

Pengaruh Solvabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Return Saham* Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2021

Dwi Yudiono¹⁾, Dhimas Angga Negoro²⁾, Eka Bertuah³⁾

^{1), 2), 3)} Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Esa Unggul, Jakarta
Email: dwi.yudiono@gmail.com¹⁾, dimas.negoro@mahagatra.com²⁾, eka.bertuah@esaunggul.ac.id³⁾

ABSTRACT

This study aims to examine and analyze the effect of solvency ratios and company size on stock returns by using profitability as an intervening variable in health sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2019-2021 period. Using a quantitative descriptive approach, the population in this study were 21 companies belonging to the health sector (IDXHealth) on the Indonesia Stock Exchange. With purposive sampling, the final sample used is 16 companies. Observations were carried out for 3 years in a quarterly period so that 16 companies were multiplied by 12 quarterly periods so that 192 observations were obtained. After the data in the study were collected, then data analysis was carried out using statistical software tools consisting of descriptive analysis methods, correlation tests, regression tests, classical assumption tests, model tests and direct and indirect effect tests/intervening tests. The results showed that solvency has an effect on profitability, while firm size has no effect on profitability. Meanwhile testing the model on factors that affect stock returns, GLS (Generalized Least Square) is a fit model. The test results show that profitability affects stock returns and profitability can mediate solvency, but cannot mediate firm size on stock returns. This finding shows a relationship between variables that impact stock return. The implication of this research is to suggest that investors must be able to increase their vigilance in investing and increasing knowledge in investing by first reviewing the company or object to be invested.

Keywords: Solvency, Profitability, Firm Size, Stock Returns

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji dan menganalisis pengaruh rasio solvabilitas dan ukuran perusahaan terhadap return saham dengan menggunakan profitabilitas sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021. Menggunakan pendekatan deskriptif kuantitatif, populasi dalam penelitian ini adalah 21 perusahaan yang tergabung dalam sektor kesehatan (IDXHealth) di Bursa Efek Indonesia. Dengan purposive sampling, sehingga sampel akhir yang digunakan adalah 16 perusahaan. Pengamatan dilakukan selama 3 tahun dalam periode kuartalan sehingga 16 perusahaan dikali 12 periode kuartalan sehingga didapat 192 pengamatan. Setelah data-data dalam penelitian terkumpul, maka selanjutnya dilakukan analisis data menggunakan alat bantu software statistik yang terdiri dari metode analisis deskriptif, uji korelasi, uji regresi, uji asumsi klasik, uji model dan uji pengaruh langsung dan tidak langsung/uji intervening. Hasil penelitian menunjukkan solvabilitas berpengaruh terhadap profitabilitas, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap profitabilitas. Sementara itu pengujian model terhadap faktor yang mempengaruhi return saham, GLS (Generalized Least Square) merupakan model yang fit. Hasil uji menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap return saham dan profitabilitas dapat memediasi solvabilitas, namun tidak dapat memediasi ukuran perusahaan terhadap return saham. Temuan ini menunjukkan adanya hubungan antar variabel yang mempengaruhi return saham. Implikasi dari penelitian ini adalah menyarankan agar investor harus dapat meningkatkan kewaspadaan dalam berinvestasi dan menambah pengetahuan dalam berinvestasi dengan terlebih dahulu meninjau perusahaan atau objek yang akan diinvestasikan.

Kata Kunci: Solvabilitas, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Return Saham

1. Pendahuluan

Semua sektor kehidupan mulai dari kesehatan, perekonomian, hingga sektor pendidikan terdampak pandemi covid-19 yang menyebar di Indonesia serta di seluruh dunia. Setelah sempat tertekan akibat pandemi Covid-19, ekonomi Indonesia akhirnya kembali bangkit (Purwanti, 2022). Keberhasilan laju pertumbuhannya yang meraih positif sebesar 3,69%, dimana di tahun sebelumnya mengalami pertumbuhan minus 2,07%,

perekonomian nasional dianggap mengalami ekspansi pada tahun 2021 ini. Sumber pemulihannya ialah kinerja positif sejumlah sektor yang mampu menjadi pendorong perekonomian, dimana sektor kesehatan menjadi salah satunya yang mendorong kinerja positif tersebut. Pertumbuhan industri kesehatan menarik untuk diteliti, meskipun andilnya di perekonomian nasional tergolong kecil, hal ini karena sektor kesehatan meraih posisi tertinggi untuk laju pertumbuhan sebesar 10,46%,

menjadi peringkat yang pertama diantara 17 sektor pembentuk PDB nasional.

Di Bursa Efek Indonesia sendiri, menurut (Kristina, 2022) bahwa meskipun perekonomian negara bergerak melambat disebabkan oleh Pandemi Covid-19, namun sebaliknya hal tersebut mendorong peningkatan sektor kesehatan yang menghasilkan kinerja keuangan yang baik di tahun 2020. Hal tersebut tampak dari beranjak naiknya kinerja saham sejumlah emiten sektor kesehatan seperti pada bidang farmasi dimana INAF, KAEF dan PEHA naik sejak bulan Oktober bahkan melejit meraih *all time high* dalam setahun saja yaitu pada 12 Januari 2021.

Investor mendapatkan *gain* dari kenaikan *return* saham yang semakin tinggi yang berasal dari kenaikan harga saham, kondisi ini memikat investor guna menginvestasikan modal di perusahaan terbuka tersebut. Berdasarkan pengolahan data didapat bahwa *return* saham untuk sektor kesehatan periode 2019 – 2021 memiliki nilai yang sangat fluktuatif. Dimana fenomena fluktuasi *return* saham ini mengindikasikan bahwa tidak ada jaminan pasti perolehan imbal hasil atau *return* pelaku investasi didalam menjalankan investasi di saham.

Penelitian terkait adanya pengaruh solvabilitas terhadap *return* saham telah dilakukan oleh banyak peneliti, diantaranya (Afif, 2020; Purwitajati & Putra, 2016; Rahmawati, 2017) dengan temuan bahwasanya terdapat pengaruh positif DER terhadap *return* saham. Sedangkan disisi lain penelitian oleh (Abdullah, 2015) dan (P. A. N. K. Putri & Purbawangsa, 2017) membuktikan bahwa ditemukan pengaruh negatif struktur modal terhadap *return* saham. Demikian pula terdapat penelitian lain dimana hasilnya membuktikan bahwasanya DER tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham seperti dilakukan (Hisar et al., 2021).

Penelitian terkait adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham telah dilakukan oleh banyak peneliti, diantaranya hasil penelitian (Djam'an et al., 2012) dan (Zulfa, 2013) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif serta signifikan terhadap *return* saham. Sebaliknya disisi lain (Nofitasari & Adi, 2021) penelitiannya menemukan bahwasanya ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

Penelitian (T. Chandra et al., 2019) menemukan terdapatnya pengaruh positif profitabilitas dengan *return* saham, temuan ini sesuai dengan temuan peneliti lain (Adawiyah & Setiyawati, 2019; Ahmad et al., 2013; Anjani & Syarif, 2019; K. Chandra, 2019; P. A. N. K. Putri & Purbawangsa, 2017; Sari et al., 2017; Septiana & Wahyuati, 2013). Kesimpulan dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa meningkatnya laba bersih perusahaan dapat meningkatkan *return* saham. Artinya investor masih mempertimbangkan keuntungan perusahaan dalam memutuskan transaksi saham. Namun disisi lain, dalam penelitian yang dilakukan (Dura & Vionitasari, 2021; Marlina & Sari, 2016; Ningsih & Maharani, 2022), ditemukan bahwa profitabilitas (ROE) tidak mempengaruhi *return* saham.

Perbedaan beberapa hasil penelitian menunjukkan tidak terdapatnya konsistensi mengenai faktor-faktor

dapat mempengaruhi *return* saham, sehingga membuat peneliti tertarik untuk kembali meneliti variabel solvabilitas dan ukuran perusahaan serta pengaruhnya terhadap *return* saham, kemudian juga menambahkan variabel profitabilitas sebagai variabel intervening dimana masih jarang dilakukan pada penelitian-penelitian terdahulu dan memakai *Long Term Debt To Equity Ratio* (LTDER) dimana masih jarang dipergunakan pada penelitian-penelitian terdahulu. Selain itu, peneliti memilih perusahaan sektor kesehatan karena pada tahun 2021 ini dari 17 sektor pembentuk PDB nasional, sektor kesehatan ini meraih laju pertumbuhan yang tertinggi sebesar 10,46%, dan juga penelitian ini menjalankan rekomendasi/saran dari penelitian (T. Chandra et al., 2019) untuk meneliti sektor yang lebih spesifik dibanding Indeks Kompas100 yang telah beliau teliti yang terdiri dari banyak sektor.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengkaji pengaruh rasio solvabilitas dan ukuran perusahaan terhadap *return* saham menggunakan profitabilitas sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021. Penelitian ini ditujukan bisa memberi tambahan pengetahuan kepada pembaca dan *stakeholder* untuk dapat mengetahui rasio keuangan yang harus menjadi perhatian dalam melihat kinerja perusahaan sektor kesehatan.

2. Landasan Teori

2.1 Signalling Theory

Langkah yang digunakan oleh perusahaan untuk menginformasikan investor tentang perspektif manajemen tentang prospek masa depan perusahaan disebut sinyal (E. F Brigham & Houston, 2006). Untuk memenuhi keinginan pemilik, keputusan maupun tindakan yang diambil manajemen yang berupa informasi akan menjadi sinyal. Karena dapat menentukan tindakan yang diambil oleh para investor di luar perusahaan, maka informasi yang dikeluarkan menjadi hal-hal yang ditunggu para investor sehingga menjadi penting dan signifikan.

Menurut *signaling theory*, perusahaan dapat dibedakan antara yang baik dan tidak baik, dimana perusahaan baik sengaja mengirimkan sinyal ke pasar dan berharap pasar membedakannya dengan yang buruk (Hartono, 2005). Teori akuntansi pragmatis, yang berfokus pada bagaimana informasi mempengaruhi perilaku pengguna informasi, merupakan dasar dari teori *signaling*. Sebagai contoh, informasi yang menjadi sinyal adalah tindakan emiten untuk membuat pengumuman. Pergerakan harga surat berharga perusahaan penerbit yang melakukan pengumuman tersebut nantinya dapat dipengaruhi oleh pengumuman tersebut. Pelaku pasar pertama-tama menafsirkan dan mengevaluasi informasi untuk menentukan apakah itu sinyal positif atau negatif setelah diumumkan dan diterima oleh semua peserta.

2.2 Modigliani - Miller Theory (MM)

Pada pada tahun 1958 pertama kali Franco Modigliani dan Morton H. Miller mengemukakan teori

struktur modal dikenal dengan *MM Theory*, menyatakan mengenai pemanfaatan utang terutama pinjaman dari bank yang akan lebih menguntungkan dibandingkan dengan menggunakan modal dari kantong sendiri. Teori ini sebelumnya mengasumsikan bahwa di pasar modal yang sempurna dan tanpa adanya pajak atas pengembalian saham.

Penggunaan solvabilitas oleh perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang tergantung pada arus kas yang dihasilkan, karena rasio utang tidak signifikan dan tidak ada struktur keuangan yang optimal ((Modigliani & Miller, 1958 dalam Frensidy (2008) yang dikutip oleh Joni & Lina, 2010)).

