Inisiatif: Jurnal Ekonomi, Akuntansi dan Manajemen
Volume 5, Nomor 4, Oktober 2026
e-ISSN: 2962-0813; p-ISSN: 2964-5328, Hal. 269-284
DOI: https://doi.org/10.30640/inisiatif.v5i4.7795
Tersedia: https://jurnaluniv45sby.ac.id/index.php/Inisiatif

Pengaruh Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen terhadap *Return* Saham Perusahaan Sektor Properti yang Terdaftar di BEI

Dzetta Farah Azzna[1*], Dijan Mardiati[2]
[1-2] Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pamulang, Indonesia
Email: dzettafarah@gmail.com[1], dosen01551@unpam.ac.id[2]

**Penulis Korespondensi: dzettafarah@gmail.com*

Abstract. *This study aims to determine the effect of operating cash flow, firm value, and independent board of commissioners on stock returns in property and real estate sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2020-2024 period. This study uses a quantitative associative method with secondary data obtained from financial statements and annual reports. The sampling technique used was purposive sampling, resulting in 8 companies. Data analysis was conducted using panel data regression with the assistance of EViews 12. The results show that operating cash flow partially has a significant effect on stock returns, with a t-statistic of |-2.610864| > t-table of 2.02809 and a significance value of 0.0141 < 0.05. Firm value partially has a significant effect on stock returns, with a t-statistic of 3.129312 > t-table of 2.02809 and a significance value of 0.0046 < 0.05. Meanwhile, the independent board of commissioners has no significant effect on stock returns, with a t-statistic of -0.687999 < t-table of 2.02809 and a significance value of 0.4969 > 0.05. Simultaneously, the three variables have a significant effect on stock returns, with an F-statistic of 4.860162 > F-table of 2.87 and a significance value of 0.000394 < 0.05. The Adjusted R Square of 0.497433 indicates that operating cash flow, firm value, and independent board of commissioners explain 49.74% of the variation in stock returns, while the remaining 50.26% is explained by other factors outside this study.*

Keywords: *Firm Value; Independent Board of Commissioners; Operating Cash Flow; Property and Real Estate; Stock Returns.*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh arus kas operasi, nilai perusahaan, dan dewan komisaris independen terhadap *return* saham pada perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif asosiatif dengan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh 8 perusahaan. Analisis data menggunakan regresi data panel dengan bantuan EViews 12. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas operasi secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai T_{hitung} |-2,610864| > T_{tabel} 2,02809 dan nilai signifikansi sebesar 0,0141 < 0,05. Nilai perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai T_{hitung} 3,129312 > T_{tabel} 2,02809 dan nilai signifikansi 0,0046 < 0,05. Sedangkan dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai T_{hitung} -0,687999 < T_{tabel} 2,02809 dan nilai signifikansi 0,4969 > 0,05. Secara simultan, ketiga variabel berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai F_{hitung} 4,860162 > F_{tabel} 2,87 dan nilai signifikansi 0,000394 < 0,05. Nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,497433 menunjukkan bahwa arus kas operasi, nilai perusahaan, dan dewan komisaris independen mampu menjelaskan 49,74% variasi *return* saham, sedangkan 50,26% dijelaskan oleh faktor lain di luar penelitian ini.

Kata Kunci: Arus Kas Operasi; Dewan Komisaris Independen; Nilai Perusahaan; Properti dan Real Estat; Return Saham.

1. LATAR BELAKANG

Perkembangan perekonomian global dan nasional saat ini menuntut perusahaan untuk mampu menjaga stabilitas kinerja finansial untuk mempertahankan daya saing di tengah kondisi pasar yang semakin kompetitif. Pasar modal menjadi salah satu indikator penting dalam pertumbuhan ekonomi karena berperan sebagai wadah investasi bagi masyarakat untuk memperoleh *return* yang menguntungkan. Salah satu sektor yang menunjukkan keterkaitan

Naskah Masuk: 10 Juli 2026; Revisi: 05 Agustus 2026; Diterima: 08 September 2026; Terbit: 01 Oktober 2026

erat antara kondisi pasar modal dan dinamika ekonomi makro adalah sektor properti dan *real estate*, mengingat karakteristiknya yang padat modal serta sensitif terhadap perubahan suku bunga dan daya beli masyarakat.

