As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan, dan Profitabilitas terhadap *Return* Saham pada Perusahaan *Jakarta Islamic Index* (JII) Periode 2022–2025

Bella Novita Sari[1], Sandra Ayu[2], Rahmat Kurnia[3]
[1,2,3]Universitas Islam Negeri Imam Bonjol Padang
bellnov1411@icloud.com[1], sandraayu @uinib.ac.id[2], rahmatkurnia@uinib.ac.id[3]

ABSTRACT

This study examines the effect of operating cash flow, investing cash flow, financing cash flow, and profitability on the stock returns of companies listed in the Jakarta Islamic Index (JII) during 2022–2025. It is motivated by a phenomenon gap in which changes in fundamental indicators were not consistently followed by changes in stock returns, as observed in PT Adaro Energy Indonesia Tbk (ADRO). Signaling theory serves as the theoretical framework. Using a quantitative associative design, 17 companies were selected from 41 JII constituents through purposive sampling. After eliminating eight outlying observations (|Z| > 2.5), 60 firm-year observations were analysed using panel data regression. The Chow and Lagrange Multiplier tests identified the Common Effect Model as the most appropriate specification. The results show that operating cash flow (p = 0.245), investing cash flow (p = 0.212), financing cash flow (p = 0.511), and profitability measured by return on assets (p = 0.735) have no significant partial effect on stock returns. Simultaneously, the four variables also have no significant effect (F = 0.990; p = 0.421) and explain only 6.72% of the variation in stock returns. These conclusions remain unchanged when heteroskedasticity-robust and firm-clustered standard errors are applied. The findings indicate that annual cash flow and profitability information acts as a weak signal for investors in Indonesian sharia stocks, whose returns are largely driven by factors outside the companies' financial statements. Investors are therefore advised to combine fundamental analysis with macroeconomic and market information.

Keywords : Operating Cash Flow; Investing Cash Flow; Financing Cash Flow; Profitability; Stock Return; Jakarta Islamic Index.

ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan profitabilitas terhadap *return* saham perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2022–2025. Penelitian dilatarbelakangi oleh kesenjangan fenomena ketika perubahan indikator fundamental tidak selalu diikuti oleh perubahan *return* saham, sebagaimana terlihat pada PT Adaro Energy Indonesia Tbk (ADRO). Teori sinyal digunakan sebagai landasan teoretis. Dengan desain kuantitatif asosiatif, 17 perusahaan dipilih dari 41 konstituen JII melalui *purposive sampling*. Setelah delapan observasi pencilan (|Z| > 2,5) dieliminasi, 60 observasi perusahaan-tahun dianalisis menggunakan regresi data panel. Uji Chow dan uji *Lagrange Multiplier* menetapkan *Common Effect Model* sebagai model yang paling tepat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas operasi (p = 0,245), arus kas investasi (p = 0,212), arus kas pendanaan (p = 0,511), dan profitabilitas yang diukur dengan *return on assets* (p = 0,735) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Secara simultan, keempat variabel juga tidak berpengaruh signifikan (F = 0,990; p = 0,421) dan hanya menjelaskan 6,72% variasi *return* saham. Kesimpulan tersebut tetap sama ketika digunakan galat baku yang robust terhadap heteroskedastisitas dan galat baku terklaster per perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa informasi arus kas dan profitabilitas tahunan merupakan sinyal yang lemah bagi investor saham syariah di Indonesia, yang *return*-nya lebih banyak digerakkan oleh faktor di luar laporan keuangan perusahaan.

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Oleh karena itu, investor disarankan memadukan analisis fundamental dengan informasi makroekonomi dan kondisi pasar.

Kata kunci : Arus Kas Operasi; Arus Kas Investasi; Arus Kas Pendanaan; Profitabilitas; *Return* Saham; *Jakarta Islamic Index.*

PENDAHULUAN

Pasar modal syariah di Indonesia berkembang sebagai alternatif investasi bagi investor yang menghendaki kesesuaian portofolio dengan prinsip syariah. Salah satu acuannya adalah *Jakarta Islamic Index* (JII), indeks yang memuat 30 saham syariah paling likuid di Bursa Efek Indonesia. Saham yang dapat masuk ke dalam indeks ini terlebih dahulu harus tercantum dalam Daftar Efek Syariah, yang antara lain mensyaratkan rasio utang berbasis bunga terhadap total aset tidak lebih dari 45% dan rasio pendapatan nonhalal terhadap total pendapatan tidak lebih dari 10% (Otoritas Jasa Keuangan, 2017). Dengan penyaringan tersebut, emiten JII umumnya merupakan perusahaan berkapitalisasi besar dengan struktur keuangan yang relatif konservatif, sehingga menarik untuk dikaji bagaimana investor merespons informasi fundamental yang dipublikasikan oleh emiten tersebut.

Bagi investor, *return* saham merupakan imbal hasil yang diperoleh dari selisih harga (*capital gain* atau *capital loss*) dan menjadi dasar utama keputusan investasi. Secara teoretis, informasi akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan, seperti komponen arus kas dan profitabilitas, berfungsi sebagai sinyal yang mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Spence, 1973; Connelly et al., 2025). Kinerja fundamental yang membaik seharusnya ditangkap pasar sebagai kabar baik dan tercermin pada kenaikan harga serta *return* saham. Namun, data saham JII periode 2022–2025 memperlihatkan pergerakan *return* yang tidak stabil. Rata-rata *return* tahunan 17 saham yang konsisten berada di JII turun dari 0,178 pada 2022 menjadi −0,123 pada 2023 dan −0,062 pada 2024, lalu naik menjadi 0,223 pada 2025, sementara mediannya tetap negatif (−0,086) pada tahun terakhir tersebut.