2.3 Trade-Off Theory

Menurut (Eugene F Brigham & Houston, 2011), teori *trade-off*, juga dikenal sebagai teori pertukaran, adalah teori struktur modal di mana diasumsikan bahwa keuntungan menggunakan utang, seperti menghemat pajak, akan ditukar dengan kerugian menggunakan hutang, seperti kemungkinan kebangkrutan. Menurut teori *Trade-Off*, struktur modal yang terbaik akan menghasilkan harga saham yang setinggi mungkin. Perusahaan yang hanya mengandalkan hutang untuk permodalannya termasuk dalam kategori buruk, demikian pula perusahaan yang tidak menggunakan pendanaan hutang sama sekali. Hal ini terjadi karena memilih di antara kedua opsi pembiayaan tersebut merupakan investasi yang bijak untuk sebuah bisnis. Teori *trade-off* didasarkan pada gagasan bahwa menggunakan hutang untuk memaksimalkan keuntungan mengharuskan penggunaan hutang sampai batas tertentu untuk mendapatkan keuntungan pajak.

2.4 Pecking Order Theory

Pada tahun 1961 Donaldson pertama kali memperkenalkan teori *pecking order* dimana kemudian Stewart C. Myers dan Nicholas Majlub mempopulerkannya di tahun 1984, dengan menyatakan bahwasanya untuk sumber pembiayaan perusahaan dipilih peningkatan ekuitas sebagai upaya terakhir adapun sumber pembiayaan internal menjadi pilihan prioritas. Artinya secara urutan yang pertama adalah dana internal, kemudian menerbitkan utang dan terakhir menerbitkan ekuitas.

Informasi asimetris menjadi awal dimulainya teori *pecking order* dimana dimulai dengan manajer sebagai pihak yang lebih tahu mengenai prospek dan risiko perusahaan mereka dibandingkan daripada investor dari luar. Pengaruh informasi asimetris ini menciptakan opsi antara pembiayaan internal dan eksternal. Oleh karena itu terdapat urutan kekuasaan untuk pembiayaan proyek baru (Tudose, 2012).

Perusahaan pertama menggunakan pembiayaan dari sumber internal mereka, atau pendapatan ditahan, atau hutang kemudian terakhir ekuitas. Menggunakan laba ditahan melibatkan biaya pendanaan yang lebih rendah dan waktu pemrosesan yang lebih cepat dan singkat dibandingkan dengan pendanaan hutang, namun pendanaan ekuitas melibatkan biaya yang lebih tinggi dan

bahkan waktu pemrosesan yang lebih lama. Karena itu pendanaan hutang bersifat positif mempengaruhi nilai perusahaan. Teori ini mengusulkan kinerja perusahaan, resiko, dan likuiditas berefek negatif pada hutang. Perusahaan dengan keuntungan yang banyak serta memiliki likuiditas laba ditahan yang banyak tidak membutuhkan pendanaan eksternal. Perusahaan yang memiliki banyak hutang berarti lebih banyak resiko finansial (Tudose, 2012).

2.5 Return Saham

Keuntungan atas investasi yang diperoleh investor dikenal dengan *return* saham (Y. R. Putra & Widyarningsih, 2016). Inilah yang memotivasi investor untuk terus berinvestasi dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dapat ditarik kesimpulan bahwa pengembalian saham umumnya dinyatakan sebagai tingkat pengembalian persentase tertentu atas suatu produk, sekuritas, atau investasi modal.

Pengembalian itu sendiri bisa berbentuk pengembalian yang direalisasikan atau sudah terjadi, dan pengembalian yang belum terjadi namun diharapkan dan telah diantisipasi dalam waktu yang tidak terlalu lama. Pengembalian nyata dihitung menggunakan data dari masa lalu. Menurut (Jogiyanto, 2010) ukuran kinerja perusahaan dapat menggunakan *return* realisasian, sehingga *return* ini menjadi penting.

Dividen (yield) dan keuntungan atau kerugian modal adalah dua jenis pengembalian saham. Menurut (Tandelilin, 2010), pendapatan periodik atau arus kas dari suatu investasi dicerminkan oleh *yield* yang merupakan komponen *return*. Bagi investor, baik itu *capital gain* yang merupakan hasil dar kenaikan dan *capital loss* yang merupakan penurunan harga sekuritas dapat berdampak keuntungan atau kerugian (Tandelilin, 2010). Jika investor menanamkan modalnya pada saham, maka besarnya imbal hasil yang diterimanya tercermin dalam bentuk dividen.

Harga suatu saham di periode awal dengan di periode akhir menciptakan selisih yang merupakan komponen dari *return* saham berbentuk *capital gain/loss*. *Capital gain* didapatkan jika harga saham di akhir periode lebih tinggi dibanding harga awal, namun jika sebaliknya dimana akhir periode dibawah nilainya dibanding awal periode lalu investor merasakan *capital loss* (I. M. G. D. Putra & Dana, 2016).

2.6 Solvabilitas

Solvabilitas, seperti yang didefinisikan oleh (Susilawati, 2012), apabila terjadi likuidasi maka solvabilitas mengacu pada kemampuan untuk membayar segala kewajiban jangka panjangnya ataupun kewajiban lain. Hubungan antara jumlah modal dari sumber internal yang bersumber dari pemilik perusahaan dan jumlah pinjaman jangka panjang yang dari pemberi pinjaman ditunjukkan oleh *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER)* dimana digunakan dalam penelitian ini. LTDER dapat digunakan untuk menentukan proporsi penjaminan ekuitas atas utang jangka panjang atau besarnya selisih antara ekuitas dan utang jangka panjang yang dimiliki

perusahaan diukur dengan rasio (Sholichah et al., 2021). Nilai utang jangka panjang dibagi dengan total nilai ekuitas untuk menentukan nilai LTDER.

2.7 Ukuran Perusahaan

Karakteristik keuangan perusahaan dapat diwakili oleh ukurannya. Menurut (Zulfa, 2013), nilai ekuitas, nilai perusahaan, dan nilai aset digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan. Investor percaya bahwa pengembalian perusahaan dapat dipengaruhi oleh ukurannya. Dalam hal mendapatkan uang dari investor atau kreditor, yang paling mudah adalah bisnis yang lebih besar. Penentuan ukuran perusahaan dari total aset, rata-rata total aset, rata-rata jumlah penjualan, serta dari total penjualan. Menurut (Nires & Velnampy, 2014), Logaritma Natural Total Aset biasanya digunakan untuk menentukan ukuran suatu perusahaan. Studi ini mengukur perusahaan menggunakan Logaritma Natural dari total asetnya, yang hanya mengukur aset tanpa mengubah proporsinya terhadap total aset.

2.8 Profitabilitas

Berdasarkan pernyataan (Sartono, 2010), profitabilitas yaitu abilitas perusahaan untuk meraih laba dimana berkaitan dengan penjualan, total aset, dan modal. Menurut (Gitman, 2006), menyatakan mengenai rasio profitabilitas sebagai rasio ukuran kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba dari tingkat pendapatan tertentu atas aset, modal, dan penjualan. Kemampuan bertahan perusahaan dalam kondisi menguntungkan mengharuskan profitabilitasnya, menjadikannya aspek penting. Baik besar maupun kecil, keuntungan yang didapat dari penjualan serta investasi merupakan sebuah tanda-tanda profitabilitas yang baik, dimana secara keseluruhan profitabilitas juga mengukur efisiensi manajemen. Semakin besar nilai profitabilitas maka semakin tinggi pula laba perusahaan, akibatnya terjadi kenaikan harga saham dimana bagi investor mendapat peningkatan *return* saham (Fahmi, 2018).

Menurut (Sihombing, 2019) dalam menilai kapasitas perusahaan untuk menghasilkan laba, jenis rasio profitabilitas yang digunakan diantaranya: laba per saham, laba atas investasi, margin laba kotor, laba atas ekuitas, margin laba bersih, laba atas penjualan, laba atas modal yang digunakan, dan laba atas aset adalah contohnya. ROE digunakan sebagai ukuran profitabilitas dalam penelitian ini karena merupakan cara untuk mengukur profitabilitas dari perspektif pemegang saham. Salah satu motivasi di balik menjalankan bisnis adalah menghasilkan uang bagi pemegang saham. Investor akan lebih cenderung menanamkan modalnya pada perusahaan apabila dapat menghasilkan keuntungan yang tinggi, berdampak pada kenaikan harga saham. Pengembalian saham akan naik seiring dengan kenaikan harga saham.

2.9 Hipotesis

2.9.1 Hubungan Solvabilitas Dengan Profitabilitas

Kesanggupan membayar utang terkait dengan sumber dana yang digunakan, baik itu berasal dari sumber modal sendiri (internal) maupun modal eksternal atau dari

luar. Sumber dana internal ialah dana yang didapat dari perusahaan sendiri misalnya dividen yang ditahan, berbeda dengan sumber eksternal yaitu berupa dana yang didapat dari luar perusahaan misalnya yang didapatkan dari kreditur perbankan. Struktur modal adalah rasio penggunaan utang (E. F Brigham & Houston, 2004). (Fama & French, 1998) menganalisis keterkaitan antara pajak, keputusan keuangan dan kinerja perusahaan, yang hasilnya membuktikan utang perusahaan tidak berkorelasi dengan pajak laba perusahaan. Tingkat leverage yang lebih tinggi menciptakan masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditur karena mereka memperkirakan bahwa leverage berkorelasi negatif dengan profitabilitas perusahaan. Menurut (Hadlock & James, 2002) yang menggunakan lebih banyak dana dari utang cenderung mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi. Temuan ini sejalan dengan penelitian (Ludijanto et al., 2014) yang menemukan bahwa (LDER) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return on equity*. Dari hal diatas, hipotesis yang diajukan adalah:

H1: *Solvabilitas berpengaruh positif terhadap profitabilitas*

2.9.2 Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan Profitabilitas

Seberapa besar penjualan, jumlah karyawan, ataupun total aset perusahaan dapat dijadikan indikator apakah kategori perusahaan tersebut kategori perusahaan besar atau kecil. Menurut sejumlah penelitian, kekuatan dan efisiensi pasar diukur dengan ukuran perusahaan. Menurut (Nurdiana, 2018) profitabilitas perusahaan lebih tinggi jika *Ceteris Paribus*, yang mengacu pada efisiensi tinggi dan kekuatan pasar yang besar. sehingga profitabilitas ditingkatkan dengan ukuran bisnis (Rusmawati, 2016). Temuan penelitian (Ambarwati et al., 2015) menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas. Hasil sama juga dihasilkan dari penelitian (Rifai et al., 2015) juga mendukung temuan ini dengan temuan bahwa secara positif profitabilitas yang diteliti secara parsial dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Dari hal diatas, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H2: *Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas*

2.9.3 Hubungan Solvabilitas Dengan Return Saham

Investor dapat menentukan abilitas perusahaan dalam mendulang *return* saham menggunakan rasio solvabilitas, yang mengukur komposisi aset terdiri dari hutang atau modal. Digunakannya LTDER untuk menentukan proporsi penjaminan ekuitas atas utang jangka panjang atau besarnya selisih antara ekuitas dan utang jangka panjang yang dimiliki perusahaan. Solvabilitas dapat diukur dengan menggunakan rasio ini.

