

Determinasi Return Saham Syariah Berdasarkan Fundamental Keuangan dan Perilaku Pasar: Analisis Arus Kas, Laba, dan Volume Perdagangan di ISSI

Salman Alfarisi¹, Siti Nur Latifah²

¹Universitas Islam Negeri Kiai Haji Achmad Siddiq (UIN KHAS) Jember,
Jl. Mataram No. 1, Kelurahan Mangli, Kecamatan Kaliwates, Kabupaten Jember, Jawa Timur, Indonesia

²Universitas Islam Syarifuddin (UNISYA) Lumajang, Jl. Pondok Pesantren
Kyai Syarifuddin, Desa Wonorejo, Kecamatan Kedungjajang, Kabupaten Lumajang, Jawa Timur, Indonesia
Corresponding Author: latifahsitinur516@gmail.com

Artikel diterima: Maret 2026 | Tanggal direvisi: Mei 2026 | Tanggal terbit: Juni 2026

Abstrak

Return saham merupakan imbal hasil atau keuntungan yang diantisipasi oleh investor dalam aktivitas perdagangan saham di pasar modal. Penelitian kuantitatif ini bertujuan menganalisis determinasi return saham syariah berdasarkan fundamental keuangan dan perilaku pasar, yang diproyeksikan melalui arus kas operasi, laba akuntansi, dan volume perdagangan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan industri yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2021–2024. Dengan menggunakan metode purposive sampling, diperoleh sampel sebanyak 18 perusahaan dengan total 72 observasi selama 4 tahun pengamatan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda yang diolah menggunakan SPSS versi 25. Hasil analisis parsial (uji t) menunjukkan bahwa laba akuntansi berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham syariah. Sebaliknya, arus kas operasi dan volume perdagangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham syariah. Secara simultan (uji F), arus kas operasi, laba akuntansi, dan volume perdagangan berpengaruh signifikan terhadap return saham syariah dengan tingkat determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 7,9%. Penelitian ini memberikan implikasi bagi investor muslim agar lebih berfokus pada informasi laba akuntansi sebagai indikator kinerja fundamental utama dalam pengambilan keputusan investasi di ISSI.

Kata Kunci: Arus Kas Operasi, Laba Akuntansi, Volume Perdagangan, Return Saham, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

1. Pendahuluan

Pasar modal memegang peranan yang sangat vital dalam roda perekonomian suatu negara karena menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu sebagai sarana pendanaan bagi dunia usaha dan sarana investasi bagi masyarakat. Melalui pasar modal, perusahaan dapat menghimpun modal dari investor eksternal untuk keperluan ekspansi bisnis, pengembangan produk, maupun penguatan modal kerja. Di sisi lain, investor memanfaatkan instrumen pasar modal seperti saham, obligasi, dan reksa dana untuk mengoptimalkan kekayaan mereka dengan mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) baik berupa dividen maupun *capital gain*. Dalam konteks pasar modal syariah di Indonesia, kehadiran Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) memberikan wadah bagi investor yang ingin menginvestasikan dananya sesuai dengan prinsip-prinsip syariat Islam, terbebas dari unsur riba, *gharar*, dan *maysir*.

Laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan oleh emiten merupakan sumber informasi fundamental utama yang digunakan oleh pelaku pasar untuk mengevaluasi kinerja operasional dan posisi

keuangan perusahaan. Di antara berbagai komponen informasi dalam laporan keuangan, arus kas operasi dan laba akuntansi merupakan indikator fundamental yang paling sering dicermati. Arus kas operasi mencerminkan kemampuan riil perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasional utamanya. Sementara itu, laba akuntansi merupakan metrik konvensional yang menunjukkan efisiensi pengakuan pendapatan dan beban berdasarkan asas akrual, sekaligus menjadi tolak ukur profitabilitas perusahaan yang sering kali berkorelasi langsung dengan pergerakan harga saham di pasar. Selain faktor fundamental keuangan tersebut, perilaku pasar yang diprosikan melalui volume perdagangan saham juga diduga memiliki keterkaitan dengan *return* saham.

