



## **Reaksi Harga Saham Oleh *Size*, *Leverage*, *Cash* serta ROA dan Dimoderasi OCF**

H. Hersugondo<sup>1)</sup> Chessa F. Puspitaningrum<sup>2)</sup> Farrell E. Kairupan<sup>3)</sup> Khrisna G. Dhaniswara<sup>4)</sup> Nesya Q. Nafisa<sup>5)</sup>  
hersugondo@lecturer.undip.ac.id

Universitas Diponegoro

### **Abstrak**

Perekonomian di Indonesia tidak bisa untuk tidak dikaitkan dari pasar modal. Perusahaan banyak menawarkan kepemilikan perusahaan dalam bentuk saham kepada masyarakat. baik penjual maupun pembeli jelas mengharapkan adanya laba yang dapat diperoleh dari kegiatan yang dilakukan di pasar modal. Penelitian ini menguji apakah arus kas operasional dari perusahaan memoderasi kondisi keuangan perusahaan dan harga saham. model analisis regresi yang digunakan adalah model *random effect*. Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan sektor perindustrian dengan subsektor produk dan perlengkapan bangunan, komponen dan peralatan kelistrikan, mesin konstruksi dan peralatan berat, mesin dan komponen perindustrian, peralatan kantor serta jasa pendukung bisnis pada tahun 2018-2021. Dari penelitian ini ditemukan bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* mempengaruhi harga saham. Selain itu peneliti juga menemukan bahwa OCF tidak memperkuat hubungan antara kondisi keuangan terhadap harga saham. Penelitian ini diharapkan dapat membantu pemerintah dalam merumuskan kebijakan untuk merangsang perekonomian yang sedang lesu. Mengingat penelitian yang dilakukan secara tersirat merepresentasikan perkembangan kondisi di beberapa subsektor industri., studi ini juga diharapkan dapat membantu para investor dalam mempersiapkan analisisnya untuk menetapkan langkah apa yang harus mereka ambil selanjutnya terhadap saham mereka.

Kata kunci: Harga saham; Ukuran perusahaan; *Leverage*; Kas; ROA; OC

### **Abstract**

*The economy in Indonesia cannot be separated from the capital market. Many companies offer company ownership in the form of shares to the public. both the seller and the buyer clearly expect a profit to be obtained from the activities carried out in the capital market. This study examines whether the operating cash flow of the company moderates the company's financial condition and stock price. The regression analysis model used is a random effect model. The object of research used is industrial sector companies with sub-sectors of building products and equipment, electrical components and equipment, construction machinery and heavy equipment, industrial machinery and components, office*



*equipment and business support services in 2018-2021. From this study it was found that firm size and leverage affect stock prices. In addition, the researchers also found that OCF did not strengthen the relationship between financial conditions and stock prices. This research is expected to assist the government in formulating policies to stimulate a sluggish economy. Given that the research carried out implicitly represents the development of conditions in several industrial sub-sectors, this study is also expected to assist investors in preparing their analysis to determine what steps they should take next with their shares.*

*Keywords: Stock price; Firm size; Leverage; Cash; ROA; OCF*

## **PENDAHULUAN**

Perekonomian di Indonesia tidak bisa untuk tidak dikaitkan dari pasar modal. Perusahaan banyak menawarkan kepemilikan perusahaan dalam bentuk saham kepada masyarakat. baik penjual maupun pembeli jelas mengharapkan adanya laba yang dapat diperoleh dari kegiatan yang dilakukan di pasar modal. Perusahaan berusaha memberikan sinyal terbaik melalui informasi laporan keuangan kepada investor. Informasi keuangan publik menjadi pertimbangan para investor untuk menilai potensi perspektif masa depan perusahaan manapun (Syed dan Bajwa, 2018). Fama menyatakan bahwa investor tidak dapat memperoleh keuntungan yang terlalu banyak dengan beberapa strategi investasi (Yardımcı dan Erdem, 2020). Namun, investor dapat memperoleh pengembalian yang lebih tinggi dengan mempertimbangkan efek kalender di pasar keuangan (Zhang *et al.*, 2017). Tingkat stabilitas dari suatu perusahaan meningkatkan kepercayaan investor dalam menempatkan kekayaannya dengan membeli saham pada perusahaan tersebut. Oleh karena itu, semakin banyak investor yang menanamkan modalnya pada suatu perusahaan dapat meningkatkan harga saham yang dimilikinya. Faktor emosional ikut berpengaruh dalam pengambilan keputusan keuangan yang dilakukan oleh investor dan membuat keputusan yang tidak rasional (Chaffai dan Medhioub, 2018). Dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Metawa *et al.*, 2019 menyatakan bahwa tidak ada pengaruh signifikan dari pengalaman investasi pada salah satu faktor perilaku dan keputusan investasi. Investor juga belajar bagaimana memprediksi potensi perusahaan di luar kondisi ekonomi biasanya. Sinyal perusahaan menjadi penentu bagi para investor untuk mempertimbangkan prospek investasinya di perusahaan.

Banyak peneliti yang mengaitkan dampak dari krisis wabah dengan krisis ekonomi di tahun 2008. Ding *et al.*, 2020 mengidentifikasi hubungan antara karakteristik masing-masing dan reaksi harga saham terhadap guncangan dengan memeriksa karakteristik perusahaan secara kolektif, yang meliputi ukuran perusahaan, *leverage*, kas, dan profitabilitas. Dari hasil penelitian. ditemukan bahwa perusahaan dengan kondisi keuangan yang lebih vital mengalami reaksi harga saham yang lebih baik dibandingkan dengan mereka yang memiliki banyak utang, lebih sedikit kas perusahaan, dan laba yang lebih kecil. Buku teks standar tentang analisis laporan keuangan merekomendasikan untuk berfokus pada arus kas operasi-*operating cash flow* (OCF). Omset OCF yang baik diharapkan mampu memperkuat kondisi persaingan di pasar saham (Cheng *et al.*, 2020), seperti halnya penelitian yang dilakukan oleh Qaisi, (2020), Cheng *et al.*, (2020) dan Francis *et al.*, (2013). Pentingnya keberadaan OCF dikarenakan adanya kebijakan standar akuntansi ketika mengukur secara akrual dalam bentuk estimasi. Oleh karena itu, pelaporan keuangan berpotensi mengaburkan kinerja keuangan. Ini juga dapat mempengaruhi risiko penurunan harga saham, mengingat hal itu dapat memfasilitasi penimbunan berita manajerial yang buruk dan transfer sumber daya perusahaan (Cheng