Penelitian (Purwitajati & Putra, 2016) memiliki temuan bahwa solvabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Sumbernya fakta dimana utang dapat dilihat oleh investor sebagai sarana pembiayaan operasi perusahaan dan pertumbuhan masa depan. Karena tidak mungkin mengumpulkan dana hanya dari modal

sendiri, beberapa investor percaya bahwa bisnis yang berkembang pasti membutuhkan pembiayaan. Diperkirakan bisnis dengan dana yang cukup akan dapat menjaga stabilitas operasi sehari-hari mereka, yang akan meningkatkan kepercayaan investor dan, karenanya meningkatkan *return* saham. Temuan penelitian yang mendukung hal ini juga dibuktikan oleh dengan (Rahmawati, 2017) dan (Afif, 2020). Dari hal tersebut, hipotesis yang diajukan ialah:

H3: *Solvabilitas berpengaruh positif terhadap return saham*

2.9.4 Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan Return Saham

Pada suatu perusahaan digunakannya total aset didalam laporan keuangan untuk menentukan ukurannya. Perusahaan unggulan memiliki kekayaan lebih besar dan kinerja lebih baik ketika ukurannya bertambah besar, akan memberikan insentif kepada para investor agar menaikkan harga saham. Analis dan broker juga lebih tertarik pada perusahaan besar karena biasanya memiliki kinerja yang stabil dan mempublikasikan laporan keuangan dengan mudah. Harga saham perusahaan besar akan didukung oleh ukurannya, dan harga saham perusahaan besar akan didukung oleh peningkatan ukurannya di pasar modal. Meningkatnya jumlah investor yang tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan besar maka cenderung menaikkan *return* saham perusahaan terbuka tersebut. Hal diatas juga didukung (Ganerse & Suarjaya, 2014) dengan temuan *return* saham dipengaruhi secara signifikan oleh ukuran perusahaan. Temuan (Djam'an et al., 2012) dan (Zulfa, 2013) keduanya juga mendukung dengan mendapatkan hasil penelitian yang sejalan dengan hasil ini. Dari hal tersebut, hipotesis yang diajukan ialah:

H4: *Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham*

2.9.5 Hubungan Profitabilitas Dengan Return Saham

Investor merespons secara baik peningkatan laba perusahaan dimana laba yang kuat yang dihasilkan suatu perusahaan merupakan sinyal yang akan menarik investor. *Return* meningkat naik sebanding dengan peningkatan jumlah investor yang tertarik. Semakin besar nilai profitabilitas maka semakin tinggi pula laba perusahaan, akibatnya terjadi kenaikan harga saham serta bagi investor mendapatkan peningkatan *return* saham (Fahmi, 2018).

Sesuai (Tandelilin, 2010) *return on equity* adalah perantara untuk profitabilitas, yang merupakan petunjuk penting bagi pendukung keuangan untuk mendapatkan pengembalian yang sesuai dengan usaha mereka, sehingga semakin tinggi nilai ROE, semakin baik kinerjanya dan semakin berminat para investor membeli sahamnya dan akan meningkatkan harga saham beserta *return* saham.

Menurut penelitian (K. Chandra, 2019) terdapat pengaruh positif profitabilitas terhadap *return* saham, temuan ini mendukung penelitian sebelumnya (Adawiyah & Setiyawati, 2019; Ahmad et al., 2013; Anjani & Syarif,

2019; P. A. N. K. Putri & Purbawangsa, 2017; Sari et al., 2017; Septiana & Wahyuati, 2013). Dari hal tersebut, hipotesis yang diajukan ialah:

H5: *Profitabilitas berpengaruh positif terhadap return saham*

2.9.6 Hubungan Solvabilitas Dengan Return Saham Melalui Profitabilitas

Investor dapat menentukan abilitas perusahaan dalam mendulang *return* saham menggunakan rasio solvabilitas, yang mengukur komposisi aset terdiri dari hutang atau modal. Meningkatkan ROE perusahaan itu mudah dicapai jika hutang dikelola secara efektif dalam jangka pendek dan panjang. Teori *signaling* memprediksi bahwa peningkatan ROE akan menghasilkan peningkatan *return* saham. Bertambah tingginya ROE perusahaan menandakan bertambah baik kinerja perusahaan dan mendorong peningkatan harga saham sehingga akan membawa serta bertambahnya *return* saham.

Menurut penelitian (K. Chandra, 2019), terdapat pengaruh positif profitabilitas terhadap *return* saham, kemudian penelitian (Purwitajati & Putra, 2016) menunjukkan jika solvabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Dari hal tersebut, hipotesis yang diajukan ialah:

H6: *Solvabilitas berpengaruh positif terhadap return saham melalui profitabilitas*

2.9.7 Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan Return Saham Melalui Profitabilitas

Penelitian (Ganerse & Suarjaya, 2014) menemukan *return* saham dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh ukuran perusahaan, penelitian (K. Chandra, 2019) menyatakan terdapat pengaruh positif antar profitabilitas terhadap *return* saham. Kekayaan pada perusahaan unggulan lebih besar dan kinerjanya lebih baik ketika ukurannya bertambah besar, akan memberikan insentif kepada para investor agar menaikkan harga saham. Analis dan broker juga lebih tertarik pada perusahaan besar karena biasanya memiliki kinerja yang stabil dan mempublikasikan laporan keuangan dengan mudah. Harga saham perusahaan besar akan didukung oleh ukurannya, dan harga saham perusahaan besar akan didukung oleh peningkatan ukurannya di pasar modal. Profitabilitas suatu perusahaan akan dipengaruhi oleh ukurannya, apakah besar atau kecil. Perusahaan yang lebih besar akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar, sehingga aset yang lebih besar akan lebih menguntungkan. Dari hal tersebut, hipotesis yang diajukan ialah:

H7: *Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham melalui profitabilitas*

3. Metodologi

Penelitian ini berjenis kausalitas yang memiliki tujuan untuk mengetahui pengaruh antar variabel, dengan pendekatan deskriptif kuantitatif. Kemudian untuk populasi yang diambil yaitu pada perusahaan sektor kesehatan yang masuk *list* di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2019– 2021. Dua variabel independen

digunakan pada penelitian ini yaitu yang pertama solvabilitas sebagai variabel (X1) yang diproksikan dengan LTDER, yang kedua yaitu ukuran perusahaan sebagai variabel (X2) diproksikan dengan ln total asset, kemudian sebagai variabel dependen yaitu variabel (Y) yang merupakan *return* saham, serta variabel intervening (Z) adalah profitabilitas yang di proksikan dengan ROE. *Return* saham dihitung menggunakan *capital gain (loss)* dimana harga saham yang digunakan adalah periode per akhir kuartal, hal ini menggunakan asumsi *Efficiency Market Hypothesis* (EMH) dalam bentuk *strong form* dimana dalam pasar yang bebas dengan kompetisi untuk memperoleh keuntungan, seluruh informasi, pengetahuan, dan estimasi tercermin dengan tepat dalam harga pasar (Irham, 2012). Harga saham didapat dari harga penutupan akhir kuartal yang diumumkan oleh yahoo finance. Dalam menghitung *return* saham dilakukan dengan mencari *capital gain/loss*-nya, bukan menggunakan dividen, karena dividen tidak dibagikan oleh semua perusahaan secara periodik.

Pengambilan data yang digunakan dengan metode teknik pengumpulan data sekunder, yaitu menggunakan laporan keuangan kuartalan didapat dari alamat situs BEI pada <http://www.idx.co.id/> serta situs tiap-tiap perusahaan sektor kesehatan selama periode 2019-2021. Populasinya 21 perusahaan sektor kesehatan yang sahamnya saat ini tercatat di BEI. Pengambilan sampel dilaksanakan dengan *purposive sampling*, dimana perusahaan yang masuk dalam sektor kesehatan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dipilih sebagai sampel ialah perusahaan sektor kesehatan dengan laporan keuangan lengkap sepanjang periode penelitian 2019-2021. Adapun kriteria yang dipakai sebagai berikut: pertama yaitu merupakan perusahaan sektor kesehatan dimana masuk *list* di Bursa Efek Indonesia sebagai perusahaan terbuka secara beruntun kuartalan tahun 2019-2021, kemudian kedua yaitu perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan dengan lengkap dan dapat diakses, ketiga yaitu perusahaan tidak sedang dalam masa dihentikan perdagangannya (suspensi) oleh Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian 2019-2021. Setelah penetapan kriteria, maka didapatkan 16 perusahaan yang layak dan memenuhi syarat untuk diambil data laporan keuangannya selama periode 2019-2021. Pengamatan dilakukan selama 3 tahun menggunakan periode kuartalan sehingga 16 perusahaan dikali 12 kuartal sehingga didapat 192 pengamatan.

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan perhitungan statistik, dengan penerapan alat bantu *software* statistik. Setelah pengumpulan data, selanjutnya dilakukan analisis data, yaitu analisis statistik deskriptif, uji korelasi, uji regresi, asumsi klasik *test*, uji model dan uji pengaruh langsung dan tidak langsung/uji intervening.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Pada 25 januari 2020, Bursa Efek Indonesia (BEI) meluncurkan aturan baru terkait penetapan klasifikasi

sector industri baru (IDX-IC), dimana sebelumnya yang digunakan adalah sistem *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA). Sistem baru yang menggantikan JASICA ini memisahkan perusahaan-perusahaan yang terdaftar berdasarkan paparan pasar terhadap produk dan layanan akhir yang dihasilkan, sehingga penetapan terkait sektornya mengalami perubahan yaitu menjadi 12 sektor dengan 35 sub sektor, 69 industri serta 130 sub industri. Sektor kesehatan yang penulis gunakan dalam penelitian ini juga merupakan sektor baru yang masuk dalam ketetapan BEI, dimana sektor kesehatan ini terbagi menjadi 2 sub sektor yaitu sub sektor farmasi dan penyedia layanan kesehatan.