Meskipun secara teoritis ketiga variabel tersebut berkaitan erat dengan pembentukan *return* saham, penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten (*research gap*). Riset terdahulu menemukan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan laba akuntansi berpengaruh positif signifikan. Di sisi lain, volume perdagangan dan laba akuntansi dilaporkan sama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah. Namun, studi paralel lainnya menyimpulkan bahwa volume perdagangan harian justru tidak membawa dampak nyata. Berdasarkan adanya inkonsistensi temuan empiris tersebut, penelitian ini bertujuan menguji kembali determinasi *return* saham syariah emiten industri di ISSI periode 2021–2024.

2. Deskripsi Sistem

Sistem estimasi determinasi model pembentukan nilai imbal hasil (*return*) dalam pasar modal syariah dikonstruksikan melalui arsitektur analisis kuantitatif regresi linier berganda. Struktur pemodelan sistem ini dirancang untuk mendeteksi interaksi simultan maupun parsial antara komponen informasi laporan keuangan internal emiten dengan indikator aktivitas eksternal pasar bursa. Hubungan fungsional subsistem dirumuskan ke dalam model matematis persamaan struktural berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \varepsilon \quad (1)$$

Di mana komponen-komponen penyusun arsitektur sistem di atas didefinisikan sebagai berikut:

- Y = *Return* Saham Syariah emiten bursa
- a = Konstanta nilai intersep model regresi
- b_1, b_2, b_3 = Koefisien regresi parameter jalur penduga
- X_1 = Arus Kas Operasi (fundamental laporan keuangan internal)
- X_2 = Laba Akuntansi (fundamental pengakuan nilai akrual emiten)
- X_3 = Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity* perilaku pasar)
- ε = *Error term* / residual pengganggu luar sistem

3. Metode

3.1. Pendekatan, Populasi, dan Sampel

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-komparatif. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor industri yang terdaftar di ISSI sebanyak 60 perusahaan. Teknik penentuan sampel menerapkan metode *purposive sampling* dengan kriteria: konsisten terdaftar di ISSI 2021–2024, menerbitkan laporan berkala lengkap, membukukan laba positif, dan menggunakan denominasi mata uang Rupiah. Berdasarkan kriteria seleksi tersebut, diperoleh sampel akhir sebanyak 18 emiten dengan total observasi berupa 72 data panel (18 perusahaan \times 4 tahun).

Tabel 1 Kriteria Penentuan Seleksi Sampel Emiten Industri di ISSI

No	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
1	Perusahaan sektor industri yang terdaftar di ISSI (2021–2024)	60
2	Perusahaan yang tidak terdaftar secara berturut-turut selama periode pengamatan	(22)
3	Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan secara periodik	(3)
4	Perusahaan yang membukukan kerugian (tidak memiliki laba) selama periode pengamatan	(17)
5	Perusahaan yang menggunakan mata uang asing selain Rupiah	(0)
Total Sampel Perusahaan Per Tahun		18
Total Sampel Observasi Panel (18 Perusahaan × 4 Tahun)		72

Sumber: Data sekunder diolah (2025)

3.2. Definisi Operasional Variabel

Return Saham (Y) dihitung menggunakan nilai *realized return* historis penutupan harga saham dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

Arus Kas Operasi (X_1) diukur melalui tingkat perubahan volume arus kas metode tidak langsung harian. Laba Akuntansi (X_2) dihitung dari persentase laju perubahan komponen laba bersih setelah beban pajak (*net profit after tax*). Sementara Volume Perdagangan (X_3) diproyeksikan lewat nilai indeks *Trading Volume Activity* (TVA) bursa harian.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merangkum sebaran parameter minimum, maksimum, nilai tengah (*mean*), dan standar deviasi data pengamatan panel ($n = 72$).

