

Pengaruh Kesulitan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Arus Kas Operasi terhadap Pengembalian Saham

Yurike¹, Hermanto²

^{1,2}Program Studi Akuntansi, Universitas Esa Unggul, Jakarta, Indonesia

Article Info

Article history:

Received : May 24, 2025

Revised : June 12, 2025

Accepted : June 20, 2025

Published : July 01, 2025

Keywords:

Financial Distress

Company Size

Liquidity

Operating Cash Flow

Stock Returns

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of factors such as financial distress (FD), firm size (SIZE), liquidity (CR), and operating cash flow (OCF) on stock returns in the food and beverage sub-sector industry listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2019 to 2023. The issue addressed relates to the importance of analyzing internal company factors in affecting stock returns, particularly in the consumer goods industry. The data used in this study is sourced from annual financial reports published by the companies, with a sample size of 40 data points from 8 companies selected through purposive sampling. In this study, data analysis was conducted using multiple linear regression methods via the STATA application. The findings of the study indicate that both financial distress and firm size have a significant impact on stock return performance. On the other hand, the variables of liquidity and operating cash flow do not have a significant impact on the company's stock return.

Corresponding Author:

Yurike,

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Esa Unggul, Jakarta

Jl. Arjuna Utara No.9, Duri Kepa, Kec. Kb. Jeruk, Kota Jakarta Barat, Daerah Khusus Ibukota Jakarta 11510

Email: yurike356@student.esaunggul.ac.id



1. PENDAHULUAN

Industri makanan dan minuman di Indonesia, yang memiliki peran penting terutama dalam kontribusinya terhadap peningkatan zona manufaktur Produk Domestik Bruto (PDB) *non-migas*, tetap menjadi sektor yang menjanjikan [1]. Berdasarkan data, pertumbuhan industri makanan dan minuman mengalami peningkatan yang signifikan, mencapai 5,02% pada triwulan III Tahun 2023, melebihi pertumbuhan ekonomi nasional dan memberikan kontribusi sebesar 16,83% terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) pada periode yang sama [2]. Industri ini memiliki karakteristik tersendiri, di mana perusahaan menunjukkan potensi yang baik dalam memenuhi kebutuhan dasar, terutama di sektor makanan dan minuman yang menjadi hal pokok bagi konsumen, sehingga diharapkan perusahaan ini dapat terus beroperasi untuk waktu yang lama (Handayani *et al.*, 2021).

Dalam konteks pasar modal yang efisien, investor tipe *short-term* memiliki kebutuhan mendesak untuk segera mengambil tindakan dalam pengembalian saham guna memaksimalkan *capital gain* [4]. Pengembalian saham, yang mencakup keuntungan dari selisih harga jual dan beli, sangat dipengaruhi oleh fluktuasi harga yang cepat dan reaksi pasar terhadap informasi terbaru [5]. Karakteristik pasar yang efisien ini memungkinkan informasi terbaru langsung tercermin dalam harga

saham, sehingga peluang untuk meraih keuntungan jangka pendek muncul dengan cepat [6]. Laju saham emiten makanan dan minuman naik menjelang Tahun Baru 2024, dengan ICBP, INDF, MYOR, CMRY, GOOD, STTP, dan CLEO mengalami kenaikan, sementara ULTI turun karena kenaikan ini dipicu oleh harapan peningkatan permintaan produk selama perayaan tahun baru [7].

Kesulitan keuangan menjadi faktor penting yang mempengaruhi imbal hasil saham, karena mencerminkan ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya [8]. Riset menunjukkan bahwa tingkat kesulitan keuangan yang lebih tinggi berkaitan dengan imbal hasil saham yang lebih rendah, karena perusahaan yang mengalami masalah keuangan sering kali menunjukkan risiko kebangkrutan, yang membuat investor ragu tentang keberlanjutan operasionalnya dan menyebabkan harga saham tidak berkembang [9]. Hubungan ini sangat penting bagi investor, karena pemahaman tentang potensi kesulitan keuangan dapat membantu dalam memprediksi kinerja saham dan mengambil keputusan investasi yang lebih baik [10].

Ukuran perusahaan dapat diukur berdasarkan nilai aset yang dimilikinya agar dapat meraih keuntungan maksimal perusahaan perlu mengelola aset tersebut dengan efektif dalam menjalankan operasionalnya [11]. Peluang perusahaan untuk meraih keuntungan yang lebih tinggi berkaitan dengan berbagai faktor, seperti akses ke sumber daya, kemampuan untuk berinvestasi dalam inovasi, dan akses ke pasar yang lebih luas, yang pada gilirannya dapat meningkatkan minat dari seorang investor [12]. Menurut Lestari *et al.* (2023) kegiatan perusahaan dan manajemen yang positif, yang terlihat dalam laporan keuangan, akan lebih membantu investor dalam memutuskan apakah akan berinvestasi atau tidak.

Likuiditas yang tinggi pada saham memudahkan transaksi dan menarik lebih banyak investor sehingga dapat meningkatkan permintaan dan stabilitas harga serta berpotensi meningkatkan pengembalian investasi [14]. Sezgin *et al.* (2021) mengungkapkan likuiditas memiliki dampak yang lebih besar terhadap pengembalian saham kecil dalam jangka panjang dibandingkan jangka pendek, mengindikasikan bahwa likuiditas berkontribusi pada pertumbuhan nilai saham seiring waktu. Likuiditas tidak hanya memfasilitasi transaksi tetapi juga berfungsi sebagai indikator kesehatan pasar yang dapat mempengaruhi keputusan investasi, yang pada gilirannya dapat mendorong pertumbuhan harga saham dan memberikan hasil yang lebih baik bagi pemegang saham [16].