*et al.*, 2020). Penelitian yang akan dilakukan ini menghadirkan kontribusi dalam hal akademis, khususnya selain menjadi literatur terkait pergerakan saham. Peneliti mengamati bahwa ini dapat mengisi kesenjangan literatur terkait dengan kondisi ekonomi industri. Peneliti mempelajari masalah ini lebih rinci dengan membandingkan laporan sementara untuk kuartal pertama dan kuartal kedua tahun 2021 dengan laporan tahunan perusahaan tahun 2018 hingga 2020. Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu pemerintah dalam membuat kebijakan untuk mendorong perekonomian yang sedang lesu. Penelitian ini juga membantu para investor dalam mempersiapkan analisisnya dalam menentukan apakah akan menjual atau menahan atau membeli saham, mengingat penelitian ini secara implisit mencerminkan perkembangan kondisi di beberapa subsector dari sektor perindustrian, meliputi subsector produk dan perlengkapan bangunan, komponen dan peralatan kelistrikan, mesin konstruksi dan peralatan berat, mesin dan komponen perindustrian, peralatan kantor.

## TINJAUAN PUSTAKA

### ***Efficient Market Hypothesis (EMH)***

Hipotesis pasar efisien (EMH) pertama kali dikenalkan oleh Fama pada tahun 1970, mendalilkan bahwa pasar diasumsikan efisien jika tidak ada investor yang memperoleh pengembalian abnormal setelah menyesuaikan dengan risiko dan dikategorikan ke dalam tiga keadaan; efisiensi lemah, efisiensi semi-kuat, dan efisiensi substansial (Apolaagoa *et al.*, 2020); SánchezGranero *et al.*, 2020). Nilai yang tercantum dalam harga saham suatu perusahaan mencerminkan kondisi perusahaan saat ini (Apolaagoa *et al.*, 2020), artinya apabila terjadi perubahan nilai suatu perusahaan maka pasar akan bergerak menyesuaikan perubahan nilai tersebut. Fama (1965) menetapkan bahwa EMH dapat diklasifikasikan lebih lanjut menjadi tiga bentuk: bentuk efisiensi pasar yang lemah, setengah kuat, dan kuat. Ketika data pasar historis dan harga masa lalu sepenuhnya tercermin dalam harga saham tetapi tidak dapat memprediksi harga masa depan, pasar apa pun dengan elemen ini dianggap sebagai bentuk yang lemah. Setiap pasar dianggap sebagai bentuk semi-kuat ketika semua informasi yang tersedia untuk umum sepenuhnya tercermin dalam harga saham. Akhirnya, pasar mana pun akan dianggap sebagai bentuk efisiensi yang kuat ketika semua sumber informasi publik dan swasta yang tersedia sepenuhnya tercermin dalam harga saham (Syed dan Bajwa, 2018). Santoso dan Ikhsan, (2020) dalam penjelasannya mengemukakan bahwa bahwa peluang saham untuk naik memiliki peluang yang sama untuk turun. Saat ini, kemajuan teknologi menjadi salah satu faktor pendukung pencapaian EMH karena kemudahan akses informasi, beberapa di antaranya adalah kondisi keuangan realtime yang tercermin dalam laporan keuangan interim atau tahunan, kondisi ekonomi saat ini, dan respons pasar terhadap fenomena (Nugroho dan Pertiwi, 2021). Namun, harus ditekankan bahwa akses informasi di era big data yang menciptakan arus informasi yang sangat besar, juga dapat melahirkan informasi yang membingungkan akibat tidak efisiennya penggunaan sumber informasi yang saling terkait (Pernagallo dan Torrisi, 2020).

### **Teori Sinyal**

Informasi positif atau negatif yang diberikan oleh pihak internal akan diterima dengan baik oleh pihak eksternal untuk dijadikan bahan pertimbangan dalam

pengambilan keputusan (Yasar *et al.*, 2020). Connelly *et al.*, (2011) menyatakan bahwa manajer secara intensif mengirimkan sinyal positif kepada investor untuk menunjukkan bahwa mereka berkinerja lebih baik daripada perusahaan lain. Informasi yang disampaikan kepada masyarakat mengenai kondisi perusahaan yang sangat baik melalui laporan keuangan menunjukkan bahwa tidak mengalami kendala yang berarti dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Perusahaan dapat membedakan diri dari perusahaan yang tidak kompeten dengan mengirimkan sinyal yang kredibel mengenai kualitasnya ke pasar modal (Spence, 1973). Kredibilitas dan sinyal baik yang dimiliki perusahaan dapat meningkatkan harga sahamnya (Yasar *et al.*, 2020). Bentuk sinyal perusahaan, salah satunya adalah kondisi keuangan perusahaan yang diungkapkan dalam laporan tahunan sebagai bentuk komunikasi antara pihak internal dengan pihak eksternal (Sun *et al.*, 2020; Rajandran, 2021). Teori sinyal ini berkaitan erat dengan EMH yang telah dibahas sebelumnya dalam penjelasan Yasar *et al.*, (2020). Setiap informasi baru dapat memicu investor untuk memperbarui harapan mereka menggunakan analisis komprehensif berdasarkan itu. Informasi ini berharga jika investasi di tempat atau peluang untuk berinvestasi dapat secara positif mempengaruhi arus kas masa depan perusahaan. Berita buruk spesifik perusahaan lebih cenderung disembunyikan selama periode sentimen tinggi, yang mengarah ke kemungkinan *crash* yang lebih besar di masa depan (Cui dan Zhang, 2020).

