

Peran Return On Asset (ROA) Sebagai Variabel Intervening Pada Ukuran Perusahaan Dan Leverage Terhadap Harga Saham Perbankan Syariah Indonesia

Galuh Kharisma Ningrum¹⁾, Sriyono *²⁾, Wisnu Panggah Setiyono³⁾

¹ Universitas Muhammadiyah Sidoarjo

email: penulis galuhkharisman@gmail.com

² Universitas Muhammadiyah Sidoarjo

email: sriyono@umsida.ac.id

³ Universitas Muhammadiyah Sidoarjo

email: wisnu.setiyono@umsida.ac.id

Abstract

Islamic banking is a financial institution that functions as an intermediary for parties who have excess funds with parties who lack funds to carry out business activities and other activities in accordance with Islamic law. The development of Islamic banking in Indonesia in recent years has shown significant growth, however, it has not been followed by an increase in stock prices. This will cause investors to be uninterested in buying shares in Islamic Banks. This study aims to determine the effect of company size and leverage on stock prices through return on assets (ROA) as an intervening variable in Indonesian Islamic banking. The results of this study show that firm size and leverage have a significant positive effect on stock price, while unexpectedly, ROA has a significant negative effect on stock price. On the other hand, ROW was shown to significantly mediate the effect of firm size on stock price, but not the effect of leverage. The effect of leverage on stock price is driven more by market perceptions of risk and growth potential, rather than how efficiently the company manages its assets through debt financing. This means that investors assess the use of debt more as a company's external strategy that does not always reflect an increase in internal profitability performance.

Keywords: Company Size, Leverage, Stock Price, ROA, Islamic Banking

A. Latar Belakang Teoritis

Bank syariah merupakan institusi keuangan yang menyalurkan dana dari pihak surplus ke pihak yang membutuhkan, sesuai dengan prinsip Islam (Siregar & Yanti, 2022). Perbankan syariah di Indonesia masih terus berusaha meningkatkan dan mempertahankan eksistensinya dalam industri keuangan di Indonesia agar tetap berkembang. Perbankan syariah di Indonesia berkembang pesat selama beberapa periode terakhir, tetapi harga sahamnya tetap stagnan. Hal tersebut akan berdampak terhadap investor kurang tertarik dalam membeli saham kepada Bank Syariah. Investor cenderung membeli saham ketika harganya menarik meningkat setiap saat dan ini menguntungkan investor. Berikut ini adalah Tabel 1 yang menunjukkan bukti data harga saham Bank Syariah periode 2021-2023.

Nama Bank Syariah	Harga Saham			Ket (%)	Hasil
	2021	2022	2023		
PT Bank Aladin Syariah Tbk-BANK	98.476.896.000	47.593.998.000	17.000.302.000	0,82%	Turun
PT Bank Syariah Indonesia Tbk-BRIS	96.395.719.000	6.493.347.000	45.481.184.000	0,52%	Turun
PT Bank BTPN Syariah Tbk-BTPS	21.052.111.000	22.662.990.000	18.792.282.500	0,10%	Turun
PT Bank Panin Dubai Syariah Tbk-PNBS	2.951.830.800	2.459.396.500	1.846.103.700	0,37%	Turun

Sumber: <https://idx.co.id/id>

Tabel 1. Data Harga Saham Perbankan Syariah Periode 2021-2023

Dari data tabel 1 dapat dilihat volatilitas pergerakan saham Perbankan Syariah secara umum setiap tahunnya selama tiga periode menunjukkan fluktuasi cenderung menurun. Berdasarkan data dari situs resmi IDX atau BEI dapat dilihat dari PT Bank Aladin Syariah Tbk diperoleh total persentase penurunan sebesar 0,82 %. Kemudian PT Bank Syariah Indonesia Tbk diperoleh total persentase penurunan sebesar 0,52 % yang mengalami fluktuasi(naik turun). Lalu PT Bank BTPN Syariah Tbk diperoleh total persentase penurunan sebesar 0,10 % yang mengalami fluktuasi juga. Dan yang terakhir dari PT Bank Panin Dubai Syariah Tbk diperoleh total persentase penurunan sebesar 0,37 %.

Penelitian ini menyajikan keterbaruan pada penekanan peran ROA sebagai variabel intervening atau penghubung terhadap fluktuasi harga saham dalam hubungan antara ukuran perusahaan, leverage, serta harga saham dalam sektor perbankan syariah Indonesia yang mampu menggambarkan sejauh mana kinerja keuangan yang diukur melalui efisiensi aset, dapat memengaruhi persepsi pasar terhadap harga saham perbankan syariah. Penelitian ini juga menyajikan tambahan informasi wawasan baru dalam konteks industri perbankan syariah di Indonesia, yang mempunyai ciri khas serta aturan yang beragam dibandingkan dengan sektor perbankan konvensional, sehingga hasil studi ini berpotensi menyajikan implikasi praktis para investor dan pengambil kebijakan dalam upaya memitigasi risiko investasi di sektor ini. Analisis ini menggunakan data perusahaan perbankan syariah yang tercantum di BEI dan OJK. Maka dari itu dapat ditentukan fenomena dari penelitian ini membahas perubahan nilai saham bank syariah dari tahun ke tahun akibat cerminan Return On Asset (ROA).

Teori Sinyal berguna untuk menjelaskan sinyal yang menyatakan bahwa pergerakan harga saham dapat mengindikasikan adanya kabar baik dari perusahaan kepada publik (Pratiwi et al., 2023). Teori Sinyal ini memanfaatkan laporan keuangan perusahaan berfungsi sebagai sinyal baik atau buruk bagi pemangku kepentingan (Winata et al., 2021). Kasmir (Magfiro & Satrio, 2022) laporan keuangan menunjukkan keadaan keuangan perusahaan pada waktu tertentu. Kondisi keuangan merupakan pemahaman terhadap jumlah kekayaan, kewajiban dan ekuitas dalam neraca perusahaan. Laporan keuangan yang jelas dan benar akan memudahkan berbagai pihak dan manajemen dalam memahaminya, sehingga perannya sangat penting bagi perusahaan. Laporan keuangan yang disiapkan oleh perusahaan ini sangat berpengaruh bagi investasi dan keputusan investor dan hal tersebut dapat memengaruhi pergerakan harga saham. Pergerakan harga saham cenderung terdapat hubungan secara berkaitan terhadap kinerja perusahaan, jika semakin baik kinerja perusahaannya, maka keuntungan operasionalnya juga semakin baik. Harga sama merupakan gambaran kualitas perusahaan sekarang ini maupun kualitas pasarnya. Jadi,

harga mencerminkan seberapa banyak saham diperjual belikan dalam harga yang disetujui dari pembeli dengan penjual. Apabila pembelian saham semakin banyak, maka harga saham akan naik. Sebaliknya, jika penjualan saham semakin banyak, maka harga saham akan menjadi turun (Purwanti, 2020). Dapat diartikan jika Teori sinyal adalah usaha manajemen suatu perusahaan dalam memberikan sinyal kepada Investor untuk menilai peluang masa depan mengenai bagaimana pengelolaan perseroan (Brigham & Houston, 2019).

Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Harga Saham (Anggraeni & Lestari, 2022), dikarenakan hal tersebut tidak menjamin nilai baik atau tidaknya ukuran sebuah perusahaan (Priyadi, 2023). Banyak investor yang mengaitkan nilai saham berkaitan dengan skala perusahaan besar lebih stabil dan menguntungkan. Namun, banyak faktor lain seperti kinerja keuangan, potensi pertumbuhan, dan kondisi pasar. Perusahaan besar tidak selalu menjamin keuntungan yang besar, karena mereka juga bisa menghadapi tantangan yang lebih kompleks. Sebaliknya, perusahaan kecil yang memiliki potensi inovasi tinggi atau pertumbuhan tinggi bisa mengalami lonjakan harga saham meskipun tidak memiliki ukuran yang besar. Penelitian lain mengatakan ukuran perusahaan terdapat pengaruh terhadap harga saham dengan positif serta signifikan (Pradanimas & Sucipto, 2022), perusahaan besar cenderung meningkatkan kualitas dan kinerja, menarik keinginan investor dalam berinvestasi. Pada akhirnya, permintaan saham bertambah, mendorong kenaikan harga saham (Lombogia et al., 2020).