Menurut Jansen (2021) laporan arus kas berasal dari operasi keuangan, kegiatan investasi, dan kegiatan pembiayaan. Pengukuran arus kas dari aktivitas operasional menunjukkan aliran kas dari penjualan barang atau jasa, menjadi indikator kesehatan finansial perusahaan dan kegiatan investasi mencerminkan penggunaan kas untuk membeli aset yang diharapkan memberikan keuntungan di masa depan serta arus kas dari pembiayaan melibatkan transaksi yang mempengaruhi struktur modal, seperti penerbitan saham dan pembayaran utang yang dimana memahami laporan arus kas sangat penting bagi pemangku kepentingan untuk mengevaluasi kinerja dan strategi keuangan serta potensi pertumbuhan di masa depan [18].

Penelitian terdahulu oleh Brunelli *et al.* (2024) dan Fachrudin & Ihsan (2021) memiliki efek negatif dan signifikan terhadap pengembalian saham. Selanjutnya, penelitian Sosa *et al.* (2024) mengungkapkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham, tetapi menurut Haykir & Yagli (2022) terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dan *stock return*. Berikutnya, penelitian yang dilakukan oleh Luo (2022) menyimpulkan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *stock return*. Penelitian lain Dong *et al.* (2024) dan Stereńczak (2024) likuiditas berpengaruh positif terhadap *stock return*. Kemudian, Jansen (2021) dan Yu & Yan (2023) menghasilkan arus kas operasi yang positif bagi investor dan meningkatkan kepercayaan mereka terhadap perusahaan sehingga berdampak positif pada *stock return*, sebaliknya kajian Wahab *et al.* (2022) terdapat dampak negatif dan signifikan antara arus kas aktivitas operasi dengan pengembalian saham. Namun demikian, berbeda dari kajian terdahulu, penelitian dilaksanakan selama periode tahun 2019-2023. Peneliti memilih sub sektor *food and beverage* untuk diteliti karena industri makanan dan minuman diperkirakan akan terus berkembang dan beradaptasi dengan perubahan permintaan pasar. Selain itu, variabel semula yang digunakan adalah probabilitas kesulitan keuangan, ukuran perusahaan, likuiditas, dan arus kas operasi.

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris tentang pengaruh kesulitan keuangan, ukuran perusahaan, likuiditas, dan rasio harga terhadap arus kas dari aktivitas operasi pada pengembalian saham di sektor makanan dan minuman di Indonesia. Dengan memahami hubungan antara variabel-variabel ini, penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan yang

berguna bagi investor dan manajer perusahaan dalam pengambilan keputusan yang lebih strategis dan informatif di pasar saham.

2. METODE

Studi memfokuskan pengembalian saham sebagai variabel terikat, sementara variabel bebasnya meliputi kesulitan keuangan, ukuran perusahaan, likuiditas, serta arus kas dari aktivitas operasional. Pengukuran dari pengembalian saham dihitung melalui *Stock Return* (SR) memungkinkan pengujian teori keuangan dan hubungan antara variabel yang memiliki pengaruh terhadap besarnya imbal hasil saham, seperti rasio keuangan dan kondisi pasar [28]. *Financial distress* dapat diukur melalui Altman Z-Score dengan berbagai indikator keuangan yang mencerminkan kesehatan dan stabilitas perusahaan [29]. Sedangkan, ukuran perusahaan diukur dengan menghitung angka yang menunjukkan seberapa besar total asetnya pada akhir tahun [30]. Sementara, untuk menilai tingkat likuiditas perusahaan, peneliti menggunakan rasio lancar (*Current Ratio/CR*) sebagai alat analisis yang menunjukkan sejauh mana perusahaan mampu memenuhi tanggung jawab finansial jangka pendeknya dengan lancar [31]. Berikutnya, arus kas dari operasi (OCF) diukur dengan cara menghitung angka yang mengindikasikan jumlah pendapatan yang diperoleh dari aktivitas bisnis perusahaan [32]. Dengan demikian penelitian ini menghasilkan rumus regresi sebagai berikut:

$$SR = \alpha - \beta_1 FD + \beta_2 SIZE + \beta_3 CR + \beta_4 OCF + \varepsilon$$

Information:

SR	= Stock Return
α	= Constant
β	= Regression Coefficient
FD	= Financial Distress
SIZE	= Ukuran perusahaan
CR	= Current Ratio
OCF	= Cash Flow Operating
ε	= Error

Dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis penelitian seperti kausalitas eksplanatori dan jenis data berupa metode kuantitatif. Analisis dalam penelitian menggunakan data sekunder yang diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan dalam sub-sektor makanan dan minuman, yang tersedia di situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) serta di situs web resmi perusahaan masing-masing. Selama periode penelitian antara tahun 2019 hingga 2023 (5 tahun), terdapat total populasi sebanyak 40 perusahaan manufaktur di subsektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Peneliti menggunakan teknik *purposive sampling* untuk pengambilan data dengan kriteria tertentu. Kriteria ini mencakup perusahaan di sub-sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI secara konsisten hingga tahun 2023, perusahaan yang tidak mengalami ketidak-terbitan laporan keuangan selama periode penelitian 2019-2023, perusahaan yang belum melakukan IPO dalam periode yang sama, serta perusahaan yang mengalami pertumbuhan pendapatan positif namun tidak menghasilkan laba sepanjang periode penelitian. Dari kriteria ini, diperoleh sampel data sebanyak 90 perusahaan untuk periode 5 tahun (2019-2023). Analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan STATA sebagai perangkat untuk analisis statistik, yang menerapkan bahasa pemrograman untuk melakukan uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji *adjusted R²*, uji simultan (uji f) dan uji parsial (uji t). Studi ini direncanakan berlangsung dari September 2024 sampai dengan April 2025.

