansi (0,047399).

Uji Hipotesis

Uji simultan (uji F) menghasilkan F-statistic 0,505007 yang lebih kecil daripada F-tabel 2,64 dengan probabilitas 0,679180 > 0,05. Dengan demikian, H1 ditolak: arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Berdasarkan uji parsial (uji t) pada tingkat signifikansi 5%, arus kas operasi memiliki nilai probabilitas 0,3800 > 0,05 sehingga H2 ditolak. Struktur modal memiliki nilai probabilitas 0,6826 > 0,05 sehingga H3 ditolak. Laba akuntansi memiliki nilai probabilitas 0,5430 > 0,05 sehingga H4 ditolak. Dengan demikian, tidak ada variabel independen yang berpengaruh signifikan secara parsial terhadap pengembalian saham.

Uji Ketahanan

Untuk menguji apakah hasil penelitian sensitif terhadap nilai ekstrem, observasi dengan DER negatif, atau penggunaan jenis proksi, dilakukan estimasi ulang dengan beberapa spesifikasi alternatif sebagaimana disajikan pada Tabel 13.

Tabel 12. Hasil Uji Ketahanan (CEM)

Spesifikasi	N	Koefisien AKO (Prob.)	Koefisien SM (Prob.)	Koefisien LAK (Prob.)	Adj. R ²	Prob. F
Model utama	245	0,7222 (0,3800)	-0,0376 (0,6826)	1,1360 (0,5430)	-0,0061	0,6792
<i>Winsorizing</i> 1%-99%	245	0,2532 (0,5262)	-0,0075 (0,8391)	1,4253 (0,0938)	0,0033	0,2861
Tanpa PGUN tahun 2025	244	0,2949 (0,4637)	0,0051 (0,9103)	0,7712 (0,3987)	-0,0065	0,6965
Tanpa UNSP	240	0,7327 (0,3748)	-0,0205 (0,8349)	1,4587 (0,4584)	-0,0058	0,6552
Proksi level	245	-0,0280 (0,9479)	-0,0414 (0,6529)	-0,5213 (0,7138)	-0,0109	0,9474
Proksi level + <i>winsorizing</i>	245	-0,0104 (0,9548)	-0,0110 (0,7682)	-0,2451 (0,6700)	-0,0112	0,9609

Berdasarkan Tabel 13, tidak ada koefisien yang signifikan pada tingkat 5% pada seluruh spesifikasi, dan probabilitas F selalu di atas 0,05. Nilai probabilitas terendah adalah laba akuntansi pada *winsorizing* (0,0938), yang masih di atas 0,05. Penggunaan galat baku HC3 yang kokoh terhadap heteroskedastisitas juga tidak mengubah kesimpulan (probabilitas laba akuntansi 0,1745 pada model utama dan 0,0891 pada *winsorizing*). Dengan demikian, ketidaksignifikanan hasil bukan semata akibat nilai ekstrem, observasi DER negatif, maupun penggunaan proksi berbasis perubahan.

Pembahasan

Pengaruh Arus Kas Operasi, Struktur Modal, dan Laba Akuntansi terhadap Pengembalian Saham

Hasil uji F menunjukkan probabilitas F-statistic sebesar $0,679180 > 0,05$, sehingga H1 ditolak: arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021-2025. Nilai R-squared $0,006247$ dan *Adjusted R-squared* $-0,006123$ menunjukkan bahwa ketiga variabel hampir tidak menjelaskan variasi pengembalian saham, dan Nilai R-squared sebesar $0,006247$ menunjukkan bahwa ketiga variabel independen menjelaskan sekitar $0,62\%$ variasi pengembalian saham dalam sampel, sedangkan sebagian besar variasi belum dapat dijelaskan oleh model penelitian, misalnya kapitalisasi pasar [7], suku bunga [8], inflasi, dan nilai tukar [10]. Dengan demikian, dugaan bahwa informasi akuntansi menjadi penentu pengembalian saham tidak didukung oleh data.

