

**PENGARUH KINERJA KEUANGAN, STRUKTUR MODAL DAN PERGANTIAN
CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) TERHADAP RETURN SAHAM**

Sevilla Elfa Huwaida¹⁾, Amalia Ilmiani^{2*)}

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis/Akuntansi, Universitas Pekalongan

¹ Email: safilaelfa@gmail.com

^{2*} E-mail: am3lhardjo@gmail.com

Abstract

Stock return is the percentage of profits obtained from investments that have been made, which is often an attractive factor for investors to invest their capital in the stock market. This is a basic framework that writers can use to illustrate the concept. shares are the rate of return on the investment that has been made. Stock returns can attract investors to invest their funds in the capital market. This research aims to determine the effect of financial performance as proxied by liquidity and profitability, capital structure and CEO turnover on stock returns in energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2019-2022 period. The sample for this research was 84 data with a sampling method, namely purposive sampling. The analysis technique used is PLS-SEM using WarpPLS 7.0 software. The results of this research show that (1) Liquidity (CR) has no effect on stock returns, (2) Profitability (ROE) has a significant positive effect on stock returns, (3) Capital structure (WCTO) has a significant negative effect on stock returns, (4) CEO change has no effect on stock returns.

Keywords : *Financial Performance, Capital Structure, CEO Change, and Stock Returns*

1. PENDAHULUAN

Pasar modal di Indonesia memiliki beberapa sektor, salah satunya adalah sektor energi. Perusahaan sektor energi merupakan perusahaan yang menjual produk dan jasa yang terkait dengan ekstraksi energi, termasuk didalamnya sumber energi tidak terbarukan, seperti ekstraksi minyak, gas alam, perusahaan batubara, perusahaan yang menyediakan layanan pendukung di industri, dan perusahaan yang menjual produk dan jasa alternatif. Indonesia merupakan salah satu negara dengan potensi cadangan mineral sangat tinggi yang menduduki posisi ke 24 sebagai negara pengeksport terbesar di dunia dengan ekspor komoditi bahan tambang terbesar di Indonesia didominasi oleh batu bara, timah, tembaga dan emas (Sony Budiarto & Zuhri, 2019). Sektor energi menjadi sektor dengan risiko yang tinggi dan membutuhkan biaya yang cukup besar dalam menjalankan kegiatan operasionalnya.

Dilansir melalui kontan.co.id, Indeks Harga Saham Gabungan sepanjang 2019 menunjukkan pertumbuhan negatif 12,83%. Liza Camelia Suryanata yang merupakan Analis Henan Putihrai Sekuritas, menilai, anjloknya kinerja perusahaan

pertambangan tidak bisa lepas dari turunnya harga batubara sepanjang 2019. Hal ini diakibatkan oleh berlebihnya pasokan (*supply*) batubara di pasar global. Harga batu bara yang turun signifikan menyebabkan harga jual dan margin ikut tertekan (Suryahadi, 2020). Perusahaan yang mengalami penurunan harga saham seperti ANTM yang turun sebesar 6,87%, TINS sebesar 6,88%, dan INCO sebesar 3,63% (Tari, 2021). Di tahun 2020, berdasarkan analisis PwC pada triwulan-I 2020, pendapatan sejumlah perusahaan diperkirakan turun hingga 10% secara tahunan dan laba bersih dapat merosot hingga 40% dari posisi akhir 2019 (Judith, 2020). Beberapa emiten batu bara yang mengalami penurunan kinerja seperti PT Bukit Asam Tbk (PTBA), PT Adaro Energi Tbk (ADRO), dan PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) (Aldin, 2021). Penurunan kinerja tersebut disebabkan oleh fluktuasi harga komoditas dan terganggunya rantai pasok global komoditas akibat dari covid-19. Hal ini menjadi sorotan bagi para investor, karena penurunan kinerja perusahaan dapat mengakibatkan turunnya harga saham, sehingga tingkat pengembalian yang akan didapatkan oleh investor juga menurun.

Evaluasi kinerja keuangan perusahaan adalah salah satu parameter penting bagi investor dalam membuat keputusan investasi saham. Kinerja keuangan yang solid akan berkontribusi pada peningkatan harga saham di pasar modal, yang pada gilirannya menghasilkan keuntungan bagi investor. Selain itu, kinerja keuangan yang baik dapat mendorong perusahaan untuk memberikan dividen kepada para investor, yang berpotensi meningkatkan return saham (Nandani & Sudjarni, 2017). Evaluasi kinerja keuangan bagi perusahaan go public dapat disampaikan melalui laporan keuangan yang secara berkala diterbitkan (Ariyanti & Suwitho, 2016). Pengumuman laporan keuangan merupakan momen penting bagi para investor, karena dari laporan tersebut mereka bisa mendapatkan informasi mengenai perkembangan perusahaan yang menjadi pertimbangan dalam pembelian saham-saham tertentu yang mereka miliki (Rahmi et al., 2019).

Dengan teknik analisis fundamental, investor dapat menilai kinerja perusahaan untuk memperkirakan return investasi. Analisis ini menggunakan rasio keuangan sebagai indikator kondisi dan kinerja perusahaan. Rasio keuangan memberikan gambaran tentang kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan, membantu dalam pengambilan keputusan terhadap prospek kinerja perusahaan. Melalui analisis rasio keuangan, investor dapat memprediksi return saham di pasar modal. Rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini meliputi rasio likuiditas dan profitabilitas.