3. HASIL DAN ANALISIS

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
SR	90	.1084444	.3716314	-.67	2
FD	90	6.037556	9.39828	.77	58.58
SIZE	90	1.87e+13	4.16e+13	7.74e+11	1.87e+14
CR	90	3.265059	2.746588	.6692504	13.31
OCF	90	9.60e+11	1.69e+12	1.19e+10	9.34e+12

Uji Statistik Deskriptif

Dari tabel di atas didapat bahwa telah dilakukan menggunakan 90 data perusahaan pada subsektor *food and beverage* periode tahun 2019-2023. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa nilai minimum *Stock Return* adalah -0.67, yang mencerminkan adanya kesulitan keuangan yang sangat besar pada beberapa perusahaan, yang berpotensi menyebabkan penurunan signifikan pada pengembalian saham perusahaan tersebut. Oleh karena itu, perusahaan dengan nilai *Stock Return* negatif yang besar perlu mendapatkan perhatian lebih, karena hal ini dapat menandakan saham perusahaan tersebut belum mendapatkan perhatian atau minat yang signifikan dari pelaku pasar, yang mungkin dipengaruhi oleh faktor penurunan kinerja keuangan. Sebaliknya, nilai maksimum *Stock Return* mencapai 2.00, yang menunjukkan bahwa beberapa perusahaan mampu mengatasi kesulitan keuangan mereka dan memperoleh pengembalian saham yang positif. Berdasarkan rata-rata *Stock Return* sebesar 0.1084 dan standar deviasi 0.3716, hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan mengalami pengembalian saham yang relatif stabil, meskipun berada dalam kondisi kesulitan keuangan, terdapat perusahaan-perusahaan yang mengalami fluktuasi yang cukup besar dalam pengembalian saham mereka.

Analisis kesulitan keuangan (FD) pada perusahaan *food and beverage* periode tahun 2019-2023. Nilai FD terendah tercatat pada PT Charoen Pokphand Indonesia (CPIN) tahun 2022 sebesar 0.77, yang mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami kondisi keuangan yang lebih sulit pada tahun tersebut, dengan kemungkinan bangkrut yang lebih tinggi. Sebaliknya, nilai FD tertinggi tercatat pada CPIN pada tahun 2019 sebesar 58,58 yang jauh lebih besar dari angka 2,99, menunjukkan bahwa meskipun nilai FD tinggi, perusahaan pada tahun tersebut berada dalam kondisi finansial yang lebih aman dengan kemungkinan bangkrut yang rendah. Rata-rata FD sebesar 6.0375 menunjukkan kinerja keuangan yang relatif stabil, dengan standar deviasi 9.3982 yang mengindikasikan adanya variasi yang cukup besar antar perusahaan. Altman Z-Score mengindikasikan bahwa perusahaan dengan skor di bawah 1,81 berisiko tinggi mengalami kesulitan keuangan dan kemungkinan bangkrut, sementara skor antara 1,81 hingga 2,99 menunjukkan kondisi keuangan yang tidak pasti dengan risiko kebangkrutan sedang, dan perusahaan dengan skor di atas 2,99 dianggap stabil secara finansial dengan risiko kebangkrutan yang rendah [33]. Berdasarkan hal ini, perusahaan seperti CPIN pada tahun 2019 dengan FD tinggi dan skor lebih dari 2,99 menunjukkan bahwa perusahaan tersebut aman secara finansial. Namun, bagi perusahaan yang memiliki FD rendah seperti CPIN tahun 2022, kondisi keuangan mereka harus mendapatkan perhatian lebih, karena perusahaan tersebut mengalami penurunan yang menunjukkan adanya kemungkinan kesulitan keuangan yang lebih besar pada tahun tersebut.

Untuk ukuran perusahaan (SIZE) yang terdiri dari 90 observasi pada perusahaan sektor *food and beverage* selama periode 2019-2023. Berdasarkan hasil analisis data, PT Sekar Laut Tbk (SKLT) tercatat memiliki nilai SIZE terendah, yaitu sebesar 773.863.042.440, yang terjadi pada tahun 2020. Sedangkan, nilai maksimum SIZE tercatat mencapai 186.588.000.000.000, yang berhasil diraih oleh PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) pada tahun 2023. Rata-rata nilai SIZE adalah sebesar 1.87e+13, dengan standar deviasi sebesar 4.16e+13. Temuan ini menunjukkan adanya perbedaan yang cukup besar dalam ukuran total aset antar perusahaan yang ada dalam sampel. Perusahaan dengan aset lebih besar umumnya mempunyai operasional luas dan kemampuan berinvestasi dalam jangka panjang, yang dapat mendukung pengembangan produk, ekspansi pasar, dan adaptasi terhadap perubahan pasar. Sebaliknya, perusahaan dengan ukuran aset yang lebih kecil mungkin memiliki keterbatasan dalam

mengakses sumber daya dan pembiayaan, yang dapat mempengaruhi strategi pertumbuhan dan daya saing mereka.

Berdasarkan analisis *Current Ratio* (CR) perusahaan *food and beverage* untuk periode tahun 2019-2023 ditemukan bahwa nilai terendah sebesar 0.6692 tercatat di PT Budi Starch & Sweetener Tbk (BUDI) di tahun 2020, menunjukkan adanya potensi masalah likuiditas karena aset lancar perusahaan tidak memadai untuk memenuhi jangka pendek yang harus segera dibayarkan. Sebaliknya, nilai CR tertinggi sebesar 13.31 tercatat di PT Campina Ice Cream Industry Tbk (CAMP) di tahun 2019. Nilai tengah CR sebesar 3.1202 menunjukkan kondisi likuiditas yang sangat baik, di mana aset lancar perusahaan jauh lebih besar dibandingkan dengan liabilitas lancarnya, memberikan perusahaan kemampuan lebih untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Namun, standar deviasi sebesar 2,5097 mengindikasikan kondisi likuiditas yang cukup sehat. Menurut Redaksi (2023) rasio lancar di atas 1 tidak menunjukkan masalah likuiditas, sementara rasio di bawah 1 menjadi sinyal potensi masalah likuiditas. Berdasarkan hasil yang diperoleh, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dalam sampel mempunyai likuiditas cukup baik, namun perusahaan dengan CR rendah perlu meningkatkan pengelolaan aset lancarnya untuk menghindari risiko likuiditas di masa depan.