### **Kondisi keuangan dan harga saham**

#### **Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)**

Gambaran tentang jumlah aset yang dimiliki perusahaan dinilai dari ukuran perusahaan (*firm size*) itu sendiri (Nst dan Sari, 2020). Ukuran perusahaan juga merupakan acuan yang sering digunakan para investor untuk melihat apakah kondisi perusahaan tersebut dalam keadaan yang stabil atau tidak (Anggasta dan Suhendah, 2020). Ding *et al.*, (2020) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan yang lebih besar memiliki dampak yang cukup baik terhadap reaksi pergerakan saham. Indikator perusahaan besar dilihat dari bagaimana perusahaan pertumbuhannya positif. Perusahaan seperti ini tentu akan lebih menarik bagi investor. Para investor cenderung lebih mempercayai perusahaan besar dengan jumlah aset yang besar karena dianggap memiliki kemampuan untuk mengelola aset dengan lebih efisien. Hal ini menunjukkan bahwa mereka pandai mengubah investasinya menjadi keuntungan (Sukesti *et al.*, 2021). Perusahaan yang sudah stabil dan besar akan dapat mempertahankan dan meningkatkan kinerja perusahaan, tercermin dari harga sahamnya.

H<sub>1a</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap harga saham

#### **Leverage**

Leverage adalah hutang jangka panjang ditambah utang jangka dalam kewajiban lancar, dibagi dengan total aset, dalam poin persentase (Ramelli dan Wagner, 2020). *Leverage* yang tinggi memperburuk nilai perusahaan dengan menggeser harga saham di pasar modal. Hal tersebut diungkapkan oleh Ramelli dan Wagner, (2020) dalam penelitiannya. *Leverage* menjadi hal yang sangat terpengaruh jika perusahaan mengalami penurunan harga yang cukup besar selama tahun 2020. Perusahaan harus menetapkan target struktur modal dimana mereka mendapatkan harga saham yang stabil dan prospek yang cerah (Mubeen, 2021).

H<sub>1b</sub>: *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap harga saham

### **Kas (Cash)**

Ding *et al.*, (2020) merumuskan kas sebagai jumlah total kas dan investasi jangka pendek dibagi dengan total aset. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ramelli dan Wagner, (2020), diungkapkan bahwa kas yang rendah memperburuk nilai perusahaan dengan menggeser harga saham di pasar modal. Kas menjadi sangat terpengaruh saat perusahaan mengalami penurunan harga yang drastis akibat wabah. De Vito dan Gómez, (2020) mengemukakan bahwa kas perusahaan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk bertahan dalam posisi yang sangat baik untuk berinvestasi dalam masa pemulihan. Memegang kas memungkinkan perusahaan menghindari tingginya biaya pembiayaan eksternal dan memberikan opsi pembiayaan yang lebih murah.

H<sub>1c</sub>: Kas berpengaruh signifikan terhadap harga saham

### **Return on Assets (ROA)**

ROA dapat digambarkan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan bagi dirinya sendiri dengan menggunakan aset yang dimiliki (Rinaldo, 2020). Penelitian oleh Ding *et al.*, (2020), Sukesti *et al.*, (2021), dan Jatmika *et al.*, (2017) menunjukkan bahwa perusahaan ROA yang tinggi memiliki dampak reaksi harga saham yang lebih baik. Saat investor menganggap bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dalam rasio profitabilitasnya di masa depan, dalam hal ini diproksikan dengan ROA, maka mereka akan membayar harga tinggi untuk setiap saham perusahaan (Setiawanta dan Septiani, 2017). ROA yang tinggi mengindikasikan bahwa suatu perusahaan memiliki kinerja yang dapat diandalkan baik dari segi keuangan maupun operasionalnya, sedangkan ROA yang rendah bukan merupakan pertanda baik untuk pertumbuhannya (Sukesti *et al.*, 2021).

H<sub>1d</sub>: ROA berpengaruh signifikan terhadap harga saham

### **OCF sebagai moderator: kondisi keuangan dan harga saham**

Tujuan utama laporan arus kas menurut Jabbari *et al.*, (2013) adalah untuk memberikan gambaran informasi mengenai penerimaan kas dan pembayaran kas perusahaan selama suatu periode keuangan. Selanjutnya seperti yang dikemukakan oleh Francis *et al.*, (2013), juga menginformasikan investor mengenai prospek perusahaan dan untuk meniru arus kas dari operasi masa depan. OCF memiliki peran penting penting untuk diperhitungkan, mengingat laporan keuangan perusahaan penuh dengan akuntansi akrual.

H<sub>2a</sub>: Dengan OCF, pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap harga saham akan lebih tinggi

Studi sebelumnya telah menunjukkan bahwa OCF memiliki konten informasi tambahan di luar pendapatan, terutama pada tingkat pendapatan yang ekstrim Cheng *et al.*, (2020), sebuah temuan yang hampir sama dengan studi terbaru oleh Bushman *et al.*, (2016) dan Barth *et al.*, (2021) yang menekankan bahwa investor lebih fokus pada OCF sebagai akibat dari perilaku investor yang lebih menekankan pada arus kas dalam beberapa tahun terakhir.

H<sub>2b</sub>: Dengan OCF, pengaruh antara leverage terhadap harga saham akan lebih tinggi

Kas merupakan salah satu unsur arus kas suatu perusahaan. Dengan memahami informasi OCF, investor akan mengetahui aset perusahaan mengingat laporan keuangan

berbasis akrual. Dengan demikian, keberadaan OCF akan memperkuat empat elemen penting kondisi keuangan perusahaan menjadi sinyal yang lebih berguna untuk mendukung pengambilan keputusan investor. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Nugroho dan Pertiwi, (2021), ditemukan bahwa OCF dapat memperkuat pengaruh kas terhadap harga saham.