Tabel 2 Hasil Output Pengujian Statistik Deskriptif ($n = 72$)

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Arus Kas Operasi (X_1)	-1,489455	1,528996	0,048354	0,699403
Laba Akuntansi (X_2)	-0,828758	1,305711	0,257837	0,517420
Volume Perdagangan (X_3)	0,000197	1,751537	0,039578	0,206202
Return Saham (Y)	-0,571429	1,121982	0,124685	0,259450

Sumber: Output SPSS diolah (2025)

4.2. Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Model regresi berganda beroperasi secara andal karena seluruh pemenuhan kriteria asumsi klasik terpenuhi secara memuaskan:

- Normalitas:** Uji Kolmogorov-Smirnov menghasilkan parameter *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,200 ($0,200 > 0,05$), menandakan pola sebaran residual terdistribusi secara normal.
- Multikolinearitas:** Nilai VIF untuk variabel X_1 (1,093), X_2 (1,038), dan X_3 (1,055) berada di bawah angka 10 dengan toleransi $> 0,1$, membuktikan model bebas multikolinearitas.
- Heteroskedastisitas:** Analisis grafik sebaran *scatterplot* menyebar merata secara acak di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y tanpa pola matematis tertentu.
- Autokorelasi:** Nilai Durbin-Watson tercatat 2,200. Berdasarkan kriteria tabel ($n = 72, k = 3$), diperoleh batas atas $dU = 1,7054$, memenuhi syarat aman $dU < d < 4 - dU$.

4.3. Analisis Regresi Linier Berganda dan Uji Hipotesis

Hasil estimasi pengujian regresi linier berganda parsial (uji t) dirangkum pada Tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3 Hasil Analisis Regresi Parsial (Uji t)

Model / Variabel	Koefisien Regresi (B)	t Hitung	Signifikansi	Kesimpulan Uji
(Constant)	-1,332	-0,399	0,691	–
Arus Kas Operasi (X_1)	0,064	1,451	0,151	H ₁ Ditolak
Laba Akuntansi (X_2)	0,135	2,314	0,024	H ₂ Diterima
Volume Perdagangan (X_3)	0,025	0,170	0,866	H ₃ Ditolak

Sumber: Output SPSS diolah (2025)

Berdasarkan Tabel 3, rumus estimasi regresi linier berganda tertuang sebagai berikut:

$$Y = -1,332 + 0,064X_1 + 0,135X_2 + 0,025X_3 \quad (3)$$

Pengujian simultan (Uji F) mendapatkan parameter F_{hitung} sebesar 3,035 lebih besar dari F_{tabel} (2,740) dengan nilai signifikansi 0,035 ($< 0,05$), sehingga hipotesis simultan H₄ diterima. Nilai koefisien determinasi penjelas (*Adjusted R Square*) berada pada magnitudo 0,079 atau sebesar 7,9%.

4.4. Pembahasan

Hasil pengujian statistik parsial membuktikan bahwa informasi Laba Akuntansi (X_2) merupakan satu-satunya komponen fundamental utama yang membawa pengaruh positif dan signifikan terhadap perolehan *return* saham syariah ($p = 0,024 < 0,05$). Hal ini mengonfirmasi landasan teoretis pelaporan keuangan bahwa laba bersih akrual memancarkan sinyal kuat mengenai profitabilitas emiten, yang langsung direspon pelaku pasar ISSI lewat tindakan aksi beli saham.

Temuan ini memperkuat studi empiris terdahulu.

Sebaliknya, Arus Kas Operasi (X_1 , $p = 0,151 > 0,05$) dan Volume Perdagangan (X_3 , $p = 0,866 > 0,05$) terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Ketiadaan dampak arus kas dipicu karena ketersediaan saldo operasi tunai tidak memberikan jaminan kepastian alokasi pembagian dividen berkala bagi para pemegang saham. Sementara itu, lonjakan volume transaksi perdagangan harian di lantai bursa dinilai hanya riak kepanikan sesaat (*market noise*) yang tidak mengubah nilai fundamental intrinsik entitas syariah.