Leverage tidak berpengaruh terhadap Harga Saham (Kosim & Safira, 2020), karena mayoritas investor enggan berinvestasi di perusahaan dengan leverage tinggi karena rendahnya return, yang memberi sinyal negatif dan memengaruhi harga saham. Kenaikan leverage cenderung menurunkan harga saham cenderung turun (Dewi & Adiwibowo, 2019). Berbeda dengan penelitian lain bahwa Leverage mempunyai dampak secara signifikan terhadap Harga Saham (Alfan & Suprihadi, 2020). Ketika perusahaan menerapkan leverage secara bijak, keuntungan dari investasi yang didanai utang dapat meningkatkan profitabilitas, yang sering kali

direspon positif oleh pasar dengan lonjakan atau naiknya harga saham.

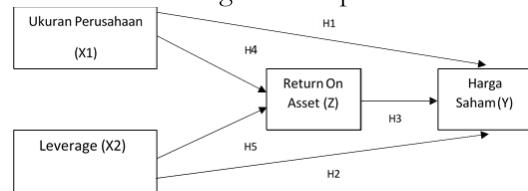
Return On Asset berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Harga Saham (Nurlia & Juwari, 2019), tingkat ROA, baik tinggi maupun rendah, tidak selalu mencerminkan harga saham. Peningkatan ROA juga tidak menjamin minat investor (Ardiyanto et al., 2020). Tidak seperti penelitian lain yang menjelaskan mengenai Return On Asset memengaruhi Harga Saham (Lestari et al., 2024). Return On Assets (ROA) secara semakin banyak, sehingga perusahaan untuk mengelola asetnya agar memperoleh keuntungan akan semakin efisien, yang biasanya meningkatkan daya tarik di mata investor. Investor cenderung melihat perusahaan dengan Return On Asset (ROA) tinggi menjadi entitas dengan lebih stabil juga mampu memberikan pengembalian dengan lebih tepat, yang mampu mendorong harga saham naik. Perusahaan dalam ROA yang konsisten tinggi juga sering dianggap memiliki manajemen yang baik, yang menjadi faktor penting dalam keputusan investasi. Selain itu, ROA yang baik memperlihatkan jika perusahaan dapat menghasilkan keuntungan meskipun dalam kondisi ekonomi yang sulit, yang memberikan rasa aman bagi pemegang saham.

ROA (Return on Assets) menjadi variabel intervening telah digunakan pada berbagai penelitian terdahulu untuk menjelaskan bagaimana faktor-faktor seperti ukuran perusahaan dan leverage memengaruhi harga saham atau kinerja pasar. Return On Asset (ROA) digunakan menjadi variabel intervening seperti pada penelitian (Hermanto & Yanti, 2023). Hal ini dikarenakan ROA ialah perbandingan yang mengukur efektivitas perusahaan untuk memanfaatkan aset operasional untuk meraih keuntungan. Penggunaan ROA sebagai variabel intervening memberikan pandangan yang lebih mendalam tentang bagaimana profitabilitas perusahaan dapat memediasi pengaruh struktural perusahaan terhadap persepsi pasar, khususnya dalam menghadapi perubahan harga saham dipengaruhi oleh faktor eksternal dan aturan syariah.

Dari fenomena dan kesenjangan penelitian di atas, dapat disimpulkan jika topik permasalahan penelitian ini mengenai fluktuasi harga saham yang bergantung pada

peningkatan atau penurunan ROA. Faktor ini mendorong penulis dalam meneliti kembali pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap harga saham dari tahun ke tahun dengan ROA menjadi variabel intervening. Hal ini juga membuat penulis terinspirasi untuk menentukan judul penelitian ini. Penelitian ini berjudul "Peran Return On Asset (ROA) Sebagai Variabel Intervening Pada Ukuran Perusahaan Dan Leverage Terhadap Harga Saham Perbankan Syariah Indonesia". Adapun Kerangka Konseptual disajikan pada Gambar 1.

Gambar 1. Kerangka Konseptual



Hipotesis

Hipotesis dari penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H1: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham
- H2: Leverage berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham
- H3: H3: Return On Asset berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham
- H4: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham melalui Return On Asset sebagai Variabel Intervening
- H5: Leverage berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham melalui Return On Asset sebagai Variabel Intervening

B. Metode Penelitian

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif deskriptif, yang berfokus pada pengumpulan data dan analisis dengan menggambarkan informasi sesuai kondisi aslinya. Dengan memanfaatkan metode kuantitatif deskriptif, penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan situasi yang akan diteliti, didukung oleh studi kepustakaan untuk memperkuat analisis dan membantu peneliti dalam menarik kesimpulan yang lebih akurat (Koniah et al., 2023). Penelitian ini memanfaatkan data kuantitatif pada data panel yang diambil dari website www.idx.co.id.

Penelitian ini melibatkan tiga variabel: dependen (Harga Saham), independen (Ukuran Perusahaan dan Leverage), serta intervening (ROA).

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini melibatkan keseluruhan perbankan syariah yang terdaftar pada OJK, berjumlah 206 bank. Sampel yang dimanfaatkan mencakup 33 bank syariah yang terdaftar pada periode 2021- 2023. Pemilihan sampel dilaksanakan melalui teknik purposive sampling, merupakan berdasarkan ketentuan tertentu agar sejalan terhadap tujuan penelitian. Kriteria penentuan sampel yaitu seperti di bawah ini:

1. Semua Bank Syariah yang terdaftar pada OJK
2. Semua Bank Syariah yang terdaftar pada OJK periode tahun 2021-2023
3. Semua Bank Syariah yang operasionalnya berbasis syariah yang terdaftar pada OJK
4. Semua Bank Konvensional yang memiliki unit usaha berbasis syariah
5. Semua Bank Syariah yang menyusun laporan keuangan lengkap dalam rentang 2021-2023

Tabel 2. Prosedur Penarikan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Semua Bank Syariah yang terdaftar pada OJK	206
2.	Semua Bank Syariah yang terdaftar di OJK pada periode tahun 2021-2023	33
3.	Semua Bank Syariah yang operasionalnya berbasis syariah yang terdaftar pada OJK	14
4.	Semua Bank Konvensional yang memiliki unit usaha berbasis syariah	19
5.	Semua Bank Syariah yang menyajikan laporan keuangan secara lengkap selama periode 2021-2023	10
	Jumlah perusahaan yang terpilih menjadi sampel	33

Sumber: Data OJK yang diolah penulis (2024)

Teknik Analisis Data

Penelitian ini memanfaatkan analisis regresi linier berganda melalui bantuan software E-VIEWS dalam menguji pengaruh beberapa variabel independen terhadap satu variabel dependen. Prosesnya meliputi estimasi model, kemudian uji asumsi klasik diantaranya uji normalitas(Kolmogorov-Smirnov), autokorelasi, multikolinieritas, serta heteroskedastisitas. Sesudah uji asumsi klasik, langkah berikutnya adalah uji Sobel dalam menguji pengaruh tidak langsung variabel X terhadap Y dengan variabel mediasi M atau yang lebih dikenal dengan variabel intervening. Kemudian melakukan uji t

(parsial), uji F (Simultan), juga Uji koefisien Determinasi (R2).

Regresi Linier Berganda ini memiliki rumus persamaan :

$$\text{“Y} = \text{a+b}_1\text{X}_1+\text{b}_2\text{X}_2+\text{b}_3\text{Z}+\text{e}\text{” “Z} = \text{a+b}_1\text{X}_1+\text{b}_2\text{X}_2+\text{e}\text{”}$$

Keterangan :

Y = Harga Saham

X1 = Ukuran Perusahaan X2 = Leverage

Z = Return On Asset α = Konstanta

e = Error or terms

b1b2b3 = Koefisien Regresi.