Pengembalian saham pada sampel sangat menceng ke kanan (*mean* $0,2181$ dibandingkan median $-0,0196$) dan dipengaruhi segelintir nilai ekstrem, sehingga rata-rata pengembalian tidak mewakili sebagian besar observasi. Meskipun demikian, hasil tidak berubah setelah *winsorizing*, estimasi tanpa observasi ekstrem, estimasi tanpa UNSP, dan penggunaan proksi level (Tabel 14), sehingga tidak adanya pengaruh bukan semata akibat nilai ekstrem. Dalam perspektif teori sinyal [16], arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi diharapkan menjadi sinyal bagi investor. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum tercermin pada pengembalian saham tahunan. Terdapat dua kemungkinan penjelasan. Pertama, investor mempertimbangkan informasi lain di luar ketiga variabel tersebut. Kedua, laporan keuangan tahunan dipublikasikan setelah tahun buku berakhir, sedangkan pengembalian saham diukur dari harga penutupan akhir tahun ke akhir tahun, sehingga sebagian reaksi pasar dapat jatuh pada periode di luar jendela pengukuran.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang tidak menemukan pengaruh masing-masing variabel, yaitu Saleh dkk. untuk arus kas operasi [1], Riskiyani dan Dewi serta Annisa dkk. untuk struktur modal [10], [11], dan Saskiah serta Sukmarini dan Tohari untuk laba akuntansi [4], [15]. Sebaliknya, temuan ini berbeda dengan penelitian yang menemukan pengaruh, seperti Saskiah, Maulana dkk., dan Sundari dkk. untuk arus kas operasi [4], [6], [7], Sundari dkk. serta Kholifah dan Retnani untuk struktur modal [7], [8], dan Saleh dkk., Nursita, Mafsud dan Merini, serta Pintarto dan Pujiono untuk laba akuntansi [1], [5], [13], [14]. Perbedaan tersebut dapat dikaitkan dengan perbedaan objek dan periode penelitian, misalnya sub sektor dasar dan kimia periode 2017-2021 [1], perbankan [10], [14], dan masa pandemi COVID-19 [19], serta perbedaan proksi pengukuran dan kondisi pasar pada periode 2021-2025.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Pengembalian Saham

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t), koefisien arus kas operasi sebesar $0,722164$ dengan probabilitas $0,3800 > 0,05$, sehingga H2 ditolak dan H0 diterima. Arah koefisien positif sesuai dengan prediksi, tetapi tidak signifikan, sehingga perubahan arus kas operasi belum tentu diikuti perubahan pengembalian saham. Arus kas operasi dalam penelitian ini diukur sebagai perubahan arus kas operasi tahun berjalan dibandingkan tahun sebelumnya yang dibagi total aset, sehingga mencerminkan perubahan arus kas, bukan besarnya kemampuan perusahaan menghasilkan kas. Nilai perubahan ini juga berfluktuasi tajam, misalnya pada PT Astra Agro Lestari Tbk yang bernilai $1,107999$ pada 2021 kemudian $-0,625056$ pada 2022, sehingga belum tentu mencerminkan perubahan kinerja yang bertahan. Meski demikian, uji ketahanan dengan proksi level (arus kas operasi dibagi total aset) juga tidak signifikan (probabilitas $0,9479$), sehingga jenis proksi bukan satu-satunya penjelasan.

Hasil penelitian ini tidak memberikan dukungan empiris terhadap hubungan yang diprediksi berdasarkan teori sinyal dalam konteks penelitian ini yang menjelaskan bahwa arus kas operasi yang tinggi dapat menjadi sinyal positif bagi investor mengenai kondisi dan prospek perusahaan. Dalam penelitian ini, investor tampaknya tidak menjadikan informasi arus kas operasi sebagai sinyal utama dalam menilai prospek perusahaan. Temuan ini sejalan dengan Mafsud dan Merini serta Hek dan Simaremare yang menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap pengembalian saham [13], [12]. Sebaliknya, hasil ini berbeda dengan Oktafian dkk. dan Saskiah yang menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap pengembalian saham [19], [4]. Pada penelitian yang menemukan pengaruh, arus kas operasi yang tinggi dinilai

memberikan sinyal positif mengenai kinerja dan prospek perusahaan sehingga meningkatkan kepercayaan investor, harga saham, dan pengembalian saham.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Pengembalian Saham