Kesenjangan fenomena terlihat pada PT Adaro Energy Indonesia Tbk (ADRO). Pada periode 2024–2025, pertumbuhan arus kas operasi ADRO turun dari 0,749 menjadi −0,705, pertumbuhan arus kas investasi turun dari 1,462 menjadi −0,630, pertumbuhan arus kas pendanaan turun dari 1,731 menjadi −0,889, dan *return on assets* (ROA) turun dari 0,206 menjadi 0,066; pada saat yang sama *return* saham turun dari 0,021 menjadi −0,255. Pola searah ini tidak terjadi secara konsisten pada emiten lain. ASII, misalnya, mencatat *return* 1,066 pada 2025 ketika pertumbuhan arus kas operasinya justru negatif (−0,007), sedangkan BBCA mencatat *return* negatif (−0,165) ketika pertumbuhan arus kas operasinya positif (0,440). Ketidakkonsistenan tersebut memunculkan pertanyaan apakah informasi arus kas dan profitabilitas benar-benar menjadi sinyal yang direspons oleh investor saham syariah.

Bukti empiris terdahulu juga belum seragam. Pratiwi et al. (2021) menemukan bahwa arus kas operasi dan arus kas investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham, sedangkan arus kas pendanaan tidak berpengaruh. Sebaliknya, Oktofia et al. (2021) menemukan bahwa hanya arus kas pendanaan yang berpengaruh, sementara Nursita (2021) serta Mafsud dan Meirini (2023) tidak

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

menemukan pengaruh signifikan dari ketiga komponen arus kas. Kasmiati dan Santosa (2019) melaporkan pengaruh positif arus kas operasi dan arus kas pendanaan, tetapi pengaruh negatif arus kas investasi. Untuk profitabilitas, Irmawati et al. (2022) menemukan pengaruh positif ROA terhadap *return* saham syariah, Widaryanti (2022) menemukan pengaruh negatif, sedangkan Budiantoro et al. (2022) tidak menemukan pengaruh. Pada objek JII, Wardani et al. (2017) dan Rahmawati (2020) menemukan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap *return* saham, tetapi Nurmeilita et al. (2025) tidak menemukan pengaruh tersebut pada periode 2021–2023.

Berdasarkan kesenjangan fenomena dan kesenjangan hasil penelitian tersebut, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan profitabilitas terhadap *return* saham perusahaan JII periode 2022–2025, baik secara parsial maupun simultan. Kebaruan penelitian ini terletak pada tiga hal: (1) penggunaan periode pascapandemi 2022–2025 yang belum banyak dikaji pada objek JII; (2) pengujian ketiga komponen arus kas bersama profitabilitas dalam satu model, sementara studi JII sebelumnya umumnya hanya menguji arus kas operasi atau rasio keuangan secara terpisah; dan (3) penggunaan regresi data panel yang disertai pemeriksaan ketahanan (*robustness check*) dengan galat baku robust.

TINJAUAN LITERATUR

Teori Sinyal

Teori sinyal berangkat dari kondisi asimetri informasi, yaitu ketika satu pihak memiliki informasi yang lebih baik daripada pihak lain. Spence (1973) menunjukkan bahwa pihak yang lebih mengetahui kualitasnya dapat mengirimkan sinyal yang dapat diamati agar pihak lain dapat membedakan kualitas tersebut. Dalam konteks pasar modal, manajemen mengetahui prospek perusahaan lebih baik daripada investor, sehingga laporan keuangan menjadi salah satu saluran utama untuk mengirimkan sinyal. Connelly et al. (2025) menegaskan bahwa kekuatan suatu sinyal ditentukan oleh kredibilitas dan biayanya; sinyal yang lemah, ambigu, atau tertutup oleh *noise* tidak akan mengubah keputusan penerima sinyal. Dengan demikian, informasi arus kas dan profitabilitas hanya akan memengaruhi *return* saham apabila investor memandangnya sebagai sinyal yang kredibel dan belum tercermin dalam harga.

Return Saham

Return saham adalah tingkat imbal hasil yang diterima investor atas kepemilikan saham. Penelitian ini menggunakan *return* realisasi berbasis perubahan harga, yaitu selisih harga penutupan akhir tahun berjalan dengan harga penutupan akhir tahun sebelumnya dibagi harga penutupan akhir tahun sebelumnya. Studi pada saham JII menunjukkan bahwa *return* dipengaruhi tidak hanya oleh faktor fundamental perusahaan, tetapi juga oleh faktor makroekonomi seperti inflasi (Nurhidayati & Prasetyo, 2020). Selain itu, *return* indeks saham syariah memiliki

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

karakteristik volatilitas tersendiri yang dipengaruhi oleh kondisi pasar secara keseluruhan (Widodo, 2022).

Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, dan Arus Kas Pendanaan

Laporan arus kas mengelompokkan arus kas ke dalam tiga aktivitas. Arus kas operasi mencerminkan kemampuan kegiatan usaha utama dalam menghasilkan kas untuk membayar kewajiban, membagikan dividen, dan membiayai investasi tanpa bergantung pada pendanaan eksternal. Arus kas investasi mencerminkan perolehan dan pelepasan aset jangka panjang; nilai negatif umumnya menandakan ekspansi, sedangkan nilai positif dapat menandakan divestasi. Arus kas pendanaan mencerminkan perubahan utang jangka panjang dan ekuitas, termasuk penerbitan saham, penarikan atau pelunasan pinjaman, serta pembayaran dividen. Ketiga komponen ini memberikan informasi tentang likuiditas, strategi investasi, dan struktur pendanaan perusahaan yang dapat digunakan investor untuk menilai prospek perusahaan (Muchran & Thaib, 2020; Kasmiati & Santosa, 2019).

Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari sumber daya yang dimilikinya. Penelitian ini mengukur profitabilitas dengan *return on assets* (ROA), yaitu rasio laba bersih setelah pajak terhadap total aset. Menurut teori sinyal, profitabilitas yang tinggi merupakan kabar baik yang meningkatkan kepercayaan investor. Namun, apabila tingkat laba emiten telah diantisipasi oleh pasar, publikasi laporan keuangan tahunan tidak lagi membawa informasi baru yang cukup untuk menggerakkan harga (Budiantoro et al., 2022; Roqijah et al., 2022).

Pengembangan Hipotesis

Arus kas operasi yang meningkat menunjukkan bahwa kegiatan utama perusahaan menghasilkan kas yang memadai, sehingga dapat dibaca sebagai sinyal positif oleh investor. Wardani et al. (2017) dan Rahmawati (2020) menemukan pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham perusahaan JII, dan Pratiwi et al. (2021) menemukan pengaruh positif pada perusahaan keuangan. Sebaliknya, Firdarini dan Kunaidi (2021), Nursita (2021), Musafa et al. (2025), serta Nurmeilita et al. (2025) tidak menemukan pengaruh signifikan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut.

H_1: Arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan JII.

Arus kas investasi memberikan informasi tentang ekspansi atau divestasi aset jangka panjang. Pratiwi et al. (2021) dan Musafa et al. (2025) menemukan bahwa arus kas investasi berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan Kasmiati dan Santosa (2019) menemukan arah pengaruh yang negatif. Di sisi lain, Oktofia et al. (2021), Nursita (2021), serta Mafsud dan Meirini (2023) tidak menemukan pengaruh signifikan. Hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut.

H_2: Arus kas investasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan JII.

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Arus kas pendanaan mencerminkan keputusan perusahaan dalam menambah atau mengurangi sumber dana eksternal. Penambahan dana dapat dibaca sebagai kepercayaan kreditur atau investor, sedangkan pelunasan utang dan pembayaran dividen dapat dibaca sebagai indikasi kesehatan keuangan. Oktofia et al. (2021) serta Kasmiati dan Santosa (2019) menemukan bahwa arus kas pendanaan berpengaruh terhadap *return* saham, sementara Pratiwi et al. (2021), Nursita (2021), serta Mafsud dan Meirini (2023) tidak menemukan pengaruh tersebut. Hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut.

H_3: Arus kas pendanaan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan JII.

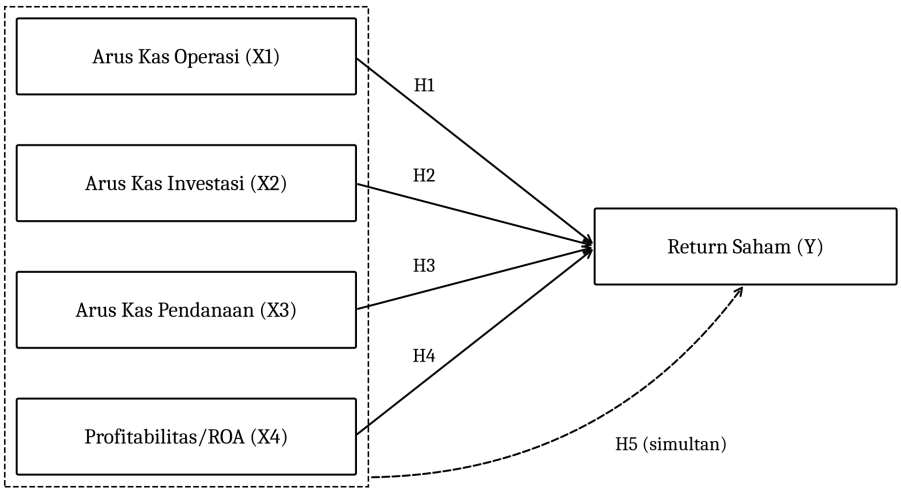
Profitabilitas merupakan sinyal yang paling sering digunakan investor untuk menilai kinerja perusahaan. Irmawati et al. (2022) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap *return* saham syariah perusahaan JII, sedangkan Widaryanti (2022) menemukan pengaruh negatif pada perusahaan perbankan. Budiantoro et al. (2022) tidak menemukan pengaruh ROA terhadap *return* saham perusahaan LQ45. Hipotesis keempat dirumuskan sebagai berikut.

H_4: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan JII.

Secara bersama-sama, komponen arus kas dan profitabilitas membentuk paket informasi fundamental yang diharapkan dapat menjelaskan variasi *return* saham. Oktofia et al. (2021) dan Harahap dan Effendi (2020) menemukan bahwa ketiga komponen arus kas secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan Nurmeilita et al. (2025) tidak menemukan pengaruh simultan pada perusahaan JII. Hipotesis kelima dirumuskan sebagai berikut.

H_5: Arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan profitabilitas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan JII.

Kerangka konseptual penelitian disajikan pada Gambar 1.



Gambar 1 Kerangka Konseptual Penelitian
Sumber: Dikembangkan oleh penulis (2026)

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif untuk mengukur pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dan harga penutupan saham periode 2022–2025 yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (PT Bursa Efek Indonesia, 2026).

