

APAKAH ARUS KAS DAN *FREE CASH FLOW* MASIH BERPENGARUH TERHADAP RETURN SAHAM DI ERA COVID-19?

Indah Putri Nur Khotimah¹, Widyahayu Warmmeswara Kusumastati^{*2}, Irianing Suparlinah³

^{1,2,3}Jurusan Akuntansi, Universitas Jenderal Soedirman, Indonesia

*Email corresponding author: widyahayu6@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh arus kas dan arus kas bebas (*free cash flow*) terhadap return saham. Variabel digunakan dalam penelitian ini yaitu arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan free cash flow sebagai variabel independen; dan return saham sebagai variabel dependen. Objek penelitian ini adalah return saham pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2021. Sampel penelitian ini sebanyak 128 perusahaan yang diperoleh menggunakan teknik purposive sampling. Data penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia menggunakan teknik pengumpulan secara dokumentasi. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap return saham; (2) arus kas investasi berpengaruh positif terhadap return saham; (3) arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap return saham; (4) free cash flow tidak berpengaruh terhadap return saham.

Kata Kunci: Return Saham, Arus Kas, *Free Cash Flow*

JEL Code: G11, G31, G32

Abstrak

This study was aimed to know and analyze the effect of cash flow, and free cash flow to stock return. Variables used on this research are cash flow from operating activity, cash flow from investing activity, cash flow from financing activity, and stock return, as the dependent variables. The research object is stock return on manufacturing companies, listed on Indonesia Stock Exchange during 2020 – 2021. Samples of this study are 128 companies, that was collected using purposive random sampling. Research data are secondary data. They was taken from official website of Indonesia Stock Exchange, using documentary collection method. The data was analyzed using multiple linear regression analysis. Results showed that: (1) cash flow from operating activity did not affect stock return; (2) cash flow from investing activity affected stock return positively; (3) cash flow from financing activity did not affect stock return; and (4) free cash flow did not affect stock return.

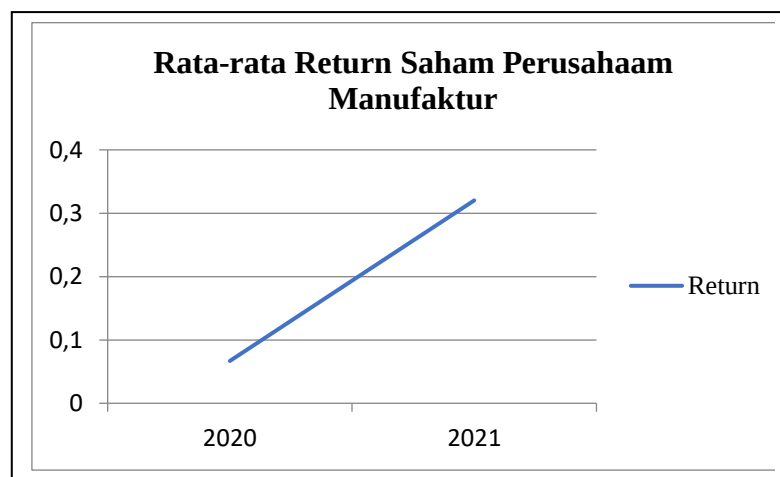
Keywords: Stock Return, Cash Flow, *Free Cash Flow*

JEL Code: G11, G31, G32

PENDAHULUAN

Dewasa ini semakin banyak orang mulai tertarik untuk berinvestasi dan salah satu sarana investasi yang banyak digemari di Indonesia adalah pasar modal (wartaekonomi.co.id). Berdasarkan data dari PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), jumlah investor pasar modal di Indonesia terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Walau pada tahun 2020 dan 2021 pasar modal Indonesia sempat tertekan akibat adanya pandemi Covid-19, akan tetapi pasar modal Indonesia masih dapat menarik investor domestik dengan melonjaknya jumlah investor dari tahun sebelumnya (ksei.co.id).

Investor ketika melakukan investasi saham di pasar modal bertujuan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dari nilai investasinya, tingkat keuntungan ini dinamakan *return* saham (Firanti & Rahayu, 2018). Meski masih dalam situasi pandemi Covid-19, pasar saham Indonesia di tahun 2021 menunjukkan kinerja yang positif. Berikut merupakan grafik rata-rata nilai *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2021.



Sumber : idx.co.id (Data diolah, 2022)

Gambar 1. Grafik Rata-rata *Return* Saham Perusahaan Manufaktur

Berdasarkan grafik di atas dapat dilihat bahwa rata-rata *return* saham perusahaan manufaktur pada tahun 2020 sampai dengan tahun 2021 mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Peningkatan *return* saham tersebut tentunya akan mempengaruhi keputusan investor untuk melakukan investasi. Kenaikan *return* saham perusahaan manufaktur terjadi karena membaiknya kinerja perusahaan manufaktur yang didorong oleh permintaan masyarakat yang meningkat sejalan dengan pelonggaran PSBB (Pembatasan Sosial Berskala Besar) (Adhiem, 2021).