Keberlanjutan perusahaan juga dipengaruhi oleh komposisi modal yang digunakan. Menurut Dermawan & Djahotman (2013), struktur modal mencakup distribusi antara penggunaan modal pinjaman, termasuk utang jangka pendek yang bersifat permanen. Struktur modal berkaitan dengan manajemen modal kerja sebagai strategi untuk menjaga kelangsungan siklus hidup perusahaan, yang dapat diukur dengan perputaran modal kerja. Perputaran modal kerja yang tinggi mengindikasikan penjualan yang lebih cepat, yang pada gilirannya meningkatkan pertumbuhan laba. Dampaknya mencakup nilai saham serta return yang akan diterima oleh investor.

Investor ketika mengevaluasi kinerja suatu perusahaan tidak hanya mempertimbangkan laporan keuangan, tetapi juga pengelolaan manajemen perusahaan. Dalam mengurus perusahaan, kehadiran CEO sangatlah penting. CEO memiliki kewenangan dan tanggung jawab

utama dalam mengelola perusahaan, termasuk dalam menetapkan kebijakan dan arah tujuan perusahaan tersebut. Pergantian CEO adalah tahap penting yang menunjukkan adanya perubahan dalam pengelolaan manajemen perusahaan, yang dapat mencakup implementasi aturan, prosedur, atau kebijakan perusahaan. Pergantian CEO adalah tahap penting yang menunjukkan adanya perubahan dalam pengelolaan manajemen perusahaan, yang dapat mencakup implementasi aturan, prosedur, atau kebijakan perusahaan.

Klasifikasi pergantian CEO bisa terjadi dari dalam perusahaan (internal) maupun dari luar perusahaan (eksternal) (Kang & Shivdasani, 1996). Melalui situs web kompas.id pada 23 Desember 2021, Menteri BUMN Erick Tohir melakukan perombakan dalam direksi beberapa perusahaan pertambangan, termasuk PT Bukit Asam Tbk. Dalam Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) ini, para pemegang saham PT Bukit Asam Tbk menyetujui pemberhentian Suryo Eko Hadianto dari jabatan direktur utama. Pemegang saham yang mewakili pemerintah mengusulkan Aرسال Ismail sebagai penggantinya, dan usulan ini disetujui dalam rapat tersebut (Santi, 2021). Sejak pergantian tersebut, PT Bukit Asam telah menunjukkan peningkatan prospek kinerja, yang tercermin dalam pembagian dividen sebesar 100% dari total laba bersih tahun buku 2022 (Nabhani, 2023).

Kinerja perusahaan memberikan gambaran mengenai prospek usaha di masa mendatang yang akan berdampak permintaan saham yang terjadi di pasar. Peningkatan dan penurunan harga saham ini akan berpengaruh terhadap proporsi yang nantinya akan didapatkan oleh investor. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar bereaksi atas adanya pergantian CEO. Oleh karena itu pengumuman pergantian CEO merupakan informasi yang sangat berguna bagi investor berkaitan dengan keputusan investasi yang akan diambil (Bahtera, 2018).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Kang & Shivdasani (1996), ditemukan bahwa saat pengumuman pergantian manajemen puncak, terjadi *return* yang signifikan dan positif. Temuan serupa juga disampaikan oleh (Bahtera, 2018), yang menunjukkan bahwa pasar merespons secara positif terhadap pergantian CEO, terutama jika pergantian tersebut bersifat rutin dan pengganti berasal dari internal perusahaan.

Penelitian terdahulu mengenai return saham menghasilkan temuan yang bervariasi dan tidak konsisten. Oleh karena itu, topik ini masih menjadi

subjek penelitian yang menarik untuk dilakukan penelitian lebih lanjut. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan, struktur modal, dan pergantian CEO terhadap Return Saham: Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2022.

1.1. Teori Sinyal

Teori sinyal pertama kali diperkenalkan oleh Michael Spence pada tahun 1973. Teori ini melibatkan dua pihak: pihak manajemen yang bertindak sebagai pemberi sinyal dan pihak luar, seperti investor, yang berfungsi sebagai penerima sinyal. Dalam teori ini, manajemen perusahaan memiliki peran untuk menyampaikan informasi relevan yang dapat bermanfaat bagi investor. Setelah menerima sinyal tersebut, investor akan membuat keputusan berdasarkan pemahaman mereka terhadap informasi yang diberikan.

Menurut Hartono (2016), informasi yang diterbitkan sebagai pengumuman akan memberikan indikasi bagi investor dalam membuat keputusan investasi. Saat informasi diumumkan, pelaku pasar akan terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman tersebut dianggap sebagai sinyal baik, investor akan tertarik untuk melakukan perdagangan saham. Hal ini akan menyebabkan pasar merespons dengan memberikan sinyal baik, yang tercermin dalam perubahan volume perdagangan saham tersebut (Suwardjono, 2010). Informasi ini dapat mempengaruhi penilaian investasi terhadap harga saham perusahaan karena adanya peningkatan atau penurunan transaksi.