C. Hasil Dan Pembahasan

Hasil

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data sebelum dilakukan analisis lebih lanjut. Statistik ini mencakup nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian, yaitu ukuran perusahaan (X1), leverage (X2), return on asset (Z), dan harga saham (Y). Hasil perhitungan statistik deskriptif dari 99 observasi disajikan pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
X1 (Ukuran Perusahaan)	99	7,11	12,99	10,48	1,28
X2 (Leverage)	99	600	1.530.846	475.843,70	358.267,77
Z (ROA)	99	0,02	11,43	2,36	2,45
Y (Harga Saham)	99	1,32	227.864	10.367,98	28.590,48

Sumber: Olahan data primer menggunakan Excel (2025)

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai sebaran dan karakteristik data sebelum dilakukan analisis regresi. Dalam penelitian ini, terdapat empat variabel utama yang dianalisis, yaitu ukuran perusahaan (X1), leverage (X2), return on asset (Z), dan harga saham (Y). Tabel 3 menunjukkan nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel berdasarkan 99 observasi data panel.

Berdasarkan hasil deskriptif, terlihat bahwa leverage (X2) dan harga saham (Y) memiliki rata-rata dan standar deviasi yang sangat besar, menandakan adanya tingkat sebaran atau variasi data yang tinggi pada kedua variabel ini. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat

perusahaan dengan struktur pembiayaan utang yang sangat berbeda-beda, serta nilai pasar saham yang sangat bervariasi. Sementara itu, ukuran perusahaan (X_1) dan return on asset (Z) menunjukkan distribusi data yang lebih stabil, terlihat dari standar deviasi yang relatif kecil dibandingkan nilai rata-rata. Artinya, meskipun terdapat perbedaan antar perusahaan dalam ukuran dan efisiensi penggunaan aset, perbedaannya tidak terlalu seperti pada leverage dan harga saham.

Hal ini penting untuk dicermati bahwa variasi yang tinggi pada leverage dan harga saham dapat berpengaruh terhadap heterogenitas dalam model, sehingga perlu diuji lebih lanjut apakah model panel yang digunakan mampu menangkap perbedaan ini secara signifikan. Selain itu, sebaran data yang lebar pada harga saham juga dapat mengindikasikan adanya outlier atau ketidakseimbangan pasar antar emiten, yang bisa mempengaruhi hasil regresi jika tidak dikendalikan dengan benar.

Analisis Regresi Data Panel

Pengolahan data menggunakan teknik regresi data panel dalam riset ini memanfaatkan aplikasi *Eviews 12.0*. Tahap pertama dalam proses analisis regresi data panel adalah melakukan estimasi terhadap model regresi data panel melalui tiga pendekatan yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) (Mobonggi et al., 2022). Dalam penelitian ini terdapat dua variable Y dan ada 3 variabel X dimana digambarkan dalam persamaan 1 dan 2 sebagai berikut:

1. $Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3Z_3 + e$
2. $Z = a + b_1X_1 + b_2X_2 + e$

Hasil dari estimasi model regresi data panel dapat dilihat pada Tabel 4.1 dan Tabel 4.2 di bawah ini:

Tabel 4.1 Hasil Estimasi Model Regresi Data Panel 1

Variabel	<i>Common Effect Model</i>		<i>Fixed Effect Model</i>		<i>Random Effect Model</i>	
	t-statistik	prob.	t-statistik	prob.	t-statistik	prob.
Konstanta	-3,1149	0,0024	-10,8092	0,0000	-4,5758	0,0000
X_1	5,2608	0,0000	6,6979	0,0000	6,9734	0,0000
X_2	0,9102	0,3650	10,6102	0,0000	10,4127	0,0000
Z	-4,8296	0,0000	-6,8470	0,0000	-7,1022	0,0000

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Tabel 4.2 Hasil Estimasi Model Regresi Data Panel 2

Variabel	<i>Common Effect Model</i>		<i>Fixed Effect Model</i>		<i>Random Effect Model</i>	
	t-statistik	prob.	t-statistik	prob.	t-statistik	prob.
Konstanta	-6,3802	0,0000	-7,5051	0,0000	-6,7996	0,0000
X_1	22,6852	0,0000	37,1489	0,0000	38,1919	0,0000
X_2	1,5885	0,1155	3,3235	0,0015	2,9048	0,0000

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Setelah memperoleh hasil estimasi dari ketiga model regresi data panel tersebut, tahap berikutnya adalah melakukan pengujian untuk menentukan model regresi data panel yang paling optimal untuk digunakan dalam penelitian ini. Proses seleksi model regresi data panel yang terbaik di antara CEM, FEM, atau REM dilakukan melalui serangkaian pengujian yang meliputi Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) (Mirtawati & Aulina, 2022).

Hasil Uji Chow

Pengujian Chow digunakan untuk mengidentifikasi apakah pendekatan regresi data panel menggunakan fixed effects model memberikan hasil yang lebih optimal dibandingkan dengan *common effects model*. Uji Chow berfungsi sebagai metode perbandingan antara *model common effect* dan *fixed effect* (Hutagalung & Darnius, 2022).

Perumusan hipotesis dalam Uji Chow adalah sebagai berikut:

- H_0 : *Common Effect Model* memberikan hasil yang lebih baik dibandingkan *Fixed Effect Model*
- H_a : *Fixed Effect Model* memberikan hasil yang lebih baik dibandingkan *Common Effect Model*

Kriteria pengambilan keputusan dalam Uji Chow menggunakan ketentuan sebagai berikut: jika nilai probabilitas *cross-section Chi-square* $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak. Sebaliknya, jika nilai probabilitas *cross-section Chi-square* $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Hasil pengujian Chow dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.3 dan 4.4.

Tabel 4.3 Hasil Pengujian Chow 1

<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	18,856784	(32,62)	0,0000
<i>Cross-section Chi-square</i>	451,779041	32	0,0000

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Hasil Pengujian Chow 2

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9,893115	(32,64)	0,0000
Cross-section Chi-square	176,498435	32	0,0000

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Berdasarkan output Uji Chow 1 dan Uji Chow 2 yang tercantum dalam Tabel 4.3 dan Tabel 4.4, diperoleh nilai probabilitas *cross-section Chi-square* sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 ($0,0000 < 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima. Interpretasi dari hasil pengujian Chow menunjukkan bahwa *fixed effect model* memberikan performa yang lebih baik apabila dibandingkan dengan *common effect model*, sehingga tahap selanjutnya dapat dilakukan Uji Hausman.

Hasil Uji Hausman

Pengujian Hausman memiliki tujuan untuk menentukan pendekatan yang paling optimal antara model efek acak (*random effect*) dan model efek tetap (*fixed effect*) yang seharusnya digunakan dalam analisis data panel. Formulasi hipotesis dalam Uji Hausman adalah:

- H_0 : *Random Effect Model* memberikan hasil yang lebih optimal dibandingkan *Fixed Effect Model*
- H_a : *Fixed Effect Model* memberikan hasil yang lebih optimal dibandingkan *Random Effect Model*

Dasar pengambilan keputusan dalam Uji Hausman menggunakan ketentuan sebagai berikut: apabila nilai probabilitas *cross-section random* $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak. Sebaliknya, jika nilai probabilitas *cross-section random* $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Output Uji Hausman dalam penelitian ini ditampilkan pada Tabel 4.5 dan 4.6.

Tabel 4.5 Output Pengujian Hausman 1

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
Cross-section random	11,091905	3	0,0112

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Output Uji Hausman yang tercantum dalam Tabel 4.5 memperlihatkan bahwa nilai probabilitas *cross-section random* sebesar

0,0112 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 ($0,0112 < 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima. Interpretasi dari hasil pengujian Hausman menunjukkan bahwa *fixed effect model* memberikan performa yang lebih optimal apabila dibandingkan dengan *random effect model*. Karena FEM terpilih sebagai model terbaik, maka dapat dinyatakan bahwa model regresi mengalami masalah Omitted Variable Bias yang dapat diatasi dengan menggunakan pendekatan efek tetap.