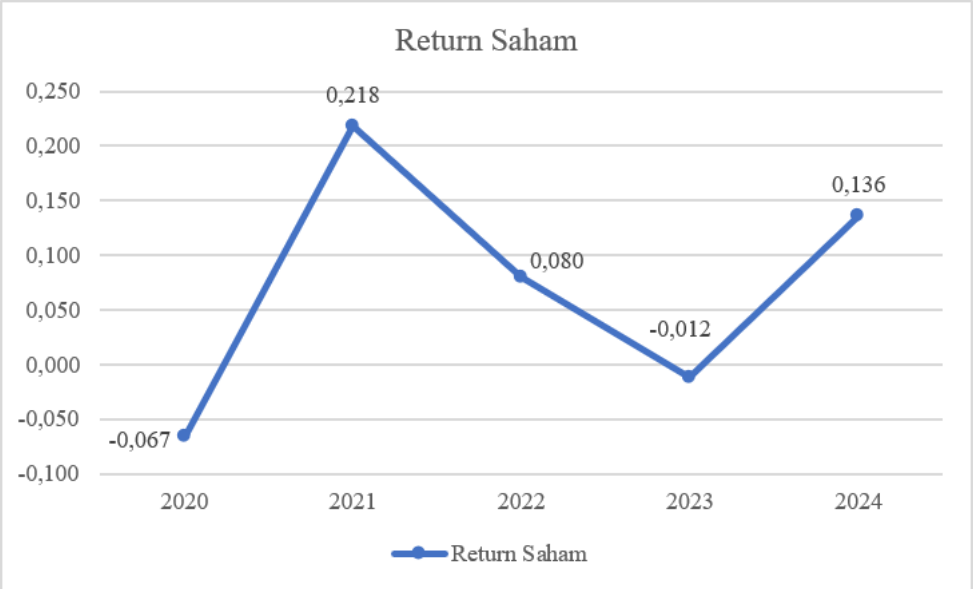
Sektor properti dan *real estate* merupakan salah satu sektor yang memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia karena berkaitan dengan kebutuhan hunian, kawasan komersial, dan aktivitas investasi. Pasca pandemi COVID-19, sektor ini mulai menunjukkan pemulihan secara bertahap, meskipun masih menghadapi berbagai tantangan seperti tingginya suku bunga, inflasi, dan kondisi daya beli masyarakat yang belum sepenuhnya stabil. Kondisi tersebut menyebabkan kinerja perusahaan sektor properti dan *real estate* cenderung mengalami perubahan seiring dengan perkembangan kondisi ekonomi nasional. Ketika terjadi perlambatan ekonomi, banyak perusahaan cenderung menunda ekspansi dan pengembangan proyek sehingga aktivitas penjualan mengalami penurunan. Sebaliknya, pada saat perekonomian mulai pulih, sektor ini biasanya menjadi salah satu sektor yang mengalami pertumbuhan kembali seiring meningkatnya permintaan terhadap hunian dan properti komersial.

Menurut Adriani & Nurjihan (2020) *return* saham merupakan salah satu indikator utama yang digunakan investor dalam menilai tingkat keuntungan atas investasi yang dilakukan. Menurut Arifah & Fitria (2023) *return* saham akan meningkat seiring dengan naiknya harga saham dan *return* saham juga akan turun ketika harga saham turun. *Return* saham yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi investor untuk berinvestasi sehingga menarik para investor untuk membeli saham tersebut.

Secara teoritis, *return* saham yang tinggi mencerminkan kinerja perusahaan yang baik dan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham. Perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang sehat, prospek usaha yang baik, serta tata kelola perusahaan yang efektif cenderung mampu memberikan *return* saham yang lebih tinggi kepada investor. Oleh karena itu, *return* saham seharusnya menunjukkan kecenderungan yang positif seiring dengan meningkatnya kinerja Perusahaan.

Namun demikian, kondisi yang terjadi pada perusahaan sektor properti dan *real estate* tidak selalu menunjukkan pola yang demikian. Berbagai faktor ekonomi maupun faktor internal perusahaan menyebabkan *return* saham pada sektor ini mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun. Fluktuasi tersebut menunjukkan bahwa *return* saham perusahaan sektor properti dan *real estate* masih menghadapi ketidakstabilan sehingga menarik untuk diteliti lebih lanjut. Penggunaan data historis *return* saham menjadi penting untuk melihat pola pergerakan, tingkat kestabilan, serta kecenderungan kenaikan atau penurunan *return* yang terjadi pada suatu sektor. Agar memberikan gambaran mengenai kondisi tersebut, berikut disajikan data rata-rata *return*

saham pada perusahaan sektor properti dan *real estate* yang menjadi objek penelitian selama periode 2020-2024.