1.2. Return Saham

Return adalah ukuran yang digunakan oleh pemegang saham untuk menilai dana yang telah mereka investasikan. *Return* saham merujuk pada hasil yang diperoleh dari investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan. *Return* saham merupakan keuntungan yang diterima dari selisih antara harga jual dan harga beli saham dari suatu instrumen investasi (Simorangkir, 2019). *Return* saham dapat berupa *capital gain/loss* dan dividen. *Capital gain* adalah *return* yang diperoleh investor dalam jangka pendek tanpa melalui RUPS (Hidayat, 2010). Selisih antara harga beli dan harga jual saham adalah keuntungan yang disebut *capital gain*. *Capital gain* dapat diperoleh saat menjual saham dengan harga lebih tinggi dari harga beli. Jika harga

jual saham lebih rendah dari harga beli, investor akan mengalami kerugian yang disebut *capital loss*. Sementara itu, dividen adalah pembagian keuntungan yang dihasilkan perusahaan penerbit saham kepada para investor (Sutedi, 2013).

1.3. Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini memberikan informasi tentang kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang lancar yang dimilikinya dengan menggunakan aset lancar. Menurut teori sinyal, semakin tinggi nilai *current ratio* menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajiban jangka pendeknya semakin besar. Ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat mengelola aset lancarnya dengan baik sehingga dapat digunakan untuk menjamin hutang lancar. Sebaliknya, semakin rendah nilai *current ratio* menunjukkan adanya masalah likuiditas. *Current ratio* yang tinggi memberikan sinyal positif bagi investor karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik, sehingga prospek masa depannya terjamin. Informasi positif ini meningkatkan permintaan saham di pasar, sehingga harga saham naik yang diikuti dengan *return* saham. Penjelasan ini didukung oleh penelitian Abdurrohman et al., (2021) yang menemukan bahwa *current ratio* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

H1: Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

1.4. Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan melalui penjualan, total aset, atau modal sendiri. Rasio ini diwakili oleh *return on equity*, yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba menggunakan ekuitas yang dimiliki. Rasio ini juga menilai efisiensi perusahaan dalam menggunakan modal yang telah disediakan oleh pemegang saham.

Menurut teori sinyal, semakin tinggi ROE, semakin baik tingkat pencapaian laba, yang akan meningkatkan kepercayaan investor untuk berinvestasi. Respon positif ini akan berdampak pada meningkatnya permintaan saham, sehingga pengembalian saham yang didapatkan juga meningkat. Penjelasan ini didukung oleh penelitian Elfiswandi et al., (2020) dan Simorangkir (2019) yang menemukan bahwa *return on equity* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

H2: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap return saham.

1.5. Struktur Modal

Struktur modal adalah komponen penting untuk keberlangsungan perusahaan. Struktur modal berkaitan dengan pengelolaan modal kerja dan diukur dengan *working capital turnover* (WCTO). WCTO adalah rasio yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan penjualan dari modal kerja yang dimilikinya.

Menurut teori sinyal, semakin tinggi WCTO menunjukkan bahwa pengelolaan modal kerja semakin efektif dan efisien, sehingga penjualan dapat dihasilkan lebih cepat. Ini memberikan sinyal positif bagi investor karena menunjukkan bahwa keuntungan akan diterima lebih cepat dan tingkat pencapaian laba semakin baik, yang berarti kinerja perusahaan semakin baik. Informasi positif ini meningkatkan permintaan saham, sehingga nilai dan pengembalian saham juga meningkat. Penjelasan ini didukung oleh penelitian Meilinda dan Destriana (2019) yang menemukan bahwa WCTO memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return saham.

H3: Struktur Modal berpengaruh positif signifikan terhadap return saham

1.6. Pergantian *Chief Executive Officer* (CEO)

Pergantian CEO adalah informasi penting bagi investor karena menandakan kemungkinan perubahan dalam manajemen perusahaan. Pergantian CEO memberikan sinyal kepada investor tentang potensi penurunan kinerja keuangan yang membutuhkan perbaikan. Diharapkan bahwa pergantian CEO akan membawa perbaikan dalam kondisi perusahaan, terutama dalam hal kinerja keuangan, yang merupakan salah satu indikator penilaian di pasar.

Harga saham mencerminkan tingkat ketertarikan dan kepercayaan investor, yang juga menunjukkan tingkat pengembalian saham di masa depan. Penjelasan ini didukung oleh penelitian Bahtera (2018) yang menemukan bahwa pergantian CEO menyebabkan reaksi positif di pasar.

H4: Pergantian *Chief Executive Officer* (CEO) berpengaruh positif terhadap return saham

2. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang melibatkan analisis statistik untuk mengolah data. Penelitian kuantitatif menggunakan

data numerik yang berasal dari pengukuran berbagai variabel (Chandrarin, 2017). Ada berbagai jenis penelitian kuantitatif, termasuk penelitian kausal yang bertujuan untuk mengidentifikasi penyebab dan faktor-faktor yang mempengaruhi return saham, yaitu variabel likuiditas, profitabilitas, struktur modal, dan pergantian CEO.

Objek penelitian yang difokuskan adalah perusahaan-perusahaan di sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2022. Perusahaan sektor energi merujuk pada entitas bisnis yang terlibat dalam penjualan produk dan jasa yang berkaitan dengan ekstraksi energi, termasuk eksploitasi sumber daya energi konvensional seperti minyak, gas alam, dan batu bara, serta entitas yang menyediakan layanan pendukung dalam industri energi dan yang menawarkan produk dan jasa alternatif dalam energi.