Para investor perlu mengetahui informasi yang akurat mengenai harga saham, kinerja perusahaan dan metode analisis yang tepat sebelum melakukan investasi. Bahan pokok yang sering digunakan dalam menilai dan mengestimasi nilai saham merupakan laporan keuangan perusahaan (Setiyono *et al.*, 2018). Parameter kinerja perusahaan yang paling diperhatikan para investor dari laporan keuangan perusahaan adalah laba dan arus kas (Ander *et al.*, 2021).

Pada 20 Mei 2020, adanya pandemi covid-19 menyebabkan arus kas industri manufaktur mengalami gangguan. Menteri Perindustrian Agus Gumiwang Kartasasmita menyatakan bahwa akibat pandemi covid-19 terdapat beberapa kendala utama yang dijumpai sektor manufaktur, yaitu arus kas dan kebutuhan modal kerja (cnnindonesia.com). Dengan diberlakukannya PSBB

menyebabkan kegiatan ekonomi hampir tidak berjalan sehingga berbagai bisnis mengalami tekanan. Asosiasi Emiten Indonesia (AEI) mengungkapkan bahwa akibat terdampak parah oleh pandemi Covid-19, lebih dari 50 perusahaan anggotanya mengalami kesulitan arus kas. Penurunan kondisi ekonomi Indonesia menyebabkan faktor resiko ketidakpastian meningkat sehingga banyak investor asing melakukan aksi penjualan bersih. Dimana arus modal keluar dari pasar saham telah mencapai Rp 21 triliun sejak awal tahun 2020 (cnbcindonesia.com). Dari fenomena tersebut dapat dilihat bahwa arus kas berperan dalam mempengaruhi harga saham, yang juga akan berpengaruh pada *return* saham. Ketika harga saham turun maka hal tersebut dapat mempengaruhi *return* saham yang akan diperoleh investor.

Penelitian ini memilih sampel perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur merupakan industri mayoritas di Bursa Efek Indonesia, sehingga diharapkan dapat mewakili populasi perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Menurut data Badan Pusat Statistik (BPS), per kuartal I 2020 sektor industri manufaktur berkontribusi paling besar dalam perekonomian Indonesia yaitu sebesar 19,98%, industri manufaktur juga merupakan sektor yang turut mendukung pemulihan ekonomi Indonesia pada pandemi covid-19 (Adhiem, 2021).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian terdahulu yaitu terdapat pada sampel penelitian, periode penelitian, dan variabel arus kas bebas. Objek penelitian ini adalah industri manufaktur pada tahun 2020-2021. Selain itu, penelitian ini juga menambahkan variabel arus kas bebas sebagai variabel independen.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Tinjauan Pustaka

Teori Sinyal

Teori sinyal adalah tindakan manajemen perusahaan yang dilakukan dengan tujuan untuk memberi informasi berupa sinyal kepada para investor mengenai bagaimana manajemen mengukur prospek perusahaan. Manajemen perusahaan memberikan informasi berupa sinyal kepada pihak eksternal agar menghindari adanya asimetri informasi (Brigham & Houston, 2011:186).

Return Saham

Menurut Tudje (2016), *return* saham merupakan imbal hasil yang didapatkan pemegang saham atas investasi yang telah dilakukan. Investor tertarik untuk berinvestasi berupa membeli saham karena investor mengharapkan untuk memperoleh keuntungan atas kegiatan investasi yang dilakukan. Apabila tidak ada tingkat keuntungan yang dapat dinikmati atas investasinya, pastinya investor akan enggan untuk berinvestasi. Keuntungan tersebut dinamakan *return* (Purwanti *et al.*, 2015).

Laporan Arus Kas

Dalam PSAK Nomor 2 (IAI, 2009), dikemukakan bahwa laporan arus kas melaporkan arus kas pada suatu periode tertentu yang dikelompokkan menurut aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan sehingga dapat mempermudah pemakai laporan dalam mengevaluasi apakah aktivitas tersebut berpengaruh terhadap posisi keuangan perusahaan, jumlah kas dan setara kas.

Arus Kas Operasi

Arus kas operasi didefinisikan sebagai arus kas yang berasal dari aktivitas operasi meliputi semua transaksi penerimaan dan pengeluaran kas yang berhubungan dengan biaya operasi

perusahaan, termasuk pengeluaran untuk pembayaran kepada pemasok barang dan jasa, pembayaran gaji kepada karyawan, pembayaran bunga, dan pembayaran pajak (Munawir, 2002:244)

Arus Kas Investasi

Arus kas investasi adalah arus kas yang menggambarkan penerimaan dan pengeluaran kas terkait dengan sumber daya yang ditujukan untuk memperoleh pendapatan dan arus kas masa mendatang (Putra & Widyaningsih, 2016).

Arus Kas Pendanaan

Arus kas dari aktivitas pendanaan meliputi aktivitas yang menyebabkan perubahan pada jumlah dan komposisi modal serta pinjaman perusahaan. Arus kas pendanaan dibutuhkan karena dapat memperkirakan klaim terhadap arus kas masa mendatang oleh para penanam modal perusahaan (Ernayani *et al.*, 2018).

Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)

Arus kas bebas merupakan sisa arus kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor tanpa mengganggu kemampuan perusahaan dalam memelihara kegiatan operasinya serta memperoleh arus kas di masa depan (Brigham & Houston, 2020:93).