4.1.2 Uji Statistik Deskriptif

Hasil uji statistic deskriptif sebagai berikut:

```
. summarize returnsaham roe x1 x2
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
returnsaham	192	6.043713	34.8239	-56.89655	237.0166
roe	192	5.267461	11.59929	-82.34603	36.32471
x1	192	28.89206	41.09297	.5692795	231.7664
x2	192	28.78723	1.114756	25.9406	30.87621

Sumber: Hasil Uji Statistik Deskriptif Dengan Stata

Mengacu hasil analisis statistik deskriptif, variabel *Return Saham* nilai rata-ratanya 6,044 dengan standar deviasinya 34,824 artinya perusahaan tersebut memiliki keuntungan sebesar 6,044%. *Return* saham rata-rata perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021 sebesar 6,04% **lebih baik** dibanding *return* saham rata-rata IHSG tahun 2019-2021 yang sebesar 1,2%. Dengan nilai terendah sebesar -56,897 atau -56,897% yang dimiliki oleh PT. Kimia Farma Tbk. di kuartal 4 tahun 2019 dengan tertinggi sebesar 237,017 atau 237,017% yang dicapai oleh PT. Pyridam Farma di kuartal 2 tahun 2020.

Profitabilitas (ROE) nilai rata-ratanya 5,267 standar deviasinya sebesar 11,599 artinya perusahaan tersebut memiliki laba bersih sebesar 5,267%. ROE Rata-rata perusahaan sektor kesehatan **kurang baik** pada periode 2019Q1-2021Q1 dimana nilainya dibawah 5,267%, sedangkan pada periode 2021Q2-2021Q4 nilai ROE **lebih baik** diatas rata-rata industri kesehatan 5,267%. Dengan nilai terendah sebesar -82,346 atau -82,346% yaitu PT. Sarana Metropolitan Tbk. di kuartal 4 tahun 2020 dengan tertinggi sebesar 36,325 atau 36,325% dicapai oleh PT. Sido Muncul Tbk. di kuartal 4 tahun 2021.

Solvabilitas (LTDER) nilai rata-ratanya 28,858 standar deviasinya sebesar 41,115 artinya perusahaan tersebut memiliki hutang jangka panjang sebesar 28,858%. Kemudian menurut standar industri untuk solvabilitas dengan menggunakan *long term debt to equity ratio* (LTDER) berdasarkan Kasmir (2008) ialah sebesar 10 kali atau 1000%, itu artinya kinerja sektor kesehatan selama periode 2019-2021 berdasarkan LTDER dinilai **baik** karena hasil rasio LTDER perusahaan sektor kesehatan masih berada dibawah standar rata-rata industri. Dengan nilai LTDER terendah sebesar 0,57 atau 0,570% dimiliki oleh PT. Royal Prima Tbk. di kuartal 1 tahun 2019 dengan tertinggi sebesar 231,766 atau

231,766% milik PT. Pyridam Farma di kuartal 4 tahun 2021. Berdasarkan laporan keuangan perusahaan tersebut (PYFA) sebagai pemilik LTDER terbesar memang mengalami peningkatan LTDER dikarenakan peningkatan liabilitas dari penerbitan obligasi yang bertujuan untuk pengembangan bisnis PYFA.

Ukuran Perusahaan (*Size*) nilai rata-ratanya 28,787 standar deviasinya sebesar 1,115 artinya perusahaan tersebut memiliki aset sebesar 28,787. Dengan nilai terendah 25,941 dimiliki oleh PT. Pyridam Farma Tbk. di kuartal 2 tahun 2019 dengan tertinggi sebesar 30,876 milik PT. Kalbe Farma Tbk di kuartal 4 tahun 2021. Menurut (Budiharto & Andriyani, 2017) perusahaan dapat dibedakan berdasarkan jumlah aset yang dimilikinya, jika sebuah perusahaan memiliki aset kurang dari 10 triliun, maka perusahaan tersebut dianggap sebagai perusahaan dengan skala kecil atau aset kecil, namun jika sebuah perusahaan memiliki aset lebih dari 10 triliun, maka perusahaan tersebut dikategorikan sebagai perusahaan dengan skala besar. Maka PT. Pyridam Farma Tbk masuk kategori perusahaan kecil, sedangkan PT. Kalbe Farma Tbk masuk dalam kategori perusahaan besar.

4.1.3 Uji Regresi Data Panel

Sebelum uji hipotesis, dilakukan pengujian data guna menentukan model yang sesuai dengan karakteristik data memakai *common effect model (CEM)*, *fixed effect model (FEM)*, serta *random effect model (REM)*. Adapun pada penelitian ini terdapat dua kali regresi data panel dikarenakan terdapat dua formulasi. Pada uji regresi data panel akan diuji pengaruh *SIZE* dan *LTDER* terhadap *ROE*, dan juga pengaruh *SIZE*, *LTDER*, *ROE* terhadap *return Saham*. Setelah pengujian didapatkan hasil uji regresi data panel untuk dependen *ROE* dengan persamaan:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 LTDER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + e_{it}$$

menggunakan model *common effect* maka hasil yang diperoleh bahwa yang mempengaruhi profitabilitas (*ROE*) yaitu solvabilitas (*LTDER*), sedangkan untuk ukuran perusahaan (*Size*) tidak mempengaruhi profitabilitas (*ROE*). Berdasarkan pengujian dengan model *fixed effect* didapat hasil bahwa kedua variable independen yaitu Solvabilitas (*LTDER*) dan ukuran perusahaan (*Size*) tidak ada yang mempengaruhi profitabilitas (*ROE*). Berdasarkan pengujian dengan model *random effect* didapat hasil bahwa yang mempengaruhi profitabilitas (*ROE*) yaitu solvabilitas (*LTDER*), sedangkan untuk ukuran perusahaan (*Size*) tidak mempengaruhi profitabilitas (*ROE*).

Kemudian hasil uji regresi data panel untuk dependen *return saham* dengan persamaan:

$$Return\ Saham_{it} = \alpha + \beta_1 LTDER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROE_{it} + e_{it}$$

menggunakan model *common effect* bahwa yang mempengaruhi *return saham* yaitu solvabilitas (*LTDER*) dan profitabilitas (*ROE*), sedangkan untuk ukuran

perusahaan (*Size*) tidak mempengaruhi *return saham*. Hasil estimasi pemilihan model menggunakan model regresi data *Generalized Least Square* pengujian dengan model *random effect* didapat hasil bahwa yang mempengaruhi *return saham* yaitu solvabilitas (*LTDER*) dan profitabilitas (*ROE*), sedangkan untuk ukuran perusahaan (*Size*) tidak mempengaruhi *return saham*. Adapun data selengkapnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 1. Hasil Uji Regresi Data Panel Dependen Return Saham

Variabel Independen	Analisis Data Panel Variabel Dependen Return Saham					
	Common Effect		Fixed Effect		Generalized Least Squares(Random Effect Model)	
	Coef.	>t	Coef.	P>t	Coef.	>t
ROE	.1582975	.004	.1478944	.012	.1582975	.003
LTDER	.0365308	.000	.0186785	.126	.0365308	.000
SIZE	.3279303	.260	.597528	.253	.3279303	.253
Prob>chi2					0.0000	
Prob>F	0.0000		0.0032			
Wald>chi2					38.08	
No. of Obs	192		192		192	
No. of Groups	16		16		16	
Time Periods	12		12		12	
R-Squared	0.1655					

Sumber: Hasil Olah Data STATA

4.1.4 Pemilihan Model Terbaik

Langkah berikutnya pengujian menggunakan Uji Chow, Uji Hausman serta Uji Lagrange Multiplier (LM). Pengujian pemilihan model antara CEM dan FEM untuk dependen profitabilitas (*ROE*) menggunakan uji Chow diperoleh nilai Prob > F = 0.0998, sehingga nilai P > 0.05, yang berarti model terpilih ialah CEM. Adapun data selengkapnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2. Hasil Uji Pemilihan Model Terbaik

Pengujian	Variabel Dependen Profitabilitas(ROE)	Variabel Dependen Return Saham
Uji Chow : CEM VS FEM	Prob>F 0.0998 (CEM)	Generalized Least Squares (GLS)
Uji Lagrange Multiplier(LM) : CEM VS REM	Prob>chibar2 0.1413 (CEM)	
Uji Hausman : REM VS FEM	Prob>chi2 0.7622 (REM)	
Model Terpilih	Common Effect	Random Effect

Sumber: Hasil Olah Data STATA

Pada tabel ini juga disajikan hasil uji pemilihan model antara REM dan FEM menggunakan uji Hausman diperoleh nilai $Prob > Chi2 = 0.7622$, sehingga $P > 0.05$, yang berarti model terpilih adalah REM. Kemudian dilakukan uji LM, dimana dari hasil uji diperoleh nilai $Prob > Chi2 = 0.1413$, sehingga $P > 0.05$, yang berarti model terpilih adalah CEM.

Untuk Dependen *Return Saham*, uji yang terpilih adalah menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) atau *Random Effect*, hal tersebut dilakukan karena terjadinya Heteroskedastisitas dari pengujian data saat pengujian *Return saham* sebagai dependen. Sehingga perlu dilakukan *treatment* dengan menggunakan *Generalized Least Square* (GLS). Menurut (Gujarati, 2004) jika prasyarat-prasyarat tentang tidak terdapatnya autokorelasi dan homoskedastisitas tidak terpenuhi, maka teknik *Ordinary Least Square* (OLS) tidak dapat diandalkan lagi untuk menaksir parameter dalam model regresi linear sehingga teknik *Generalized Least Square* (GLS) ini merupakan cara estimasi yang dirancang untuk mengatasi heteroskedastisitas yang berkemampuan untuk mempertahankan efisiensi estimator tanpa harus kehilangan sifat *unbiased* dan konsistensinya (Setyawan et al., 2019).

4.1.5 Uji Asumsi Klasik Untuk Model Terpilih Uji Normalitas

Uji Shapiro-Wilk (SW) dipilih untuk dipergunakan dalam uji normalitas di penelitian ini. Dimana angka probabilitas $p > 0.05$ artinya menunjukkan normalitas terpenuhi, sedangkan $p < 0.05$ artinya menunjukkan normalitas tidak terpenuhi. Hasil uji asumsi klasik untuk dependen profitabilitas (ROE), diketahui nilai p sebesar 0.32839 lebih tinggi daripada 0.05 artinya asumsi normalitas terpenuhi. Kemudian hasil uji asumsi klasik untuk dependen *return saham*, diketahui nilai p sebesar 0.18835 lebih tinggi daripada tingkat signifikansi 0.05. Artinya asumsi normalitas terpenuhi.

Uji Multikolinearitas

Dalam penelitian ini, digunakan nilai VIF untuk melihat gejala multikolinearitas. Menurut Ghozali (2013) adanya indikasi multikolinearitas apabila nilai $VIF \geq 10$. Sedangkan hasil pada uji multikolinearitas pada dependen profitabilitas (ROE) menunjukkan hasil *mean VIF* sebesar 1.02, sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas antar variabel independen. Kemudian hasil pengujian multikolinearitas pada dependen *return saham* dimana hasilnya *mean VIF* sebesar 1.05 dapat disimpulkan antar variabel independen tidak terdapat gejala multikolinearitas yang terlihat.

Uji Autokorelasi

Penelitian ini melaksanakan uji autokorelasi memakai uji Runs. Nilai untuk probabilitas *test Runs* > 0.05 artinya tidak terjadi autokorelasi. Setelah dilakukan uji Runs, menunjukkan hasil uji autokorelasi pada dependen profitabilitas (ROE) menunjukkan hasil $Prob > |Z| = 0.88$ dan hasil uji autokorelasi pada dependen *return saham* menunjukkan hasil $Prob > |Z| = 0.77$ maka seluruh

nilai probabilitas ($Prob > |Z|$) dari uji Runs > 0.05 , artinya autokorelasi tidak terjadi.

4.1.6 Uji Heteroskedastisitas

Penelitian ini menggunakan uji *Breusch-Pagan* untuk uji heteroskedastisitas yang memiliki tujuan untuk memeriksa apakah terdapat kesamaan atau perbedaan varians antara dua model regresi yang diamati. Jika nilai $prob > chi2$ kurang dari tingkat signifikansi yaitu 0.05 maka indikasinya terjadi heteroskedastisitas atau pelanggaran asumsi homoskedastisitas.

Hasil uji heteroskedastisitas terhadap Profitabilitas (ROE) sebagai variabel dependen didapatkan hasil nilai $Prob > chi2 = 0.9409$, artinya nilainya diatas tingkat signifikansi 0.05, artinya disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas terhadap *return saham* sebagai variabel dependen didapatkan hasil nilai $Prob > chi2 = 0.0080$, artinya nilainya dibawah tingkat signifikansi 0.05 disimpulkan bahwa terjadi heteroskedastisitas. Adapun data selengkapnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 3. Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian	Variabel Dependen Profitabilitas(ROE)	Variabel Dependen Return Saham
Uji Normalitas (Shapiro wilk)	Prob>z	Prob>z
	0.32839	0.18835