Metode penarikan sampel dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* yaitu penentuan sampel berdasar kriteria tertentu untuk bisa memberikan informasi secara optimal. Kriteria penarikan sampel dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2022.
2. Perusahaan sektor energi yang melakukan perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2022.
3. Perusahaan sektor energi yang menerbitkan annual report yang telah diaudit periode 2019-2022.
4. Perusahaan sektor energi yang menyajikan laporan keuangan dengan periode 12 bulan yang telah diaudit periode 2019-2022.
5. Perusahaan sektor energi yang memiliki kelengkapan data yang terkait dengan variabel penelitian, yaitu asset lancar, hutang lancar, laba bersih setelah pajak, total ekuitas, total hutang, dan pergantian CEO.

Variabel Operasional

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah return saham. Return saham merupakan imbalan yang diharapkan oleh investor dalam berinvestasi. Return saham dapat berupa return realisasi dan return ekspektasi. Dalam penelitian ini menggunakan return realisasi.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah likuiditas, profitabilitas, struktur modal, dan pergantian CEO. Likuiditas adalah rasio untuk mengukur tingkat likuiditas

perusahaan dengan melihat hubungan antara aktiva lancar dan kewajiban lancar. Dalam penelitian ini likuiditas diukur dengan menggunakan *current ratio*. Profitabilitas adalah rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan *return on equity*. Struktur modal adalah keseimbangan penggunaan hutang jangka pendek yang bersifat permanen dengan aktiva dalam pengelolaan modal kerja yang efektif dan efisien. Dalam penelitian ini struktur modal diukur dengan menggunakan *working capital turnover*. CEO merupakan eksekutif puncak yang menduduki sebuah perusahaan. Pergantian CEO diukur dengan menggunakan variabel *dummy* dengan kriteria perusahaan yang melakukan pergantian CEO pada periode yang diamati diberi angka 1, sedangkan perusahaan yang tidak melakukan pergantian CEO pada periode yang diamati diberi angka 0.

Tabel 1. Pengukuran Variabel

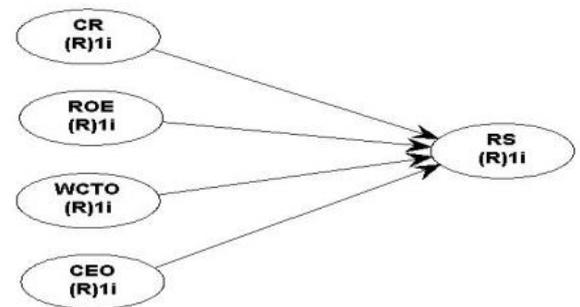
Variabel	Indikator	Sumber
Variabel Dependen		
Return Saham	$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$	(Hartono, 2016)
Variabel Independen		
Likuiditas	$\frac{Current\ Ratio\ Aset\ Lancar}{Utang\ lancar}$	(Kasmir, 2018)
Profitabilitas	$ROE = \frac{EAT}{Total\ Ekuitas}$	(Kasmir, 2018)
Struktur Modal	$\frac{WCOT = \frac{Penjualan\ Bersih}{Modal\ Kerja}}$	(Kasmir, 2018)
Pergantian CEO	Variabel <i>dummy</i>	(Libatkin et al., 1989 dalam Lindrianasari, 2011)

Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini yaitu *Partial Least Squares (PLS) – Structural Equation Modeling (SEM)* karena data beberapa variabel dalam penelitian ini tidak terdistribusi normal, dimana dalam PLS-SEM tidak menggunakan asumsi distribusi (nonparametrik) yang berbeda dari CB-SEM dimana membutuhkan data terdistribusi normal (Hair et al., 2021). Model dalam penelitian ini dapat digambarkan dalam persamaan berikut:

$$RS = a + p_1 CR + p_2 ROE + p_3 WCOT + p_4 CEO + e$$

Keterangan :

- RS = Return Saham
- a = Konstanta
- CR = Current Ratio
- ROE= Return On Equity
- WCOT= Working Capital Turnover
- CEO= Pergantian CEO
- e = Standar Error



Gambar 1 Model Analisis Jalur

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hasil penelitian

Perusahaan sektor energi merupakan perusahaan yang menjual produk dan jasa yang terkait dengan ekstraksi energi, termasuk didalamnya sumber energi tidak terbarukan, seperti ekstraksi minyak, gas alam, perusahaan batubara, perusahaan yang menyediakan jasa pendukung di industri, dan perusahaan yang menjual produk dan jasa energi alternatif. Terdapat 75 perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI tahun 2019-2022, akan tetapi hanya terdapat 84 data yang memenuhi syarat *purposive sampling*.

3.2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data (Ghozali & Latan, 2015). Pengolahan statistik deskriptif menunjukkan hasil nilai maksimum, minimum, rata-rata, dan standar deviasi dari setiap variabel yang dapat memberikan gambaran mengenai data dalam penelitian ini. Nilai mean menunjukkan rata-rata data setiap variabel, sedangkan maksimum, minimum dan standar

deviasi menunjukkan hasil disperse data setiap variabel.