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Return Saham*

Pada teori sinyal dijelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk menghindari adanya asimetri informasi (Brigham & Houston, 2011:186). Sinyal tersebut dapat berupa informasi arus kas operasi. Arus kas operasi menggambarkan operasional perusahaan, sehingga arus kas operasi yang meningkat maka akan mempengaruhi laba perusahaan. Adanya laba tersebut merupakan sinyal positif yang akan mendorong investor untuk melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan yang juga akan meningkatkan *return* saham (Sarifudin & Manaf, 2016).

Penelitian yang dilakukan oleh Wulandari (2021) menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Arus kas operasi yang positif artinya perusahaan berhasil mengelola operasional perusahaan, maka hal tersebut dapat mempengaruhi *return* saham yang diperoleh oleh investor. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chu (1997), Putra & Widyaningsih (2016), Japlani (2020), Wulandari (2021), Kipnetich *et al.* (2021), dan Ander *et al.* (2021). Penelitian tersebut menunjukkan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Arus kas operasi berpengaruh positif terhadap return saham

Pengaruh Arus Kas Investasi terhadap *Return Saham*

Teori sinyal menjelaskan bahwa asimetri informasi perlu diminimalisir dengan cara manajemen perusahaan memberikan sinyal kepada pihak eksternal perusahaan (Brigham & Houston, 2011:186). Sinyal tersebut dapat berupa informasi arus kas investasi. Arus kas investasi menggambarkan pengeluaran kas yang digunakan untuk memperoleh pendapatan dan arus kas di masa mendatang. Jika investasi yang dilakukan perusahaan semakin baik hasilnya maka hal tersebut merupakan sinyal positif bagi investor yang dapat menarik minat mereka untuk bertransaksi di pasar modal dengan membeli saham, yang akan mengakibatkan kenaikan harga saham sehingga *return* saham juga akan meningkat (Purwanti *et al.*, 2015).

Berdasarkan penelitian Sarifudin & Manaf (2016) ditemukan hasil bahwa arus kas investasi memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Semakin meningkatnya arus kas investasi maka

return saham juga akan meningkat. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Putra & Widyaningsih (2016), Japlani (2020), dan Harahap & Effendi (2020) bahwa arus kas investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Arus kas investasi berpengaruh positif terhadap return saham

Pengaruh Arus Kas Pendanaan terhadap Return Saham

Teori sinyal menjelaskan bahwa untuk mengurangi asimetri informasi, perusahaan memiliki dorongan untuk memberi sinyal kepada pihak eksternal. Sinyal tersebut dapat berupa informasi keuangan (Brigham & Houston, 2011:185). Pada penelitian ini, perusahaan mengirimkan sinyal kepada investor dalam bentuk informasi arus kas pendanaan. Menurut Warren *et al.* (2016:789), arus kas masuk dan arus kas keluar yang berkaitan dengan ekuitas perusahaan dan liabilitas jangka panjang termasuk ke dalam arus kas dari aktivitas pendanaan. Contohnya yaitu penerbitan obligasi atau saham, pembayaran dividen, dan pembayaran untuk membeli kembali saham biasa atau utang obligasi (Harahap & Effendi, 2020). Penerbitan obligasi atau saham merupakan aktivitas yang dapat meningkatkan sumber pendanaan perusahaan. Hal tersebut merupakan sinyal positif bagi investor yang akan mempengaruhi keputusan investasi investor dan mengakibatkan perubahan harga saham dan *return* saham (Purwanti *et al.*, 2015).

Penelitian yang dilakukan oleh Putra & Widyaningsih (2016) menyatakan bahwa arus kas pendanaan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Artinya investor melihat pertumbuhan arus kas pendanaan dalam mengambil keputusan untuk memperoleh *return* saham yang optimal. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Purwanti *et al.* (2015), Adiwiratama (2012), Ander *et al.* (2021), Sarifudin & Manaf (2016), dan Chu (1997) didapatkan hasil bahwa arus kas pendanaan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃ : Arus kas pendanaan berpengaruh positif terhadap return saham

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Return Saham

Teori sinyal menjelaskan mengenai bagaimana suatu perusahaan memberi sinyal kepada pihak eksternal perusahaan. (Brigham & Houston, 2011). Sinyal tersebut berupa informasi laporan keuangan (Sarifudin & Manaf, 2016). Arus kas bebas yang tinggi dapat menjadi sinyal positif bagi para investor karena dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik pada saat ini maupun di masa depan karena perusahaan masih memiliki cukup dana untuk melakukan ekspansi perusahaan (Pintarto & Pujiono, 2021).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Firanti & Rahayu (2018) ditemukan hasil bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap *return* saham. Semakin besar arus kas bebas perusahaan maka akan semakin meningkatkan *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Montoliang & Tjun (2018), Evendy & Isywardhana (2015), Tudje (2016), dan Tumakaka (2021) yang menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap *return* saham. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄ : Free cash flow berpengaruh positif terhadap return saham

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis Penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu penelitian asosiatif kausal. Penelitian asosiatif kausal adalah penelitian yang memiliki tujuan untuk menganalisis pengaruh antara dua variabel atau lebih (Suliyanto, 2018:15).

Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah return saham pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2021.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2021. Sampel dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria terdaftar sebagai perusahaan manufaktur dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan lengkap pada tahun 2020 hingga 2021 sehingga diperoleh sampel sebanyak 128 perusahaan.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020-2021. Sumber data dalam penelitian ini diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan data perusahaan berupa laporan keuangan dengan cara *men-download* laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur tahun 2020-2021 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut diperoleh melalui situs resmi (www.idx.co.id).

Definisi Konseptual Dan Operasional Variabel

Variabel Dependen (Y)

Return Saham

Return saham merupakan keuntungan yang diperoleh investor atas investasi yang telah dilakukan. Keuntungan tersebut akan menarik minat investor untuk berinvestasi karena investor pasti mengharapkan keuntungan dari investasi yang dilakukan (Putra & Widyaningsih, 2016). Indikator untuk menghitung *return* saham adalah dengan membandingkan harga saham perusahaan *i* pada periode *t* dikurangi dengan harga saham perusahaan *i* pada periode sebelumnya (*t*-1) dibagi dengan harga saham perusahaan *i* pada periode sebelumnya (*t*-1) (Jogiyanto, 2017).

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \text{-----} (1)$$

Variabel Independen (X)

Arus Kas Operasi

Arus kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari seluruh transaksi yang berpengaruh terhadap pendapatan dan beban yang tersaji pada laporan laba rugi serta transaksi yang menyebabkan perubahan dalam aset lancar dan kewajiban lancar (Dewi *et al.*, 2017:292). Variabel arus kas operasi dalam penelitian ini merupakan perubahan arus kas operasi pada periode pengamatan dengan arus kas operasi sebelum pengamatan. Perubahan arus kas operasi dihitung

dengan membandingkan arus kas operasi perusahaan i pada periode t dikurangi dengan arus kas operasi perusahaan i pada periode sebelumnya (t-1) dibagi dengan arus kas operasi perusahaan i pada periode sebelumnya (t-1) (Murhadi, 2017).

$$\Delta AKO_{i,t} = \frac{AKO_{i,t} - AKO_{i,t-1}}{AKO_{i,t-1}} \text{-----} (2)$$

Arus Kas Investasi

Arus kas investasi merupakan jumlah arus kas yang berasal dari perolehan serta penjualan aktiva tetap yaitu meliputi tanah, gedung, fasilitas pabrik, dan perabotan kantor. Variabel arus kas investasi dalam penelitian ini merupakan perubahan arus kas investasi pada periode pengamatan dengan arus kas investasi sebelum pengamatan (Warren *et al.*, 2016:19). Perubahan arus kas investasi dihitung dengan membandingkan arus kas investasi perusahaan i pada periode t dikurangi dengan arus kas investasi perusahaan i pada periode sebelumnya (t-1) dibagi dengan arus kas operasi perusahaan i pada periode sebelumnya (t-1) (Murhadi, 2017).

$$\Delta AKI_{i,t} = \frac{AKI_{i,t} - AKI_{i,t-1}}{AKI_{i,t-1}} \text{-----} (3)$$

Arus Kas Pendanaan

Arus kas dari aktivitas pendanaan mencakup seluruh transaksi yang berkaitan dengan utang jangka panjang dan modal, seperti perolehan kas dari penerbitan dan pelunasan obligasi, penerbitan dan pembelian saham, serta pembayaran dividen (Dewi *et al.*, 2017:293). Variabel arus kas pendanaan dalam penelitian ini merupakan perubahan arus kas pendanaan pada periode pengamatan dengan arus kas pendanaan sebelum pengamatan. Perubahan arus kas pendanaan dihitung dengan membandingkan arus kas pendanaan perusahaan i pada periode t dikurangi dengan arus kas pendanaan perusahaan i pada periode sebelumnya (t-1) dibagi dengan arus kas operasi perusahaan i pada periode sebelumnya (t-1) (Murhadi, 2017).

$$\Delta AKP_{i,t} = \frac{AKP_{i,t} - AKP_{i,t-1}}{AKP_{i,t-1}} \text{-----} (4)$$

Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)

Arus kas bebas merupakan arus kas bebas merupakan sisa arus kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor tanpa mengganggu kemampuan perusahaan dalam memelihara kegiatan operasinya serta memperoleh arus kas di masa depan (Brigham & Houston, 2020:93). Indikator untuk mengukur free cash flow adalah membandingkan arus kas operasi perusahaan i pada periode t dikurangi dengan pengeluaran modal bersih perusahaan i pada periode t dikurangi dengan perubahan modal kerja perusahaan i pada periode t kemudian dibagi dengan total aset (Ross *et al.*, 2009:50).

$$FCF_{i,t} = \frac{AKO_{i,t} - PMB_{i,t} - PMK_{i,t}}{\text{Total Aset}} \text{-----} (5)$$

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan analisis statistik deskriptif, uji outlier, uji asumsi klasik (uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heterokedastisitas, uji autokorelasi), analisis regresi linear berganda, uji kesesuaian model (uji statistik F, koefisien determinasi, uji hipotesis).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Dekriptif

Tabel 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif Setelah Uji Outlier