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang pernah menjadi konstituen JII selama periode 2022–2025, yaitu sebanyak 41 perusahaan. Sampel dipilih dengan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria: (1) terdaftar di JII pada periode 2022–2025; (2) tidak pernah keluar dari JII selama periode tersebut; dan (3) menyediakan data laporan keuangan tahunan yang lengkap selama 2022–2025. Proses pemilihan sampel disajikan pada Tabel 1. Sampel akhir terdiri atas 17 perusahaan, yaitu ADRO, ANTM, ASII, BBCA, BMRI, BRPT, CPIN, GOTO, INCO, INDF, KLBF, PGAS, PTBA, SMGR, TLKM, UNTR, dan UNVR.

Tabel 1 Proses Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang menjadi konstituen JII periode 2022–2025 (populasi)	41
Dikurangi: perusahaan yang tidak konsisten berada di JII selama 2022–2025	(21)
Dikurangi: perusahaan dengan data laporan keuangan tahunan 2022–2025 tidak lengkap	(3)
Sampel perusahaan	**17**
Tahun pengamatan	4
Observasi awal (17 × 4)	68
Dikurangi: observasi pencilan (|Z| > 2,5)	(8)
Observasi akhir yang dianalisis	**60**

Sumber: www.idx.co.id, data diolah (2026)

Pemeriksaan pencilan dilakukan dengan metode skor-Z; observasi dengan nilai |Z| > 2,5 pada salah satu variabel dikeluarkan dari analisis. Prosedur ini mengeliminasi delapan observasi (ADRO 2022, ANTM 2022, BMRI 2025, BRPT 2025, GOTO 2024, INCO 2023, SMGR 2024, dan UNVR 2025), sehingga data yang dianalisis berupa panel tidak seimbang (*unbalanced panel*) dengan 60 observasi perusahaan-tahun. Definisi operasional variabel disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Pengukuran
Return saham (Y)	Imbal hasil berupa *capital gain/loss* tahunan berdasarkan harga penutupan akhir tahun	$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$
Arus kas operasi (X_1)	Perubahan arus kas bersih dari aktivitas operasi	$(AKO_{it} - AKO_{it-1}) / AKO_{it-1}$
Arus kas investasi (X_2)	Perubahan arus kas bersih dari aktivitas investasi	$(AKI_{it} - AKI_{it-1}) / AKI_{it-1}$

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Variabel	Definisi	Pengukuran
Arus kas pendanaan (X_3)	Perubahan arus kas bersih dari aktivitas pendanaan	$(AKP_{it} - AKP_{it-1}) / AKP_{it-1}$
Profitabilitas (X_4)	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari total aset	ROA = Laba bersih setelah pajak / Total aset

Catatan: Seluruh variabel diukur dengan skala rasio.

Sumber: Dikembangkan oleh penulis (2026)

Analisis data dilakukan dengan bantuan EViews 12 melalui beberapa tahap. Pertama, statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data. Kedua, model regresi data panel diestimasi dengan pendekatan *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Pemilihan model dilakukan dengan uji Chow (CEM vs FEM), uji Hausman (FEM vs REM), dan uji *Lagrange Multiplier* Breusch–Pagan (CEM vs REM) (Baltagi, 2021). Ketiga, model terpilih diuji dengan uji asumsi klasik yang meliputi normalitas (Jarque–Bera), multikolinearitas (korelasi antarvariabel dan VIF), heteroskedastisitas (Breusch–Pagan), dan autokorelasi (Durbin–Watson). Keempat, hipotesis diuji dengan uji t dan uji F pada taraf signifikansi 5%, serta dihitung koefisien determinasi (R^2). Sebagai pemeriksaan ketahanan, signifikansi koefisien juga dihitung ulang menggunakan galat baku robust heteroskedastisitas (HC1) dan galat baku terklaster per perusahaan. Model regresi yang diestimasi adalah sebagai berikut.

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

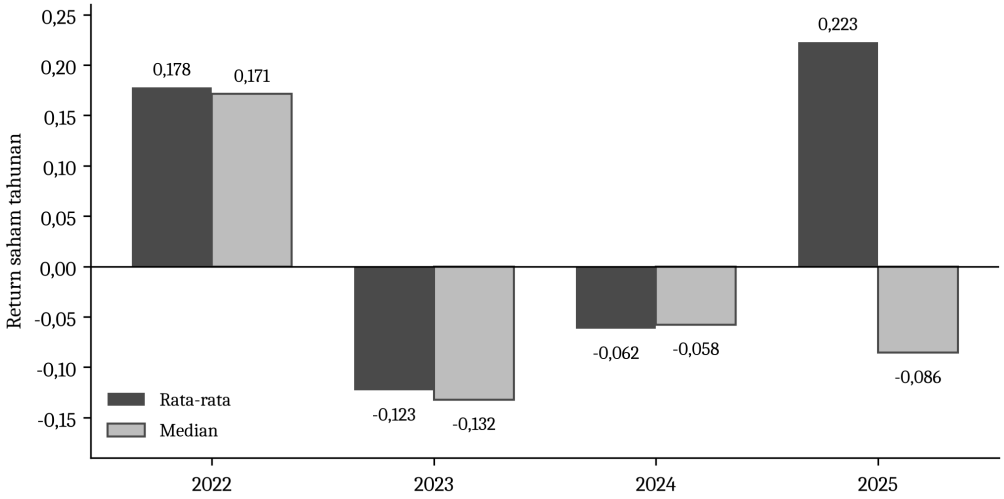
Y_{it} adalah *return* saham perusahaan *i* pada tahun *t*; X_1 adalah arus kas operasi; X_2 adalah arus kas investasi; X_3 adalah arus kas pendanaan; X_4 adalah profitabilitas (ROA); α adalah konstanta; β_1–β_4 adalah koefisien regresi; dan ε adalah galat.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum *Return* Saham JII