H<sub>2c</sub>: Dengan OCF, pengaruh antara kas terhadap harga saham akan lebih tinggi

Dalam hasil penelitian yang dilakukan oleh Nugroho dan Pertiwi, (2021) terbukti OCF dapat memperkuat variabel ROA. ROA mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Cheng *et al.*, (2020) dan Barth *et al.*, (2021), menegaskan pentingnya OCF sebagai indikator kinerja dan melaporkan dampak negatif dari kelebihan OCF terhadap nilai pemegang saham yang tercermin dalam risiko kecelakaan.

H<sub>2d</sub>: Dengan OCF, pengaruh antara ROA terhadap harga saham akan lebih tinggi

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### **Sampel dan desain penelitian**

Penelitian ini mengkaji pada sektor perindustrian subsektor produk dan perlengkapan bangunan, komponen dan peralatan kelistrikan, mesin konstruksi dan peralatan berat, mesin dan komponen perindustrian, peralatan kantor serta jasa pendukung bisnis yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang dikumpulkan adalah laporan keuangan dan laporan tahun 2018-2020 serta laporan keuangan triwulanan I dan II tahun 2021. Data laporan keuangan diperoleh melalui website BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan website perusahaan terkait pada saat laporan keuangan tidak terdapat di situs BEI. Sampel penelitian ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Masih ada perusahaan yang belum menerbitkan laporan triwulanan untuk kuartal kedua 2021, sehingga mereka dieliminasi dari sampel penelitian. Perusahaan-perusahaan yang IPO pada tahun 2019-2021 juga tereliminasi karena periode observasi penelitian dimulai pada 2018 karena perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki data lengkap yang dibutuhkan. Sampel yang diambil terdiri dari 9 perusahaan subsektor produk dan perlengkapan bangunan, 4 perusahaan subsektor komponen dan peralatan kelistrikan, 4 perusahaan sub sektor mesin konstruksi dan peralatan berat, 3 perusahaan sub sektor mesin dan komponen perindustrian, 2 perusahaan sub sektor peralatan kantor dan 3 perusahaan sub sektor jasa pendukung bisnis. Total sampel adalah sebanyak 25 perusahaan dari sektor perindustrian.

### **Variabel Pengukuran**

#### **Harga saham**

Harga saham memiliki tingkat fluktuasi yang tinggi, artinya berubah naik turun setiap hari. Fluktuasi tersebut didorong oleh penawaran dan permintaan akan suatu saham, yang mengikuti hukum ekonomi: ketika suatu saham melebihi permintaan, harga cenderung naik, dan sebaliknya. Informasi yang tercantum di situs BEI memuat tiga bagian harga yang tercantum, tepatnya harga saham pada harga tinggi, harga rendah, dan harga penutupan. Seperti yang dikemukakan oleh Saroinsong *et al.*, (2018), harga saham sering diulas atau dijadikan acuan, khususnya pada harga penutupan. Oleh karena itu,

penelitian ini juga menggunakan harga penutupan pada akhir kuartal pertama, kuartal kedua tahun 2021 dan 2018 hingga 2020.

### Kondisi keuangan

Dalam mengevaluasi kondisi keuangan ini, sesuai dengan pengukuran dari penelitian Ding *et al.*, (2020), terdapat empat karakteristik keuangan yang esensial, yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, kas, dan ROA. Ukuran perusahaan didapat dengan menggunakan logaritma natural dari total aset. *Leverage* diperoleh dari perhitungan menggunakan rasio total hutang dibagi total aset. Kas diukur dengan menggunakan total kas dan setara kas ditambah investasi jangka pendek dibagi dengan total aset. ROA diukur sebagai rasio laba bersih terhadap total aset (Asikin et al., 2020; Rinaldo, 2020)

### Arus kas operasi

Pengukuran arus kas operasi (OCF) menggunakan pengukuran yang dilakukan oleh Francis *et al.*, (2013). Penelitian ini menerapkan pengukuran saat ini, di mana penerimaan arus kas operasi dikurangi dengan pembayaran pajak penghasilan dan bunga, dan melarang pengurangan belanja modal. Oleh karena itu, dihitung dengan rumus:

$$OCF = \frac{Nett\ OCF}{Rata - rata\ aset}$$

### Desain Penelitian

Pengujian dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi model *random effect*. Pilihan metode analisis dikonfirmasi setelah Uji Hausman dan pengujian Breush dan Pagan Lagrangian. Alat analisis statistik yang digunakan adalah SPSS. Regresi dalam penelitian ini tidak mengalami masalah multikolinearitas, sedangkan masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi dikoreksi menggunakan kesalahan standar Newey-West. Dalam pengujian hipotesis, penelitian ini mengikuti model regresi pertama menggunakan regresi linier dan analisis regresi moderasi (MRA), seperti pada Persamaan (2) dan Persamaan (3). Oleh karena itu, peneliti memperkirakan model penelitian sebagai berikut:

$$STOCK_{i,t} = \alpha + \beta_1 FIRM_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 SALES_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \varepsilon(i,t) \tag{2}$$

$$STOCK_{i,t} = \alpha + \beta_1 FIRM_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 SALES_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \beta_8 FIRM_{i,t} * OCF_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} * OCF_{i,t} + \beta_{10} CASH_{i,t} * OCF_{i,t} + \beta_{11} ROA_{i,t} * OCF_{i,t} + \varepsilon(i,t) \tag{3}$$

Dalam persamaan regresi pertama, variabel independent utama adalah kondisi keuangan perusahaan, yang terdiri dari empat variabel: ukuran perusahaan, leverage, kas, dan ROA-sesuai dengan Ding *et al.*, (2020), mengevaluasi bagaimana kondisi keuangan perusahaan sebelum tahun 2020 membentuk pergerakan harga sahamnya. Variabel pemoderasi yang dianggap memiliki peran penting dalam memperkuat hubungan kondisi keuangan perusahaan terhadap harga saham adalah arus kas operasi yang diadopsi dari Cheng *et al.*, (2020). Dalam meminimalkan bias karena kurangnya ruang lingkup yang mempengaruhi variabel dependen, penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu ROE, pertumbuhan penjualan, dan belanja yang digunakan untuk mengontrol variabel OCF.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

**Statistik Deskriptif**

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif dari variabel yang digunakan dalam model empiris. Data tersebut terdiri dari 25 perusahaan yang terdiri dari 125 sampel pengamatan mulai tahun 2018 hingga kuartal II 2021.