	<i>N</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Arus Kas Operasi	128	-2,286	1,474	-0,35733	0,852567
Arus Kas Investasi	128	-2,004	1,828	-0,26245	0,608460
Arus Kas Pendanaan	128	-2,590	2,680	-0,25617	1,080849
Free Cash Flow	128	-0,706	0,379	-0,17949	0,199890
Return Saham	128	-0,750	0,560	-0,07675	0,256045

Sumber: Data penelitian yang diolah (2022)

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada tabel di atas, dapat diketahui bahwa variabel arus kas operasi memiliki nilai terendah sebesar -2,286 pada perusahaan Madusari Murni Indah Tbk pada tahun 2021 dan nilai tertinggi sebesar 1,474 pada perusahaan Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2020. Nilai rata-rata arus kas operasi sebesar -0,35733, artinya *outflow* lebih besar dibandingkan dengan *inflow* perusahaan yang menyebabkan nilai rata-rata negatif.

Variabel arus kas investasi memiliki nilai terendah sebesar -2,004 pada perusahaan Golden Flower Tbk pada tahun 2021 dan nilai tertinggi sebesar 1,828 pada perusahaan Indospring Tbk pada tahun 2021. Nilai rata-rata arus kas investasi sebesar -0,26245, artinya *outflow* lebih besar dibandingkan dengan *inflow* perusahaan yang menyebabkan nilai rata-rata negatif.

Tabel di atas juga menunjukkan bahwa variabel arus kas pendanaan memiliki nilai terendah sebesar -2,590 pada perusahaan Japfa Comfeed Indonesia Tbk pada tahun 2020 dan nilai tertinggi sebesar 2,680 pada perusahaan Waskita Beton Precast Tbk pada tahun 2020. Nilai rata-rata sebesar -0,25617, artinya *outflow* lebih besar dibandingkan dengan *inflow* perusahaan yang menyebabkan nilai rata-rata negatif.

Sementara itu, variabel *free cash flow* memiliki nilai terendah sebesar -0,706 pada perusahaan Wilmar Cahaya Indonesia Tbk pada tahun 2021 dan nilai tertinggi sebesar 0,379 pada perusahaan Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2020. Nilai rata-rata sebesar -0,17949, artinya *outflow* lebih besar dibandingkan dengan *inflow* perusahaan yang menyebabkan nilai rata-rata negatif.

Variabel *return* saham memiliki nilai terendah sebesar -0,750 pada perusahaan Indonesian Tobacco Tbk pada tahun 2020 dan nilai tertinggi sebesar 0,560 pada perusahaan Arwana Citramulia Tbk pada tahun 2020. Nilai rata-rata sebesar -0,07675. Hal ini mengindikasikan bahwa rata – rata perusahaan sampel mengalami kerugian selama periode penelitian.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 2 Hasil Uji Normalitas Sebelum Uji Outlier

	<i>Unstandardized Residual</i>
<i>N</i>	256
Nilai signifikansi	0,000

Sumber : Data penelitian yang diolah (2022)

Nilai *Asymp.Sig (2-tailed)* yaitu 0,000 yang berarti lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat dikatakan bahwa data tidak berdistribusi normal. Karena tidak terpenuhinya uji asumsi klasik pada

uji normalitas maka dilakukan data treatment dengan uji outlier menggunakan metode boxplot. Setelah dilakukan uji outlier, diperoleh sisa sampel yang diuji yaitu sebanyak 128 data. Diperoleh nilai *Asymp.Sig (2-tailed)* yaitu 0,200 yang berarti lebih besar dari 0,05 sehingga dapat dikatakan bahwa data berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 3. Hasil Uji Multikolonieritas

Variabel	Tolerance	VIF
Arus Kas Operasi	0,785	1,273
Arus Kas Investasi	0,993	1,007
Arus Kas Pendanaan	0,829	1,207
Free Cash Flow	0,926	1,080

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan pada tabel dari hasil uji multikolonieritas dapat dilihat bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai tolerance $\geq 0,10$ dan nilai VIF ≤ 10 . Sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi pada penelitian ini tidak terjadi multikolonieritas.

Uji Heteroskedastisitas

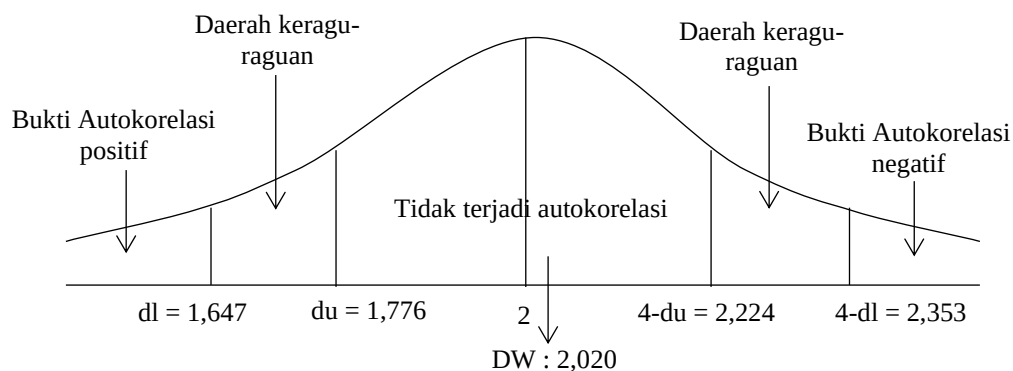
Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig
Arus Kas Operasi	0,129
Arus Kas Investasi	0,534
Arus Kas Pendanaan	0,235
Free Cash Flow	0,978

Sumber: Data penelitian yang diolah (2022)

Berdasarkan hasil pada tabel diatas, semua variabel independen memiliki nilai signifikansi $> 0,05$, dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi



Sumber : data yang diolah (2022)

Gambar 2 Hasil Uji Autokorelasi.