Uji Multikolinieritas	Mean Vif	Mean Vif
	1.02	1.05
Uji Autokorelasi	Prob> z	Prob> z
	0.88	0.77
Uji Heteroskedastisitas	Prob>chi2	Prob>chi2
	0.9409	0.0080

Sumber: Hasil Olah Data STATA

4.1.7 Treatment Generalized Least Squares (GLS) dan Model Terpilih

Dari uji asumsi klasik, terpilih *common effect model* untuk variabel dependen Profitabilitas (ROE) karena tidak ditemukan masalah pada keempat uji asumsi klasik tersebut, sedangkan untuk *return saham* sebagai dependen belum lolos uji, dikarenakan masih terdapat masalah pada uji Heteroskedastisitas, sehingga harus di *treatment* dengan menggunakan data *Generalized Least Squares* (GLS) untuk mengabaikan masalah heteroskedastisitas (Gujarati & Porter, 2009).

Menggunakan model terpilih *Common Effect Model*, untuk variabel dependen Profitabilitas (ROE) didapat hasil Solvabilitas (LTDER) memiliki pengaruh positif terhadap Profitabilitas (ROE), namun Ukuran Perusahaan (Size) tidak berpengaruh terhadap Profitabilitas (ROE). Kemudian pada dependen *Return Saham* menggunakan *Treatment GLS* dengan hasilnya Solvabilitas (LTDER) dan Profitabilitas (ROE) berpengaruh positif terhadap

Return Saham, akan tetapi Ukuran Perusahaan (Size) tidak berpengaruh terhadap Return Saham.

Untuk data selengkapnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4. Hasil Treatment GLS dan Model Terpilih

Variabel Independen	Variabel Dependen Profitabilitas(ROE)		Variabel Dependen Return Saham	
	Coef.	P>t	Coef.	P>t
ROE			0.1582975	0.003
LTDER	0.0328055	0.002	0.0365308	0.000
SIZE	0.4534078	0.245	0.3279303	0.253
Cons	-12.45517	0.270	-8.31914	0.316
Prob>F	0.007			
Prob>Chi2			0.000	
Number of Obs	192		192	
Number of Groups	16		16	

Sumber: Hasil Olah Data STATA

4.1.8 Analisis Persamaan Regresi Berganda Data Panel

Dari model yang terbentuk, berdasarkan tabel 4 diatas maka diperoleh persamaan regresi untuk variabel dependen profitabilitas yang diprosikan ROE, dengan persamaan:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 LTDER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + e_{it}$$

$$ROE = -12,455 + 0,033LTDER^* + 0,453SIZE + e_{it}$$

Diketahui analisis pemilihan OLS menunjukkan bahwa nilai constanta (α) yang dihasilkan sebesar -12,455% signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Artinya nilai ROE pada perusahaan sektor kesehatan tetap menjadi sebesar -12,455% tanpa adanya perubahan variabel yang diteliti pada penelitian ini, dapat juga dikatakan jika variabel ROE diamati 0 maka nilainya akan tetap sebesar -12,455%. Diketahui nilai koefisien regresi dari LTDER adalah 0,033% signifikan di tingkat kepercayaan 99%, yang berarti pengaruh LTDER terhadap ROE searah, ketika LTDER naik sejumlah 1%, maka ROE cenderung naik sejumlah 0,033%, sebaliknya penurunan LTDER sebesar 1% maka ROE akan cenderung turun 0,033%. Didapatkan koefisien regresi dari SIZE senilai 0,453% tidak signifikan di tingkat kepercayaan 99% yang berarti pengaruh SIZE terhadap ROE searah dimana ketika SIZE naik 1%, ROE cenderung mengikuti bertambah sebesar 0,453% dan jika penurunan SIZE sebesar 1% maka ROE akan cenderung turun sebesar 0,453%.

Berdasarkan tabel 4, untuk variabel dependen yang diprosikan Return Saham, maka diperoleh persamaan regresi:

$$Return\ Saham_{it} = \alpha + \beta_1 LTDER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROE_{it} + e_{it}$$

$$Return\ Saham = -8,319 + 0,036LTDER^* + 0,328SIZE + 0,158ROE^* + e_{it}$$

Diketahui analisis pemilihan GLS menunjukkan bahwa nilai constanta (α) yang dihasilkan sebesar -8,319% signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Artinya nilai Return Saham pada perusahaan sektor kesehatan tetap menjadi sebesar -8,319% tanpa adanya perubahan variabel yang diteliti pada penelitian ini, dapat juga dikatakan jika variabel Return Saham diamati 0 maka nilainya akan tetap sebesar -8,319%. Diketahui nilai koefisien regresi dari LTDER adalah 0,036% signifikan pada tingkat kepercayaan 99%, yang berarti pengaruh LTDER terhadap Return Saham ialah searah, ketika LTDER naik sejumlah 1%, Return Saham cenderung meningkat juga sejumlah 0,036% dan sebaliknya penurunan LTDER sebesar 1% maka Return Saham cenderung menurun juga senilai 0,036%. Didapatkan nilai koefisien regresi SIZE adalah 0,327% tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 99% yang berarti pengaruh SIZE terhadap Return Saham ialah searah dimana ketika SIZE naik sebesar 1%, Return Saham akan cenderung meningkat senilai 0,328% dan sebaliknya penurunan SIZE sebesar 1% membuat Return Saham cenderung menurun senilai 0,328%. Didapatkan koefisien regresi ROE senilai 0,158% signifikan pada tingkat kepercayaan 99% yang berarti pengaruh ROE terhadap Return Saham ialah searah dimana ketika ROE naik sebesar 1%, maka Return Saham cenderung meningkat senilai 0,158% dan sebaliknya jika ROE berkurang senilai 1% dipastikan Return Saham juga cenderung menurun senilai 0,158%.

4.1.9 Uji Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung

Berdasarkan hasil uji pengaruh langsung, didapatkan hasil dari uji pengaruh langsung (*direct effect*) bahwa solvabilitas LTDER memiliki pengaruh positif terhadap ROE, (SIZE) tidak berpengaruh terhadap ROE, solvabilitas (LTDER) memiliki pengaruh positif terhadap return saham, ukuran perusahaan (SIZE) tidak memiliki pengaruh terhadap Return Saham, kemudian profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh positif terhadap return saham. Berdasarkan pengujian diatas juga didapatkan hasil pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) untuk profitabilitas (ROE) sebagai *intervening*, yaitu solvabilitas (LTDER) berpengaruh positif terhadap return saham melalui profitabilitas (ROE), sedangkan ukuran perusahaan (*size*) tidak berpengaruh terhadap return saham melalui profitabilitas (ROE). Adapun data selengkapnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 5. Hasil Uji Pengaruh Langsung Dan Tidak Langsung

Structural	Direct Effect		Indirect Effect	
	Coef	P >z	Coef.	P >z
ROE <-				
LTDER	0.0328055	0.002	0	
SIZE	0.4534078	0.245	0	

Return Saham <-				
ROE	0.1582975	0.003	0	
LTDER	0.0365308	0.000	0.005193	0.031
SIZE	0.3279303	0.253	0.07177733	0.275
Structural	Total effect			
	Coef.		P>z	
ROE <-				
LTDER	0.0328055		0.002	
SIZE	0.4534078		0.240	
Return Saham <-				
ROE	0.1582975		0.003	
LTDER	0.0417239		0.000	
SIZE	0.3997036		0.172	

Sumber: Hasil Olah Data STATA

4.1.10 Uji Hipotesis

Uji T

Pada penelitian ini dilaksanakan pengujian hipotesis dengan analisis jalur, dimana dari hasil penelitian ini terdapat 4 hipotesis yang diterima sedangkan 3 hipotesis ditolak. Lebih jelasnya dibawah ini.

Tabel 6. Uji Hipotesis Hasil Penelitian

Hipotesis	Coef.	Std. Err.	P > z	Keterangan
H1: Solvabilitas berpengaruh positif terhadap profitabilitas	0,032806	0,0105536	0,002	Hipotesis Diterima
H2: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas	0,453408	0,3890354	0,245	Hipotesis Ditolak
H3: Solvabilitas berpengaruh positif terhadap return saham	0,0365308	0,0079553	0,000	Hipotesis Diterima
H4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham	0,3279303	0,287061	0,253	Hipotesis Ditolak
H5: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap return saham	0,1582975	0,053481	0,003	Hipotesis Diterima
H6: Solvabilitas berpengaruh positif terhadap return saham melalui profitabilitas	0,005193	0,0024136	0,031	Hipotesis Diterima
H7: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham melalui profitabilitas	0,07177	0,0657362	0,275	Hipotesis Ditolak

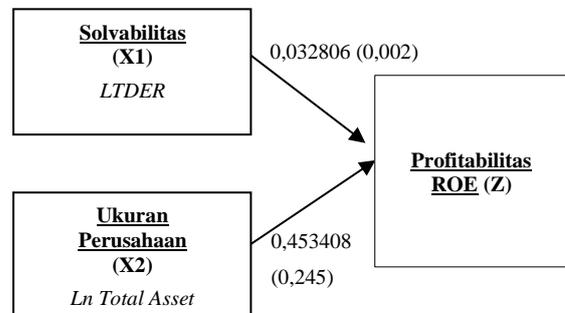
4.1.11 Uji R2

Koefisien determinasi pada variabel dependen Profitabilitas (ROE) berdasarkan lampiran 6B adalah 0,0512 artinya 5.12% ROE sebagai variabel dependen dijelaskan oleh LTDER dan Ukuran Perusahaan, dan selebihnya yaitu 94.88% terdapat pada variabel lain dimana tidak dipergunakan di penelitian ini. Sedangkan koefisien determinasi pada variabel dependen return saham berdasarkan lampiran 6C adalah 0,1655. Artinya 16.55% return saham sebagai variabel dependen dijelaskan oleh variabel independen yang terdiri dari LTDER, Ukuran Perusahaan dan ROE. Sisanya 83,45% diterangkan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan di penelitian ini.

4.1.12 Uji Path Analysis

Sub Struktur Pertama

Tahapan ini menjelaskan peran dari Solvabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas (ROE), dimana hasil dapat terlihat pada gambar 1 berikut ini:



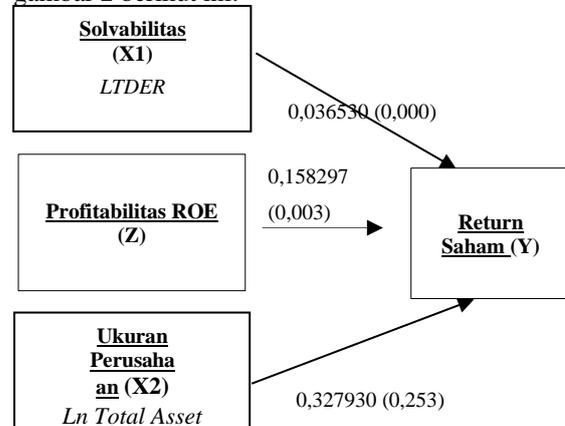
Sumber: Peneliti, 2021

Gambar 1. Hasil Model Persamaan 1

Hasilnya pada gambar 1 menunjukkan bahwa Solvabilitas (LTDER) berpengaruh positif terhadap Profitabilitas (ROE) dan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Profitabilitas (ROE).

Sub Struktur Kedua

Tahapan ini menjelaskan peran dari Solvabilitas (LTDER), Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas (ROE) terhadap Return Saham, dimana hasil dapat terlihat pada gambar 2 berikut ini:



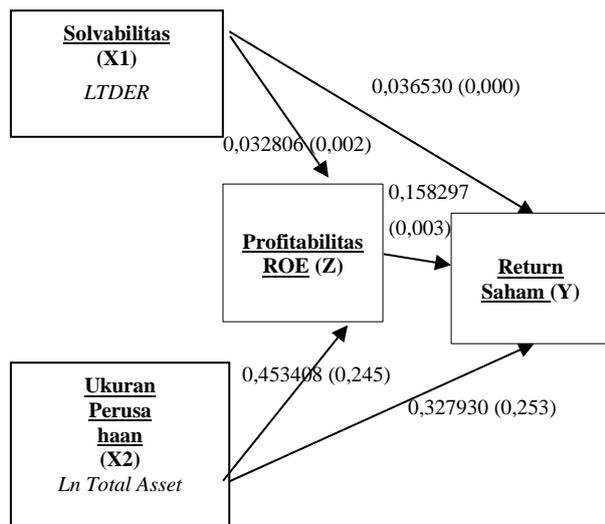
Sumber: Peneliti, 2021

Gambar 2. Hasil Model Persamaan 2

Hasilnya pada gambar 2 menunjukkan bahwa Solvabilitas (LTDER) berpengaruh positif terhadap Return Saham dan Profitabilitas (ROE) berpengaruh positif terhadap Return Saham, sedangkan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Return Saham.

Struktur Gabungan

Tahapan ini menjelaskan peran dari Solvabilitas (LTDER), Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas (ROE) terhadap Return Saham baik pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsungnya, dimana hasil dapat terlihat pada gambar-gambar berikut ini:



Sumber: Peneliti, 2021

Gambar 3. Hasil Model Gabungan

Berdasarkan gambar 3 dapat terlihat bahwa Solvabilitas (LTDER) berpengaruh langsung terhadap Return Saham dan tidak langsung terhadap Return Saham melalui Profitabilitas (ROE, namun demikian berdasarkan hasil uji pengaruh langsung dan tidak langsung didapat hasil bahwa pengaruh langsungnya sebesar 0.0365308 lebih besar dibandingkan pengaruh tidak langsungnya yang sebesar 0.005193, sehingga Profitabilitas (ROE) tidak bisa menjadi variabel intervening pada model ini, sedangkan untuk Ukuran Perusahaan tidak memiliki pengaruh langsung terhadap Return Saham, dan juga tidak memiliki pengaruh tidak langsung terhadap Return Saham melalui Profitabilitas (ROE).

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Solvabilitas Terhadap Profitabilitas

Pada analisis pengujian menemukan hasil solvabilitas memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Situasi industri kesehatan pada periode 2019-2021 pada industri rumah sakit terdapat perubahan kebijakan dan pembiayaan kesehatan yang sebelumnya pembayaran umum menjadi tanggung jawab asuransi baik itu BPJS dari Pemerintah maupun asuransi swasta, hal ini menyebabkan kesulitan likuiditas bagi emiten rumah sakit