Tabel 1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

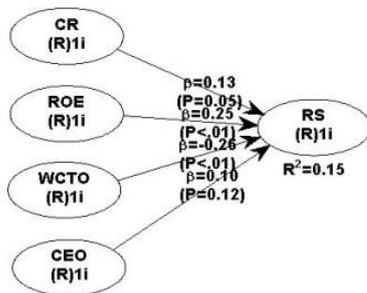
Berdasarkan data 75 sampel perusahaan yang

Model Fit	Value	Signifikansi	Rule of Thumb
APC	0,184	P = 0,006	P < 0,05
ARS	0,150	P = 0,017	P < 0,05
AARS	0,107	P = 0,048	P < 0,05
AVIF	1,020		≤5, lebih baik ≤ 3,3
AFVIF	1,059		≤5, lebih baik ≤ 3,3
GoF	0,387		Small ≥ 0,1 Medium ≥ 0,25 Large ≥ 0,36

melakukan pergantian CEO sebanyak 17 sampel dan yang tidak melakukan pergantian CEO sebanyak 67 sampel.

3.3. Partial Least Square (PLS) – Structural Equation Modelling (SEM)

Hasil analisis Partial Least Square (PLS) – Structural Equation Modelling (SEM) menggunakan WarpPls 7.0 menghasilkan output sebagai berikut:



Gambar 2 Output Hasil Penelitian

3.4. Evaluasi Model Struktural

Pengujian struktural yang telah diolah, diperoleh output untuk menginterpretasikan goodness of fit, penjas model, path coefficient dan P value sebagai berikut:

a. Goodness of Fit

Pengujian goodness of fit dilakukan untuk menilai apakah model dalam penelitian ini fit

(sesuai atau didukung oleh data) (Sholihin & Ratmono, 2021). Hasil pengujian atau output general results untuk menilai goodness of fit dalam penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Maks	Min	Rata-Rata	Standar Deviasi
CR	10,070	0,270	2,489	1,979
ROE	2,120	-2,540	0,113	0,466
WCTO	10,940	-12,200	3,411	3,633
RS	2,460	-0,930	0,203	0,583

Berdasarkan tabel 2, semua model fit yang digunakan dalam penelitian ini terpenuhi sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini fit. Ukuran model fit pada model penelitian ini antara lain: APC = 0,184, ARS = 0,150 dan AARS = 0,107; semuanya signifikan (APC P = 0,006; ARS P = 0,017 dan AARS P = 0,048). Nilai AVIF = 1,020 dan nilai AFVIF = 1,059 lebih rendah dari batas penerimaan kriteria yaitu ≤ 5 sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini tidak memiliki masalah kolinearitas vertikal (kolineritas antar variabel eksogen atau prediktor) dan kolinearitas lateral (kolinearitas antara variabel eksogen atau prediktor dan endogen atau kriteria). Nilai Tenenhaus GoF = 0,387 artinya daya prediksi model penelitian ini termasuk dalam kategori large karena nilainya $\geq 0,36$.

b. Penjas Model

Pengujian indikator penjas model yang telah diolah menghasilkan output R-Squared coefficients, Q-Squared coefficients dan F-Squared atau effect size untuk path coefficients sebagai berikut:

Tabel 2 R-Squared, Q-Squared dan F-Squared atau Effect Size

R-Squared = 0,150			
Q-Squared = 0,164			
Effect size			
Variabel	Path Coefficients	Keterangan	Rule of Thumb
CR	0,019	Sangat lemah	> 0,02 lemah
ROE	0,063	Lemah	> 0,15 sedang
WCTO	0,057	Lemah	> 0,35 besar
PERGA NTIAN CEO	0,010	Sangat lemah	

Berdasarkan tabel 3, diperoleh hasil R-Squared sebesar 0,150 yang menunjukkan bahwa 15% variasi variabel endogen atau dependen (return saham) dapat dijelaskan oleh variabel eksogen atau independen (*current ratio*, *return on equity*, *working capital turnover*, dan pergantian CEO); sedangkan sisanya 75% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini. Hasil Q-Squared dalam penelitian ini sebesar 0,164 menunjukkan validitas prediktif yang baik karena memiliki nilai di atas 0.

Hasil *effect size* pada penelitian ini menunjukkan nilai *effect size* CR dan CEO sebesar 0,019 atau 1,9% dan 0,010 atau 1% berarti nilai kontribusi individu variabel *current ratio* dan pergantian CEO terhadap nilai R-Squared variabel return saham termasuk sangat lemah dari segi praktis. Sedangkan nilai *effect size* ROE dan WCTO sebesar 0,063 atau 6,3% dan 0,057 atau 5,7% berarti nilai kontribusi individu variabel *return on equity* dan *working capital turnover* terhadap nilai R-Squared variabel return saham termasuk lemah dari segi praktis.

c. Interpretasi *Path Coefficient* dan *P-value*

Pengujian *path coefficient* dan *p-value* setiap variabel yang telah diolah menghasilkan output sebagai berikut:

Tabel 4 *Path Coefficient* dan *P Value*

Variabel	<i>Path Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>Rule of Thumb</i>
CR	0,132	0,054	P < 0,05
ROE	0,251	0,001	P < 0,05
WCTO	-0,258	0,001	P < 0,05
PERGAN TIAN CEO	0,095	0,122	P < 0,05