Berdasarkan hasil uji parsial (*uji t*), koefisien struktur modal sebesar $-0,037594$ dengan probabilitas $0,6826 > 0,05$, sehingga H_3 ditolak. Arah koefisien negatif, tetapi tidak signifikan, sehingga struktur modal belum terbukti berpengaruh terhadap pengembalian saham. Nilai DER dalam sampel menunjukkan variasi yang cukup besar, dengan nilai maksimum 7,109849 pada PT Pradiksi Gunatama Tbk dan nilai negatif pada PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) akibat ekuitas negatif. Oleh karena itu, DER negatif pada UNSP perlu diinterpretasikan secara hati-hati karena tidak mencerminkan tingkat utang yang lebih rendah. Estimasi tanpa UNSP juga tidak mengubah hasil penelitian, dengan probabilitas struktur modal sebesar 0,8349. Dengan demikian, hasil yang tidak signifikan tidak semata-mata disebabkan oleh keberadaan observasi UNSP.

Hasil penelitian ini tidak memberikan dukungan empiris terhadap hubungan yang diprediksi berdasarkan teori sinyal dalam konteks penelitian yang menyatakan bahwa struktur modal dapat menjadi sinyal mengenai kondisi keuangan dan prospek perusahaan. Penggunaan utang secara strategis seharusnya dapat memperluas kapasitas operasional dan mendanai proyek yang menghasilkan laba lebih besar [7], tetapi informasi struktur modal belum menjadi sinyal yang efektif karena investor juga mempertimbangkan informasi keuangan lain seperti laba, arus kas, dan potensi pertumbuhan. Temuan ini sejalan dengan Riskiyani dan Dewi serta Annisa dkk. yang menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap pengembalian saham [10], [11]. Sebaliknya, hasil ini berbeda dengan Sundari dkk. dan Kholifah dan Retnani yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap pengembalian saham [7], [8]. Pada penelitian tersebut, tingkat utang terhadap ekuitas yang tinggi meningkatkan risiko perusahaan, mengurangi minat investor, menurunkan harga saham, dan berdampak pada penurunan pengembalian saham.

Pengaruh Laba Akuntansi terhadap Pengembalian Saham

Berdasarkan hasil uji parsial (*uji t*), koefisien laba akuntansi sebesar 1,135971 dengan probabilitas 0,5430 $> 0,05$, sehingga H_4 ditolak dan H_0 diterima. Arah koefisien positif sesuai dengan prediksi, tetapi galat bakunya besar (1,864799) sehingga estimasi tidak presisi dan tidak signifikan. Pada uji ketahanan, laba akuntansi menjadi variabel dengan probabilitas terendah setelah *winsorizing* (0,0938), namun tetap di atas 0,05, dan arah koefisiennya berubah negatif pada proksi level, sehingga pengaruh positif laba akuntansi tidak dapat disimpulkan dari data penelitian ini. Pembatasan sampel pada perusahaan yang selalu melaporkan laba dapat memengaruhi variasi karakteristik laba dalam sampel dan membatasi generalisasi hasil penelitian. Namun, pengaruh pembatasan tersebut terhadap kemampuan mendeteksi hubungan antara laba akuntansi dan pengembalian saham perlu diteliti lebih lanjut.

Hasil penelitian ini tidak memberikan dukungan empiris terhadap hubungan yang diprediksi berdasarkan teori sinyal dalam konteks penelitian ini yang menjelaskan bahwa laba akuntansi merupakan sinyal mengenai kondisi keuangan dan prospek perusahaan. Dalam penelitian ini, perubahan laba belum menjadi sinyal yang tercermin pada pengembalian saham tahunan. Temuan ini sejalan dengan Sukmarini dan Tohari serta Ramadhan dan Lubis yang menemukan bahwa laba akuntansi tidak berpengaruh terhadap pengembalian saham, karena laba yang tinggi tidak selalu menjadi dasar utama keputusan investasi dan kondisi pasar yang tidak stabil dapat memengaruhi hubungan antara informasi laba dan pengembalian saham [15], [2]. Sebaliknya, hasil ini berbeda dengan Saleh dkk., Pintarto dan Pujiono, serta Pemayun dkk. yang menemukan bahwa laba akuntansi berpengaruh terhadap pengembalian saham [1], [14], [20]. Perbedaan tersebut dapat dikaitkan dengan perbedaan sektor (perbankan [14] dan sub sektor dasar dan kimia [1]), periode pengamatan, serta proksi laba yang digunakan.

KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi terhadap pengembalian saham pada perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021-2025 menggunakan 245 observasi dari 49 perusahaan. Berdasarkan *Common Effect Model*, ketiga variabel independen secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Secara parsial, arus kas operasi, struktur modal, dan laba akuntansi juga tidak berpengaruh signifikan. Hasil ini konsisten pada uji ketahanan dengan *winsorizing*, estimasi tanpa observasi ekstrem, estimasi tanpa observasi DER negatif, dan proksi level. Secara teoretis, hasil ini tidak mendukung teori sinyal pada konteks penelitian ini. Secara praktis, perubahan arus kas operasi, tingkat DER, dan perubahan laba tahunan sebaiknya tidak dijadikan satu-satunya dasar untuk memperkirakan pengembalian saham, melainkan dikombinasikan dengan informasi lain seperti kondisi pasar, suku bunga, inflasi, dan kapitalisasi pasar. Bagi manajemen perusahaan, menyajikan laba dan arus kas yang baik belum tentu otomatis meningkatkan pengembalian saham, sehingga komunikasi informasi lain seperti prospek usaha dan kebijakan dividen perlu diperhatikan.

Penelitian ini memiliki kelebihan dalam menguji beberapa indikator keuangan secara bersama-sama menggunakan data 49 perusahaan selama periode 2021-2025. Namun, penelitian memiliki keterbatasan pada cakupan sektor, periode pengamatan, jumlah sampel, variabel yang digunakan, serta penggunaan data sekunder yang dapat mengandung kesalahan atau ketidakpastian dalam pengolahan data.

Penelitian selanjutnya disarankan memperluas cakupan sektor dan periode pengamatan, menggunakan sampel yang lebih beragam, serta menambahkan atau mengganti variabel yang berpotensi memengaruhi pengembalian saham, seperti frekuensi perdagangan saham, inflasi, kurs valuta asing, *trading day*, *market capitalization*, dan arus kas investasi. Penelitian selanjutnya juga perlu menggunakan sumber data yang akurat serta melakukan pengolahan data secara lebih teliti.

Data Penelitian berupa laporan keuangan tahunan dan harga penutupan saham perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* periode 2020-2025 yang memiliki sumber dari situs resmi Bursa Efek Indonesia dan dokumentasi yang relevan. Tabulasi data dan hasil pengolahan tersedia dari penulis korespondensi. Para Penulis menyatakan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] A. M. Saleh and N. Haedar, "Pengaruh Laba Akuntansi Dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Dasar Dan Kimia Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2017-2021," *Jurnal Edueco*, vol. 6, no. 2, pp. 307-322, 2023, doi: 10.36277/edueco.v6i2.178.
- [2] P. R. Ramadhan and N. P. Lubis, "Pengaruh Laba Akuntansi Dan Arus Kas Terhadap Pengembalian Saham Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia," in *Seminar Nasional*, 2021, pp. 175-180.
- [3] H. S. Putra and N. W. D. Irmayani, "Pengaruh Arus Kas Operasi Dan Leverage Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Idx Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia," *Journal of Management Sciences*, vol. 4, no. 1, pp. 11-25, 2024.
- [4] M. F. Saskiah and S. Asmedi, "Pengaruh Arus Kas Operasi Laba Akuntansi, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham," *Neraca Akuntansi Manajemen, Ekonomi*, vol. 24, no. 10, 2025, doi: 10.8734/mnmae.v1i2.359.
- [5] M. Nursita, "Pengaruh Laba Akuntansi, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham," *Going Concern : Jurnal Riset Akuntansi*, vol. 16, no. 1, pp. 1-15, 2021, doi: 10.32400/gc.16.1.32435.2021.
- [6] R. Maulana, Yusraini, and R. H., "Pengaruh Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA) , Arus Kas Operasi Dan Earning Per Share (EPS) Terhadap Return Saham," *Jurnal Revenue*, vol.

5, no. 1, 2024.