jika terjadi penunggakan pembayaran oleh BPJS yang juga menyebabkan banyak rumah sakit kesulitan dalam pembayaran obat, dokter serta karyawannya. Timbulnya piutang yang tidak dapat dihindari perlu disikapi dengan strategi khusus, seperti contohnya emiten MIKA yang membatasi kontribusi pembayaran BPJS hanya 30-40% dari pendapatan keseluruhan. Pada industri farmasi terdapat peningkatan kebutuhan obat-obatan, vitamin dan suplemen dan juga kebijakan baru yaitu terbitnya Peraturan Presiden Nomor 99 Tahun 2020 mengenai Pengadaan Vaksin dan Pelaksanaan Vaksin yang mengatur bahwa hanya BUMN Farmasi yang diizinkan memproduksi, mengimpor dan mendistribusikan vaksin Covid-19. Akibatnya perusahaan farmasi BUMN lebih diuntungkan dengan peningkatan pendapatan dibanding perusahaan farmasi Non BUMN, namun dari segi likuiditas perusahaan Non BUMN lebih baik karena tidak dipengaruhi besarnya piutang akibat menunggaknya pembayaran dari Rumah Sakit Pemerintah, Dinas Kesehatan, serta BPJS Kesehatan.

Berdasarkan tabel statistik deskriptif, LTDER terbesar pada perusahaan sektor kesehatan pada PT. Pyridam Farma Tbk., yaitu di periode kuartal 4 tahun 2021 dimana menurut laporan keuangan perusahaan tersebut pada periode 2021 mengalami peningkatan LTDER dikarenakan peningkatan liabilitas dari penerbitan obligasi senilai Rp.300.000.000,00 dengan tingkat bunga tetap sebesar 11,25% per tahun terhitung sejak tanggal emisi, tingkat bunga ini lebih besar daripada tingkat bunga deposito dimana per november 2021 rata-rata suku bunga deposito ada di 3,09%. Obligasi ini bertujuan untuk pengembangan bisnis PYFA. Dan jika dilihat dari sampel penelitian, perusahaan perusahaan sektor kesehatan dengan LTDER lebih besar mempunyai profitabilitas yang baik sepanjang tahun 2019-2021. Demikian dapat dilihat dari perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021 yang memiliki hutang jangka panjang yang banyak memiliki keuntungan berupa pengurangan beban pajak yang ada sehingga berdampak positif bagi laba bersih perusahaan. Hal itu sejalan teori Modigliani dan Miller (Teori MM) dengan pernyataan bahwasanya perusahaan menjadi lebih baik bila memakai utang yang lebih besar, karena sampai batas tertentu bagi perusahaan utang besar dapat menghasilkan penghematan pajak (*tax shield*) yang dapat dipergunakan menambah arus kas yang berdampak pada peningkatan kinerja. Jika terjadi peningkatan kinerja perusahaan maka meningkat juga minat investor terhadap perusahaan itu (Anjani & Syarif, 2019). Hal tersebut sejalan dengan penelitian oleh (Ludijanto et al., 2014) dimana menyatakan bahwa LDER mempunyai pengaruh signifikan terhadap ROE (*return on equity*). Penelitian ini tidak mendukung *Trade-off theory* yang menyatakan bahwasanya penggunaan hutang yang optimal adalah keseimbangan antara hutang dan manfaat seperti dijelaskan oleh (Kontesa, 2015), dan juga bertentangan dengan hasil temuan (Talunohi & Bertuah, 2022) dengan pernyataan ketika penggunaan hutang yang besar pasti akan ada bunga atas pinjaman yang tinggi juga sehingga hal itu tidak mempengaruhi profitabilitas.

4.2.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas

Hasil analisis pengujian menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Jika dilihat dari sampel penelitian, perusahaan berjumlah aset besar (KLBF) memperoleh profit yang tidak terlalu besar berbeda dengan SIDO yang memiliki aset yang lebih sedikit namun memperoleh profit yang lebih besar. Dengan demikian aset yang besar tidak mempengaruhi profitabilitas. Berdasarkan data statistik deskriptif, terlihat bahwa ukuran perusahaan yang besar tidak selalu berkorelasi dengan tingkat ROE yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan kecil pun masih memiliki potensi untuk mencapai ROE yang tinggi bagi perusahaannya. Putri et al., (2015) dalam temuan penelitiannya mendukung hal ini dengan menyimpulkan ukuran perusahaan yang tidak memiliki pengaruh terhadap profitabilitas.

Hasil ini tidak sejalan dengan *signalling theory* dimana sinyal positif perusahaan unggulan beraset besar diharapkan memberi para investor kepercayaan perusahaan akan mampu menjaga dan meningkatkan kinerja yang stabil. Ternyata besarnya aset pada perusahaan sektor kesehatan justru memiliki konsekuensi berupa peningkatan beban penyusutan dan beban pemeliharaan aset yang besar namun tidak berkontribusi terhadap laba bersih perusahaan. Penelitian ini berlawanan dengan penelitian (Rusmawati, 2016), (Ambarwati et al., 2015) dan (Rifai et al., 2015) yang menyimpulkan ada pengaruh yang signifikan dan positif antara ukuran perusahaan dengan profitabilitas.

4.2.3 Pengaruh Solvabilitas Terhadap Return Saham

Penelitian ini menemukan solvabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Jika dilihat dari sampel penelitian, perusahaan-perusahaan sektor kesehatan dengan LTDER yang lebih besar memiliki *return* saham yang baik sepanjang tahun 2019-2021. Oleh sebab itu LTDER mempengaruhi *return* saham. Temuan ini sejalan *pecking order theory* serta informasi yang tidak seimbang dimana dinyatakan supaya tidak mendapatkan pandangan buruk investor maka struktur modal harus diikuti dengan urutan laba ditahan, utang, dan penawaran saham baru. Investor cenderung merespon negatif terhadap penerbitan saham baru yang dirasa merugikan pemegang saham yang ada dengan peningkatan jumlah saham yang beredar dan berdampak dilusi yang mengakibatkan jatuhnya harga saham di pasar. Namun akan berbeda jika kebijakan pembiayaan adalah berupa utang yang diambil dimana investor cenderung merespon positif terhadap kebijakan tersebut, karena investor menilai utang lebih baik daripada *right issue*. Terlebih utang yang berupa obligasi seperti yang dilakukan oleh PYFA yang jelas pemanfaatannya untuk ekspansi sehingga memiliki dampak positif kepada harga saham dimana pada akhirnya *return* saham ikut terangkat. Hasil penelitian ini bahwa *solvability* memiliki pengaruh positif pada *return*

saham sejalan dengan penelitian (Purwitajati & Putra, 2016), (Rahmawati, 2017) dan (Afif, 2020).

4.2.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham

Temuan analisis mendapatkan hasil ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Jika dilihat dari sampel penelitian, perusahaan dengan jumlah aset yang besar (KLBF, SIDO) memperoleh *return* saham yang tidak terlalu besar berbeda dengan PYFA dan INAF yang memiliki aset yang lebih sedikit namun memperoleh *return* saham yang lebih besar. Dengan itu berarti aset besar atau kecil tidak mempengaruhi *return* saham. Temuan ini sejalan dengan temuan (Riawan, 2019) dimana menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Temuan ini berlawanan *signalling theory* yang berasumsi aset besar sebagai sinyal positif sehingga ketika investor mengetahuinya maka mempengaruhi keputusan investasi mereka dan dapat meningkatkan harga dan *return* saham. Penelitian ini membuktikan bahwa investor ketika berinvestasi pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021 tidak mempertimbangkan besar aset sebagai patokan untuk meraih *return* saham dalam melakukan investasinya dan tidak memperhatikan informasi yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwasanya saat publikasi laporan keuangan tidak lagi menjadi perhatian investor dan masih kurang informatif sehingga tidak dijadikan dasar investor saat mengambil keputusan berinvestasi serta memperkirakan *return* saham di sepanjang 2019-2021. Investor berasumsi bahwa perusahaan besar tidak dapat menjamin pasti mendapat tingkat *return* yang besar demikian sebaliknya, perusahaan aset kecil juga berpeluang memberikan tingkat *return* yang tinggi. Bahkan besarnya aset yang justru memiliki konsekuensi berupa peningkatan beban penyusutan dan beban pemeliharaan aset yang besar namun tidak berkontribusi terhadap laba bersih perusahaan dan *return* saham. Hal ini membuat para investor cenderung mengabaikan *signaling theory* tentang ukuran aset perusahaan, dan lebih lebih kepada melihat faktor lain seperti ekspektasi investor sebagaimana hasil penelitian (Fissholah & Hascaryani, 2022). Penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang menemukan bahwa ada pengaruh yang signifikan dan positif antara ukuran perusahaan terhadap *return* saham seperti oleh (Ganerse & Suarjaya, 2014), (Djam'an et al., 2012), dan (Zulfa, 2013).

4.2.5 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Return Saham

Pengujian ini menemukan profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Jika dilihat dari sampel penelitian, perusahaan-perusahaan sektor kesehatan dengan ROE yang lebih besar mempunyai *return* saham yang baik selama periode penelitian tahun 2019-2021. Oleh karena itu profitabilitas mempengaruhi *return* saham. Hasil ini juga mendukung *signalling theory*

dimana investor diberikan sinyal positif oleh manajemen perusahaan melalui laporan keuangan yang menunjukkan kinerja yang baik dengan ROE yang besar yang direspon investor dengan pembelian saham dan akhirnya *return* saham meningkat. Hasil ini menunjukkan para investor yang akan melakukan investasinya pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021 mempertimbangkan profitabilitas sebagai patokan untuk melakukan investasinya dan memperhatikan informasi yang terdapat pada laporan keuangan emiten. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (K. Chandra, 2019) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh positif antara profitabilitas terhadap *return* saham, juga sejalan terhadap penelitian-penelitian sebelumnya (Adawiyah & Setiyawati, 2019; Ahmad et al., 2013; Anjani & Syarif, 2019; P. A. N. K. Putri & Purbawangsa, 2017; Sari et al., 2017; Septiana & Wahyuati, 2013).

4.2.6 Pengaruh Solvabilitas Terhadap Return Saham Melalui Profitabilitas

Temuan uji analisis menyatakan bahwa solvabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham melalui profitabilitas pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Itu artinya bahwa solvabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham dan profitabilitas dapat memediasi hubungan solvabilitas terhadap *return* saham. Jika semakin tinggi utang jangka panjang yang dikelola perusahaan sektor kesehatan ini, maka akan mempengaruhi laba bersih perusahaan yang akan berdampak pada *return* saham. Hal itu dapat dilihat dari perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021 yang memiliki LTDER yang banyak memiliki keuntungan berupa pengurangan beban pajak yang ada sehingga berdampak positif bagi laba bersih dan akan berpengaruh terhadap keputusan investor untuk melakukan pembelian saham yang membuat harga saham meningkat dan memperbesar *return* saham. Hal itu sejalan teori Modigliani dan Miller (Teori MM) dengan pernyataan bahwasanya perusahaan menjadi lebih baik bila memakai utang yang lebih besar, karena sampai batas tertentu bagi perusahaan utang besar dapat menghasilkan penghematan pajak (*tax shield*) yang dapat dipergunakan menambah arus kas yang berdampak pada peningkatan kinerja. Jika terjadi peningkatan kinerja perusahaan maka meningkat juga minat investor terhadap perusahaan itu (Anjani & Syarif, 2019). Ketika banyak investor yang berinvestasi di perusahaan maka harga saham akan meningkat dan mempengaruhi *return* saham yang akan ikut meningkat. Selain itu, investor cenderung merespon negatif terhadap penerbitan saham baru yang dirasa merugikan pemegang saham yang ada dengan peningkatan jumlah saham yang beredar dan berdampak dilusi yang mengakibatkan jatuhnya harga saham di pasar. Namun akan berbeda jika kebijakan pembiayaan adalah berupa utang yang diambil dimana investor cenderung merespon positif terhadap kebijakan tersebut, karena investor menilai utang lebih baik daripada *right issue*. Terlebih utang yang berupa obligasi seperti yang dilakukan oleh PYFA yang jelas pemanfaatannya untuk ekspansi sehingga memberi prospek peningkatan penjualan dan peningkatan