Berdasarkan ringkasan hasil masing-masing model pada tabel 4, maka *path coefficient* model penelitian ini dapat dituliskan dalam persamaan matematis berikut ini:

$$RS = 0,132CR + 0,251ROE - 0,258WCTO + 0,095CEO + e$$

Hasil pada model penelitian ini adalah *path coefficient* variabel *current ratio* adalah 0,132 yang bernilai positif dan signifikan dengan P = 0,054 dimana nilai tersebut >0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak; *path coefficient* variabel *return on equity* adalah 0,251 yang bernilai positif dan signifikan dengan P = 0,001 dimana

nilai tersebut <0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H2 diterima; *path coefficient* variabel *working capital turnover* adalah -0,258 yang bernilai negatif dan signifikan dengan P = 0,001 dimana nilai tersebut <0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H3 ditolak; *path coefficient* variabel pergantian CEO adalah 0,095 yang bernilai positif dan signifikan dengan P = 0,122 dimana nilai tersebut >0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H4 ditolak.

3.5. Pembahasan

3.5.1. Pengaruh Likuiditas Terhadap Return Saham

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa *path coefficient* variabel likuiditas yang diukur dengan menggunakan *current ratio* adalah 0,132 yang menunjukkan nilai positif dan *p value* yang tidak signifikan dengan P = 0,054, dimana nilai tersebut >0,05. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa likuiditas (*current ratio*) tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga H1 ditolak. Hal ini dapat diartikan bahwa penelitian ini tidak menemukan bukti hubungan yang signifikan terhadap penerimaan *return* saham jika likuiditas atau nilai *current ratio* tinggi.

Meskipun likuiditas yang diukur dengan *current ratio* sering digunakan sebagai indikator kinerja keuangan perusahaan, perubahan dalam *current ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap penilaian pasar dan pergerakan *return* saham. Investor cenderung mengabaikan tingkat likuiditas dalam keputusan investasi karena tidak menjamin tingginya deviden atau keuntungan besar di masa depan. Sebagai hasilnya, perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mungkin tidak menarik minat investor dan tidak mempengaruhi harga saham. Informasi dari *current ratio* tidak dapat diandalkan untuk memprediksi *return* yang akan diperoleh investor, sehingga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Abdurrohman et al., (2021) dan Sinaga et al., (2020), namun sejalan dengan penelitian Setiyono et al., (2018) yang menemukan bahwa *current ratio* tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham.

3.5.2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Return Saham

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa *path coefficient* variabel profitabilitas yang menggunakan *return on equity* adalah 0,251 yang menunjukkan nilai positif dan *p*

value yang signifikan dengan $P = 0,001$, dimana nilai tersebut $<0,05$. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa profitabilitas (*return on equity*) berpengaruh positif signifikan terhadap return saham, sehingga H2 diterima. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar nilai profitabilitas (ROE) maka semakin besar return saham yang akan diterima.

Profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE) mencerminkan tingkat laba yang diperoleh perusahaan atas ekuitas yang ditanamkan oleh para pemegang saham. ROE yang tinggi menunjukkan efektivitas dan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan modalnya. Informasi mengenai ROE penting bagi investor karena mengindikasikan tingkat pengembalian investasi pada perusahaan. Perusahaan sektor energi yang memiliki tingkat ROE yang sesuai harapan investor cenderung memberikan return saham yang memuaskan. ROE yang tinggi menunjukkan manajemen yang efisien dalam menggunakan modal yang diberikan oleh pemegang saham untuk menghasilkan keuntungan. Perusahaan dengan laba yang besar menunjukkan kondisi keuangan yang baik dan kinerja perusahaan yang unggul, memberikan rasa aman bagi investor dalam berinvestasi. Teori sinyal mendukung hubungan antara ROE dengan return saham, di mana ROE yang tinggi menandakan kinerja perusahaan yang baik dan memberikan keyakinan kepada investor untuk berinvestasi. Respon positif dari pasar terhadap ROE yang tinggi akan meningkatkan permintaan saham dan menghasilkan return saham yang lebih tinggi bagi investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Simorangkir (2019) dan Elfiswandi et al., (2020) yang menemukan bahwa *return on equity* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

3.5.3. Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return* Saham

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa *path coefficient* variabel struktur modal yang diukur menggunakan *working capital turnover* (WCTO) adalah $-0,258$ yang menunjukkan nilai negatif dan *p value* yang signifikan dengan $P = 0,001$, dimana nilai tersebut $<0,05$. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur modal (WCTO) berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham, sehingga H3 ditolak. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi struktur modal (WCTO) maka semakin kecil *return* saham yang akan diterima.

Struktur modal yang diukur dengan WCTO mencerminkan efektivitas pengelolaan modal kerja perusahaan dalam satu periode. WCTO yang tinggi menandakan bahwa modal kerja dapat segera menghasilkan penjualan, yang menghasilkan keuntungan yang lebih besar dan meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, penelitian ini menemukan bahwa WCTO memiliki pengaruh negatif terhadap return saham. Hal ini menunjukkan bahwa pengelolaan modal kerja perusahaan belum efisien dan perputaran kas dalam modal kerja belum optimal. Modal kerja yang berlebih menyebabkan dana tidak digunakan secara maksimal dan perputaran modal kerja menjadi lambat. Selain itu, beban pokok penjualan yang besar juga menyebabkan tingkat keuntungan yang tidak sesuai harapan. Hal ini memberikan sinyal negatif kepada investor, yang mengurangi minat dan kepercayaan terhadap perusahaan, menurunkan harga saham, dan mengakibatkan penurunan return.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Meilinda & Destriana (2019), namun sejalan dengan penelitian Syahdina et al., (2021) yang menemukan bahwa *working capital turnover* berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham. Penelitian ini tidak berhasil menemukan bukti pengaruh positif *working capital turnover* terhadap penerimaan return saham.