Untuk variabel *Operating Cash Flow* pada perusahaan *food and beverage* periode tahun 2019-2023. Berdasarkan data, PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk (CEKA) mencatatkan nilai OCF terendah sebesar 11.867.530.566 pada tahun 2022. Sementara itu, pada tahun 2020, perusahaan Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) mencatatkan nilai maksimum OCF sebesar 9.336.780.000.000. Nilai rata-rata mean dari OCF adalah $9.60e+11$ dengan standar deviasi sebesar $1.69e+12$. Berdasarkan data tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa kebanyakan perusahaan dalam sampel ini mampu mencukupi kebutuhan operasional mereka, meskipun terdapat beberapa perusahaan yang mungkin mengalami kesulitan dalam hal likuiditas atau pengelolaan kas. Perusahaan yang menghasilkan OCF tinggi memiliki kemampuan besar untuk memenuhi kewajiban jangka pendek seperti pembayaran gaji karyawan, pembiayaan operasional sehari-hari, serta pelunasan utang usaha. Di sisi lain, perusahaan dengan OCF yang lebih rendah mungkin harus mencari sumber pendanaan lain atau memperbaiki manajemen operasional mereka agar dapat memenuhi kewajiban finansial mereka.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Pengujian normalitas data dilakukan guna menentukan kesesuaian distribusi data penelitian dengan karakteristik distribusi normal. Dalam analisis tersebut, dilakukan pengujian *Skewness* dan *Kurtosis* pada 40 data yang tersisa setelah menghapus 50 *outlier* dari total 90 data awal. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai $Pr(skewness)$ sebesar 0.0258 dan $Pr(kurtosis)$ sebesar 0.4122. Dengan nilai $Adj\ chi^2(2)$ sebesar 5.42 dan $Prob > chi^2$ sebesar 0.0667, yang melebihi tingkat signifikansi 5%, maka dapat disimpulkan bahwa data *residuals* memiliki distribusi yang tidak berbeda secara signifikan dari distribusi normal. Pernyataan ini mendukung teori yang menyatakan bahwa sebuah data dianggap berdistribusi normal apabila nilai rasio *skewness* dan *kurtosis* menunjukkan signifikansi probabilitas di atas 0,05.

Uji Autokorelasi

Berdasarkan hasil uji *Breusch-Godfrey* LM, di mana nilai probabilitas ($Prob > chi^2$) sebesar 0,1330 lebih tinggi dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian ini tidak mengalami autokorelasi. Dengan demikian, data tersebut dapat dianggap normal dalam konteks tidak adanya autokorelasi. Ini mengindikasikan bahwa residual dari model regresi yang digunakan tidak memiliki korelasi satu sama lain, sesuai dengan asumsi dasar dalam analisis regresi.

Uji Multikolinearitas

Jika nilai ($1/VIF$) berada di bawah 0,10 dan nilai VIF melebihi 10, maka hal ini menunjukkan adanya indikasi multikolinearitas. Dari hasil pengujian data tersebut terbebas dari hubungan multikolinearitas, di mana nilai $1/VIF$ untuk semua variabel bebas berada di atas 0,1 dan nilai VIF berada di bawah 10. Pada tabel di atas, variabel-variabel bebas memiliki nilai VIF sebagai berikut: FD sebesar 2.65, CR sebesar 2.34, LN_SIZE sebesar 1.36, dan LN_OCF sebesar 1.01. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data penelitian telah lolos uji multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji *Breusch-Pagan* menunjukkan nilai chi-square sebesar 0.05 dengan probabilitas ($Prob > \chi^2$) sebesar 0.8204, yang lebih besar dari 0.05. Ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi, sehingga variansi residual bersifat konstan (homoskedastisitas). Dengan demikian, asumsi dasar analisis regresi terpenuhi, dan kesalahan model terdistribusi secara normal.

Uji Simultan (Uji F)

DDigunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) menyatakan bahwa tidak ada pengaruh signifikan. Jika nilai signifikansi kurang dari 0,05, H_0 ditolak, menunjukkan bahwa variabel independen berpengaruh signifikan.

Tabel 2 Hasil Uji Parsial (Uji T)

Variabel	Std. Error	t-value	P> t	Hipotesis	Hasil	Kesimpulan
FD	0,0181384	0,0617356	0,002	-	+	Diterima, Dengan Arah yang Berbeda
SIZE	0,178168	0,0381015	0,040	+	+	Diterima
CR	0,0182837	-0,0312319	0,096	+	-	Ditolak
OCF	0,0142857	0,0131172	0,365	+	-	Ditolak

Uji Parsial (Uji T)

Hasil uji parsial menunjukkan bahwa hasil uji t diterima apabila menghasilkan nilai signifikansi < 0.05. Dalam pengujian ini, variabel FD menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.002 dan koefisien 0.0604493, yang menunjukkan dampak positif serta signifikan pada pengembalian saham, sehingga hipotesis H_1 diterima. Selanjutnya, variabel *SIZE* memiliki nilai signifikansi sebesar 0.042 dan koefisien 0.0377814, yang juga menunjukkan dampak positif dan signifikan pada pengembalian saham, sehingga hipotesis H_2 diterima. Namun, untuk variabel CR, nilai signifikansi sebesar 0.110 dan koefisien -0.0306196 menunjukkan bahwa meskipun ada dampak positif, pengaruhnya tidak signifikan terhadap pengembalian saham, sehingga hipotesis H_3 ditolak. Terakhir, variabel OCF menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.345 dan koefisien 0.0136977, yang berarti tidak ada pengaruh signifikan terhadap pengembalian saham, sehingga hipotesis H_4 ditolak. Dengan demikian, hanya variabel FD dan *SIZE* yang memberikan pengaruh signifikan terhadap pengembalian saham dalam penelitian ini.