profitabilitas di masa depan sehingga pada akhirnya meningkatkan harga dan *return* saham.

4.2.7 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Melalui Profitabilitas

Temuan pada analisis pengujian menemukan profitabilitas tidak dapat memediasi antara ukuran perusahaan terhadap *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021. Penelitian ini juga menunjukkan *SIZE* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham dan profitabilitas tidak bisa memediasi hubungan ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Dengan demikian besarnya jumlah aset yang dimiliki tidak serta merta menaikkan laba bersih perusahaan dan *return* saham perusahaan. Penelitian ini berlawanan dengan *signalling theory* dimana berasumsi aset besar sebagai sinyal positif sehingga ketika investor mengetahuinya maka mempengaruhi keputusan investasi mereka dan dapat meningkatkan harga dan *return* saham. Temuan penelitian ini membuktikan bahwa investor ketika berinvestasi pada perusahaan sektor kesehatan tahun 2019-2021 tidak mempertimbangkan besar aset sebagai patokan untuk meraih *return* saham dalam melakukan investasinya dan tidak memperhatikan informasi yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa saat publikasi laporan keuangan tidak lagi menjadi perhatian investor dan masih kurang informatif sehingga tidak dijadikan dasar investor saat mengambil keputusan berinvestasi serta memperkirakan *return* saham di sepanjang 2019-2021. Investor berasumsi bahwa perusahaan besar tidak dapat menjamin pasti mendapat tingkat *return* yang besar demikian sebaliknya, perusahaan aset kecil juga berpeluang memberikan tingkat *return* yang tinggi. Bahkan besarnya aset yang justru memiliki konsekuensi berupa peningkatan beban penyusutan dan beban pemeliharaan aset yang besar namun tidak berkontribusi terhadap laba bersih perusahaan dan *return* saham. Hal ini membuat para investor cenderung mengabaikan *signaling theory* tentang ukuran aset perusahaan, dan lebih lebih kepada melihat faktor lain seperti ekspektasi investor sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh (Fissholah & Hascaryani, 2022) yang menemukan bahwa adanya peningkatan *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan dikarenakan adanya peningkatan pendapatan emiten karena krisis kesehatan memaksa peningkatan kebutuhan akan obat-obatan, alat kesehatan, produk kesehatan, layanan kesehatan serta kebutuhan terkait kesehatan lainnya.

4.2.8 Temuan Penelitian

Pada penelitian ini mendapat hasil bahwa solvabilitas berpengaruh positif terhadap profitabilitas dan *return* saham yang berarti bahwa jika nilai solvabilitas meningkat maka nilai profitabilitas dan *return* saham juga akan meningkat, dan sebaliknya jika nilai solvabilitas itu menurun maka nilai profitabilitas dan *return* saham akan menurun juga, hal ini terjadi karena perusahaan akan lebih baik bila menggunakan hutang jangka panjang yang lebih besar seperti misalnya

menerbitkan obligasi seperti yang dilakukan PYFA untuk ekspansi berupa akuisisi perusahaan yang bergerak di segmen kesehatan dan *food beverages* sehingga akan dapat meningkatkan penjualan yang berdampak pada peningkatan profitabilitas perusahaan sehingga memikat minat banyak investor berinvestasi di emiten tersebut akibatnya membuat harga saham meningkat dan meningkatkan juga *return* saham.

Berdasarkan penelitian ini mendapat hasil bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap profitabilitas dan *return saham* yang berarti meskipun nilai ukuran perusahaan naik atau bahkan turun hal itu tidak akan mempengaruhi profitabilitas dan *return* saham. Penyebabnya karena peningkatan aset yang tidak disertai dengan pengelolaan beban penyusutan secara baik dan kurang pengalamannya manajemen dalam mengelola aset untuk memaksimalkan laba, sehingga para investor cenderung mengabaikan sinyal maupun informasi tentang kenaikan maupun penurunan aset dan lebih cenderung melihat faktor lain seperti ekspektasi investor seperti penelitian yang dilakukan oleh (Fissholah & Hascaryani, 2022) yang menemukan bahwa adanya peningkatan *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan dikarenakan adanya peningkatan pendapatan emiten sektor kesehatan karena krisis kesehatan memaksa peningkatan kebutuhan akan obat-obatan, alat kesehatan, produk kesehatan, layanan kesehatan serta kebutuhan terkait kesehatan lainnya.

Pada penelitian ini juga diperoleh hasil bahwa solvabilitas berpengaruh terhadap *return* saham melalui profitabilitas. Juga didapatkan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham melalui profitabilitas. Maksudnya bahwa solvabilitas berupa hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan telah dikelola dengan optimal dan dapat meningkatkan penjualan sehingga dapat menghasilkan laba yang dapat menjadi daya tarik para investor untuk berinvestasi dan meningkatkan *return* saham. Sedangkan ukuran perusahaan walaupun dimediasi oleh profitabilitas tetap tidak mampu untuk mempengaruhi *return* saham karena kurang produktifnya dalam pengelolaan aset yang ada dan juga aset sendiri dikelola oleh manajemen yang masih kurang berpengalaman sehingga tidak mampu meraih laba yang maksimal sehingga tidak mampu juga mempengaruhi minat investor dalam berinvestasi.

Pada penelitian ini juga diperoleh hasil bahwa koefisien determinasi yang terdapat pada variabel dependen profitabilitas (ROE) berdasarkan uji R2 adalah 0,0512. Artinya 5.12% ROE sebagai variabel dependen dijelaskan oleh LTDER dan Ukuran Perusahaan yang berperan sebagai variabel independen. Kemudian untuk sisanya sebesar 94.88% dijelaskan oleh variabel lain diluar yang digunakan dalam penelitian ini. Hal ini dapat dijelaskan bahwa adanya peningkatan ROE pada 2019-2021 sebagian besar tidak disebabkan oleh solvabilitas maupun ukuran perusahaan namun oleh peningkatan pendapatan yang diperoleh setelah pandemik menerjang, seperti dikutip dari siaran pers SILO dalam keterbukaan informasi BEI menyatakan bahwa peningkatan pendapatan telah mendorong peningkatan profitabilitas.

Hal senada juga terjadi pada MIKA dan HEAL yang pasien rawat inapnya mengalami kenaikan sehingga naik juga pendapatan bersih dan pendapatan usahanya. Selain pada sektor rumah sakit, perusahaan-perusahaan farmasi juga mengalami kenaikan penjualan, seperti dikutip dari Iswara (2021) bahwa KLBF dan INAF merasakan dampak pengaruh dari pandemi COVID-19 mampu mendongkrak penjualan perseroan. Dimana kenaikan paling drastis terjadi pada penjualan alat kesehatan, diagnostik, dan lainnya hingga 671,98 persen yoy di kuartal satu tahun 2021. LTDER memiliki dua sisi dimana selain sisi menguntungkan karena meringankan beban pajak serta dapat bersifat produktif jika digunakan untuk investasi, namun terdapat juga sisi merugikan yaitu adanya potensi kesulitan pembayaran utang karena faktor piutang yang sulit tertagih.

Sedangkan koefisien determinasi yang terdapat pada variabel dependen *return* saham berdasarkan lampiran 6C uji R2 adalah 0,1655. Artinya 16.55% *return* saham dijelaskan oleh LTDER, Ukuran Perusahaan dan ROE. Sisanya 83,45% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam penelitian ini. Mengenai hal ini dapat dijelaskan bahwa adanya peningkatan *return* saham pada periode 2019-2021 lebih kepada ekspektasi investor, hal ini berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh (Fissholah & Hascaryani, 2022) yang menemukan bahwa adanya peningkatan *return* saham pada perusahaan sektor kesehatan dikarenakan adanya peningkatan pendapatan emiten sektor kesehatan karena krisis kesehatan memaksa peningkatan kebutuhan akan obat-obatan, alat kesehatan, produk kesehatan, layanan kesehatan serta kebutuhan terkait kesehatan. Dibandingkan sebelum pandemik terjadi peningkatan kebutuhan terkait kesehatan selama pandemik yang mempengaruhi penjualan pada perusahaan sektor kesehatan sehingga diharapkan mempunyai kinerja yang lebih unggul saat pandemik dibanding dengan sektor lain. Pernyataan tersebut juga sejalan penelitian (Al-awadhi et al., 2020) menyatakan bahwa terdapat dua sektor yang menunjukkan kinerja yang lebih baik di masa pandemic yakni sektor teknologi informasi dan manufaktur kesehatan. Dengan demikian, para investor berekspektasi positif dalam berinvestasi akan meraih *return* di pasar saham pada sektor kesehatan.

5. Kesimpulan dan Saran

5.1 Kesimpulan

Hasil empiris dari penelitian ini membuktikan bahwa solvabilitas yang diproksikan dengan LTDER memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas, hasil ini mendukung teori Modigliani & Miller, namun ukuran perusahaan yang diproksikan dengan Ln Total Aset tidak berpengaruh pada profitabilitas yang diproksikan dengan ROE dimana hal ini tidak sejalan dengan *signalling theory*. Pengaruh antara solvabilitas terhadap *return* saham menunjukkan positif signifikan sejalan dengan teori MM, sementara ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham yang bertentangan dengan *signalling theory*. Profitabilitas secara langsung mempengaruhi *return* saham, dimana hasil ini membuktikan bahwa hal ini sejalan dengan *signalling*

theory. Sebagai variabel mediasi, profitabilitas dapat memediasi solvabilitas terhadap *return* saham, namun profitabilitas tidak dapat memediasi ukuran perusahaan terhadap *return* saham

5.2 Saran

Pada penelitian ini, penulis perlu menyarankan untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan pengujian ulang dengan penelitian yang berbeda objek, tidak hanya di perusahaan sektor kesehatan namun juga sektor lain dimana terdapat dua belas sektor masuk daftar di BEI. Jangka waktu/periode dalam penelitian agar dapat periode yang lebih diperbarui serta lebih panjang, tidak hanya periode tiga tahun namun dapat ditingkatkan ke periode diatas lima tahun, juga disarankan agar menambah jumlah variabel yang lebih banyak serta variatif, karena pada dasarnya masih terdapat variabel-variabel lain diluar penelitian ini yang mungkin dapat memiliki pengaruh terhadap variabel *return* saham, seperti faktor piutang yang memang tidak bisa dihindari oleh emiten-emiten sektor kesehatan. Selain itu mengingat hasil penelitian ini bahwa ukuran perusahaan yang diprosikan dengan *In total aset* tidak mempengaruhi profitabilitas dan *return* saham, maka pada penelitian selanjutnya disarankan untuk meneliti ukuran perusahaan dengan diprosikan *intangible asset* seperti paten, merek dagang, lisensi bisnis, *copyrights*, dan lain-lain.