Gambar 1. Rata-Rata *Return* Saham Perusahaan Sektor Properti dan *Real Estate* yang Terdaftar di BEI Periode 2020-2024

(Sumber: Data dioleh peneliti, 2026)

Berdasarkan Gambar 1, rata-rata *return* saham perusahaan sektor properti dan *real estate* periode 2020-2024 mengalami fluktuasi. Pada tahun 2020 *return* saham berada pada nilai negatif akibat dampak pandemi COVID-19, kemudian meningkat pada tahun 2021 seiring pemulihan ekonomi. Namun, pada tahun 2022 hingga 2023 kembali mengalami penurunan akibat tekanan kondisi ekonomi, sebelum kembali meningkat pada tahun 2024. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa *return* saham pada sektor properti dan *real estate* masih dipengaruhi oleh berbagai faktor internal maupun eksternal perusahaan. Dari data tersebut, investor yang melakukan kegiatan investasi saham tidak dapat memastikan besarnya *return* yang akan diperoleh karena *return* saham sangat dipengaruhi oleh berbagai kondisi *internal* maupun *eksternal* perusahaan. Dalam situasi ketidakpastian tersebut, keberhasilan investasi bergantung pada kemampuan investor dalam menganalisis informasi yang tersedia, terutama informasi keuangan dan tata kelola perusahaan yang tercermin dalam laporan tahunan. Salah satu pendekatan yang dapat dilakukan adalah analisis fundamental.

Salah satu informasi yang dapat menjadi pertimbangan investor adalah arus kas operasi. Arus kas operasi yang baik dapat memberikan gambaran mengenai kemampuan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional dan memenuhi kewajibannya. Selain itu, Nilai Perusahaan juga menjadi pertimbangan investor karena mencerminkan persepsi pasar terhadap kondisi dan prospek perusahaan. Ketika nilai perusahaan meningkat, minat investor terhadap

saham perusahaan juga cenderung bertambah, yang kemudian berpengaruh pada peningkatan harga saham dan berdampak pada perubahan *return* saham. Faktor lainnya adalah Dewan Komisaris Independen yang berperan dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen sebagai salah satu mekanisme tata kelola perusahaan.

Keterbaruan (*novelty*) penelitian ini terletak pada pengujian arus kas operasi, nilai perusahaan, dan dewan komisaris independen secara simultan terhadap *return* saham, yang belum ditemukan dalam penelitian terdahulu. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh arus kas operasi, nilai perusahaan, dan dewan komisaris independen terhadap *return* saham secara parsial maupun simultan pada perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024.

Secara spesifik, penelitian ini diarahkan untuk menjawab empat rumusan masalah utama yang meliputi bagaimana pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Return* Saham, bagaimana pengaruh Nilai Perusahaan terhadap *Return* Saham, bagaimana pengaruh Dewan Komisaris Independen terhadap *Return* Saham, serta apakah Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen secara simultan berpengaruh terhadap *Return* Saham pada perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024. Sejalan dengan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen terhadap *Return* Saham, baik secara parsial maupun simultan, serta memberikan bukti empiris mengenai pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap *Return* Saham pada perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024.

2. KAJIAN TEORITIS

Teori Sinyal (*Signalling Theory)*

Menurut Warouw, dkk (2022) Teori sinyal atau *signalling theory* merupakan sinyal-sinyal informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk mempertimbangkan dan menentukan apakah investor akan menanamkan sahamnya atau tidak pada perusahaan yang bersangkutan. Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan bahwa informasi yang dikeluarkan perusahaan sangat penting karena mempengaruhi keputusan investasi dari pihak luar perusahaan. Sinyal yang dikeluarkan oleh perusahaan biasanya suatu informasi tentang kinerja pihak manajemen perusahaan agar keinginan pemilik dapat direalisasikan.

Teori Keagenan (*Agency Theory)*

Menurut Indrararini (2019) *agency theory* pada dasarnya merupakan model yang digunakan untuk merumuskan permasalahan yang berupa konflik antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajer sebagai pihak yang ditunjuk atau diberi wewenang oleh para pemegang saham (*agent*) untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Sebagai bentuk tanggung jawab manajer yang telah diberi wewenang oleh pemegang saham, maka manajer akan menginformasikan kinerja yang telah dicapainya melalui laporan keuangan.