Uji Adjusted R²

Hasil analisis regresi yang dilakukan pada data dengan jumlah observasi sebanyak 40 menunjukkan nilai Adjusted R² sebesar 0.1984 atau 19.84%, yang berarti bahwa variabel independen dalam model ini dapat menjelaskan sekitar 19.84% variasi dalam variabel dependen. Sisa 80.16% variasi dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam analisis ini.

Analisis Regresi Linear Berganda

Berdasarkan hasil penelitian ini yang dianalisis menggunakan alat statistic, berikut adalah penjelasan dari persamaan regresi linear berganda:

$$-0,9007_{SR} = -1,6443_{\alpha} + 0,0604_{FD} + 0,0377_{SIZE} - 0,0306_{CR} - 0,0136_{OCF} + 0,6897e$$

Dari persamaan regresi linear berganda diatas diketahui nilai koefisien konstanta menunjukkan angka -1,6443. Pada koefisien *Financial Distress* (FD), yang memiliki arah positif sebesar 0,0604 dapat diartikan bahwa setiap peningkatan FD sebesar 1% akan meningkatkan nilai SR sebesar 0,0604. Koefisien *SIZE* juga memiliki arah positif sebesar 0,0377 menandakan bahwa apabila *SIZE* meningkat sebesar 1%, maka nilai SR akan bertambah sebesar 0,0377. Berbeda dengan koefisien *Current Ratio* (CR) menunjukkan arah negatif sebesar -0,0306, yang artinya jika CR meningkat 1%, maka nilai SR akan menurun sebesar -0,0306. Begitu pula dengan koefisien *Operating Cash Flow* (OCF) yang memiliki arah negatif sebesar -0,0136, menunjukkan bahwa setiap peningkatan OCF sebesar 1% akan menyebabkan penurunan nilai SR sebesar -0,0136.

DISKUSI

Pengaruh *Financial Distress* terhadap Pengembalian Saham

Berdasarkan uji parsial, variabel FD terbukti memiliki dampak positif dan bersignifikan pada *return* saham. Jika dilihat dari komponen penyusunnya seperti modal kerja, laba ditahan, laba sebelum bunga dan pajak (EBIT), total ekuitas, dan penjualan, kondisi perusahaan tampak sehat dan mampu memaksimalkan kinerjanya. Tingginya modal kerja mencerminkan kapasitas perusahaan dalam

menjaga likuiditas yang memadai untuk melunasi kewajiban jangka pendek secara tepat waktu. Laba ditahan yang besar mencerminkan adanya akumulasi keuntungan dari tahun-tahun sebelumnya, dan EBIT yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mampu menjalankan operasionalnya secara efisien dalam menghasilkan keuntungan dari aktivitas operasionalnya. Begitu pula dengan total ekuitas yang besar, menandakan struktur permodalan yang kuat, serta penjualan yang tinggi mencerminkan bahwa produk atau layanan perusahaan memiliki daya tarik kuat dan permintaan yang signifikan di pasar. Kondisi-kondisi tersebut secara keseluruhan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki keadaan keuangan sehat dan terjaga dari kemungkinan kebangkrutan. Ketika perusahaan berhasil mengelola keuangan dengan baik dan menghasilkan keuntungan, maka hal ini akan menciptakan kepercayaan investor, menaikkan harga saham, dan pada akhirnya meningkatkan pengembalian saham. Oleh karena itu, perusahaan yang mampu menjaga kesehatan finansialnya biasanya juga mampu memberikan return yang optimal kepada pemegang sahamnya.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Pengembalian Saham

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel SIZE menunjukkan pengaruh positif terhadap tingkat pengembalian saham. Perusahaan berskala besar umumnya terdapat sumber daya yang besar, pendapatan yang stabil, serta citra yang positif di hadapan investor. Hal ini membuat investor merasa lebih percaya untuk menanamkan modalnya karena perusahaan besar dianggap lebih mampu menghadapi risiko dan perubahan kondisi ekonomi. Selain itu, perusahaan besar juga lebih mudah mendapatkan pendanaan dari luar, sehingga mereka bisa terus berkembang dan meningkatkan kinerjanya. Ketika kinerja perusahaan meningkat, maka harga sahamnya cenderung ikut naik, dan hal ini memberikan keuntungan atau pengembalian yang positif bagi investor. Dengan demikian, seiring dengan bertambahnya ukuran perusahaan, peluang untuk perusahaan tersebut memberikan pengembalian saham yang konsisten dan menguntungkan dalam jangka panjang juga semakin besar. Penelitian sebelumnya Ajizah & Biduri (2021) dan Hassan Chowdhury *et al.* (2021) juga mendukung temuan ini dengan membuktikan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dan pengembalian investasi, terutama dalam jangka panjang.