Tabel 4.6 Output Pengujian Hausman 2

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
Cross-section random	14,123489	2	0,0009

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Output Uji Hausman yang tercantum dalam Tabel 4.6 memperlihatkan bahwa nilai probabilitas *cross-section random* sebesar 0,0009 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 ($0,0009 < 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima. Interpretasi dari hasil pengujian Hausman menunjukkan bahwa *fixed effect model* memberikan performa yang lebih optimal apabila dibandingkan dengan *random effect model*. Karena FEM terpilih sebagai model terbaik, maka dapat dinyatakan bahwa model regresi mengalami masalah Omitted Variable Bias yang dapat diatasi dengan menggunakan pendekatan efek tetap

Kesimpulan Hasil Uji Chow dan Hausman

Tabel 4.7 Kesimpulan Uji Chow dan Hausman.

Jenis Uji	Model yang Diuji	Probabilitas Chi-Square	Keputusan	Model Terpilih
Uji Chow 1	Common Effect vs Fixed Effect	0,0000	Tolak H_0	Fixed Effect
Uji Chow 2	Common Effect vs Fixed Effect	0,0000	Tolak H_0	Fixed Effect
Uji Hausman 1	Fixed Effect vs Random Effect	0,0112	Tolak H_0	Fixed Effect
Uji Hausman 2	Fixed Effect vs Random Effect	0,0009	Tolak H_0	Fixed Effect

Sumber: Pengolahan data menggunakan EViews 12.0 (2025)

Berdasarkan hasil uji Chow 4.7 diketahui bahwa nilai probabilitas pada kedua uji tersebut $< 0,05$ yang berarti model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan *Common Effect*. Selanjutnya, hasil uji Hausman (Tabel 4.5 dan 4.6) juga menunjukkan bahwa probabilitas $< 0,05$, sehingga *Fixed Effect Model* lebih unggul dibandingkan *Random Effect Model*.

Dengan demikian, baik berdasarkan hasil Uji Chow maupun Uji Hausman, model regresi data panel paling optimal dan

sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Pemilihan FEM ini juga mendukung asumsi bahwa terdapat variabel-individual yang tidak dapat diamati namun tetap berpengaruh terhadap model, sehingga pendekatan efek tetap dapat mengatasi masalah Omitted Variable Bias secara efektif.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik pada penelitian ini mengacu pada hasil estimasi regresi data panel yang telah terpilih sebelumnya yaitu menggunakan *Fixed Effect Model* yang memiliki pendekatan model estimasi *Generalized Least Squared* (GLS). Model estimasi GLS hanya memerlukan Uji Normalitas, Heteroskedastisitas dan Uji Multikolinearitas karena pada metode GLS sudah mengakomodasi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Hasil Uji Normalitas

Tujuan Uji Normalitas yaitu berguna untuk melihat nilai residual berdistribusi normal atau tidak (Aprilianti et al., 2022). Uji Normalitas hanya dilakukan pada hasil estimasi regresi data panel *Random Effect Model* sesuai dengan estimasi yang sudah terpilih. Uji Normalitas dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitas Jarque-Bera dengan membentuk hipotesis sebagai berikut:

H₀ : Residual mengalami distribusi normal
H_a : Residual tidak mengalami distribusi normal

Kriteria dalam pengambilan kesimpulan pada Uji Normalitas pada penelitian ini yaitu ketika nilai probabilitas *Jarque-Bera* > 0,05 maka H₀ diterima dan H_a ditolak. Jika nilai probabilitas *Jarque-Bera* < 0,05 maka H₀ ditolak dan H_a diterima. Hasil Uji Normalitas pada penelitian ini disajikan pada Tabel 4.8.

Tabel 4.8 Hasil Uji Normalitas

<i>Jarque-Bera</i>	<i>Probability</i>
0,794217	0,672261

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Hasil Uji Normalitas pada Tabel 4.8 menunjukkan nilai probabilitas *Jarque-Bera* lebih besar dari 0,05 yaitu 0,672261 > 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa H₀ diterima dan H_a ditolak. Berdasarkan hasil Uji Normalitas maka dapat diartikan bahwa

persamaan regresi data panel dengan estimasi *Random Effect Model* memiliki residual yang berdistribusi normal.

Hasil Uji Multikolinearitas

Asumsi yang wajib dipenuhi selanjutnya dalam regresi data panel dengan estimasi Random Effect Model yaitu Uji Multikolinearitas. Suatu model regresi yang mengalami multikolinearitas apabila terdapat fungsi linear yang sempurna pada beberapa atau semua independen variabel dalam fungsi linear. Uji Multikolinearitas dapat dilihat dari nilai korelasi yang terjadi antar variabel independen. Kriteria dalam pengambilan kesimpulan pada Uji Multikolinearitas yaitu ketika nilai korelasi setiap variabel independen > 0,8 terjadi multikolinearitas, tetapi jika nilai korelasi setiap variabel independen < 0,8 maka tidak terjadi multikolinearitas. Hasil Uji Multikolinearitas pada penelitian ini disajikan pada Tabel 4.9 dan 4.10.

Tabel 4.9 Hasil Uji Multikolinearitas 1

	X1	X2	Z
X1	1,0000	-0,069940	0,715577
X2	-0,069940	1,0000	0,782406
Z	0,715577	0,782406	1,0000

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Uji Multikolinearitas merujuk pada Tabel 4.9 menunjukkan bahwa nilai korelasi X1 (ukuran perusahaan) dengan X2 (leverage) sebesar -0,069940 < 0,8, sehingga dapat diinterpretasikan antara variabel X1 dan X2 tidak terjadi multikolinearitas. Nilai korelasi X1 (ukuran perusahaan) dengan Z (return on asset) berada pada angka 0,715577 < 0,8 yang berarti bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel X1 dengan variabel Z. X2 (leverage) dengan Z (return on asset) memiliki nilai korelasi sebesar 0,782406 < 0,8, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel X2 dengan variabel Z.

Tabel 4.10 Hasil Uji Multikolinearitas 2

	X1	X2
X1	1,0000	-0,069940
X2	-0,069940	1,0000

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan Tabel 4.10, hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa nilai korelasi antara X1 (ukuran perusahaan) dengan X2 (leverage) sebesar -0,069940. Nilai korelasi ini berada di bawah batas toleransi 0,8 ($|-0,069940| < 0,8$), sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel X1 dan X2.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan varians dari residual satu observasi ke observasi lainnya. Jika varians residual tidak konstan, maka model mengalami heteroskedastisitas, yang dapat menyebabkan ketidakefisienan estimasi meskipun masih bersifat BLUE (Best Linear Unbiased Estimator). Dalam model regresi panel, uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan metode seperti uji Glejser, uji White, atau pengamatan terhadap grafik residual.

Berikut ini disajikan hasil uji heteroskedastisitas menggunakan metode Glejser. Uji ini dilakukan dengan meregresi nilai absolut residual terhadap masing-masing variabel independen dalam model. Tujuannya adalah untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara signifikan memengaruhi nilai absolut residual. Jika nilai probabilitas dari masing-masing variabel lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model regresi panel yang digunakan.

Tabel 4.11 Hasil Uji Heteroskedastisitas Glejser 1

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Konstanta	47,69069	51,79438	0,920770	0,3607
X1	0,003633	0,003259	1,114859	0,2691
X2	2,27E-05	8,67E-05	0,26779	0,7943
Z	-0,007383	0,006554	-1,126416	0,2643

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan hasil pada tabel di atas, seluruh variabel independen (X1, X2, dan Z) menunjukkan nilai probabilitas (p-value) di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara variabel-variabel independen dengan nilai absolut residual. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi panel ini tidak

mengalami heteroskedastisitas, sehingga model telah memenuhi salah satu asumsi klasik penting dalam regresi panel dan hasil estimasi dapat dinyatakan cukup valid dari sisi kestabilan varians error.