***Return* Saham**

Menurut Tabun, dkk (2023) *return* saham merupakan tingkat pengembalian keuntungan atas investasi yang telah dilakukan. *Return* saham dapat menjadi daya tarik para investor untuk menanamkan dananya di pasar modal. *Return* Saham dapat berasal dari perubahan harga saham yang menghasilkan *capital gain* atau *capital loss*, serta pendapatan berupa dividen yang diterima investor. *Return* saham menjadi salah satu pertimbangan bagi investor dalam melakukan keputusan investasi karena mencerminkan hasil yang diperoleh dari investasi saham.

Arus Kas Operasi

Arus kas operasi adalah arus kas yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan meliputi arus kas dari kegiatan produksi, distribusi barang, dan penyediaan jasa menurut (Sukamulja, 2022). Arus kas dari aktivitas operasi biasanya meliputi penerimaan kas dari pelanggan, pembayaran kepada pemasok dan karyawan, pembayaran bunga dan pajak, serta penerimaan dan pengeluaran kas lainnya yang terkait dengan operasi bisnis. Informasi mengenai arus kas operasi dapat mencerminkan kondisi keuangan perusahaan dari sisi aktivitas bisnis sehari-hari, sehingga dapat menjadi salah satu indikator bagi pihak yang berkepentingan dalam menilai kinerja dan keberlanjutan usaha perusahaan.

Nilai Perusahaan

Menurut Syafarudin & Mulyana (2026) nilai perusahaan adalah persepsi pasar atau investor terhadap tingkat keberhasilan suatu perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini, namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Hal ini kemudian membuat nilai perusahaan dapat dikatakan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan manajemen dalam pengelolaan sumber daya perusahaan dan hubungannya dengan harga saham perusahaan tersebut. Nilai perusahaan juga umum dikenal sebagai nilai jual suatu perusahaan yang dilihat dari keberhasilan

operasional manajemennya serta tingkat nilai jual atau likuiditasnya. Penilaian masyarakat terhadap kinerja suatu perusahaan akan berbanding lurus dengan potensi kenaikan harga saham dan penawaran di pasar modal. Maka, secara umum nilai perusahaan dapat dipahami sebagai suatu kondisi di mana perusahaan dan kinerjanya diterima secara positif oleh pasar dan harga atau valuasi sahamnya dapat menguntungkan para pemilik saham atau investor.

Dewan Komisaris Independen

Menurut Novriyani (2023) dewan komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan menggunakan perusahaan. Keberadaan dewan komisaris independen bertujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan, baik dari sisi operasional maupun keuangan, dengan menciptakan proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional, serta memberikan pelayanan yang optimal (Asyifa, 2025).

Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang menunjukkan bukti empiris adalah yang dilakukan oleh Sahsafat & Nurmala (2022) dan Khaerunnisa & Nurulrahmatiah (2022) mengemukakan bahwa arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil berbeda ditemukan Setyawan (2020) dan penelitian Nursita (2021) yang menemukan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Sedangkan penelitian Ismail & Wahyundaru (2020) dan penelitian Wulandai, dkk (2021) menemukan bahwa terdapat pengaruh positif nilai perusahaan terhadap *return* saham. Hasil yang berbeda ditemukan dalam penelitian Utami & Sulistyowati (2022) dan penelitian Almas & Alyani (2021) nilai perusahaan tidak berpengaruh sigifikan terhadap *return* saham.

Pada penelitian Sari (2020) dan Andika & Kusumawati (2024) mengemukakan dewan komisaris independen memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Hasil berbeda ditemukan dalam penelitian Lestari & Kusumawati (2024) dan penelitian Putri & Dali (2022) yang menemukan dewan komisaris tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara yang harus diujikan kembali kebenarannya atas suatu penelitian yang dilakukan agar bisa mempermudah dalam menganalisis (Zaki & Saiman, 2021). Dikatakan sementara karena jawaban yang diberikan hanya berdasarkan teori yang relevan, belum berdasarkan fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data.

Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 :Diduga terdapat pengaruh signifikan Arus Kas Operasi Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2024.

H2 : Diduga terdapat pengaruh signifikan Nilai Perusahaan Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2024.

H3 : Diduga terdapat pengaruh signifikan Dewan Komisaris Independen Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2024.

H4 : Diduga terdapat pengaruh signifikan Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang Terrdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2024.

3. METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif dengan pendekatan asosiatif. Menurut Sugiyono (2021), penelitian kuantitatif merupakan metode penelitian yang digunakan untuk meneliti populasi atau sampel tertentu dengan pengumpulan dan analisis data secara kuantitatif atau statistik untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan. Sementara itu, penelitian asosiatif bertujuan untuk mengetahui hubungan atau pengaruh antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2021).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024. Populasi merupakan keseluruhan objek atau subjek yang memiliki karakteristik dan kualitas tertentu yang telah ditetapkan oleh peneliti sebagai objek kajian untuk dipelajari dan kemudian dijadikan dasar dalam penarikan kesimpulan (Sugiyono, 2022). Jumlah populasi dalam penelitian ini yaitu berjumlah 92 perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dalam penelitian. *Purposive sampling* ialah teknik pemilihan sampel dengan pertimbangan tertentu (Suriani & Jailani, 2023). Berdasarkan proses pemilihan sampel tersebut, diperoleh 8 perusahaan dengan periode pengamatan selama 5 (lima) tahun sehingga menghasilkan 40 observasi.

Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan melalui studi dokumentasi dan studi pustaka. Menurut Sugiyono (2021), metode pengumpulan data merupakan cara ilmiah untuk memperoleh data yang valid sesuai dengan tujuan penelitian. Studi dokumentasi dilakukan dengan menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2024. Sementara itu, studi pustaka dilakukan dengan mengumpulkan dan menganalisis berbagai literatur yang relevan, seperti buku, jurnal ilmiah, penelitian terdahulu, serta sumber informasi pendukung lainnya yang berkaitan dengan variabel penelitian.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel dengan bantuan program EViews 12. Tahapan analisis meliputi uji pemilihan model regresi data panel meliputi uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier (LM), serta uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas dan uji autokorelasi. Selanjutnya, dilakukan analisis regresi data panel untuk mengetahui pengaruh Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen terhadap *Return* Saham. Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji t untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial, uji F untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan, serta koefisien determinasi (R^2) untuk mengetahui kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Pemilihan Model Regresi Data Panel

a. Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.130764	(7,29)	0.0138
Cross-section Chi-square	22.514744	7	0.0021

Gambar 2. Hasil Uji Chow

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Dari gambar tersebut bisa ditarik kesimpulan bahwasanya *fixed effect model* (FEM) merupakan model yang lebih sesuai dibandingkan dengan *common effect model* (CEM) karena nilai probabilitas *cross section* sebanyak 0,0138 < 0,05.

b. Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.028319	3	0.0289

Gambar 3. Hasil Uji Hausman

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

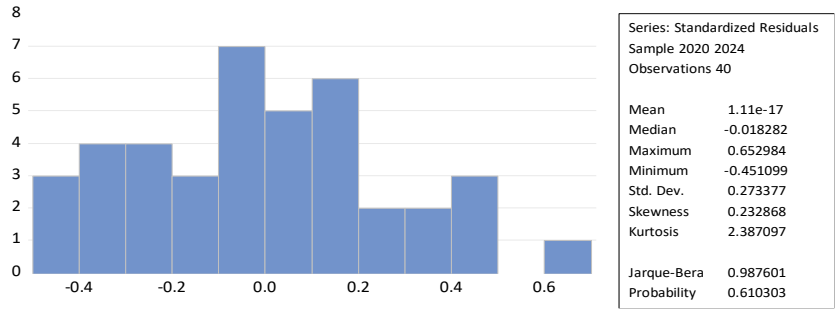
Dari hasil uji hausman pada gambar, skor probabilitas *cross section* sejumlah 0,0289 < 0,05, yang mengindikasikan bahwasannya *fixed effect model* (FEM) merupakan model yang lebih sesuai jika dibandingkan dengan *random effect model* (REM).

c. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Berdasarkan hasil uji Chow dan uji Hausman, model yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM), sehingga uji Lagrange Multiplier (LM) tidak dilakukan.

Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas



Gambar 4. Hasil Uji Normalitas

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Berdasarkan gambar diatas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas sebesar 0,610303 > 0.05, sehingga dapat disimpulkan data berdistribusi normal.

b. Uji Multikolinearitas

	AKO	TOBINSQ	DKI
AKO	1.000000	-0.042453	-0.054637
TOBINSQ	-0.042453	1.000000	-0.447308
DKI	-0.054637	-0.447308	1.000000

Gambar 5. Hasil Uji Multikolinearitas

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Pada gambar diatas koefisien korelasi X1 dan X2 sejumlah -0,042453 < 0,90, X1 dan X3 sejumlah -0,054637 < 0,90 dan X2 dan X3 sejumlah -0,447308 < 0,90 jadi bisa ditarik kesimpulan bahwasannya terbebas dari multikolinearitas.