3.5.4. Pengaruh Pergantian *Chief Executive Officer* Terhadap Return Saham

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa *path coefficient* variabel pergantian CEO adalah $0,095$ dengan *p value* yang tidak signifikan dengan $P = 0,122$, dimana nilai tersebut $>0,05$. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa pergantian CEO tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga H4 ditolak.

Pergantian CEO menandakan adanya perubahan dalam pengelolaan manajemen perusahaan, namun penelitian ini menemukan bahwa hal tersebut tidak berdampak signifikan terhadap penilaian investor terhadap perusahaan dan pergerakan harga saham serta return saham. Investor cenderung tidak menganggap pergantian CEO sebagai faktor utama dalam pengambilan keputusan investasi karena tidak menjamin perbaikan kinerja keuangan perusahaan. Ketidakpastian ini mengakibatkan kurangnya minat investor pada saham perusahaan, sehingga tidak terjadi reaksi pasar yang signifikan terhadap pergerakan return saham. Selain itu, proporsi pergantian CEO juga memiliki perbedaan yang cukup besar antara perusahaan yang melakukan dan

tidak melakukan pergantian, sehingga pergantian CEO tidak memengaruhi return saham.

Hasil penelitian ini tidak mendukung Kang & Shivdasani (1996) dan Bahtera (2018), namun sejalan dengan penelitian Agusnawan & Wirama, (2018) yang menemukan bahwa pergantian CEO tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan return saham.

6. KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas, profitabilitas, struktur modal, dan pergantian CEO terhadap return saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2022. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka penelitian ini dapat disimpulkan bahwa variabel likuiditas, struktur modal, dan pergantian CEO tidak berpengaruh terhadap return saham sedangkan variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap return saham.

Likuiditas yang diukur dengan menggunakan current ratio tidak berpengaruh terhadap return saham, sehingga H1 ditolak. Hal ini dapat diartikan bahwa penelitian ini tidak menemukan bukti adanya hubungan yang signifikan antara current ratio dengan return saham. Nilai current ratio tinggi, akan tetapi perolehan return saham perusahaan kenaikannya terjadi tidak begitu signifikan. Sehingga besar dan kecilnya nilai current ratio tidak dapat memprediksi besarnya laba yang didapatkan dan penerimaan (return) yang akan diterima investor.

Profitabilitas yang diukur dengan menggunakan return on equity berpengaruh positif signifikan terhadap return saham, sehingga H2 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat dikatakan berhasil mengelola dengan baik ekuitas yang diberikan oleh para pemegang saham sehingga dapat menghasilkan keuntungan (laba) dan dapat mengelola dan mengendalikan dengan baik biaya-biaya operasional dan non-operasional sehingga keuntungan yang didapatkan perusahaan besar nilainya dan return yang diterima investor meningkat.

Struktur modal yang diukur dengan menggunakan working capital turnover berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham, sehingga H3 ditolak. Banyaknya nilai WCTO di bawah rasio standar industri menunjukkan bahwa perusahaan belum efektif dan

efisien dalam mengelola modal kerja sehingga terdapat modal kerja berlebih yang mengakibatkan adanya dana menganggur yang mengakibatkan penjualan yang dihasilkan tidak maksimal dan besarnya beban pokok penjualan sehingga laba yang didapatkan perusahaan kecil dan return yang akan diterima investor menurun.

Pergantian CEO tidak berpengaruh terhadap return saham, sehingga H4 ditolak. Hal ini dapat diartikan bahwa penelitian ini tidak menemukan bukti adanya hubungan yang signifikan antara pergantian CEO dengan return saham. Ada dan tidaknya pergantian CEO dalam perusahaan tidak dapat menjamin dan memprediksi kinerja perusahaan yang dicerminkan melalui laba nilainya semakin baik dan penerimaan return yang akan didapatkan investor.

7. REFERENSI

- Abdurrohman, Fitrianiingsih, D., Salam, A. F., & Aeni, H. (2021). Pengaruh Current Ratio , Debt to Equity Eatio dan Return on Equity Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *COSTING: Journal of Economic, Business and Accounting*, 4(2), 1–10.
- Agusnawan, I. K. D., & Wirama, D. G. (2018). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 25(40), 2430. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v25.i03.p30>
- Ariyanti, A. I., & Suwitho, S. (2016). Pengaruh Cr, Tato, Npm Dan Roa Terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu Dan Riset ...*, 5(April). <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jirm/article/download/609/620>
- Bahtera, N. T. (2018). Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer (CEO). *The International Journal of Applied Business Tijab*, 2(1), 33–46.
- Chandrarin, G. (2017). *Metode Riset Akuntansi Pendekatan Kuantitatif*. Salemba Empat.
- Dermawan, S., & Djahotman, P. (2013). *Analisis Laporan Keuangan* (Edisi Kedu). Mitra wacana media. Jakarta.