Gambar 2 menyajikan rata-rata dan median *return* saham tahunan 17 perusahaan sampel sebelum eliminasi pencilan. *Return* saham bergerak positif pada 2022, berbalik negatif pada 2023 dan 2024, lalu rata-ratanya kembali positif pada 2025. Kenaikan rata-rata pada 2025 terutama didorong oleh sedikit emiten dengan *return* sangat tinggi, seperti BRPT (2,554) dan ASII (1,066), sedangkan median *return* pada tahun yang sama tetap negatif (−0,086). Kondisi ini menunjukkan bahwa sebagian besar saham JII sebenarnya masih mengalami penurunan harga dan bahwa distribusi *return* sangat menceng ke kanan.

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645



Gambar 2 Rata-rata dan Median *Return* Saham Tahunan Perusahaan Sampel JII, 2022–2025

Sumber: www.idx.co.id, data diolah (2026)

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif setelah eliminasi pencilan disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (n = 60)

Statistik	Y	X_1	X_2	X_3	X_4
Rata-rata	−0,0058	−0,0081	0,3235	0,4301	0,0885
Median	−0,0538	−0,0361	−0,0763	−0,0314	0,0684
Maksimum	1,0656	1,2860	4,6006	8,5094	2,4788
Minimum	−0,7308	−0,7522	−0,9876	−0,9572	−1,6729
Simpangan baku	0,3144	0,4320	1,1716	1,6520	0,3955

Catatan: Y = *return* saham; X_1 = arus kas operasi; X_2 = arus kas investasi; X_3 = arus kas pendanaan; X_4 = profitabilitas (ROA).

Sumber: Data diolah dengan EViews 12 (2026)

Rata-rata *return* saham sebesar −0,0058 dengan median −0,0538 menunjukkan bahwa secara umum saham sampel mengalami kontraksi tipis selama periode pengamatan. Arus kas operasi memiliki rata-rata −0,0081 dan median −0,0361, yang berarti pertumbuhan arus kas operasi perusahaan sampel cenderung stagnan. Arus kas investasi dan arus kas pendanaan memiliki rata-rata positif (0,3235 dan 0,4301) tetapi median negatif (−0,0763 dan −0,0314); perbedaan ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan mengalami penurunan, sedangkan rata-rata terangkat oleh beberapa nilai yang sangat tinggi. Arus kas pendanaan merupakan variabel dengan sebaran terbesar (simpangan baku 1,6520). Profitabilitas memiliki rata-rata 0,0885 dan median 0,0684, yang menunjukkan bahwa perusahaan sampel secara umum mampu menghasilkan laba dari asetnya, meskipun rentang nilainya lebar (−1,6729 hingga 2,4788).

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Hasil uji pemilihan model disajikan pada Tabel 4. Uji Chow menghasilkan probabilitas *cross-section* F sebesar 0,911 (> 0,05), sehingga CEM lebih tepat daripada

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

FEM. Karena FEM tidak terpilih, uji Hausman tidak diperlukan. Uji *Lagrange Multiplier* Breusch–Pagan menghasilkan probabilitas 0,109 (> 0,05), sehingga CEM juga lebih tepat daripada REM. Dengan demikian, CEM ditetapkan sebagai model final.

Tabel 4 Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Uji	Statistik	Prob.	Keputusan
Uji Chow	*Cross-section* F = 0,535; df (16; 39)	0,911	CEM lebih tepat daripada FEM
Uji *Lagrange Multiplier* (Breusch–Pagan)	χ^2 = 2,569; df 1	0,109	CEM lebih tepat daripada REM
Uji Hausman	Tidak dilakukan	–	FEM tidak terpilih pada uji Chow

Sumber: Data diolah (2026)

Uji Asumsi Klasik

Ringkasan uji asumsi klasik disajikan pada Tabel 5. Uji Jarque–Bera menunjukkan bahwa residual tidak berdistribusi normal ($p < 0,05$), yang disebabkan oleh distribusi *return* saham yang menceng ke kanan. Karena jumlah observasi ($n = 60$) cukup besar, inferensi bersandar pada sifat asimtotik penduga kuadrat terkecil berdasarkan teorema limit pusat, dan kesimpulan uji hipotesis diperiksa ulang dengan galat baku robust. Koefisien korelasi antarvariabel independen seluruhnya di bawah 0,80 dan nilai VIF berada di kisaran 1,006–1,041, sehingga tidak terdapat multikolinearitas. Uji Breusch–Pagan menghasilkan probabilitas 0,580 (> 0,05), sehingga tidak terdapat heteroskedastisitas. Nilai Durbin–Watson sebesar 2,470 berada pada rentang 1,5–2,5, sehingga tidak terindikasi autokorelasi serius; dimensi waktu yang pendek ($T \leq 4$) juga membatasi potensi masalah autokorelasi pada panel ini.