Pengaruh Likuiditas terhadap Pengembalian Saham

Sebaliknya, hasil uji parsial menunjukkan variabel CR tidak berpengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. Artinya, tingkat likuiditas suatu saham biasanya diukur dengan seberapa mudah saham tersebut diperjualbelikan di pasar tanpa menyebabkan perubahan harga yang besar tidak secara langsung memengaruhi besar kecilnya pengembalian (*return*) yang diterima investor. Secara logika, semakin likuid suatu saham, seharusnya semakin menarik bagi investor karena risikonya lebih rendah (mudah dijual kapan saja). Namun, dalam konteks pasar yang diteliti, tampaknya investor tidak terlalu mempertimbangkan faktor likuiditas saat mengambil keputusan investasi. Hal ini bisa dipengaruhi oleh berbagai penyebab, seperti sebagian besar saham di pasar tersebut sudah cukup likuid sehingga variasi likuiditas antar saham tidak terlalu ekstrem, atau bisa juga karena investor lebih fokus pada faktor lain seperti kinerja keuangan perusahaan, pertumbuhan laba, atau kondisi ekonomi. Selain itu, bisa jadi persepsi risiko investor terhadap saham yang tidak terlalu likuid belum cukup kuat untuk memengaruhi ekspektasi pengembalian mereka. Dengan demikian, meskipun secara teori likuiditas bisa memengaruhi return karena berkaitan dengan risiko dan kemudahan transaksi, dalam kenyataannya, hubungan tersebut tidak selalu terlihat secara signifikan di semua kondisi atau pasar. Hasil ini mengindikasikan bahwa likuiditas bukanlah satu-satunya, atau bahkan bukan faktor utama, yang menentukan besarnya pengembalian saham pada sampel atau periode yang diteliti. Hal ini membuktikan hasil kajian tidak sesuai dengan temuan riset terdahulu oleh [37] yang menyatakan likuiditas mempunyai dampak positif terhadap pengembalian saham.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Pengembalian Saham

Dari hasil uji parsial juga memperlihatkan bahwa variabel OCF tidak memiliki hubungan signifikan pada pengembalian saham, sehingga hipotesisnya ditolak. Ini berarti meskipun perusahaan memiliki arus kas operasi yang tinggi, hal tersebut belum tentu membuat nilai sahamnya naik atau memberikan keuntungan yang besar bagi para investor. Arus kas dari kegiatan operasi mencerminkan seberapa besar dana tunai dihasilkan dari aktivitas utama perusahaan, seperti penjualan produk makanan dan minuman. Namun, *return* saham atau pengembalian saham dipengaruhi oleh banyak faktor lain, bukan hanya dari sisi keuangan operasional. Beberapa faktor yang dapat memengaruhi

return saham antara lain adalah kondisi ekonomi, kepercayaan investor, strategi bisnis perusahaan, hingga tren industri secara keseluruhan. Misalnya, jika pasar melihat bahwa perusahaan tidak memiliki prospek pertumbuhan yang menjanjikan meskipun arus kasnya stabil, maka investor bisa jadi tidak tertarik untuk membeli sahamnya. Selain itu, jika perusahaan tidak menggunakan arus kas tersebut untuk kegiatan yang memberikan nilai tambah, seperti ekspansi usaha, maka hal itu juga bisa membuat pengembalian saham tetap rendah. Oleh karena itu, hasil menunjukkan bahwa arus kas operasi belum cukup signifikan dalam memengaruhi pengembalian saham secara langsung. Hal ini membuktikan hasil kajian tidak sesuai dengan temuan riset terdahulu oleh Kipngetch *et al.* (2021) dimana arus kas operasi mempunyai dampak pada pengembalian saham.

4. KESIMPULAN

Data dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang bergerak di bidang makanan dan minuman serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019 hingga 2023. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak kesulitan keuangan, ukuran perusahaan, likuiditas, dan arus kas operasi pada imbal hasil saham. Berdasarkan hasil penelitian, *financial distress* terbukti berpengaruh positif dan signifikan pada pengembalian saham. Hal ini mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan yang baik, semakin tinggi pula tingkat kepercayaan investor. Kepercayaan ini mendorong kenaikan harga saham yang pada akhirnya meningkatkan pengembalian yang diterima oleh investor. Selain itu, besaran perusahaan juga berperan penting dengan memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Perusahaan dengan skala besar cenderung memiliki kondisi keuangan yang lebih stabil, reputasi yang lebih kuat, dan kemudahan dalam memperoleh pendanaan eksternal. Faktor-faktor tersebut menjadikan perusahaan besar lebih diminati oleh investor dan mampu memberikan pengembalian investasi yang lebih optimal. Di sisi lain, menunjukkan bahwa variabel likuiditas dan arus kas operasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada pengembalian saham. Meskipun likuiditas pada saham sering dianggap penting dalam keputusan investasi karena memudahkan transaksi, dalam pasar yang diteliti, investor sepertinya tidak terlalu memperhatikan faktor ini dalam menentukan keuntungan yang diharapkan dari saham. Ini mungkin karena pasar tersebut sudah cukup likuid, artinya kebanyakan saham bisa dibeli atau dijual dengan mudah tanpa perubahan harga yang besar. Begitu juga dengan arus kas operasi perusahaan, meskipun menunjukkan seberapa banyak uang yang dihasilkan dari kegiatan bisnis utama perusahaan, ini ternyata tidak cukup memengaruhi pengembalian saham secara signifikan. Ada banyak faktor lain yang mempengaruhi pengembalian saham, seperti apakah perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik, sejauh mana investor percaya pada perusahaan, dan tren pasar secara umum.

Untuk memastikan pengembalian saham yang optimal, perusahaan perlu mengelola dengan efisien faktor-faktor seperti kesulitan keuangan, ukuran perusahaan, likuiditas, dan arus kas operasi. Khususnya, perhatian pada kesulitan keuangan dan ukuran perusahaan sangat penting, karena pengelolaan utang yang bijaksana dan stabilitas keuangan yang stabil dapat memperkuat kepercayaan investor serta mendorong peningkatan harga saham. Hasil pengujian Adjusted R² sebesar 0,1984 atau 19,84% menunjukkan bahwa variabel independent belum sepenuhnya dapat menjelaskan pengembalian saham, sementara 80,16% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang dianalisis dalam penelitian ini.