Model dikatakan lolos autokorelasi apabila $du < DW < 4 - du$. Nilai du $n = 128$ dan $k = 4$ adalah 1,7763 dan $4 - du$ adalah 2,224. Berdasarkan output di atas bisa dipastikan bahwa nilai DW 2,020 yang berada diantara 1,7763 dan 2,224. Maka dapat disimpulkan bahwa pada penelitian ini tidak ada autokorelasi.

Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 5. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	t	Sig.
Konstanta	-0,063	-1,998	0,048
Arus Kas Operasi	0,037	1,310	0,193
Arus Kas Investasi	0,112	3,138	0,002
Arus Kas Pendanaan	0,019	0,881	0,380
Free Cash Flow	-0,189	-1,682	0,095
Nilai F Hitung	4,279	0.003	

Sumber: Data penelitian yang diolah (2022)

Berdasarkan tabel 4 maka persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$Y = -0.063 + 0.037x_1 + 0.112x_2 + 0.019x_3 - 0.189x_4 + e \text{ ----- (6)}$$

Uji Statistik F

Berdasarkan tabel di atas, hasil uji F menunjukkan nilai F hitung sebesar 4,279 > nilai F tabel sebesar 2,45 dan nilai signifikansi sebesar 0,003 < 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan *free cash flow* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham.

Koefisien Determinasi

Hasil uji koefisien determinasi pada penelitian ini diperoleh nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,094. Hal ini menandakan bahwa kemampuan arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan *free cash flow* dalam mempengaruhi *return* saham adalah sebesar 9,4%. Sisanya sebesar 90,6% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti pada penelitian ini.

Uji Hipotesis

Hipotesis Pertama

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,037 dan nilai signifikansi sebesar 0,193. Nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga **hipotesis pertama ditolak**.

Hipotesis Kedua

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,112 dan nilai signifikansi sebesar 0,002. Nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa arus kas

investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sehingga **hipotesis kedua diterima**.

Hipotesis Ketiga

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,019 dan nilai signifikansi sebesar 0,380. Nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga **hipotesis ketiga ditolak**.

Hipotesis Keempat

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -0,189 dan nilai signifikansi sebesar 0,095. Nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga **hipotesis keempat ditolak**.

Pembahasan

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Return* Saham

Berdasarkan hasil regresi linear berganda, pengujian hipotesis pertama (H_1) menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Artinya tinggi rendahnya arus kas operasi tidak berpengaruh pada keputusan investor untuk melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan yang akan berpengaruh terhadap *return* saham. Arus kas operasi negatif artinya lebih besar pengeluaran dibandingkan dengan penerimaan. Hal tersebut tidak sesuai dengan teori sinyal. Dimana teori sinyal menyebutkan bahwa arus kas operasi menggambarkan operasional perusahaan, sehingga arus kas operasi yang meningkat maka akan mempengaruhi laba perusahaan, laba tersebut merupakan sinyal positif yang akan mendorong investor untuk melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan yang juga akan meningkatkan *return* saham (Sarifudin & Manaf, 2016). Akan tetapi, dengan diperolehnya hasil penelitian bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham menunjukkan bahwa investor kurang menggunakan informasi dari arus kas operasi sebagai dasar dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

Diperolehnya hasil penelitian bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham selaras dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Yuliarti & Diyani (2018), Sarifudin & Manaf (2016), dan Purwanti *et al.* (2015) yang menyatakan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Namun hasil dari penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Japlani (2020) yang menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh Arus Kas Investasi terhadap *Return* Saham

Berdasarkan hasil regresi linear berganda, pengujian hipotesis kedua (H_2) menunjukkan bahwa arus kas investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Artinya semakin tinggi arus kas investasi akan meningkatkan *return* saham. Arus kas investasi positif artinya lebih besar penerimaan dibandingkan dengan pengeluaran. Hal ini sesuai dengan teori sinyal, jika kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan semakin baik hasilnya maka hal tersebut merupakan sinyal positif bagi para investor yang akan menarik minat investor untuk bertransaksi di pasar modal dengan membeli saham, yang akan mengakibatkan naiknya harga saham sehingga *return* saham juga akan meningkat (Purwanti *et al.*, 2015). Hasil dari penelitian ini relevan dengan penelitian yang dilakukan oleh Harahap & Effendi (2020) dan Sarifudin & Manaf (2016) yang menunjukkan bahwa arus kas investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh Arus Kas Pendanaan terhadap *Return Saham*

Berdasarkan hasil regresi linear berganda, pengujian hipotesis ketiga (H_3) menunjukkan bahwa arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Artinya kenaikan atau penurunan arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap keputusan investor untuk berinvestasi dengan membeli saham yang akan mempengaruhi *return* saham. Arus kas pendanaan negatif artinya lebih besar pengeluaran dibandingkan dengan penerimaan.