**Tabel 1 Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Mean	Minimum	Maksimum	Std Dev
Stock	125	1808,04	50	800,2	4822,531
Firm	125	25,1008	14,63	27,999933	4,51837
LEV	125	0,5759	0,15	0,3388067	0,50157
Cash	125	0,0919	0,00	0,1387328	0,11355
ROA	125	0,0439	-0,40	0,0760161	0,12802
ROE	125	0,0812	-1,84	0,1446893	0,31472
OFC	125	0,0579	-0,11	0,0933500	0,08145
Sales	125	0,0808	-1,00	0,3404011	0,78206
CAPEX	125	0,3712	0,00	0,5581506	0,22460

Sumber: Data diolah dengan spss

Rata-rata harga saham sektor perindustrian, khususnya produk dan perlengkapan bangunan, komponen dan peralatan kelistrikan, mesin konstruksi dan peralatan berat, komponen perindustrian, peralatan kantor serta pendukung bisnis sekitar Rp 1.808 per saham. Volatilitas harga saham perusahaan-perusahaan ini sangat tinggi hingga sekitar 4,822%, yang menunjukkan bahwa harga saham telah mengalami perubahan yang sangat tajam. Dilihat dari leverage, rata-rata nilai *debt ratio* adalah 0,575 yang berarti perusahaan tidak mempertahankan tingkat utang yang dimilikinya, meliputi angka tersebut dengan standar deviasi rendah sebesar 0,5 Rata-rata cadangan kas yang dimiliki oleh perusahaan adalah sebesar 9,1%, yang dapat dikatakan sangat rendah untuk sebuah cadangan kas dan investasi jangka pendek bagi perusahaan. Diukur dengan ROA, rata-rata profitabilitas yang mampu dihasilkan oleh perusahaan adalah sebesar 4,3% yang berarti kemampuan aset perusahaan dalam menghasilkan laba perusahaan hanya sebesar 4,3%.

**Tabel 2 Uji Multikolinearitas**

	STOCK	FIRM	LEV	CASH	ROA	ROE	OCF	SALES	CAPE
<b>STOCK</b>	1,000								
<b>FIRM</b>	-0,421	1,000							
<b>LEV</b>	-0,078	-0,106	1,000						



	STOCK	FIRM	LEV	CASH	ROA	ROE	OCF	SALES	CAPE
CASH	0,119	0,032	-0,082	1,000					
ROA	0,025	0,136	0,233	0,166	1,000				
ROE	0,021	-0,029	0,128	0,112	0,470	1,000			
OCF	0,151	-0,032	-0,113	0,249	0,264	0,167	1,000		
SALES	0,010	0,027	0,043	0,066	0,111	0,014	0,031	1,000	
CAPE	-0,121	0,158	0,041	-0,066	0,105	0,008	0,114	0,054	1,000

Sumber: Data diolah dengan spss

Tabel 2 adalah uji multikolinearitas. Uji ini dilakukan untuk melihat ada atau tidaknya pelanggaran asumsi klasik karena variabel independen dengan korelasi yang kuat dalam model regresi. Sebuah model regresi dianggap memiliki multikolinearitas saat koefisien korelasi antar variabel lebih signifikan dari 0,8. Dari hasil tabel tidak ada nilai korelasi antar variabel yang melebihi atau mendekati 0,8. Hal tersebut berarti bahwa tidak ada indikasi korelasi yang kuat antar variabel.

### Regresi

Kondisi keuangan berperan dalam membentuk reaksi harga saham dari perusahaan. Aktivitas ini menyebabkan pasar saham mempertimbangkan cadangan kas, *leverage*, dan profitabilitasnya sambil menegur nilainya, yang tercermin dalam harga saham (Nugroho dan Pertiwi, 2021).

**Tabel 3 Hasil Analisis Regresi Linear Berganda dan Regresi MRA**

Variabel	Regresi Linear		Regresi MRA	
	Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi
FIRM	-0,194	0,000	-0,186	0,000
LEV	-0,831	0,000	-0,769	0,017
CASH	1,763	0,070	4,350	0,031
ROA	1,082	0,284	1,797	0,354
ROE	-0,238	0,530	-0,756	0,509
SALES	2,668	0,059	9,838	0,350
OCF	0,033	0,808	0,088	0,607
CAPE	-0,385	0,423	-0,071	0,906
FIRM * OCF			-0,131	0,757

Variabel	Regresi Linear		Regresi MRA	
	Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi
LEV * OCF			0,228	0,968
CASH * OCF			-24,693	0,132
ROA * OCF			-17,886	0,628
Firm random effect	Yes		Yes	
Year random effect	Yes		Yes	
Newey-West Std. Error	Yes		Yes	
N	125		125	

Sumber: Data diolah dengan spss

Dari pengujian hipotesis yang dilakukan, ditemukan bahwa ukuran perusahaan dan leverage berpengaruh terhadap harga saham secara signifikan sedangkan kas dan ROA tidak berpengaruh terhadap harga saham. Seperti terlihat pada Tabel 3 dalam kolom regresi linear nilai signifikansi dari ukuran perusahaan dan *leverage* kurang dari 0,05 yang berarti hipotesis 1<sub>a</sub> dan 1<sub>b</sub> didukung secara statistik. Sedangkan dalam tabel terlihat bahwa nilai signifikansi dari kas dan ROA melebihi 0,05 yang berarti bahwa hipotesis 1<sub>c</sub> dan 1<sub>d</sub> tidak didukung secara statistik. Penelitian ini juga menguji pengaruh peran moderator OCF. Sebagaimana terlihat dalam Tabel 3 regresi MRA, peran OCF sebagai variabel moderasi terbukti tidak memperkuat hubungan antara elemen-elemen penting laporan keuangan dalam membentuk harga saham, dikarenakan nilai signifikansinya melebihi 0,05.