Bagi manajemen perusahaan perlu hati-hati melalui keputusan struktur modal yang dibuat, mengingat manajemen perlu mempertimbangkan risiko yang mungkin muncul, baik itu risiko suku bunga maupun risiko tenggat waktu pinjaman yang panjang dimana membutuhkan konsistensi kinerja yang bagus dalam jangka waktu pinjaman untuk selalu mencetak laba guna membayar kembali pinjaman. Manajemen perusahaan juga perlu untuk mengelola aset yang efektif dimana diikuti pula dengan efisiensi operasional dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi dengan disertai pengelolaan utang baik akan memberikan sinyal berita baik bagi investor, mengingat profitabilitas yang meningkat dan besarnya *return* saham ini akan membentuk opini positif terhadap prospek perusahaan dan menarik minat investor untuk berinvestasi, namun para calon investor maupun masyarakat harus dapat meningkatkan kewaspadaannya dalam berinvestasi serta meningkatkan pengetahuan dalam berinvestasi dengan mengkaji terlebih dahulu mengenai perusahaan atau object yang akan diinvestasikan. Peneliti juga berharap masyarakat dapat memanfaatkan temuan dalam penelitian ini menjadi faktor pertimbangan penting khususnya untuk membuat keputusan dalam berinvestasi.

Daftar Pustaka

Abdullah, M. N. (2015). The Impact of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Dhaka Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3(1), 10.

- Adawiyah, N. R., & Setiyawati, H. (2019). The Effect of Current Ratio, Return on Equity, And Firm Size on Stock Return (Study of Manufacturing Sector Food and Beverage in Indonesia Stock Exchange). *Scholars Bulletin*, 513–520.
- Afif, A. S. (2020). Pengaruh Return on Assets (ROA), Debt to Equity Ratio (DER) dan Inventory Turn Over terhadap Return Saham. *JCA Ekonomi*, 1, 230–237.
- Ahmad, H., A. Fida, B., & Zakaria, M. (2013). The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns: Evidence from the Karachi Stock Exchange. *The Lahore Journal of Economics*, 18(1), 81–93.
- Al-awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27(January), 1–5.
- Ambarwati, N. S., Yuniarta, G. A., & Sinarwati, N. K. (2015). Pengaruh Modal Kerja, Likuiditas, Aktivitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdapat Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha*, 3(1). www.idx.co.id.
- Anjani, T., & Syarif, A. D. (2019). The Effect of Fundamental Analysis on Stock Returns using Data Panels ; Evidence Pharmaceutical Companies listed on IDX. *International Journal of Innovate Science and Research Technology*, 4(7), 500–505.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management. Mason: South-Western*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. *Jakarta: Salemba Empat*.
- Brigham, Eugene F, & Houston, J. F. (2011). Dasar-dasar manajemen keuangan. *Jakarta: Salemba Empat*.
- Budiharto, & Andriyani, M. (2017). Studi Komparasi Profitabilitas Perusahaan Berdasar Aset. *Jurnal Pengembangan Pariwisata*, 13–26.
- Chandra, K. (2019). Return on Equity Effect and Debt To Equity Ratio on Return Stock of Food and Beverage. *Business and Entrepreneurial Review*, 16(1), 31–44.
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74–89.
- Djam'an, N., Pagalung, G., & Tawakkal. (2012). Pengaruh Informasi Laporan Arus Kas, Laba dan Ukuran Perusahaan Terhadap Abnormal Return Saham. *Riset Akuntansi Indonesia*.
- Dura, J., & Vionitasari, F. (2021). Pengaruh Return on Equity (Roe), Debt To Equity Ratio (Der), Dan Current Ratio (Cr) Terhadap Return Saham Perusahaan Sub Sektor Property Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *RISTANSI: Riset Akuntansi*, 1(1), 10–23.
- Fahmi, I. (2018). Pengantar Manajemen Keuangan: Teori Dan Tanya Jawab. *Bandung: Alfabeta*.

- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 53(3), 819–843.
- Fissholah, Q. A., & Hascaryani, T. D. (2022). Analisis Return Saham Dan Tva Pada Sektor Kesehatan Sebelum Dan Selama Pandemi Covid-19. *Contemporary Studies in Economic*, 1(1), 49–61.
- Ganerse, I. M. B., & Suarjaya, A. A. G. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan F&B. *Jurnal Akuntansi. Universitas Udayana. Bali*, 1620–1632.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21, Edisi Ketujuh*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. (2006). *Principles of Manajerial Finance. International Edition*. Boston: Pearson Education.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. New York: Mc Graw-Hill.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.
- Hadlock, C. J., & James, C. M. (2002). Do banks provide financial slack? *The Journal of Finance*, 57(3), 1383–1419.
- Hartono, J. (2005). Pasar efisien secara keputusan. *Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama*.
- Hisar, R., Suharna, J., Amiruddin, A., & Cahyadi, L. (2021). Pengaruh Roa Dan Der , Terhadap Return Saham Publik. *Forum Ilmiah*, 18(2), 178–189.
- Irham, F. (2012). Pengantar Pasar Modal, Panduan bagi para Akademisi dan Praktisi Bisnis dalam Memahami Pasar Modal Indonesia. *Bandung : PT. AlfaBeta*.
- Iswara, M. A. (2021). Seberapa Besar Untung Perusahaan Sektor Kesehatan dari COVID-19. *Diperoleh Dari Https://Tirto.Id/Seberapa-Besar-Untung-Perusahaan-Sektor-Kesehatan-Dari-Covid-19-GhYm*.
- Jogiyanto, H. (2010). Teori portofolio dan analisis investasi Edisi Ketujuh. *Yogyakarta: BPFE*.
- Joni, & Lina. (2010). Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis Dan Akutansi*, 12(2), 81–89.
- Kasmir. (2008). Analisis Laporan Keuangan. *Jakarta: Rajawali Press*.
- Kontesa, M. (2015). Capital Structure , Profitability , And Firm Value . Whats New ? *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(20), 185–192.
- Kristina, M. (2022). Incar Cuan di Tengah Pandemi, Pesona Saham Kesehatan Mulai Pudar. *Diperoleh Dari Https://Www.Idxchannel.Com/Market-News/Incar-Cuan-Di-Tengah-Pandemi-Pesona-Saham-Kesehatan-Mulai-Pudar-1*.
- Ludijanto, S. E., Handayani, S. R., & Hidayat, R. R. (2014). Pengaruh Analisis Leverage terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Listing di BEI Tahun 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 8(1), 1–8.
- Marlina, D., & Sari, E. N. (2016). Pengaruh Rasio Profitabilitas dan Leverage Terhadap Return Saham (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur di BEI). *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis*, 9(1), 80–105. <http://journal.umsu.ac.id/index.php/akuntan/article/view/456>
- Ningsih, W. W., & Maharani, N. K. (2022). Pengaruh Kebijakan Dividen, Return on Asset Dan Return on Equity Terhadap Return Saham. *Jurnal Papatung*, 5(1), 60–69.
- Niresh, J. A., & Velnampy, T. (2014). Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms ed Manufacturing Firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(4), 57–64.
- Nofitasari, F. K., & Adi, S. W. (2021). Pengaruh Resiko Sistematis, Leverage, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Return Saham. *Proceeding Seminar Nasional & Call For Papers*, 369–379.
- Nurdiana, D. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Profitabilitas. *MENARA Ilmu*, 12(6), 77–88.
- Purwanti, A. (2022). Kinerja Sektor Kesehatan Kian Meningkat di Tengah Pandemi. *Diperoleh Dari Https://Www.Kompas.Id/Baca/Telaah/2022/03/01/Kinerja-Sektor-Kesehatan-Kian-Meningkat-Di-Tengah-Pandemi*.
- Purwitajati, E., & Putra, I. M. P. D. (2016). Pengaruh Debt To Equity Ratio pada Return Saham dengan Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(2), 1086–1114.
- Putra, I. M. G. D., & Dana, I. M. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan Farmasi Di BEI. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(11), 6825-6850 ISSN: 2302-8912.
- 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.
- Putri, N. S., Ervita, S., & Wijaya, T. (2015). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan, Perputaran Modal Kerja dan Likuiditas Terhadap Profitabilitas. *STIE MDP, Palembang, Idx*, 1–15.
- Putri, P. A. N. K., & Purbawangsa, I. B. A. (2017). Pengaruh Kondisi Pasar Modal Dan Rasio Keuangan Terhadap Return Saham Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 6(8), 4269–4297.
- Rahmawati, A. (2017). Pengaruh Earning Per Saham (EPS) Return On Equity (ROE) Dan Debt To Equity Ratio (DER) Terhadap Return Saham (Studi pada,perusahaan Food,and Beverage yang,terdaftar di,Bursa Efek,Indonesia Periode 2011-2013). *Jurnal Ekonomi SI Universitas Pakuan*, 23(1).
- Riawan. (2019). Debt to Equity Ratio (DER), dan Ukuran Perusahaan yang di Mediasi Oleh Return on Assets (ROA) Terhadap Return Saham. *Media Trend*, 14(1), 136–147.
- Rifai, M., Arifati, R., & Magdalena, M. (2015). Pengaruh

- Ukuran Perusahaan, Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Studi Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2010-2012. *Jurnal Ekonomi Universitas Pandanaran*, 1(1), 1–8.
- Rusmawati, Y. (2016). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Hutang, Dan Umur Perusahaan Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Food & Beverages Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014*. 1(2), 111–126.
- Sari, T. W., Hidayat, R. R., & Sulasmiyati, S. (2017). The Influence of Return on Investment (ROI), Return on Equity (ROE), Earnings Per Share (EPS) and Market Value Added (MVA) on Stock Return (Study on Consumer Goods Industry that Listed on Indonesia Stock Exchange for 2011-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 46(1), 172–180.
- Sartono, A. (2010). *Manajemen Keuangan teori dan Aplikasi edisi 4*. Yogyakarta: Bpfe.
- Septiana, F. E., & Wahyuati, A. (2013). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadapreturn Saham Pada Perusahaan Manufaktur. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 5, 1–21.
- Setyawan, A., Hadijati, M., & Switrayni, N. W. (2019). Analisis Masalah Heteroskedastisitas Menggunakan Generalized Least Square. *Eigen Mathematics Journal*, 02(02), 62–72.
- Sholichah, F., Asfiah, N., Ambarwati, T., Widagdo, B., Ulfa, M., & Jihadi, M. (2021). The Effects of Profitability and Solvability on Stock Prices: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 885–894.
- Sihombing, T. (2019). Analisis Kinerja Keuangan Terhadap Manajemen Laba Pada Perusahaan Sektor Industri Dasar Dan Kimia Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indinesia Periode 2016-2018. *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*, 13(2), 9–25.
- Susilawati, C. D. K. (2012). Analisis Perbandingan Pengaruh Likuiditas , Solvabilitas , dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham pada Perusahaan LQ 45. *Jurnal Akuntansi*, 4(2), 165–174.
- Talunohi, D., & Bertuah, E. (2022). Profitability As the Main Determining Factor of the Firm Value. *Berkala Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 7(1), 48–63. <https://doi.org/10.20473/baki.v7i1.29961>
- Tandelilin, E. (2010). *Modul Dasar-Dasar Manajemen Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tudose, M. B. (2012). Capital structure and firm performance. *Capital Structure and Firm Performance*, 15(2), 1–131.
- Zulfa, I. (2013). Pengaruh Rentabilitas, Likuiditas, Kecukupan Modal, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi Indonesia*.