Hal tersebut tidak sejalan dengan teori sinyal. Dimana arus kas dari aktivitas pendanaan mencakup arus kas masuk dan arus kas keluar yang berkaitan dengan liabilitas jangka panjang dan ekuitas perusahaan (Warren *et al.*, 2016:789). Salah satunya adalah penerbitan obligasi. Adanya penerbitan obligasi atau saham merupakan aktivitas yang meningkatkan sumber pendanaan perusahaan yang merupakan sinyal positif bagi investor yang akan mempengaruhi keputusan investasi investor dan mengakibatkan perubahan harga saham dan *return* saham (Purwanti *et al.*, 2015). Akan tetapi, dengan diperolehnya hasil penelitian bahwa arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham menunjukkan bahwa investor tidak menggunakan informasi dari arus kas pendanaan sebagai dasar pertimbangan dalam melakukan investasi pada perusahaan. Investor lebih mempertimbangkan faktor lain untuk berinvestasi.

Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuliarti & Diyani (2018) yang menyimpulkan bahwa arus kas pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun hasil dari penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ander *et al.* (2021) dan Putra & Widyaningsih (2016) yang menyatakan bahwa arus kas pendanaan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Return Saham*

Berdasarkan hasil regresi linear berganda, pengujian hipotesis keempat (H_4) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal tersebut tidak sejalan dengan teori sinyal, dimana teori sinyal menyebutkan bahwa *free cash flow* yang tinggi dapat menjadi sinyal positif bagi para investor karena dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik pada saat ini maupun di masa depan karena perusahaan masih memiliki cukup dana untuk melakukan ekspansi perusahaan (Pintarto & Pujiono, 2021). Akan tetapi, dengan diperolehnya hasil penelitian bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *return* saham menunjukkan bahwa investor tidak menggunakan informasi dari *free cash flow* sebagai dasar pertimbangan dalam melakukan investasi pada perusahaan.

Free cash flow pada perusahaan menunjukkan adanya kas yang dapat dibagikan kepada para investor dalam bentuk pembagian dividen (Hapsari, 2019). Akan tetapi, adanya *free cash flow* dapat menimbulkan konflik antar manajemen dan pemegang saham (Munandar & Kusumawati, 2017). Ketika terdapat *free cash flow* pada perusahaan, manajemen akan menggunakannya untuk investasi, ekspansi perusahaan, serta membayar hutang. Sehingga tidak tersedia dana untuk dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini yang mungkin menjadi alasan investor untuk tidak menggunakan informasi dari *free cash flow* sebagai dasar pertimbangan dalam berinvestasi pada perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Liem *et al.* (2019) dan Putriani & Sukartha (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun hasil dari penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Tumakaka (2021) dan Firanti & Rahayu (2018) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan mengenai pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan, dan *free cash flow* terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2020-2021, maka dapat disimpulkan bahwa hanya variabel arus kas investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sedangkan arus kas operasi, arus kas pendanaan, dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Periode penelitian relatif pendek hanya 2 tahun yaitu dari periode 2020-2021, sehingga data penelitian mungkin kurang mencerminkan kondisi perusahaan dalam jangka lebih panjang. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambahkan tahun pengamatan agar hasil penelitian dapat lebih mencerminkan kondisi perusahaan. Penelitian ini menggunakan 4 variabel independen yang hanya mempengaruhi *return* saham sebesar 9,4%. Sisanya sebesar 90,6% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti pada penelitian ini. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel lain yang belum diteliti, yang dapat berpengaruh terhadap *return* saham, seperti rasio keuangan (*Return on asset*, *net profit margin*, *debt to equity ratio*, *current ratio*, dan lainnya).

Berdasarkan hasil penelitian ini, hanya satu variabel independen yaitu arus kas investasi yang memiliki pengaruh terhadap *return* saham, tiga variabel independen lainnya (arus kas operasi, arus kas pendanaan, dan *free cash flow*) tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham, sehingga dapat mempertimbangkan untuk menambah variabel lain sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Bagi investor, dengan hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menilai kinerja perusahaan sehingga investor dapat mengambil keputusan yang tepat agar memperoleh *return* saham yang maksimal. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dan memberikan kontribusi bagi perusahaan dalam membuat kebijakan baru, mengelola arus kasnya, serta meningkatkan kinerja perusahaan sehingga dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adhiem, M. A. (2021). Prospek Sektor Manufaktur. *Info Singkat Bidang Ekonomi Dan Kebijakan Publik*, 13(9), 19–24.
- Ander, K. L., Ilat, V., & Wokas, H. R. N. (2021). Pengaruh Arus Kas Dan Laba Akuntansi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 9(1), 764–775. <https://doi.org/10.35794/emba.v9i1.32580>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (11th ed.). Penerbit Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2020). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (14th ed.). Penerbit Salemba Empat.
- Dewi, S. P., Dermawan, E. S., & Susanti, M. (2017). *Pengantar Akuntansi: Sekilas Pandang Perbandingan dengan SAK yang Mengadopsi IFRS, SAK ETAP, dan SAK EMKM*. In Media.
- Ernayani, R., Prihandoyo, C., & Abdiannur. (2018). Perubahan Arus Kas dan Pengaruhnya terhadap Return Saham. *JSHP (Jurnal Sosial Humaniora Dan Pendidikan)*, 2(1), 1–10. <https://doi.org/10.32487/jsHP.v2i1.284>
- Firanti, E., & Rahayu, Y. (2018). Pengaruh Arus Kas Bebas dan Laba Bersih Terhadap Return Saham Perusahaan Consumer Goods. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 3 (10), 390–401.