Tabel 4.12. Hasil Uji Heteroskedastisitas Glejser 2

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Konstanta	87,60765	37,85315	2,314409	0,0239
X1	4,46E-05	0,000688	0,064877	0,9489
X2	-1,48E-05	8,02E-05	-0,184112	0,8545

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan hasil pada tabel di atas, seluruh variabel independen (X1 dan X2) menunjukkan nilai probabilitas (p-value) di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara variabel-variabel independen dengan nilai absolut residual. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi panel ini tidak mengalami heteroskedastisitas, sehingga model telah memenuhi salah satu asumsi klasik penting dalam regresi panel dan hasil estimasi dapat dinyatakan cukup valid dari sisi kestabilan varians error.

Persamaan Regresi Data Panel

Analisis regresi menjadi prosedur statistik dalam mengestimasikan secara sistematis hubungan rata-rata variabel dependen dengan variabel independent. Model regresi yang digunakan pada penelitian ini adalah model regresi data panel dengan pendekatan estimasi *Fixed Effect Model*. Tujuan pembuatan model regresi yaitu untuk mengolah, membahas sampel yang sudah diperoleh dan untuk menilai hipotesis yang sudah dibuat. Hasil estimasi regresi data panel dengan pendekatan *Fixed Effect Model*.

Tabel 4.13 Hasil Estimasi Regresi Data Panel Random Effect Model 1

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Konstanta	-1223,579	113,1976	-10,80924	0,0000
X1	0,047709	0,007123	6,697919	0,0000
X2	0,002010	0,000189	10,61038	0,0000
Z	-0,098082	-6,847074	-6,847074	0,0000

Sumber: Olah data menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Persamaan regresi data panel yang terbentuk dengan pendekatan random effect model berdasarkan Tabel 4.13 adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = -1223,579 + 0,047709 X_{1it} + 0,002010 X_{2it} - 0,098082 Z_{it}$$

Nilai koefisien X_1 sebesar 0,047709 menunjukkan bahwa jika X_1 (ukuran perusahaan) naik 1 satuan maka variabel Y akan meningkat sebesar 0,047709 dengan asumsi variabel X_2 dan Z konstan. X_2 memiliki nilai koefisien sebesar 0,002010 dapat diinterpretasikan apabila X_2 (leverage) naik 1 satuan maka variabel Y akan meningkat sebesar 0,002010 dengan anggapan variabel X_1 dan Z tidak berubah. Interpretasi untuk Z yang memiliki nilai koefisien -0,098082 yaitu ketika Z (return on asset) naik 1 satuan maka variabel Y akan turun sebesar 0,098082 dengan asumsi variabel X_1 dan X_2 konstan.

Tabel 4.14 Hasil Estimasi Regresi Data Panel Random Effect Model 2

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Konstanta	-5406,680	720,4004	-7,505105	0,0000
X_1	0,486106	0,013085	37,14896	0,0000
X_2	0,005073	0,001526	3,32359	0,0015

Sumber: Olah data menggunakan Eviews 12.0 (2025)

Persamaan regresi data panel yang terbentuk dengan pendekatan random effect model berdasarkan Tabel 4.14 adalah sebagai berikut:

$$Z_{it} = -5406,680 + 0,486106 X_{1it} + 0,005073 X_{2it}$$

Nilai koefisien X_1 sebesar 0,486106 menunjukkan bahwa jika X_1 (ukuran perusahaan) naik 1 satuan maka Z (return on asset) akan meningkat sebesar 0,486106 dengan asumsi variabel X_2 konstan. X_2 memiliki nilai koefisien sebesar 0,005073 dapat diinterpretasikan apabila X_2 (leverage) naik 1 satuan maka Z (return on asset) akan meningkat sebesar 0,005073 dengan anggapan variabel X_1 tidak berubah.

Hasil Uji Hipotesis

Hasil Uji t

Uji t (t-test) diperlukan dalam pengujian pengaruh masing-masing variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terhadap variabel dependen secara parsial. Uji t dilakukan untuk menguji hipotesis penelitian yang telah ditetapkan. Dalam penelitian ini, uji t dilakukan untuk menguji pengaruh parsial variabel independen terhadap variabel dependen pada kedua model persamaan regresi.

Perumusan hipotesis dalam Uji t adalah sebagai berikut:

Untuk Model 1 (Persamaan Y):

- H_0 : X_1 (ukuran perusahaan) tidak berpengaruh signifikan terhadap Y (harga saham)
- H_a : X_1 (ukuran perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap Y (harga saham)
- H_0 : X_2 (leverage) tidak berpengaruh signifikan terhadap Y (harga saham)
- H_a : X_2 (leverage) berpengaruh signifikan terhadap Y (harga saham)
- H_0 : Z (return on asset) tidak berpengaruh signifikan terhadap Y (harga saham)
- H_a : Z (return on asset) berpengaruh signifikan terhadap Y (harga saham)

Untuk Model 2 (Persamaan Z):

- H_0 : X_1 (ukuran perusahaan) tidak berpengaruh signifikan terhadap Z (return on asset)
- H_a : X_1 (ukuran perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap Z (return on asset)
- H_0 : X_2 (leverage) tidak berpengaruh signifikan terhadap Z (return on asset)
- H_a : X_2 (leverage) berpengaruh signifikan terhadap Z (return on asset)

Kriteria pengambilan keputusan dalam Uji t menggunakan ketentuan sebagai berikut: apabila nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yang berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak, yang berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 4.15 Hasil Uji t 1

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Konstanta	-1223,579	113,1976	-10,80924	0,0000
X_1	0,047709	0,007123	6,697919	0,0000
X_2	0,002010	0,000189	10,61038	0,0000
Z	-0,098082	-6,847074	-6,847074	0,0000

Sumber: Olah data menggunakan Eviews 12.0 (2024)

Berdasarkan hasil Uji t pada Tabel 4.15, dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- Variabel X_1 (ukuran perusahaan) memiliki nilai t-statistic sebesar

6,697919 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian, H01 ditolak dan Ha1 diterima, yang berarti ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Y (harga saham). Koefisien positif sebesar 0,047709 menunjukkan bahwa setiap peningkatan 1 satuan ukuran perusahaan akan meningkatkan variabel Y sebesar 0,047709 satuan.

- Variabel X2 (leverage) memiliki nilai t-statistic sebesar 10,61038 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$. Oleh karena itu, H02 ditolak dan Ha2 diterima, yang berarti leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Y (harga saham). Koefisien positif sebesar 0,002010 menunjukkan bahwa setiap peningkatan 1 satuan leverage akan meningkatkan variabel Y sebesar 0,002010 satuan.
- Variabel Z (return on asset) memiliki nilai t-statistic sebesar -6,847074 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian, H03 ditolak dan Ha3 diterima, yang berarti return on asset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel Y (harga saham). Koefisien negatif sebesar -0,098082 menunjukkan bahwa setiap peningkatan 1 satuan return on asset akan menurunkan variabel Y sebesar 0,098082 satuan.

Tabel 4.16 Hasil Uji t 2

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Konstanta	-5406,680	720,4004	-7,505105	0,0000
X1	0,486106	0,013085	37,14896	0,0000
X2	0,005073	0,001526	3,32359	0,0015

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0 (2024)*

Berdasarkan hasil Uji t pada Tabel 4.16, dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Variabel X1 (ukuran perusahaan) memiliki nilai t-statistic sebesar 37,14896 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian, H01 ditolak dan Ha1 diterima, yang berarti ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap return on asset (Z). Koefisien positif sebesar 0,486106 menunjukkan bahwa setiap

peningkatan 1 satuan ukuran perusahaan akan meningkatkan return on asset sebesar 0,486106 satuan. Pengaruh yang sangat signifikan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung memiliki return on asset yang lebih tinggi.

2. Variabel X2 (leverage) memiliki nilai t-statistic sebesar 3,32359 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0015 < 0,05$. Oleh karena itu, H02 ditolak dan Ha2 diterima, yang berarti leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap return on asset (Z). Koefisien positif sebesar 0,005073 menunjukkan bahwa setiap peningkatan 1 satuan leverage akan meningkatkan return on asset sebesar 0,005073 satuan. Hal ini mengindikasikan bahwa penggunaan leverage yang tepat dapat meningkatkan efisiensi penggunaan aset perusahaan dalam menghasilkan laba.