c. Uji Heteroskedastisitas

Dependent Variable: ABS(RESID)
Method: Panel Least Squares
Date: 06/29/26 Time: 20:27
Sample: 2020 2024
Periods included: 5
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.342103	0.248206	1.378301	0.1787
AKO	0.009810	0.005805	1.689711	0.1018
TOBINSQ	0.059543	0.046097	1.291690	0.2067
DKI	-0.525508	0.649039	-0.809671	0.4247

Gambar 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Pada gambar tersebut didapat skor probabilitas pada masing-masing variabel arus kas operasi sejumlah 0,1018, nilai perusahaan sebesar 0,2067, dewan komisaris independen sejumlah 0,4247 yang berarti semua variabel mempunyai skor probabilitas > 0,05. Sehingga bisa tidak terjadi heteroskedastisitas.

d. Uji Autokorelasi

R-squared	0.626296	Mean dependent var	0.072825
Adjusted R-squared	0.497433	S.D. dependent var	0.447196
S.E. of regression	0.317026	Akaike info criterion	0.768750
Sum squared resid	2.914657	Schwarz criterion	1.233192
Log likelihood	-4.374993	Hannan-Quinn criter.	0.936677
F-statistic	4.860162	Durbin-Watson stat	2.435891
Prob(F-statistic)	0.000394		

Gambar 7. Hasil Uji Autokorelasi

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Berdasarkan gambar di atas dapat dilihat bahwa nilai durbin watson sebesar 2,435891. Jumlah variabel independen dalam penelitian ini sebanyak 3 variabel dan jumlah sampel 40, sehingga nilai DL sebesar 1.3384 dan nilai DU sebesar 1.6589, maka nilai DU < DW < (4-DL) (1.6589 < 2,435891 < 2.6616), sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi.

Uji Regresi Data Panel

Dependent Variable: RS
Method: Panel Least Squares
Date: 06/29/26 Time: 20:18
Sample: 2020 2024
Periods included: 5
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.068520	0.644512	0.106313	0.9161
AKO	-0.039358	0.015075	-2.610864	0.0141
TOBINSQ	0.374577	0.119699	3.129312	0.0040
DKI	-1.159515	1.685343	-0.687999	0.4969

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.626296	Mean dependent var	0.072825
Adjusted R-squared	0.497433	S.D. dependent var	0.447196
S.E. of regression	0.317026	Akaike info criterion	0.768750
Sum squared resid	2.914657	Schwarz criterion	1.233192
Log likelihood	-4.374993	Hannan-Quinn criter.	0.936677
F-statistic	4.860162	Durbin-Watson stat	2.435891
Prob(F-statistic)	0.000394		

Gambar 8. Hasil Uji Regresi Data Panel

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Berdasarkan hasil pemilihan model regresi data panel, *Fixed Effect Model* (FEM**)** merupakan model yang terpilih untuk digunakan dalam penelitian ini. Berdasarkan Gambar 8, diperoleh persamaan regresi data panel sebagai berikut:

RS = 0,068520 − 0,039358 AKO + 0,374577 Tobin's Q − 1,159515 DKI + e.

Nilai konstanta sebesar 0,068520 menunjukkan bahwa apabila arus kas operasi, nilai perusahaan, dan dewan komisaris independen dianggap konstan, maka *return* saham memiliki nilai sebesar 0,068520.

Koefisien arus kas operasi sebesar -0,039358 menunjukkan bahwa arus kas operasi memiliki arah hubungan negatif terhadap return saham. Artinya, setiap peningkatan arus kas operasi sebesar satu satuan, dengan asumsi variabel lainnya konstan, akan menurunkan return saham sebesar 0,039358.

Koefisien nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q sebesar 0,374577 menunjukkan bahwa nilai perusahaan memiliki arah hubungan positif terhadap return saham. Artinya, setiap peningkatan nilai perusahaan sebesar satu satuan, dengan asumsi variabel lainnya konstan, akan meningkatkan return saham sebesar 0,374577.

Sementara itu, koefisien dewan komisaris independen sebesar -1,159515 menunjukkan bahwa dewan komisaris independen memiliki arah hubungan negatif terhadap return saham. Artinya, setiap peningkatan dewan komisaris independen sebesar satu satuan, dengan asumsi variabel lainnya konstan, akan menurunkan return saham sebesar 1,159515.