Hapsari, R. K. (2019). *Pengaruh Likuiditas Saham, Arus Kas Bebas, Laba Bersih, Dan Risiko Sistematis Terhadap Return Saham (Studi Empiris pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2017)*. http://eprints.ums.ac.id/73212/11/NASKAH_PUBLIKASI_r-1.pdf

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://www.ksei.co.id/>

<https://www.idx.co.id/>

Indonesia, I. A. (2009). *Standar Akuntansi Keuangan*. Penerbit Salemba Empat.

Japlani, A. (2020). Pengaruh Perubahan Laba Akuntansi , Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi Dan Arus Kas Pendanaan Terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmiah Keuangan Dan Perbankan*, 3(2), 111–127.

Jogiyanto. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPFE.

Liem, C. C., Saerang, I. S., & Maramis, J. B. (2019). Pengaruh Likuiditas Saham, Diversifikasi Usaha Dan Free Cash Flow Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Food And Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 7(3), 2591–2600.

Munandar, B. T., & Kusumawati, R. (2017). Pengaruh Aliran Kas Bebas Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 8(1), 124–141.

Munawir. (2002). *Akuntansi Keuangan dan Manajemen* (1st ed.). BPFE-Yogyakarta.

Murhadi, W. R. (2017). *Analisis Laporan Keuangan : Proyeksi dan Valuasi Saham*. Salemba Empat.

Ni Putu Putriani¹, I. M. S. (2014). Pengaruh Arus Kas Bebas Dan Laba Bersih Pada Return. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 6(3), 390–401.

Pintarto, M. R. A., & Pujiono. (2021). 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)*, 3(2), 147–170.

Purwanti, S., Masitoh, E., & Chomsatu, Y. (2015). Pengaruh Laba Akuntansi Dan Arus Kas Terhadap Return Saham Perusahaan Yang Listing Di Bei. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 16(1), 113–123.

Putra, Y. R., & Widyaningsih, M. (2016). Pengaruh Laba Akuntansi, Komponen Arus Kas, Dan Dividend Yield Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014). *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 4(2), 1047–1058. <https://doi.org/10.17509/jrak.v4i2.4039>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan 1* (8th ed.). Penerbit Salemba Empat.

Sarifudin, A., & Manaf, S. (2016). Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan Dan Laba Bersih Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek

Indonesia. *Dharma Ekonomi*, 23(43).

Setiyono, W., Hariyani, D. S., Wijaya, A. L., & Apriyanti. (2018). Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap Return Saham. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 2(2), 1–13.

Setyawan, F. A. (2020). *Menperin Ungkap Dua Kendala Sektor Manufaktur saat Corona*. CNN Indonesia. <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20200520135811-92-505302/menperin-ungkap-dua-kendala-sektor-manufaktur-saat-corona>

Sidik, S. (2020). *Warning! Arus Kas Emiten-emiten di Bursa Sudah "Lampu Kuning."* CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20200511221257-17-157742/warning-arus-kas-emiten-emiten-di-bursa-sudah-lampu-kuning>

Sulaiman, F. (2021). *Investasi di Pasar Modal Makin Digemari Milenial, Ini Buktinya*. Wartaekonomi.Co.Id. <https://wartaekonomi.co.id/read364477/investasi-di-pasar-modal-makin-digemari-milenial-ini-buktinya>

Suliyanto. (2018). *Metode Penelitian Bisnis: Untuk Skripsi, Tesis, dan Disertasi*. Penerbit Andi Offset.

Tudje, M. (2016). Analisis Rasio Keuangan, Firm Size, Free Cash Flow Economic Value Added Dan Market Value Added Terhadap Return Saham. *Jurnal Riset Bisnis Dan Manajemen*, 4(3), 421–444.

Tumakaka, G. A. P. (2021). Pengaruh Arus Kas Bebas, Profitabilitas, dan Solvabilitas Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 9(2), 1021–1029.

Warren, C. S., Reeve, J. M., Duchac, J. E., Suhardianto, N., Kalajanti, D. S., Jusuf, A. A., & Djakman, C. D. (2016). *Pengantar Akuntansi - Adaptasi Indonesia* (25th ed.). Penerbit Salemba Empat.

Yuliarti, A., & Diyani, L. A. (2018). The Effect of Firm Size, Financial Ratios and Cash Flow On Stock Return. *The Indonesian Accounting Review*, 8(2), 226.