- [7] I. A. Sundari and T. Yulaeli, "Pengaruh Kapitalisasi Pasar , Struktur Modal dan Arus Kas Operasi terhadap Tingkat Pengembalian Saham," *SCIENTIFIC JOURNAL OF REFLECTION: Economic, Accounting, Management and Business*, vol. 8, no. 4, pp. 1189-1200, 2025.
- [8] D. N. Kholifah and E. D. Retnani, "Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Kebijakan Dividen, dan Struktur Modal terhadap Return Saham," *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, vol. 10, no. 7, pp. 1-15, 2021, [Online]. Available: <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/download/4117/4128/>
- [9] I. Dewi and F. R. Albeta, "Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Modal Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Infrastruktur di Bursa Efek Indonesia (Periode 2021-2023)," *Jurnal Publikasi Ekonomi Dan Akuntansi*, vol. 5, no. 2, pp. 263-273, 2025, doi: 10.51903/jupea.v5i2.3994.
- [10] D. Riskiyani Nur and E. Dewi Kusuma, "Pengaruh Struktur Modal, Inflasi, Nilai Tukar Terhadap Return Saham Perusahaan Perbankan di BEI Tahun 2017-2021," *Jurnal Akuntansi Bareleng*, vol. 8, no. 1, pp. 9-23, 2023.
- [11] A. Y. Annisa and I. Indarto, "Pengaruh Struktur Modal Terhadap Return Saham Melalui Manajemen Risiko dan Total Efisiensi Manajemen," *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, vol. 15, no. 1, pp. 62-75, 2022.
- [12] T. K. Hek and S. Simaremare, "Pengaruh Arus Kas Operasi, Nilai Buku Ekuitas dan Laba Akuntansi Terhadap Return Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia)," *Jurnal Ekonomi Bisnis, Manajemen Dan Akuntansi (JEBMA)*, vol. 1, no. 3, pp. 266-277, 2021, doi: 10.47709/jebma.v1i3.1389.
- [13] M. Mafsud and D. Meirini, "Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan dan Laba Akuntansi terhadap Return Saham," *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis*, vol. 5, no. 2, pp. 581-588, 2023, doi: 10.37034/infec.v5i2.569.
- [14] M. R. A. Pintarto and P. Pujiono, "Pengaruh Laba Akuntansi & Arus Kas Operasi Terhadap Keputusan Investasi (Return Saham) (Studi perusahaan perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2019)," *Journal of Accounting, Finance, Taxation, and Auditing (JAFTA)*, vol. 3, no. 2, pp. 147-170, 2021.
- [15] E. Sukmarini and H. Tohari, "Pengaruh Variabel Dependen Return Saham Perusahaan Manufaktur terhadap Laba Akuntansi, Arus Kas Operasi dan Arus Kas Pendanaan," *Equivalent: Journal of Economic, Accounting and Management*, vol. 3, no. 1, pp. 352-366, 2025, doi: 10.61194/equivalent.v3i1.695.
- [16] E. Jismaneri and I. Indawati, "Pengaruh Struktur Modal , Arus Kas Operasi , dan Pertumbuhan Laba terhadap Kualitas Laba," *Jurnal Mahasiswa Manajemen Dan Akuntansi*, vol. 4, no. 2, pp. 536-547, 2025.
- [17] D. A. T. Basuki, *Analisis Data Panel Dalam Penelitian Ekonomi Dan Bisnis (Dilengkapi dengan Penggunaan Eviews)*. 2021.
- [18] I. Ghozali and D. Ratmono, *Analisis Multivariat dan Ekonometrika*. 2017.
- [19] D. C. Oktafian and H. Olpah, "Analisis Pengaruh Arus Kas Operasi Dan Laba Akuntansi Terhadap Return Saham Pada Masa Pandemi COVID-19," *Jurnal Akuntansi Inovatif*, vol. 1, no. 1, pp. 36-43, 2023, doi: 10.59330/jai.v1i1.5.
- [20] T. I. T. T. Pemayun and K. D. Jatiwardani, "Return Saham Pada Perusahaan Sektor Barang Konsumen Primer Di BEI Tahun 2020-2023," *Jurnal Maneksi*, vol. 13, no. 4, pp. 881-892, 2024.