Uji Hipotesis

a. Uji t (Parsial)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.068520	0.644512	0.106313	0.9161
AKO	-0.039358	0.015075	-2.610864	0.0141
TOBINSQ	0.374577	0.119699	3.129312	0.0040
DKI	-1.159515	1.685343	-0.687999	0.4969

Gambar 9. Hasil Uji t

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Hasil Uji t pada variabel Arus Kas Operasi (X1) menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar | -2,610864| > t_{tabel} 2,02809, dengan nilai probabilitas 0,0141 < 0,05. Hasil Uji t pada variabel Nilai Perusahaan (X2) menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar 3,129312 > t_{tabe}l 2,02809, dengan nilai probabilitas 0,0046 < 0,05. Hasil Uji t pada variabel Dewan Komisaris Independen (X3) menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar -0,687999 < t_{tabel} 2,02809, dengan nilai probabilitas 0,4969 > 0,05.

b. Uji F (Simultan)

R-squared	0.626296	Mean dependent var	0.072825
Adjusted R-squared	0.497433	S.D. dependent var	0.447196
S.E. of regression	0.317026	Akaike info criterion	0.768750
Sum squared resid	2.914657	Schwarz criterion	1.233192
Log likelihood	-4.374993	Hannan-Quinn criter.	0.936677
F-statistic	4.860162	Durbin-Watson stat	2.435891
Prob(F-statistic)	0.000394		

Gambar 10. Hasil Uji F

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Hasil uji F menunjukkan nilai Fhitung sebesar 4,860162 > Ftabel 2,87 dengan nilai probabilitas 0,000394 < 0,05

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.626296	Mean dependent var	0.072825
Adjusted R-squared	0.497433	S.D. dependent var	0.447196
S.E. of regression	0.317026	Akaike info criterion	0.768750
Sum squared resid	2.914657	Schwarz criterion	1.233192
Log likelihood	-4.374993	Hannan-Quinn criter.	0.936677
F-statistic	4.860162	Durbin-Watson stat	2.435891
Prob(F-statistic)	0.000394		

Gambar 11. Hasil Uji R2

(Sumber; EViews 12, Data diolah peneliti, 2026)

Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,497433 atau 49,74%, menunjukkan bahwa Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen mampu menjelaskan *Return* Saham sebesar 49,74%, sedangkan 50,26% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

Pembahasan

Hasil analisis secara parsial menunjukkan bahwa Arus Kas Operasi berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham dengan nilai t_{hitung} sebesar |-2,610864| > t_{tabel} 2,02809 dan probabilitas 0,0141 < 0,05. Temuan ini sejalan dengan Sahsafat & Nurmala (2022) dan Nafisah & Nurulrahmatiah (2022), serta mendukung *Signalling Theory* bahwa arus kas operasi dapat menjadi sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan bagi investor. Nilai Perusahaan juga berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham dengan nilai t_{hitung} sebesar 3,129312 > t_{tabel} 2,02809 dan probabilitas 0,0046 < 0,05. Hasil ini sejalan dengan Ismail & Wahyundaru (2020) dan Wulandari dkk. (2021), serta mendukung *Signalling Theory* bahwa semakin baik nilai perusahaan, semakin positif persepsi investor terhadap perusahaan. Sementara itu, Dewan Komisaris Independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham dengan nilai t_{hitung} sebesar -0,687999 < t_{tabel} 2,02809 dan probabilitas 0,4969 > 0,05. Hasil ini sejalan dengan Putri & Dali (2022) dan menunjukkan bahwa berdasarkan *Agency Theory*, keberadaan komisaris independen belum mampu memberikan pengaruh langsung terhadap *Return* Saham.

Secara simultan, Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham dengan nilai F_{hitung} sebesar 4,860162 > F_{tabel} 2,866266 dan probabilitas 0,000394 < 0,05. Temuan ini menunjukkan bahwa ketiga variabel secara bersama-sama mampu memengaruhi *Return* Saham.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data panel menggunakan model Fixed Effect Model (FEM) dengan bantuan EViews 12 mengenai pengaruh Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen terhadap *Return* Saham pada perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024, dapat disimpulkan bahwa secara parsial Arus Kas Operasi dan Nilai Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham, sedangkan Dewan Komisaris Independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham. Secara simultan, Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada variabel dan objek penelitian yang digunakan, sehingga hasilnya belum dapat digeneralisasikan pada sektor maupun periode lainnya.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain yang relevan, memperpanjang periode penelitian, serta memperluas objek penelitian. Bagi perusahaan dan investor, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam mengevaluasi kondisi perusahaan dan mengambil keputusan investasi dengan memperhatikan informasi terkait Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen.

DAFTAR PUSTAKA

Adriani, A., & Nurjihan, L. L. (2020). Earning per share, sinyal positif bagi investor saham syariah?. In *Proceeding of National Conference on Accounting & Finance* (pp. 47-59).