Studi ini memiliki keterbatasan dalam hal periode waktu yang relatif singkat, yaitu lima tahun dari 2019 hingga 2023 dan hanya memiliki empat variabel independen. Hal ini membuat model penelitian ini memiliki pengaruh yang lebih terbatas. Untuk penelitian di masa depan, disarankan agar periode waktu penelitian diperpanjang dan penambahan variabel independen seperti tata kelola perusahaan dan *capital investment* (Franzoi & Mietzner, 2021; Cabarcos *et al.*, 2023; Vithana *et al.*, 2023).

REFERENCES

- [1] Bps.go.id, "Pelatihan Petugas Survei Perusahaan/Usaha Penyediaan Makanan Minuman UMB dan UMK 2024 - Berita - Badan Pusat Statistik Kota Banjarmasin," <https://banjarmasinkota.bps.go.id/id/news/2024/05/07/437/pelatihan-petugas-survei-perusahaan-usaha-penyediaan-makanan-minuman-umb-dan-umk-2024.html>, 2024.
- [2] Kemenperin.go.id, "Industri Nasional Tangguh Hadapi Dampak Global, Menperin Bongkar Datanya," <https://siva.kemenperin.go.id/front/news/industri-nasional-tangguh-hadapi-dampak-global-menperin-bongkar-datanya>, 2023.
- [3] S. Handayani¹ *et al.*, "Relevansi Informasi Dalam Pengambilan Keputusan Investor Di Pasar

- Modal," *J. Ekon.*, vol. 12, p. 77, 2021.
- [4] D. Zheng, H. Li, and F. Li, "Capital gain overhang and risk–return trade-off: An international study," *J. Financ. Res.*, vol. 47, no. 1, pp. 211–242, 2024, doi: 10.1111/jfir.12341.
- [5] J. Hines and D. Schaffa, "Capital Gains Realizations," *NBER*, 2023.
- [6] H. Fang, C. P. Chung, Y. C. Lu, Y. H. Lee, and W. H. Wang, "The impacts of investors' sentiments on stock returns using fintech approaches," *Int. Rev. Financ. Anal.*, vol. 77, no. July, p. 101858, 2021, doi: 10.1016/j.irfa.2021.101858.
- [7] S. Sadya, "Laju Saham Emiten Makanan dan Minuman Jelang Libur Tahun Baru 2024," *DataIndonesia.id*, 2023.
- [8] R. P. Raudhah and M. Saleh, "The Role of Company Value as A Mediating Variable in The Relationship Between Systematic Risk, Financial Performance and Financial Distress on Stock Return in The Indonesia Stock Exchange (IDX)," *Asian J. Econ. Bus. Account.*, vol. 23, no. 22, pp. 11–25, Oct. 2023, doi: 10.9734/ajeba/2023/v23i221133.
- [9] F. Bachmid, S. Sumiati, and S. Aisjah, "The effect of financial distress using the Altman and Springate Models on stock return in mediated earnings management," *Int. J. Res. Bus. Soc. Sci. (2147- 4478)*, vol. 10, no. 5, pp. 119–128, 2021, doi: 10.20525/ijrbs.v10i5.1279.
- [10] M. Bahri, R. B. Bukit, and K. Erwin, "Effects of Return on Assets, Firm Size, and Institutional Ownership on Financial Distress with Capital Structure as a Moderating Variable (An Empirical Study on the Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange)," *Int. J. Res. Rev.*, vol. 9, no. 10, pp. 131–141, 2022, doi: 10.52403/ijrr.20221015.
- [11] F. V. Wulan and B. A. Syahzuni, "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham," *J. Soc. Sci. Res.*, vol. 3, pp. 3249–3265, 2023.
- [12] W. Diana and A. Munandar, "The Effect of Company Size, Capital Structure, and Profitability on Company Value Moderated by Dividend Policy," 2023.
- [13] Lestari, S. Mareta, . Y., E. Suryadi, and I. Irawadi Barus, "The Influence of Earnings Per Share, Debt to Equity Ratio and Company Size on Stock Return," *KnE Soc. Sci.*, Jul. 2023, doi: 10.18502/kss.v8i12.13658.
- [14] H. Hermanto and A. Dewinta, "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Efisiensi Perusahaan, Likuiditas, Kekuatan Pasar, Pertumbuhan Perusahaan Dan Leverage Terhadap Profitabilitas," *J. Ilm. Manajemen, Ekon. Akunt.*, vol. 7, no. 2, pp. 846–871, 2023, doi: 10.31955/mea.v7i2.3060.
- [15] O. Sezgin, B. Canbaloglu, and G. Gurgun, "Stock Liquidity, Stock Price Crash Risk, and Foreign Ownership," *Borsa Istanbul Rev.*, vol. 22, no. 3, pp. 477–486, May 2021, doi: 10.1016/j.bir.2021.06.012.
- [16] P. B. Budhathoki, G. Bhattarai, and A. K. Dahal, "the Impact of Liquidity on Common Stocks Returns: Empirical Insights From Commercial Banks in Nepal," *Banks Bank Syst.*, vol. 19, no. 1, pp. 148–156, 2024, doi: 10.21511/bbs.19(1).2024.13.
- [17] B. A. Jansen, "Cash Flow Growth and Stock Returns," *J. Financ. Res.*, vol. 44, no. 2, pp. 371–402, 2021, doi: 10.1111/jfir.12244.
- [18] Herman and R. Chaidir, "The Influence of Operating Cash Flows, Investments Cash Flow, and Funding Cash Flow on the Company Value in Technology Sector," *Ilomata Int. J. Tax Account.*, vol. 4, no. 3, pp. 546–560, Jul. 2023, doi: 10.52728/ijtc.v4i3.780.
- [19] S. Brunelli, F. Venuti, T. Niederkofler, and C. Falivena, "Financial Distress, Auditors' Going Concern Modification (GCM) And Investors' Reaction In A Concentrated Ownership Environment: New Evidence From The Italian Stock Market," *Int. J. Discl. Gov.*, vol. 21, no. 2, pp. 313–339, 2024, doi: 10.1057/s41310-023-00197-1.
- [20] K. A. Fachrudin and M. F. Ihsan, "The Effect Of Financial Distress Probability, Firm Size And Liquidity On Stock Return Of Energy Users Companies In Indonesia," *Int. J. Energy Econ. Policy*, vol. 11, no. 3, pp. 296–300, 2021, doi: 10.32479/ijeep.10677.
- [21] M. Sosa, A. Cabello, and E. O. Calisto, "Impact of Leverage, Solvency and Size Effect on Mexican Capital Market Firms Returns," *Rev. Mex. Econ. y Finanz. Nueva Epoca*, vol. 19, no. 2, pp. 1–15, 2024, doi: 10.21919/remef.v19i2.1017.
- [22] O. Haykir and I. Yagli, "Oil Price Explosivity and Stock Return: Do Sector and Firm Size Matter?," *Resour. Policy*, pp. 0–3, 2022.