Uji F

Uji F bertujuan untuk melihat kelayakan suatu model regresi dengan menguji apakah salah satu atau lebih variabel independen dalam model berpengaruh secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Uji F dilakukan untuk menguji kelayakan model regresi secara simultan pada kedua persamaan yang digunakan dalam penelitian ini. Perumusan hipotesis dalam Uji F adalah sebagai berikut:

Untuk Model 1 (Persamaan Y):

- H0: X1, X2, dan Z secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap Y
- Ha: X1, X2, dan Z secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Y

Untuk Model 2 (Persamaan Z):

- H0: X1 dan X2 secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap Z
- Ha: X1 dan X2 secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Z

Kriteria pengambilan keputusan dalam Uji F yaitu jika nilai probabilitas (F-statistic) $< 0,05$ dapat disimpulkan bahwa H0 ditolak dan Ha diterima, yang berarti salah satu atau lebih variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan dan model regresi dianggap signifikan atau layak digunakan. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas (F-statistic) $> 0,05$ dapat disimpulkan bahwa H0 diterima dan Ha ditolak, yang berarti tidak ada variabel

independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan dan model regresi tidak signifikan. Hasil Uji F pada penelitian ini disajikan pada Tabel 4.17 dan 4.18.

Tabel 4.17 Hasil Uji F 1

<i>F-statistic</i>	2221,1371
<i>Prob (F-statistic)</i>	00,0000

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan hasil Uji F pada Tabel 4.17, diperoleh nilai F-statistic sebesar 221,1371 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian, H_0 ditolak dan H_a diterima, yang berarti variabel X1 (ukuran perusahaan), X2 (leverage), dan Z (return on asset) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel Y. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi data panel Model 1 dengan pendekatan random effect model pada penelitian ini dianggap signifikan atau layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen Y.

Tabel 4.18 Hasil Uji F 2

<i>F-statistic</i>	669,31560
<i>Prob (F-statistic)</i>	00,0000

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan hasil Uji F pada Tabel 4.18, diperoleh nilai F-statistic sebesar 69,31560 dengan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian, H_0 ditolak dan H_a diterima, yang berarti variabel X1 (ukuran perusahaan) dan X2 (leverage) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel Z (return on asset). Hal ini menunjukkan bahwa model regresi data panel Model 2 dengan pendekatan random effect model pada penelitian ini dianggap signifikan atau layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel independen dengan return on asset.

Koefisien Determinan (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan model regresi dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 berkisar antara 0 hingga 1, dimana semakin mendekati 1 menunjukkan bahwa model semakin baik dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Dalam penelitian ini, digunakan nilai Adjusted R-squared yang merupakan modifikasi dari R-

squared yang telah disesuaikan dengan jumlah variabel independen dalam model, sehingga memberikan gambaran yang lebih akurat tentang kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

Tabel 4.19 Uji R^2 1

<i>R-squared</i>	00,9919
<i>Adjusted R-squared</i>	00,9874

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.19, nilai R-squared sebesar 0,9919 atau 99,19% menunjukkan bahwa variabel independen X1 (ukuran perusahaan), X2 (leverage), dan Z (return on asset) mampu menjelaskan variasi variabel dependen Y sebesar 99,19%. Sementara itu, nilai Adjusted R-squared sebesar 0,9874 atau 98,74% menunjukkan bahwa setelah disesuaikan dengan jumlah variabel independen dalam model, ketiga variabel tersebut mampu menjelaskan variasi variabel Y sebesar 98,74%. Sisanya sebesar 1,26% (100% - 98,74%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

Nilai Adjusted R-squared yang sangat tinggi (98,74%) menunjukkan bahwa model regresi memiliki kemampuan prediksi yang sangat baik, dimana hampir seluruh variasi variabel dependen Y dapat dijelaskan oleh variabel independen yang digunakan dalam model.

Tabel 4.20 Uji R^2 2

<i>R-squared</i>	00,9735
<i>Adjusted R-squared</i>	00,9595

Sumber: Olah data menggunakan *Eviews 12.0* (2025)

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.20, nilai R-squared sebesar 0,9735 atau 97,35% menunjukkan bahwa variabel independen X1 (ukuran perusahaan) dan X2 (leverage) mampu menjelaskan variasi variabel Z (return on asset) sebesar 97,35%. Sementara itu, nilai Adjusted R-squared sebesar 0,9595 atau 95,95% menunjukkan bahwa setelah disesuaikan dengan jumlah variabel independen dalam model, kedua variabel tersebut mampu menjelaskan variasi return on asset sebesar 95,95%. Sisanya sebesar 4,05% (100% - 95,95%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

Nilai Adjusted R-squared yang tinggi (95,95%) menunjukkan bahwa model regresi

memiliki kemampuan prediksi yang sangat baik dalam menjelaskan variasi return on asset berdasarkan ukuran perusahaan dan leverage.

Uji Hipotesis Tidak Langsung (Intervening)

Uji hipotesis tidak langsung dilakukan untuk mengetahui apakah variabel intervening (dalam hal ini Return on Asset atau Z) mampu memediasi hubungan antara variabel independen (X1: ukuran perusahaan dan X2: leverage) terhadap variabel dependen (Y: harga saham). Analisis ini biasanya menggunakan pendekatan path analysis atau model struktural dalam Structural Equation Modeling (SEM) berbasis Partial Least Square (PLS). Interpretasi hasil uji ini dilihat dari nilai *p-values*, yang menunjukkan signifikansi jalur mediasi, serta nilai *t-statistic* yang merepresentasikan kekuatan hubungan. Jika nilai *p-values* < 0,05 dan *t-statistic* > 1,96 maka dapat dikatakan terdapat pengaruh mediasi yang signifikan.

Tabel 4.21 Uji Variabel Intervening

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation	T Statistic	P Values
X1 → Z → Y	0,958	-0,909	0,459	2,086	0,019
X2 → Z → Y	0,073	-0,070	0,047	1,558	0,060

Sumber: Pengolahan data dengan menggunakan *SemPLS* (2025)

Berdasarkan hasil yang ditampilkan pada Tabel 4.21, jalur tidak langsung antara ukuran perusahaan (X1) terhadap harga saham (Y) melalui Return on Asset (Z) menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai *t-statistic* sebesar 2,086 dan *p-value* sebesar 0,019 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Return on Asset (Z) mampu memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap harga saham secara signifikan. Ini berarti bahwa ukuran perusahaan tidak hanya berpengaruh langsung terhadap harga saham, tetapi juga mempengaruhi harga saham secara tidak langsung melalui peningkatan Return on Asset. Secara praktis, semakin besar perusahaan, semakin efisien pengelolaan aset yang dilakukan, dan hal ini pada akhirnya akan meningkatkan nilai saham perusahaan di mata investor.

Sebaliknya, pada jalur leverage (X2) terhadap harga saham (Y) melalui Return on Asset (Z), ditemukan bahwa hubungan tersebut tidak signifikan secara statistik. Nilai *t-statistic* sebesar 1,558 dan *p-value* sebesar 0,060

yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa Return on Asset tidak memediasi secara signifikan pengaruh leverage terhadap harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa meskipun leverage memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham, pengaruh tersebut tidak melalui mekanisme efisiensi aset atau profitabilitas yang tercermin dalam ROA. Dengan demikian, leverage lebih cenderung memengaruhi persepsi pasar secara langsung tanpa melalui kinerja keuangan internal seperti ROA sebagai perantara.

Pembahasan

1. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Harga Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (X1) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham (Y). Hal ini terlihat dari nilai koefisien sebesar 0,047709 dan nilai probabilitas 0,0000 yang lebih kecil dari taraf signifikansi 5% (0,05). Dengan kata lain, semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula harga saham yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan mencerminkan besarnya total aset yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan operasionalnya, dan menjadi indikator sejauh mana perusahaan mampu bertahan serta bersaing dalam industri. Investor umumnya cenderung memiliki kepercayaan yang lebih besar terhadap perusahaan yang memiliki ukuran besar karena dinilai lebih stabil, memiliki manajemen risiko yang lebih baik, serta akses terhadap pendanaan eksternal yang lebih luas.