Tabel 5 Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji	Hasil	Kesimpulan
Normalitas (Jarque–Bera)	JB = 18,376; p < 0,001	Residual tidak normal; n = 60, inferensi diperiksa dengan galat baku robust
Multikolinearitas	|r| maksimum = 0,165; VIF 1,006–1,041	Tidak terjadi multikolinearitas
Heteroskedastisitas (Breusch–Pagan)	LM = 2,870; p = 0,580	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Autokorelasi (Durbin–Watson)	DW = 2,470	Berada pada rentang 1,5–2,5; tidak terindikasi autokorelasi serius

Sumber: Data diolah (2026)

Hasil Regresi dan Uji Hipotesis

Hasil estimasi CEM disajikan pada Tabel 6. Berdasarkan tabel tersebut, persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut.

$$Y_{it} = 0,0054 + 0,1136X_{1it} - 0,0443X_{2it} + 0,0167X_{3it} - 0,0354X_{4it}$$

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Tabel 6 Hasil Estimasi *Common Effect Model*

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-hitung	Prob.	Prob. HC1	Prob. klaster
Konstanta	0,0054	0,0447	0,1216	0,9036	0,9152	0,9034
X_1 (AKO)	0,1136	0,0967	1,1749	0,2451	0,2187	0,2901
X_2 (AKI)	−0,0443	0,0351	−1,2632	0,2118	0,1360	0,1050
X_3 (AKP)	0,0167	0,0252	0,6610	0,5113	0,3794	0,4392
X_4 (ROA)	−0,0354	0,1043	−0,3398	0,7353	0,4679	0,4943
R^2 = 0,0672	*Adj.* R^2 = −0,0006		F = 0,9904	Prob. F = 0,4205		n = 60

Catatan: Prob. HC1 = probabilitas dengan galat baku robust heteroskedastisitas; Prob. klaster = probabilitas dengan galat baku terklaster per perusahaan (17 klaster).

Sumber: Data diolah (2026)

Nilai t-tabel pada taraf signifikansi 5% (uji dua sisi) dengan derajat bebas 55 adalah 2,004. Seluruh variabel independen memiliki |t-hitung| di bawah t-tabel dan probabilitas di atas 0,05, sehingga H_1, H_2, H_3, dan H_4 ditolak. Uji F menghasilkan F-hitung 0,990 yang lebih kecil daripada F-tabel 2,540 dengan probabilitas 0,421 (> 0,05), sehingga H_5 juga ditolak. Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,0672 menunjukkan bahwa keempat variabel hanya menjelaskan 6,72% variasi *return* saham, sedangkan 93,28% sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model; nilai *adjusted* R^2 yang mendekati nol (−0,0006) mempertegas lemahnya daya jelas model. Pemeriksaan ketahanan dengan galat baku HC1 dan galat baku terklaster per perusahaan menghasilkan kesimpulan yang sama, yaitu tidak ada koefisien yang signifikan pada taraf 5%. Ringkasan pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Statistik uji	Keputusan
H_1	Arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham	t = 1,175; p = 0,245	Ditolak
H_2	Arus kas investasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham	t = −1,263; p = 0,212	Ditolak
H_3	Arus kas pendanaan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham	t = 0,661; p = 0,511	Ditolak
H_4	Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *return* saham	t = −0,340; p = 0,735	Ditolak
H_5	Keempat variabel secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham	F = 0,990; p = 0,421	Ditolak

Sumber: Data diolah (2026)

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Return* Saham

Arus kas operasi memiliki koefisien positif (0,1136) tetapi tidak signifikan (p = 0,245). Arah positif sejalan dengan teori sinyal, yaitu peningkatan kas dari kegiatan usaha utama merupakan kabar baik bagi investor. Namun, ketidaksignifikanan

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

menunjukkan bahwa sinyal tersebut lemah. Emiten JII umumnya merupakan perusahaan besar yang kinerja operasinya relatif dapat diprediksi dan dipantau melalui laporan triwulanan, sehingga informasi arus kas operasi tahunan sebagian besar telah tercermin dalam harga sebelum laporan tahunan dipublikasikan. Selain itu, perubahan arus kas operasi dapat bersumber dari perubahan modal kerja yang bersifat sementara sehingga tidak selalu dibaca investor sebagai perubahan prospek jangka panjang.

Temuan ini sejalan dengan Firdarini dan Kunaidi (2021), Nursita (2021), Musafa et al. (2025), serta Nurmeilita et al. (2025) yang meneliti saham JII periode 2021–2023. Temuan ini berbeda dengan Pratiwi et al. (2021) pada perusahaan keuangan serta Wardani et al. (2017) dan Rahmawati (2020) pada perusahaan JII periode sebelumnya. Perbedaan dengan studi JII terdahulu mengisyaratkan bahwa daya informasi arus kas operasi bagi investor saham syariah melemah pada periode pascapandemi, ketika pergerakan harga lebih banyak dipengaruhi oleh kondisi pasar dan sektoral.

Pengaruh Arus Kas Investasi terhadap *Return* Saham

Arus kas investasi memiliki koefisien negatif (−0,0443) dan tidak signifikan (p = 0,212). Arah negatif konsisten dengan pandangan bahwa kenaikan arus kas investasi (yang dapat berasal dari pelepasan aset) bukan sinyal yang disukai pasar, sedangkan arus kas investasi yang lebih negatif mencerminkan ekspansi. Ketidaksignifikanan menunjukkan bahwa sinyal arus kas investasi bersifat ambigu: belanja modal yang besar dapat dibaca sebagai prospek pertumbuhan, tetapi juga sebagai tekanan terhadap likuiditas, sementara manfaatnya baru terlihat dalam jangka panjang. Akibatnya, investor cenderung bersikap menunggu (*wait and see*).

Hasil ini sejalan dengan Oktofia et al. (2021), Nursita (2021), serta Mafsud dan Meirini (2023), tetapi berbeda dengan Pratiwi et al. (2021) yang menemukan pengaruh positif, Kasmiati dan Santosa (2019) yang menemukan pengaruh negatif signifikan, serta Musafa et al. (2025) yang menemukan pengaruh signifikan pada perusahaan pertambangan.