5. Kesimpulan

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan pengujian data panel emiten industri di ISSI periode 2021–2024, ditarik kesimpulan esensial berikut: (1) Arus kas operasi secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah; (2) Laba akuntansi terbukti membawa pengaruh positif dan signifikan terhadap perolehan *return* saham syariah emiten; (3) Volume perdagangan harian bursa tidak memiliki pengaruh signifikan secara statistik terhadap *return* saham syariah; (4) Secara bersama-sama (simultan), kombinasi ketiga variabel independen tersebut berpengaruh nyata terhadap tingkat *return* saham syariah dengan daya penjelas model sebesar 7,9%.

5.2. Saran

Bagi kalangan investor muslim dan manajer investasi pasar modal syariah, direkomendasikan untuk memprioritaskan fokus analisis pada aspek tingkat profitabilitas perusahaan (laba akuntansi) daripada fluktuasi harian volume perdagangan. Peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan klasifikasi sektor emiten serta mengintegrasikan instrumen variabel makroekonomi eksternal (seperti inflasi, nilai tukar Rupiah, dan tingkat suku bunga) demi mengeskalasi kapasitas daya determinasi model (R^2).

Pustaka

- Aziz, M., & dkk. (2015). *Manajemen investasi, fundamental, teknikal, perilaku investor dan return saham*. Yogyakarta: CV Budi Utama.
- Belkaoui, A. (2012). *Accounting theory: Teori akuntansi buku dua*. Jakarta: Salemba Empat.
- Firdarini, K. C., & Kunaidi. (2022). Pengaruh arus kas operasi dan laba akuntansi terhadap return saham (studi empiris pada perusahaan lq-45 di bursa efek indonesia periode 2016-2019). *Jurnal Riset Manajemen*, 9(1), 12–25.
- Ghozali, I. (2001). *Aplikasi analisis multivariate dengan program spss*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M., & Halim, A. (2016). *Analisis laporan keuangan edisi 5*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- 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 Bareleng*, 5(1), 1–11.
- Harahap, S. S. (2015). *Analisis kritis atas laporan keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Hidayat, W. W. (2019). *Konsep dasar investasi dan pasar modal*. Ponorogo: Uwais Inspirasi Indonesia.
- Jogiyanto, H. (2015). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Mamuaya, N. C., & dkk. (2025). *Metode penelitian kuantitatif*. Padang: Azzia Karya Bersama.
- Martani, D., & dkk. (2024). *Akuntansi keuangan menengah berbasis psak buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Maulana, F., Kosim, A. M., & Devi, A. (2021). Analisis pengaruh tingkat harga saham, return saham, dan volume perdagangan saham terhadap stock split issi periode 2015–2020. *El-Mal: Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 2(3), 245–256.
- Munawir. (2014). *Analisa laporan keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Murtaza, A., & D.A., A. T. (2021). Pengaruh volume perdagangan, laba akuntansi, dan profitabilitas terhadap return saham syariah di moderasi pengungkapan isr. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 9(2), 115–128.
- 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), 1–15.
- Ratnasari, D., & Wahyuni, I. (2022). Pengaruh volume perdagangan saham terhadap return saham dengan harga saham sebagai variabel intervening pada perusahaan transportasi yang terdaftar di bei tahun 2017-2020. *Jurnal Mahasiswa Entrepreneur (JME)*, 1(6), 1249–1263.
- Rianti. (2021). Analisis dampak covid-19 pada volume transaksi saham dan harga saham (studi kasus pada kelompok perusahaan transportasi yang terdaftar di bei tahun 2020). *JIMA (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi)*, 1(3), 173–174.
- Sari, N. S., & dkk. (2025). Pengaruh frekuensi perdagangan, volume perdagangan, dan volatilitas pasar terhadap return saham perusahaan sektor barang konsumsi yang terdaftar di bursa efek indonesia tahun 2020-2024. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Finansial*, 11(2), 85–98.