Temuan ini sejalan dengan teori Signaling yang menyatakan bahwa informasi yang diberikan perusahaan kepada publik, seperti aset dan ukuran, akan dijadikan sinyal oleh investor untuk mengambil keputusan investasi. Perusahaan dengan total aset yang besar biasanya juga menunjukkan kapasitas yang lebih baik dalam menghasilkan laba serta membayar dividen secara konsisten. Dalam konteks ini, ukuran perusahaan dianggap sebagai proyeksi atas kinerja masa depan yang stabil dan menjanjikan, sehingga memicu peningkatan permintaan terhadap saham perusahaan dan pada akhirnya menaikkan harga saham.

2. Pengaruh Leverage terhadap Harga Saham

Leverage (X_2) dalam penelitian ini terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai koefisien sebesar 0,002010 dan nilai probabilitas $0,0000 < 0,05$. Leverage menggambarkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang untuk membiayai aktivitas operasionalnya. Pengaruh positif menunjukkan bahwa peningkatan penggunaan utang oleh perusahaan dipersepsikan positif oleh investor, selama utang tersebut digunakan secara produktif. Hal ini mengindikasikan bahwa investor melihat leverage sebagai instrumen pendanaan yang dapat meningkatkan ekspansi bisnis dan profitabilitas, terutama jika perusahaan mampu mengelola beban bunga dan risiko finansial dengan baik.

Dalam konteks manajemen keuangan, leverage yang digunakan secara efektif dapat memberikan efek pengungkit (leverage effect) yang mampu meningkatkan return bagi pemegang saham. Namun demikian, perusahaan perlu berhati-hati dalam menjaga struktur modal yang optimal, karena leverage yang berlebihan dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan ketidakmampuan memenuhi kewajiban keuangan. Oleh karena itu, keberhasilan leverage dalam meningkatkan harga saham sangat bergantung pada efektivitas pengelolaannya. Temuan ini mendukung teori Struktur Modal oleh Modigliani dan Miller (MM Theory) yang menyatakan bahwa penggunaan utang yang tepat dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang mampu memanfaatkan leverage secara efisien akan memperoleh kepercayaan lebih dari investor, yang pada akhirnya akan tercermin pada kenaikan harga saham.

3. Pengaruh Return on Asset terhadap Harga Saham

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa variabel Return on Asset (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham, dengan nilai koefisien -0,098082 dan nilai probabilitas $0,0000 < 0,05$. Temuan ini cukup menarik karena bertolak belakang dengan dugaan awal yang mengasumsikan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin tinggi pula harga sahamnya. Interpretasi dari hasil ini dapat dikaitkan

dengan ekspektasi pasar yang lebih besar terhadap pertumbuhan dan ekspansi perusahaan, meskipun tingkat efisiensi penggunaan aset saat ini belum optimal. Dengan kata lain, investor mungkin menilai prospek jangka panjang perusahaan sebagai hal yang lebih penting dibandingkan performa profitabilitas jangka pendek.

Secara konseptual, ROA menunjukkan seberapa efektif perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba. Nilai negatif dalam hubungan ini bisa mengindikasikan bahwa perusahaan sedang dalam tahap investasi besar atau ekspansi yang mengurangi rasio profitabilitas saat ini, namun diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih baik di masa mendatang. Dalam situasi seperti ini, investor tetap menunjukkan antusiasme dengan membeli saham perusahaan, sehingga menyebabkan harga saham naik walaupun ROA menurun. Hasil ini menegaskan bahwa hubungan antara kinerja keuangan dan harga saham tidak selalu bersifat linier dan dapat dipengaruhi oleh sentimen pasar serta ekspektasi masa depan. Oleh sebab itu, manajemen perlu menyeimbangkan antara strategi pertumbuhan jangka panjang dan pencapaian laba jangka pendek untuk menjaga stabilitas nilai saham di pasar.

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Return on Asset

Penelitian ini juga menemukan bahwa ukuran perusahaan (X_1) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Return on Asset (Z), dengan nilai koefisien sebesar 0,486106 dan nilai probabilitas $0,0000 < 0,05$. Artinya, semakin besar perusahaan, semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimilikinya. Perusahaan yang lebih besar biasanya memiliki skala ekonomi yang lebih baik, efisiensi dalam operasional, serta sistem manajemen yang lebih matang. Hal ini memungkinkan perusahaan untuk mengoptimalkan penggunaan asetnya dalam menciptakan pendapatan, sehingga meningkatkan nilai ROA.

Selain itu, perusahaan besar cenderung memiliki posisi tawar yang lebih kuat di pasar, baik dari sisi pemasok maupun konsumen. Kemampuan untuk melakukan efisiensi biaya dan inovasi produk dalam skala besar menjadikan perusahaan besar lebih kompetitif, yang pada akhirnya meningkatkan

margin keuntungan. Dengan struktur biaya tetap yang bisa disebar dalam volume produksi yang besar, maka rasio ROA akan meningkat.

5. Pengaruh Leverage terhadap Return on Asset

Leverage (X_2) dalam penelitian ini juga terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Return on Asset (ROA), dengan nilai koefisien 0,005073 dan probabilitas $0,0015 < 0,05$. Pengaruh positif ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan mampu meningkatkan efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan laba. Ketika utang digunakan untuk mendanai investasi produktif, maka aset yang dibiayai oleh utang akan memberikan return tambahan yang lebih tinggi daripada biaya bunga yang dikeluarkan. Dengan demikian, leverage yang dikelola secara efisien dapat meningkatkan rasio profitabilitas perusahaan.

Namun, perusahaan harus memperhatikan batas optimal dari penggunaan utang agar tidak menimbulkan risiko keuangan yang berlebihan. Tingkat leverage yang terlalu tinggi dapat menyebabkan over-leverage dan mengganggu kestabilan keuangan perusahaan, terutama jika laba yang dihasilkan tidak cukup untuk menutupi beban bunga. Oleh karena itu, peran manajemen dalam mengelola struktur modal menjadi sangat krusial dalam memaksimalkan kinerja keuangan. Temuan ini mendukung pendekatan *trade-off theory* dalam teori Struktur Modal, yang menyatakan bahwa perusahaan akan mencari kombinasi optimal antara utang dan ekuitas untuk meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan leverage yang proporsional, perusahaan dapat meningkatkan efisiensi aset dan mencapai tingkat profitabilitas yang optimal.

6. Pengaruh Tidak Langsung Ukuran Perusahaan terhadap Harga Saham melalui Return on Asset

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel Return on Asset (Z) mampu memediasi hubungan antara ukuran perusahaan (X_1) terhadap harga saham (Y). Nilai t-statistic sebesar 2,086 dan p-value sebesar 0,019 ($< 0,05$) menandakan bahwa mediasi ini signifikan. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan, maka Return on Asset cenderung meningkat, dan peningkatan ROA tersebut

selanjutnya berdampak positif terhadap harga saham. Temuan ini memberikan pemahaman bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai pasar tidak hanya berlangsung secara langsung, tetapi juga melalui jalur efisiensi penggunaan aset. Hal ini mendukung teori Resource-Based View (RBV) yang menyatakan bahwa keunggulan internal seperti skala aset dapat diubah menjadi kinerja pasar yang lebih baik apabila dimanfaatkan secara produktif.

Implikasi praktis dari hasil ini adalah bahwa manajemen perusahaan besar tidak hanya perlu menjaga pertumbuhan aset, namun juga memastikan bahwa aset-aset tersebut dioptimalkan dalam menghasilkan keuntungan (ROA). Investor akan lebih menghargai perusahaan yang besar namun juga efisien, karena keduanya menjadi sinyal kuat terhadap prospek jangka panjang yang stabil. Oleh karena itu, strategi peningkatan aset perlu diiringi dengan penguatan efisiensi operasional agar mampu menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham.