Pengaruh Arus Kas Pendanaan terhadap *Return* Saham

Arus kas pendanaan memiliki koefisien positif (0,0167) tetapi tidak signifikan (p = 0,511). Arus kas pendanaan dapat bernilai positif karena penambahan utang atau ekuitas, maupun negatif karena pelunasan utang dan pembayaran dividen, sehingga arah sinyalnya tidak tunggal. Pada emiten JII, penyaringan syariah membatasi utang berbasis bunga paling tinggi 45% dari total aset (Otoritas Jasa Keuangan, 2017), sehingga perubahan pendanaan relatif berada dalam batas yang dapat diterima dan tidak memicu reaksi pasar yang besar.

Temuan ini sejalan dengan Pratiwi et al. (2021), Nursita (2021), serta Mafsud dan Meirini (2023), tetapi berbeda dengan Oktofia et al. (2021) dan Kasmiati dan Santosa (2019) yang menemukan pengaruh signifikan arus kas pendanaan terhadap *return* saham.

As-Syirkah: Islamic Economics & Financial Journal
Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Return* Saham

Profitabilitas memiliki koefisien negatif (−0,0354) dan tidak signifikan (p = 0,735). Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi teori sinyal bahwa profitabilitas tinggi akan direspons positif oleh pasar. Penjelasan yang mungkin adalah bahwa profitabilitas emiten JII yang sebagian besar merupakan perusahaan *blue chip* telah diantisipasi oleh pasar (*priced-in*), sehingga publikasi laba tahunan tidak lagi membawa kejutan informasi. Selain itu, laba yang tinggi tidak selalu diikuti kenaikan harga apabila sentimen pasar secara keseluruhan sedang tertekan atau apabila laba tersebut tidak diikuti kebijakan dividen yang menarik.

Temuan ini sejalan dengan Budiantoro et al. (2022) yang tidak menemukan pengaruh ROA terhadap *return* saham, tetapi berbeda dengan Irmawati et al. (2022) yang menemukan pengaruh positif ROA terhadap *return* saham syariah serta Widaryanti (2022) yang menemukan pengaruh negatif signifikan pada sektor perbankan. Perbedaan ini dapat disebabkan oleh perbedaan objek, periode, dan frekuensi data yang digunakan.

Pengaruh Simultan Arus Kas dan Profitabilitas terhadap *Return* Saham

Secara simultan, keempat variabel tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham (F = 0,990; p = 0,421), dan daya jelas model hanya 6,72%. Dari sudut pandang teori sinyal, laporan keuangan tahunan idealnya menjadi paket sinyal yang utuh bagi investor. Namun, temuan ini menunjukkan bahwa kombinasi informasi arus kas dan profitabilitas gagal membentuk sinyal yang cukup kuat untuk menggerakkan harga saham JII selama 2022–2025. Sinyal tersebut tampaknya tertutup oleh *noise* dari faktor di luar laporan keuangan, seperti kondisi makroekonomi, pergerakan pasar secara umum, dan dinamika sektoral, yang juga ditemukan berperan dalam studi saham JII sebelumnya (Nurhidayati & Prasetyo, 2020; Widodo, 2022).

Hasil ini sejalan dengan Nurmeilita et al. (2025) yang tidak menemukan pengaruh simultan arus kas operasi, *leverage*, dan likuiditas terhadap *return* saham JII, tetapi berbeda dengan Harahap dan Effendi (2020), Oktofia et al. (2021), dan Kasmiati dan Santosa (2019) yang menemukan pengaruh simultan signifikan. Konsistensi dengan studi JII terbaru memperkuat dugaan bahwa pada periode pascapandemi, investor saham syariah tidak menjadikan informasi fundamental tahunan sebagai acuan utama dalam menilai saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan profitabilitas, baik secara parsial maupun simultan, tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan JII periode 2022–2025. Keempat variabel hanya menjelaskan 6,72% variasi *return* saham, dan kesimpulan ini tetap sama ketika diuji dengan galat baku robust. Dalam kerangka teori sinyal, informasi arus kas dan profitabilitas tahunan merupakan sinyal yang lemah bagi investor saham syariah, karena sebagian besar informasi tersebut telah tercermin dalam harga atau tertutup oleh faktor pasar dan makroekonomi.

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Bagi emiten JII, hasil ini tidak berarti bahwa pengelolaan arus kas dan profitabilitas tidak penting; pengungkapan informasi keuangan yang berkualitas dan tepat waktu tetap diperlukan untuk menjaga kepercayaan investor jangka panjang. Bagi investor, keputusan investasi pada saham syariah sebaiknya tidak hanya didasarkan pada laporan arus kas dan profitabilitas tahunan, tetapi juga mempertimbangkan kondisi makroekonomi, sentimen pasar, dan prospek sektoral. Penelitian ini memiliki keterbatasan pada periode pengamatan yang pendek (empat tahun), jumlah sampel yang terbatas, dan pengukuran komponen arus kas berupa tingkat pertumbuhan yang rentan terhadap nilai ekstrem ketika nilai tahun dasar negatif atau mendekati nol. Penelitian selanjutnya disarankan menskalakan arus kas dengan total aset, menambahkan variabel ukuran perusahaan, *leverage*, likuiditas, serta variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan nilai tukar, menggunakan *return* abnormal di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan, serta memperpanjang periode pengamatan.