- Elfiswandi, Sanjaya, S., Pratiwi, N., Yulia, Y., & Ramadhan, M. F. (2020). Macroeconomic factors, energy consumption and firms performance on stock return of mining and energy sector: Evidence from Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(6), 229–234. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10207>
- Ghozali, I., & Latan, H. (2015). *Partial Least Squares konsep, teknik dan aplikasi menggunakan program smartpls 3.0 untuk penelitian empiris*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Hair, J. F., Hult, G. T. M., Sarstedt, R., Danks, N. P., & Ray, S. (2021). Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R. In *Springer. Switzerland: Springes Nature Switzerland AG*. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-80519-7>
- Hartono, J. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Kesepuluh)*. BPFE-Yogyakarta.
- Hidayat, T. (2010). *Financial Planning: Mengelola & Merencanakan Keuangan Pribadi dan Keluarga*. Mediakita.
- Judith, M. P. (2020). Pandemi Menghadang Investasi dan Ekspansi Sektor Pertambangan. *Kompas.Id*. <https://www.kompas.id/baca/ekonomi/2020/08/26/pandemi-menghadang-investasi-dan-ekspansi-sektor-pertambangan>
- Kang, J., & Shivdasani, A. (1996). *Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price Effects of Top Management Turnover Author (s): Jun-Koo Kang and Anil Shivdasani Source : The Review of Financial Studies , Vol . 9 , No . 4 (Winter , 1996),.* 9(4), 1061–1095.
- Kasmir. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. RajaGrafindo Persada.
- Lindrianasari. (2011). *Pergantian CEO Dunia: Suatu Bukti Pentingnya Informasi Akuntansi dalam Isu Pergantian CEO Dunia*. Penerbit KANISIUS.
- Meilinda, V., & Destriana, N. (2019). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham Pada Perusahaan Non Keuangan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 21(1), 39–48. <http://jurnaltsm.id/index.php/JBA>
- Nabhani, A. (2023). *PT Bukit Asam Bagi Dividen Rp 12,6 Triliun*. Harian Ekonomi NERACA. <https://dev.neraca.co.id/article/182863/pt-bukit-asam-bagi-dividen-rp-126-triliun>
- Nandani, I. G. A. I. Y., & Sudjarni, L. K. (2017). PENGARUH LIKUIDITAS, PROFITABILITAS DAN NILAI PASAR TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN F & B DI BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(8).
- Rahmi, T., Wahyudi, T., & Daud, R. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *AKUNTABILITAS: Jurnal Penelitian Dan Pengembangan Akuntansi*, 12(2), 161–180. <https://doi.org/10.29259/ja.v12i2.9315>
- Santi, J. T. (2021). *Bongkar Pasang Direksi Emiten BUMN*. Kompas.Id. <https://www.kompas.id/baca/ekonomi/2021/12/23/bongkar-pasang-direksi-emiten-bumn>
- Setiyono, W., Hariyani, D. S., Wijaya, A. L., & Aparyanti. (2018). Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap Return Saham. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 2(2), 123–133. <http://jurnal.unswagati.ac.id/index.php/jka>
- Sholihin, M., & Ratmono, D. (2021). *Analisis SEM-PLS dengan WarpPLS 7.0 untuk Hubungan Nonlinier dalam Penelitian Sosial dan Bisnis (1st ed.)*. Penerbit ANDI.
- Simorangkir, R. T. M. C. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Perusahaan Pertambangan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 21(2), 155–164. <https://doi.org/10.34208/jba.v21i2.616>
- Sinaga, A. N., Eric, E., Rudy, R., & Wiltan, V. (2020). Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Equity, Dividend Payout Ratio dan Size terhadap Return Saham Perusahaan

- Trade, Service & Investment Indonesia. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 3(2), 311–318. <https://doi.org/10.31539/costing.v3i2.1043>
- Sony Budiarmo, & Zuhri, L. C. (2019). *Indonesia Salah Satu Penghasil Tambang Terbesar di Dunia*. Mining Talk FEB UGM. <https://feb.ugm.ac.id/id/berita/2877-indonesia-salah-satu-penghasil-tambang-terbesar-di-dunia>
- Suryahadi, A. (2020). *Sepanjang 2019 sektor pertambangan turun drastis, begini prospeknya di 2020*. Kontan.Co.Id. <https://investasi.kontan.co.id/news/sepanjang-2019-sektor-pertambangan-turun-drastis-begini-prospeknya-di-2020>
- Sutedi, A. (2013). *Pasar Modal: Mengenal Nasabah Sebagai Pencegahan Pencucian Uang* (Cetakan 1). Alfabeta.
- Suwardjono. (2010). *Teori Akuntansi: Pengungkapan dan Sarana Interpretatif* (Edisi Keti). BPFÉ.
- Syahdina, A., Gusmiarni, & Gondowonto, A. J. (2021). Determinasi Kinerja Keuangan Terhadap Pertumbuhan Laba dan Implikasinya terhadap Return Saham Pada perusahaan Manufaktur Consumer goods Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 2014-2018. *Ikraith-Ekonomika*, 4(3), 264–280.
- Tari, D. N. (2021). IHSG Koreksi, Saham Sektor Pertambangan Boncos 2,8 Persen. *Bisnis.Com*. <https://market.bisnis.com/read/20210119/7/1344806/ihs-g-koreksi-saham-sektor-pertambangan-boncos-28-persen/>