7. Pengaruh Tidak Langsung Leverage terhadap Harga Saham melalui Return on Asset

Berdasarkan hasil uji jalur tidak langsung, pengaruh leverage (X_2) terhadap harga saham (Y) melalui Return on Asset (Z) menunjukkan nilai t-statistic sebesar 1,558 dan p-value sebesar 0,060 ($> 0,05$), yang berarti tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, ROA tidak memediasi hubungan antara leverage dan harga saham. Hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun leverage memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham, namun jalur mediasi melalui efisiensi pengelolaan aset tidak berjalan efektif. Artinya, investor menilai penggunaan utang lebih sebagai strategi eksternal perusahaan yang tidak selalu mencerminkan peningkatan kinerja profitabilitas internal.

Temuan ini memberi gambaran bahwa pengaruh leverage terhadap harga saham lebih didorong oleh persepsi pasar terhadap risiko dan potensi pertumbuhan, bukan dari seberapa efisien perusahaan mengelola asetnya melalui pembiayaan utang. Dalam praktiknya, leverage yang tinggi bisa meningkatkan nilai perusahaan jika pasar meyakini bahwa dana yang diperoleh digunakan untuk tujuan produktif, namun jika tidak dibarengi dengan efisiensi manajerial

(misalnya dalam meningkatkan ROA), maka leverage tidak memberikan efek mediasi yang berarti. Oleh karena itu, penting bagi manajemen untuk mengomunikasikan penggunaan leverage secara transparan agar dapat mempertahankan kepercayaan investor.

E. Kesimpulan

Berdasarkan analisis regresi data panel dan pengujian hipotesis, penelitian ini menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan (X_1) dan leverage (X_2) berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham (Y), yang mengindikasikan bahwa investor merespons positif perusahaan besar dan yang memanfaatkan utang secara optimal untuk ekspansi. Secara tidak terduga, Return on Asset (Z) berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham karena perusahaan berada dalam fase ekspansi yang dipersepsikan prospektif oleh investor meskipun laba jangka pendek menurun. Di sisi lain, ukuran perusahaan dan leverage terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap ROA, menunjukkan bahwa skala ekonomi dan penggunaan utang yang produktif mampu meningkatkan efisiensi pengelolaan aset. Lebih lanjut, ROA terbukti memediasi secara signifikan pengaruh ukuran perusahaan terhadap harga saham, namun tidak memediasi pengaruh leverage.

F. Rekomendasi

Berdasarkan temuan ini, disarankan bagi manajemen perusahaan untuk meningkatkan ukuran dan efisiensi aset dengan pengelolaan utang yang sehat; bagi investor, agar memperhatikan ukuran perusahaan dan leverage sebagai indikator kunci; bagi peneliti selanjutnya, untuk menambahkan variabel lain seperti kepemilikan institusional; dan bagi regulator, untuk menggunakan hasil ini sebagai dasar kebijakan yang mendukung stabilitas keuangan perusahaan terbuka.

F. Referensi

- Alfan, M., & Suprihhadi, H. (2020). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap harga saham perusahaan indeks LQ45. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen (JIRM)*, 9(10).
- Anggraeni, F., & Lestari, D. (2022). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Terkonsentrasi dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2019. *KALBISIANA Jurnal Sains, Bisnis Dan Teknologi*, 8(3), 3565–3582.
- Aprilianti, R., Messakh, G. C., Asiah, S. N., & Nohe, D. A. (2022). Analisis Regresi Data Panel Pada Kasus Persentase Kemiskinan Di Kalimantan Timur.
- Ardiyanto, A., Wahdi, N., & Santoso, A. (2020). Pengaruh return on assets, return on equity, earning per share dan price to book value terhadap harga saham. *Jurnal Bisnis & Akuntansi Unsurya*, 5(1).
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* 15th.
- Dewi, M. D. W., & Adiwibowo, A. S. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Liabilitas, Leverage, Pertumbuhan Penjualan, Dan Dividen Terhadap Harga Saham (Konsisten Terdaftar Lq45 Periode Tahun 2014-2016). *Diponegoro Journal of Accounting*, 8(1).
- Hermanto, H., & Yanti, I. (2023). Pengaruh Modal Intelektual dan DPK Terhadap Manajemen Laba dengan ROA sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 11(1), 165–176.
- Hutagalung, I. P., & Darnius, O. (2022). Analisis Regresi Data Panel Dengan Pendekatan Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM) (Studi Kasus: IPM Sumatera Utara Periode 2014 – 2020). *FARABI: Jurnal Matematika dan Pendidikan Matematika*, 5(2), 217–226. <https://doi.org/10.47662/farabi.v5i2.422>
- Koniah, B., Lisan, D. S., Munawaroh, F., & Sujianto, A. E. (2023). Pengaruh

- Jumlah Uang Beredar Terhadap Profitabilitas Bank Syariah Di Indonesia Tahun 2011-2021. *Jurnal Bintang Manajemen*, 1(2), 228–238.
- Kosim, B., & Safira, M. (2020). Pengaruh likuiditas, leverage dan profitabilitas terhadap harga saham pada perusahaan sub sektor pertambangan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *MOTIVASI*, 5(2), 843–849.
- Lestari, I., Hurriyaturohman, H., & Rizqi, M. N. (2024). Pengaruh ROA Dan ROE Terhadap Harga Saham di Bursa Efek Indonesia. *eCo-Buss*, 6(3), 1079–1088.
- Lombogia, A. J. G., Vista, C., & Dini, S. (2020). Pengaruh Current Ratio, Debt To Equity Ratio, Net Profit Margin, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Otomotif Dan Komponen Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2013-2017. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah)*, 3(1), 158–173. <https://doi.org/10.36778/jesya.v3i1.138>
- Magfiro, R., & Satrio, R. B. (2022). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Harga Saham. 11.
- Mirtawati, M., & Aulina, N. (2022). Analisis Regresi Data Panel Pada Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kemiskinan Di Indonesia Tahun 2015 – 2019. *Kinerja*, 4(01), 78–90. <https://doi.org/10.34005/kinerja.v4i1.1781>
- Mobonggi, I. D., Achmad, N., Resmawan, R., & Hasan, I. K. (2022). Analisis Regresi Data Panel Dengan Pendekatan Common Effect Model Dan Fixed Effect Model Pada Kasus Produksi Tanaman Jagung. *Interval: Jurnal Ilmiah Matematika*, 2(2), 52–67. <https://doi.org/10.33751/interval.v2i2.6516>
- Nurlia, N., & Juwari, J. (2019). Pengaruh Return on asset, return on equity, earning per share dan current ratio terhadap harga saham pada perusahaan sub sektor otomotif dan komponen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal GeoEkonomi*, 10(1), 57–73.
- Pradanimas, A., & Sucipto, A. (2022). Pengaruh ukuran Perusahaan, profitabilitas dan leverage terhadap harga saham dengan nilai *perusahaan sebagai variabel intervening*. *Brilian: Jurnal Riset Dan Konseptual*, 7(1), 93–104.
- Pratiwi, A., Herlambang, D. R., & Nainggolan, F. (2023). Pengaruh Profitabilitas terhadap Harga Saham. *GEMILANG: Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 3(3), 33–39.
- Priyadi, M. P. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen (JIRM)*, 12(5).
- Purwanti, P. (2020). Pengaruh ROA, ROE, dan NIM terhadap Harga Saham pada Perusahaan Sektor Perbankan yang Terdaftar di BEI Periode 2015-2019. *Jurnal Aplikasi Manajemen, Ekonomi Dan Bisnis*, 5(1), 75–84.
- Siregar, Z. A., & Yanti, N. S. (2022). Implementation of Maqashid Syariah to the Customer Service Unit in Providing Services to Customers at PT. Bank Sumut Syariah KCP Lubuk Pakam. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi Dan Keuangan*, 3(2), 417–426.
- Winata, E. H., Widiasmara, A., & Amah, N. (2021). Pengungkapan Sukarela, Profitabilitas, Rasio Gearing, Ukuran Perusahaan terhadap Ketepatan Waktu Pelaporan Keuangan (*Studi Kasus Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019*). 3.