### **Pengaruh Kondisi Keuangan Terhadap Harga Saham**

Gambaran tentang jumlah aset yang dimiliki perusahaan dinilai dari ukuran perusahaan (*firm size*) itu sendiri (Nst dan Sari, 2020). Ukuran perusahaan juga merupakan acuan yang sering digunakan para investor untuk melihat apakah kondisi perusahaan tersebut dalam keadaan yang stabil atau tidak (Anggasta dan Suhendah, 2020). Dari hasil uji yang dilakukan ditemukan nilai signifikansi dari ukuran perusahaan sebesar 0,000. Nilai tersebut kurang dari 0,05 yang berarti hipotesis 1<sub>a</sub>, ukuran berpengaruh signifikan terhadap harga saham diterima. Temuan ini sejalan dengan penelitian pada perusahaan manufaktur yang dilakukan oleh Angelina dan Salim, (2021) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap harga saham. Hal tersebut juga diungkapkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Alamsyah, (2019). *Leverage* adalah hutang jangka panjang ditambah utang jangka dalam kewajiban lancar, dibagi dengan total aset, dalam poin persentase (Ramelli dan Wagner, 2020). *Leverage* yang tinggi memperburuk nilai perusahaan dengan menggeser harga saham di pasar modal. Hal tersebut diungkapkan oleh Ramelli dan Wagner, (2020) dalam penelitiannya. Dari uji yang dilakukan, hasil yang didapat adalah nilai signifikansi *leverage* sebesar 0,000 yang berarti hipotesis 1<sub>b</sub>, *leverage* berpengaruh signifikan terhadap harga saham diterima. Dalam penelitian lain, yang dilakukan oleh Agustami dan Syahida, (2019) membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap harga saham. Ding *et al.*, (2020) merumuskan kas sebagai jumlah total kas dan investasi jangka pendek dibagi dengan total aset. Dalam penelitian

yang dilakukan oleh Ramelli dan Wagner, (2020), diungkapkan bahwa kas yang rendah memperburuk nilai perusahaan dengan menggeser harga saham di pasar modal. Hasil yang didapatkan dalam uji regresi adalah signifikansi kas sebesar 0,070 yang berarti hipotesis 1<sub>c</sub>, kas berpengaruh signifikan terhadap harga saham ditolak. Hasil temuan dalam penelitian ini berlawanan dengan temuan Ding *et al.*, (2020) karena kas yang dimiliki perusahaan juga tidak mampu menentukan harga saham. Perbedaan temuan ini disebabkan karena tingkat cadangan kas yang dimiliki perusahaan cukup rendah, sebagaimana digambarkan dalam statistik deskriptif, hanya sekitar 9,1% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Karena itu, ketika perusahaan mengalami tekanan ekonomi, perusahaan tidak dapat mengoptimalkan sisa kas yang dimilikinya dan juga tidak dapat memaksimalkan potensi sumber dayanya.

ROA merupakan salah satu sinyal yang biasanya diberikan oleh perusahaan, namun dalam penelitian yang dilakukan oleh peneliti ini nilai signifikansi dari ROA sebesar 0,284. Hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis 1<sub>d</sub> ditolak. ROA tidak mempengaruhi harga saham. Hussain dan Ahmed, (2021) mengungkapkan bahwa memprediksi harga saham merupakan tantangan bagi investor, dan alat untuk memprediksi ini menggunakan prediktor kinerja keuangan. Dia menemukan bahwa, dari empat prediktor kinerja keuangan, ROA memiliki signifikansi terendah. Temuan ini juga sesuai dengan Setiawanta *et al.*, (2020), yang menyatakan bahwa fluktuasi nilai ROA pada perusahaan cenderung tidak menunjukkan penurunan kinerja perusahaan, sehingga informasi profitabilitas yang diprosikan dengan ROA tidak membantu investor dalam melihat bagaimana perusahaan memenuhi aset dari volume penjualan. Nilai ROA yang rendah tidak memberikan sinyal yang salah kepada investor dari perspektif *signaling theory*, begitu pula dengan nilai ROA yang tinggi (Setiawanta *et al.*, 2020).

### **Peran OCF dalam Memoderasi Efek Antara Kondisi Keuangan dan Harga Saham Perusahaan**

Menurut Sayari dan Mugan, (2014), salah satu tujuan dari analisis arus kas adalah untuk mengamati apakah komponen arus kas mengandung kesehatan keuangannya. Dengan melakukan analisis arus kas operasi, perusahaan dapat mencerminkan bahwa selain perusahaan mampu membayar likuiditasnya, perusahaan juga dapat menjalankan kegiatan operasionalnya dengan sehat. OCF tidak terbukti memperkuat hubungan antara beberapa elemen keuangan perusahaan dan harga saham. Secara umum OCF perusahaan dapat dilihat dari perputaran bisnisnya, apakah tersendat atau tidak. OCF sangat sensitif terhadap penjualan karena mengelola penjualan adalah teknik manipulasi aktivitas perusahaan yang akan mempengaruhi arus kas operasi (Andreas, 2017). Menurut Å, Marcus dan Tehranian, (2009), jika indeks OCF meningkat, akan lebih berguna untuk mengungkapkan informasi rahasia. Namun, hasil temuan yang dilakukan dari penelitian ini menunjukkan bahwa moderasi dengan OCF pada ukuran perusahaan, *leverage*, kas dan ROA tidak memperkuat pengaruh variabel tersebut pada harga saham sehingga hipotesis 2<sub>a</sub>, 2<sub>b</sub>, 2<sub>c</sub> dan 2<sub>d</sub> ditolak. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi dari masing-masing yang lebih besar dari 0,05. Temuan yang dihasilkan peneliti tidak sejalan dengan Ding *et al.*, (2020), yang juga menambahkan bahwa perusahaan dengan lebih banyak uang tunai dan keuntungan lebih besar akan lebih tahan terhadap guncangan. Perusahaan yang dapat memaksimalkan kemampuan seluruh asetnya untuk menghasilkan keuntungan akan berdampak signifikan pada kepercayaan investor yang lebih tinggi, sehingga harga saham menjadi lebih baik. Namun, dalam penelitian yang dilakukan oleh Nugroho dan

Pertiwi, (2021) ditemukan bahwa OCF tidak memperkuat pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) dan *leverage* terhadap harga saham.

## KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk mengkaji hubungan antara kondisi keuangan dengan harga saham dengan menggunakan arus kas operasi sebagai variabel moderasi menggunakan data dari perusahaan-perusahaan di subsektor produk dan perlengkapan bangunan, komponen dan peralatan kelistrikan, mesin konstruksi dan peralatan berat, mesin dan komponen perindustrian, peralatan kantor serta jasa pendukung bisnis dari tahun 2018 hingga kuartal kedua 2021. Peneliti menemukan bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* secara negatif mempengaruhi harga saham secara signifikan. Ketika berinteraksi dengan OCF, OCF tidak dapat memperkuat hubungan antara elemen-elemen dalam kondisi keuangan terhadap harga saham. Temuan dalam penelitian ini juga menegaskan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar yang sensitif terhadap semua informasi terkait perekonomian menurut teori EMH. Hal ini terlihat dari situasi yang membuat investor panik dan mengabaikan kondisi perusahaan terlebih dahulu sehingga menyebabkan respon pasar modal melemah. Namun, ketika investor memiliki informasi yang cukup untuk memperkirakan prospek perusahaan, informasi ini dapat membangun harga saham perusahaan untuk pulih, dan pasar modal akan bereaksi dengan cepat. Penelitian yang dilakukan ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam mengembangkan literatur ekonomi mengenai harga saham, khususnya perusahaan di sektor perindustrian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Studi ini juga menambahkan literatur tentang pembentukan harga saham dan OCF, menjadi topik penting untuk dianalisis terutama untuk kalangan akademisi dan investor. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai acuan bagi para pengambil kebijakan mengenai bagaimana investor di Indonesia menyikapi kondisi perekonomian, sehingga dapat menjadi dasar dalam merumuskan kebijakan pemulihan ekonomi ke depan. Penelitian ini memiliki keterbatasan karena ruang lingkup penelitian yang dipilih, terutama tidak dapat mengkaji faktor-faktor yang sumbernya bukan dari laporan keuangan, mengingat periode penelitian yang dipilih adalah sampai dengan triwulan II tahun 2021. Oleh karena itu, peneliti mengalami kesulitan dalam mencari penelitian lain. faktor yang sumbernya tidak dapat diperoleh lebih cepat dan lebih *update* seperti laporan keuangan. Variabel penelitian yang digunakan juga merupakan masih variabel sederhana yang pengukurannya belum maju dan hanya fokus pada sektor perindustrian. Dengan kata lain, variabel tersebut belum membahas semua sektor di Indonesia. Dengan demikian, mereka dianggap tidak menggambarkan kondisi ekonomi saat ini secara mendalam. Seiring waktu, penelitian lebih lanjut juga dapat mencakup dampak pengumuman resesi terhadap pergerakan saham jika terjadi kondisi ekonomi serupa di Indonesia di masa mendatang

## DAFTAR PUSTAKA

- Ã, A. P. H., Marcus, A. J. and Tehranian, H. (2009) 'Opaque financial reports , R 2 , and crash risk \$', *Journal of Financial Economics*, 94(1), pp. 67–86. doi: 10.1016/j.jfineco.2008.10.003.
- Agnes Cheng, C. S., Li, S. and Zhang, E. X. (2020) 'Operating cash flow opacity and stock

- price crash risk', *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), p. 106717. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2020.106717.
- Agustami, S. and Syahida, P. (2019) 'Pengaruh Nilai Pasar, Profitabilitas, dan Leverage terhadap Harga Saham (Studi pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2013—2017)', *Organum: Jurnal Saintifik Manajemen dan Akuntansi*, 2(2), pp. 84–103. doi: 10.35138/organum.v2i2.52.
- Alamsyah, M. F. (2019) 'Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Nilai Pasar terhadap Harga Saham pada Sub Sektor Pertambangan Logam dan Mineral di Bursa Efek Indonesia (BEI)', *Jurnal Manajemen*, 11(2), pp. 170–178.
- Andreas (2017) 'Analysis of Operating Cash Flow to Detect Real Activity Manipulation and Its Effect on Market Performance', *International Journal Of Economics And Financial*, 7(1), pp. 524–529.
- Angelina, L. and Salim, S. (2021) 'Pengaruh Eva , Firm Size , Dpr , Dan Pbv Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur', III(1), pp. 129–136.
- Anggasta, G., & Suhendah, R. (2020) 'Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, dividen dan umur perusahaan terhadap nilai perusahaan', 2(April), pp. 586–593.
- Apolaagoa, C. A. *et al.* (2020) 'Empirical Test to debunk the weak form using selected stocks', *Available At Ssrn* 3686552.
- Asikin, B., Saudi, M. H., & Roespinoedji, R. (2020) 'Influence of Return on Assets ( ROA ), Return on Equity ( ROE ), and Earning Per Share ( EPS ) of Stock Price ( Survey on Corporate Advertising , Printing , and the Media listed on the Indonesia stock exchange Period', (January 2021).
- Barth, M. E. *et al.* (2021) 'Evolution in Value Relevance of Accounting Information Evolution in Value Relevance of Accounting Information'.
- Bushman, R. M., Lerman, A., & Zhang, X. F. (2016) 'The Changing Landscape of Accrual Accounting', *Journal Of Accounting Research*, 54(1). doi: 10.1111/1475-679X.12100.
- Chaffai, M. and Medhioub, I. (2018) 'Herding behavior in Islamic GCC stock market: a daily analysis', *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(2), pp. 182–193. doi: 10.1108/IMEFM-08-2017-0220.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. and R. (2011) 'Signaling Theory: A Review and Assessment', (September 2014). doi: 10.1177/0149206310388419.
- Cui, H. and Zhang, Y. (2020) 'Does investor sentiment affect stock price crash risk?', *Applied Economics Letters*, 27(7), pp. 564–568. doi: 10.1080/13504851.2019.1643448.
- Ding, W. *et al.* (2020) 'Corporate Immunity to the Covid-19 Pandemic', *Ssrn*. doi: 10.3386/w27055.
- Francis, R. N., Gandon, S. and Olsen, L. (2013) 'Research in Accounting Regulation The persistence of current and proposed measures of operating cash flow', *Research in Accounting Regulation*, 25(2), pp. 157–168. doi: 10.1016/j.racreg.2013.08.004.
- Hussain, H. and Ahmed, I. E. (2021) 'Impact of corporate performance on stock price