DAFTAR PUSTAKA

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5

Budiantoro, H., Tantri Ningsih, H. A., Alma, S., & Lapae, K. (2022). Pengaruh arus kas operasi, laba akuntansi dan return on asset terhadap return saham. *Eqien: Jurnal Ekonomi dan Bisnis, 10*(2), 101–110. https://doi.org/10.34308/eqien.v10i2.586

Connelly, B. L., Certo, S. T., Reutzel, C. R., DesJardine, M. R., & Zhou, Y. S. (2025). Signaling theory: State of the theory and its future. *Journal of Management, 51*(1), 24–61. https://doi.org/10.1177/01492063241268459

Firdarini, K. C., & Kunaidi, K. (2021). Pengaruh arus kas operasi dan laba akuntansi terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2019). *Jurnal Riset Manajemen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Wiwaha Program Magister Manajemen, 9*(1), 28–36. https://doi.org/10.32477/jrm.v9i1.338

Harahap, B., & Effendi, S. (2020). Pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan terhadap return saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014–2019. *Jurnal Akuntansi Barelang, 5*(1), 1–11. https://doi.org/10.33884/jab.v5i1.2647

Irmawati, I., Ilyas, R., & Faldini, M. (2022). Pengaruh return on assets dan return on equity terhadap return saham syariah pada perusahaan consumer goods (food and beverages) yang terdaftar di Jakarta Islamic Index periode 2018–2020. *Budgeting: Jurnal Akuntansi Syariah, 3*(1), 61–75. https://doi.org/10.32923/bdg.v3i1.2738

Kasmiati, M., & Santosa, P. W. (2019). The effect of earning information, cash flow components, and financing decision on stock returns: Empirical evidence on Indonesia stock exchange. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura, 22*(2), 157–166. https://doi.org/10.14414/jebav.v22i2.1638

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Mafsud, M., & Meirini, D. (2023). Pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan dan laba akuntansi terhadap return saham. *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis, 5*(2), 581–588. https://doi.org/10.37034/infeb.v5i2.569

Muchran, M., & Thaib, M. F. A. (2020). Pengaruh arus kas terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2018. *AJAR, 3*(1), 21–47. https://doi.org/10.35129/ajar.v3i01.103

Musafa, D. A., Jayanti, F. D., Nurani, B. K., & Tantra, A. R. (2025). Pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, dan laba akuntansi terhadap return saham di BEI (Studi kasus: Perusahaan pertambangan periode 2018–2023). *Dinamika Akuntansi Keuangan dan Perbankan, 14*(1), 1–8. https://doi.org/10.35315/dakp.v14i1.10119

Nurhidayati, H., & Prasetyo, A. (2020). Pengaruh faktor makroekonomi dan faktor fundamental terhadap return saham perusahaan yang listing di Jakarta Islamic Index periode 2012–2016. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan, 6*(2), 214–227. https://doi.org/10.20473/vol6iss20192pp214-227

Nurmeilita, T., Elisabect, E., Izzati, N., & Adilatu, M. (2025). Pengaruh arus kas operasi, financial leverage dan likuiditas terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII). *DFAME: Digital Financial Accounting Management Economics Journal, 3*(4), 161–167. https://doi.org/10.61434/dfame.v3i4.324

Nursita, M. (2021). Pengaruh laba akuntansi, arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan ukuran perusahaan terhadap return saham. *Going Concern: Jurnal Riset Akuntansi, 16*(1). https://doi.org/10.32400/gc.16.1.32435.2021

Oktofia, L., Ibrohim, I., & Kartika, R. (2021). Pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan terhadap return saham pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman. *Jurnal Revenue: Jurnal Ilmiah Akuntansi, 2*(1), 15–25. https://doi.org/10.46306/rev.v2i1.36

Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 35/POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah*. https://peraturan.go.id/files/ojk35-2017bt.pdf

Pratiwi, P., Ulupui, I. G. K. A., & Muliasari, I. (2021). Pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan terhadap return saham perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI periode 2015–2019. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing, 2*(2), 452–469. https://doi.org/10.21009/japa.0202.15

PT Bursa Efek Indonesia. (2026). *Laporan keuangan dan tahunan perusahaan tercatat*. Diakses 1 Agustus 2026, dari https://www.idx.co.id

Rahmawati, D. (2020). Pengaruh laba akuntansi dan arus kas operasi terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Akuntansi: Jurnal Akuntansi Integratif, 5*(2). https://doi.org/10.29080/jai.v5i02.216

Roqijah, I., Nugroho, W. S., & Nurcahyono, N. (2022). The effect of profitability, operating cash flow, economic value added and firm size on stock return.

Volume 5 Nomor 4 (2026) 512 – 526 E-ISSN 2962-1585
DOI: 10.56672/assyirkah.v5i4.645

Maksimum, 12(2), 164–174. https://doi.org/10.26714/mki.12.2.2022.164-174

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Wardani, S., Hermiyetti, H., & Yusuf, M. (2017). Profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas operasi dan return saham syariah pada perusahaan Jakarta Islamic Index. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP), 4*(1), 1–12. https://doi.org/10.35838/jrap.v4i01.145

Widaryanti, W. (2022). Profitabilitas dan leverage pengaruhnya terhadap return saham dengan nilai tukar sebagai variabel moderasi. *Riset, Ekonomi, Akuntansi dan Perpajakan (Rekan), 3*(1), 87–96. https://doi.org/10.30812/rekan.v3i1.1876

Widodo, P. (2022). Is the volatility of the Islamic stock index lower than the conventional stock index during Covid-19 pandemic? Empirical evidence in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Islamic Economics and Finance Studies, 3*(1). https://doi.org/10.47700/jiefes.v3i1.4364