- [23] D. Luo, *ESG, Liquidity, and Stock Returns*, no. January. 2022.
- [24] L. Dong, B. Yu, Z. Qin, and K. S. K. Lam, "Liquidity Risk and Expected Returns in China's Stock Market: A Multidimensional Liquidity Approach," *Res. Int. Bus. Financ.*, vol. 69, no. February, 2024, doi: 10.1016/j.ribaf.2024.102247.
- [25] S. Stereńczak, "Illiquidity And Stock Returns: The Moderating Role Of Investors' Holding Period In Central And Eastern European Markets," *Int. J. Emerg. Mark.*, vol. 19, no. 7, pp. 2025-2045, 2024, doi: 10.1108/IJOEM-01-2022-0125.
- [26] D. Yu and Y. Yan, "Joint Dynamics of Stock Returns and Cash Flows: A Time-Varying Present-Value Framework," *Financ. Manag.*, vol. 52, no. 3, pp. 513-541, 2023, doi: 10.1111/fima.12433.
- [27] H. A. Wahab, O. I. Bacha, N. Ibrahim, A. M. Abdullah, and N. A. Nurul, "An Assessment of Currency Exposure of Non-Financial Firms in Asean-4: Insights Using the Stock Returns and Cash Flow Methodologies," *Asian Econ. Financ. Rev.*, vol. 12, no. 12, pp. 1002-1026, 2022, doi: 10.55493/5002.v12i12.4666.
- [28] A. Mappadang, *Manajemen Investasi & Portofolio*, vol. 185, no. 1. 2021.
- [29] T. Guzman and N. Ermasova, *Municipal Fiscal Stress, Bankruptcies, and Other Financial Emergencies*. 2023.
- [30] C. Thomas, *Managerial Economics Foundations Of Business Analysis And Strategy*. 2024.
- [31] A. Fitriana, *Buku Ajar Analisis Laporan Keuangan*, no. July. 2024.
- [32] J. Weygandt, D. Kieso, K. Paul, and B. Trenholm, *Accounting Principles*, vol. 1. 2021. doi: 10.4324/9781351185998-3.
- [33] R. M. E. Lestari, M. Situmorang, M. I. P. Pratama, and A. T. Bon, "Financial distress analysis using altman (Z-score), springate (S-Score), zmijewski (X-Score), and grover (G-Score) models in the tourism, hospitality and restaurant subsectors listed on the Indonesia stock exchange period 2015-2019," *Proc. Int. Conf. Ind. Eng. Oper. Manag.*, pp. 4249-4259, 2021, doi: 10.46254/an11.20210755.
- [34] Redaksi, "Current Ratio: Rumus, Contoh Soal, Interpretasi, & Analisis - Moneynesia," *Rasio Keuangan*, 2023.
- [35] N. Ajizah and S. Biduri, "The Effect of Company Size, Sales Growth, Profitability and Leverage on Stock Returns in Food and Beverage Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2019 Period," *Acad. Open*, vol. 4, pp. 1-20, 2021, doi: 10.21070/acopen.4.2021.1984.
- [36] S. S. Hassan Chowdhury, R. Sharmin, and M. A. Rahman, "On The Impact of Sentiment on Stock Returns: The Case of Dhaka Stock Exchange," *Afro-Asian J. Financ. Account.*, vol. 11, no. 3, pp. 392-422, 2021, doi: 10.1504/AAJFA.2021.115667.
- [37] S. G. Ayinaddis and H. G. Tegegne, "Uncovering Financial Distress Conditions And Its Determinant Factors On Insurance Companies In Ethiopia," *PLoS One*, vol. 18, no. 10 October, pp. 1-15, 2023, doi: 10.1371/journal.pone.0292973.
- [38] S. Ben Kipngetich, J. Tenai, and A. Kimwolo, "Effect of Operating Cash Flow on Stock Return of Firms Listed In Nairobi Security Exchange," *East. J. Econ. Financ.*, vol. 6, no. 1, pp. 26-35, Aug. 2021, doi: 10.20448/809.6.1.26.35.
- [39] F. Franzoi and M. Mietzner, "Family affairs - Corporate governance involvement of families and stock market returns," *Invest. Manag. Financ. Innov.*, vol. 18, no. 2, pp. 350-364, 2021, doi: 10.21511/imfi.18(2).2021.28.
- [40] A. Cabarcos, S. Helena, Q. Lara, and P. Juan, "How To Explain Stock Returns of Utility Companies From an Environmental, Social and Corporate Governance Perspective," *Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag.*, vol. 30, no. 5, pp. 2278-2291, 2023, doi: 10.1002/csr.2483.
- [41] K. Vithana, R. Jayasekera, T. Choudhry, and Y. Baruch, "Human Capital Resource As Cost or Investment: A Market-Based Analysis," *Int. J. Hum. Resour. Manag.*, vol. 34, no. 6, pp. 1213-1245, 2023, doi: 10.1080/09585192.2021.1986106.