Andika, A. F., & Kusumawati, E. (2024). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Struktur Aset, Dewan Komisaris dan Komite Audit Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Kontemporer (JAKK)*, *7*(1), 119-129.

Annisa, D., & Alyani, A. A. N. (2021). Pengaruh Nilai Perusahaan, Kinerja Perusahaan, dan Kesempatan Bertumbuh terhadap Return Saham Perusahaan Keluarga dengan Ukuran Kap sebagai Pemoderasi. *Scientific Journal of Reflection: Economic, Accounting, Management and Business*, *4*(1), 31-40.

Arifah, M. I., & Fitria, A. (2023). Perbedaan Harga Saham Dan Return Saham Sebelum Dan Sesudah Pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, *12*(2).

Indrarini, S. (2019). *NILAI PERUSAHAAN MELALUI KUALITAS LABA (Good Governance dan Kebijakan Perusahaan*. Scopindo Media Pustaka.

Ismail, M., & Wahyundaru, S. (2020). Pengaruh profitabilitas, nilai perusahaan, ukuran perusahaan terhadap return saham. *Kimu*, *3*(3), 1-28.

Khaerunnisa, K., & Nurulrahmatiah, N. (2022). Analisis Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi & Laba Akuntansi Terhadap Return Saham Pada Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Manajemen Dewantara*, *6*(2), 269-281.

Lestari, A. A., & Kusumawati, E. (2024). Pengaruh Dewan Direksi, Dewan Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional, Komite Audit, dan Profitabilitas Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Kontemporer (JAKK)*, *7*(2), 340-349.

Novriyani. (2023). *Aktivitas Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan*. CV AZKA PUSTAKA.

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.

Putri, M. A., & Dali, R. M. (2022). Pengaruh Manajemen Laba, Kepemilikan Institusional, dan Dewan Komisaris Independen Terhadap Return Saham. *Neraca Keuangan: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, *17*(2), 137-141.

Sahfasat, V. M., & Nurmala, P. (2022). Pengaruh Arus Kas Investasi, Arus Kas Operasi, dan Market Value Added Terhadap Return Saham. *Maksimum: Media Akuntansi Universitas Muhammadiyah Semarang*, *12*(2), 107-120

Sari, R. I. (2020). Pengaruh kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham perusahaan property dan real estate. *Jurnal Investasi*, *6*(1), 26-40.

Setyawan, B. (2020). Pengaruh arus kas operasi, arus kas investasi, arus kas pendanaan dan laba akuntansi terhadap return saham pada emiten sub sektor makanan dan minuman. *Equilibrium: Jurnal Ilmiah Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, *9*(1).

Sugiyono. (2021). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Alfabeta.

Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R & D*. Alfabeta.

Sukamulja, S. (2024) *ANALISIS LAPORAN KEUANGAN sebagai DASAR PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI*. Andi dengan BPFE

Suriani, N., & Jailani, M. S. (2023). Konsep populasi dan sampling serta pemilihan partisipan ditinjau dari penelitian ilmiah pendidikan. *IHSAN: Jurnal Pendidikan Islam*, *1*(2), 24-36.

Syafarudin, A., & Mulyana, B. (2026). *Perilaku keuangan berkelanjutan*. CV Mitra Sentosa.

Tabun, M. A., Maria, Sushardi, Hariyani, D. S., Sulistyowati, M., Anwar, Karollah, B., Mariana, Indriani, R., Moonti, A., Nursansiwi, D. A., & Sijabat, F. N. (2023). *Manajemen risiko bisnis era digital (Teori dan pendekatan konseptual)*. (A. Bairizki, Ed.). Seval Literindo Kreasi.

Utami, S. R., & Sulistyowati, E. (2022). Pengaruh Inflasi, Pdb, Dan Nilai Perusahaan Selama Pandemi Covid-19 Terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, *11*(2).

Warouw, V., Pangkey, R., & Fajar, N. (2022). Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Keputusan Investasi Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Tergabung Dalam Indeks LQ45 Di BEI Periode 2016-2018: Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018. *Jurnal Akuntansi Manado*, *3*(1), 137-148.

Wulandari, F. R., Panggiarti, E. K., & Khabibah, N. A. (2021). Pengaruh Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2015-2019. *JAAP (Jurnal Akuntansi, Auditing, dan Perpajakan)*, *3*(1), 148-160.

Zaki, M., & Saiman, S. (2021). Kajian tentang perumusan hipotesis statistik dalam pengujian hipotesis penelitian. *JIIP-Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan*, *4*(2), 115-118.