- predictions in the UAE markets : Neuro-fuzzy model', (August 2020), pp. 52–71. doi: 10.1002/isaf.1484.
- Jabbari, H., Sadeghi, Z., & Askari, S. A. (2013) 'Cash Flow, Earning Opacity and Its Impact on Stock Price Crash Risk in Tehran Stock Exchange', *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*.
- Jatmika, D. T. *et al.* (2017) 'THE EFFECT OF RETURN ON ASSET , RETURN ON EQUITY , AND EARNING PER SHARE IN THE STOCK PRICES OF TOURISM AND HOSPITALITY COMPANIES LISTED IN THE INDONESIA STOCK EXCHANGE 2013-2017', pp. 306–314.
- Metawa, N. *et al.* (2019) 'Impact of behavioral factors on investors' financial decisions: case of the Egyptian stock market', *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(1), pp. 30–55. doi: 10.1108/IMEFM-12-2017-0333.
- Mubeen, M. (2021) 'Impact of Leverages on Share Price : Evidence from Cement Sector of Pakistan Impact of Leverages on Share Price : Evidence from Cement Sector of Pakistan', (July 2016).
- Nst, N. A. and Sari, W. (2020) 'Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI', *Jurnal Akuntansi Bisnis & Publik*, 11(1), pp. 1–8.
- Nugroho, D. S. and Pertiwi, M. I. (2021) 'Stock price reaction when COVID-19 exist: Moderating by firm's operating cash flow', *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 55(1). doi: 10.17576/JEM-2021-5501-5.
- Pernagallo, G. and Torrisi, B. (2020) 'A theory of information overload applied to perfectly efficient financial markets', *Review of Behavioral Finance*. doi: 10.1108/RBF-07-2019-0088.
- Qaisi, F. Al (2020) 'The Impact of Operating Cash Flow on Stock Price - The Case of Publicly Held Industrial Companies in Jordan', *TEST Engineering & Management*, 83(June), pp. 14779–14788.
- Rajandran, K. (2021) 'Interdiscursivity in corporate financial communication: an analysis of earnings videos', *Corporate Communications*, 26(2), pp. 328–347. doi: 10.1108/CCIJ-03-2020-0051.
- Ramelli, S. and Wagner, A. F. (2020) 'Feverish stock price reactions to COVID-19', *Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), pp. 622–655. doi: 10.1093/rcfs/cfaa012.
- Rinaldo, N. E. (2020) 'Analysis of Financial Performance of Plantation Sub- Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2014-2019 Period', 5(4).
- Sánchez-Granero, M. A. *et al.* (2020) 'Testing the efficient market hypothesis in Latin American stock markets', *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 540. doi: 10.1016/j.physa.2019.123082.
- Santoso, E. B. and Ikhsan, M. (2020) 'Efficient Market Hypothesis in Indonesia Stock Exchange 2019', 127(Aicar 2019), pp. 51–53.
- Saroinsong, G. C. *et al.* (2018) 'Pengaruh Struktur Modal Dan Roa Terhadap Harga Saham Pada Food and Beverages Industry yang Terdaftar Di Bei ( Tahun 2014-2016 ) the

- Effect of Capital Structure and Return on Asset ( Roa ) To Share Price on Food & Beverages Companies Listed on the Bei ( Yea', 6(4), pp. 2758–2767.
- Sayari, N. and Mugan, F. N. C. S. (2014) 'Cash Flow Statement as an Evidence for Financial Distress', 1(3), pp. 95–103. doi: 10.13189/ujaf.2013.010302.
- Setiawanta, Y. *et al.* (2020) 'ARE FINANCIAL STATEMENTS ( LESS ) FUNDAMENTAL TO INVESTOR ' S DECISIONS?: STUDY OF INDONESIAN'.
- Setiawanta, Y. dan W. S. (2017) '( STUDI EMPIRIS INDUSTRI PERBANGKAN TAHUN 2007-2014 DI BURSA EFEK INDONESIA )', 2(1), pp. 22–31.
- Spence, M. (1973) 'Job Market Signaling', *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355–374.
- Sukesti, F. *et al.* (2021) 'Factors Affecting the Stock Price: The Role of Firm Performance', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), pp. 165–173. doi: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0165.
- Sun, S., Johanis, M. and Rychtář, J. (2020) 'Costly signalling theory and dishonest signalling', *Theoretical Ecology*, 13(1), pp. 85–92. doi: 10.1007/s12080-019-0429-0.
- Syed, A. M. and Bajwa, I. A. (2018) 'Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency – the case of Saudi Arabia', *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(3), pp. 416–431. doi: 10.1108/IMEFM-02-2017-0044.
- De Vito, A. and Gómez, J. P. (2020) 'Estimating the COVID-19 cash crunch: Global evidence and policy', *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(2), p. 106741. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2020.106741.
- Yardımcı, B. and Erdem, S. (2020) 'The day of the week effects in stock markets of countries with predominantly Muslim populations', *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(2), pp. 195–218. doi: 10.1108/IMEFM-06-2018-0199.
- Yasar, B., Martin, T. and Kiessling, T. (2020) 'An empirical test of signalling theory', *Management Research Review*, 43(11), pp. 1309–1335. doi: 10.1108/MRR-08-2019-0338.
- Zhang, J., Lai, Y. and Lin, J. (2017) 'The day-of-the-Week effects of stock markets in different countries', *Finance Research Letters*, 20, pp. 47–62. doi: 10.1016/j.frl.2016.09.006.