



Department of Digital Business

**Journal of Artificial Intelligence and Digital Business (RIGGS)**

Homepage: <https://journal.ilmudata.co.id/index.php/RIGGS>

Vol. 5 No. 2 (2026) pp: 11093-11101

P-ISSN: 2963-9298, e-ISSN: 2963-914X

---

## Kinerja Keuangan dan Pengembalian Saham di Sektor Telekomunikasi Indonesia: Studi Data Panel

Liya Saputri<sup>1</sup>, Kahar<sup>2</sup>, Ambo Uleng<sup>3</sup>, Asrawan<sup>4</sup>

<sup>1-4</sup>Program Studi Manajemen, Universitas Syekh Yusuf Al Makassari Gowa

[liyasaputri07@gmail.com](mailto:liyasaputri07@gmail.com), [kahar@usy.ac.id](mailto:kahar@usy.ac.id), [ambouleng@usy.ac.id](mailto:ambouleng@usy.ac.id), [asrawan@usy.ac.id](mailto:asrawan@usy.ac.id)

### Abstrak

Industri telekomunikasi Indonesia memainkan peran strategis dalam transformasi digital, namun pengembalian hasil sahamnya tetap sensitif terhadap kinerja keuangan, intensitas modal, perubahan teknologi, dan ketidakpastian pasar. Studi ini bertujuan untuk meneliti pengaruh Return on Assets (ROA), Debt to Asset Ratio (Utang terhadap Aset), Current Ratio (CR), dan Earnings per Share (EPS) terhadap pengembalian hasil saham di antara perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksploratif dengan data sekunder dari laporan keuangan tahunan dan informasi harga saham untuk periode 2017-2021. Sampel terdiri dari 10 perusahaan telekomunikasi yang dipilih melalui purposive sampling, dan data dianalisis menggunakan regresi data panel dengan Model Efek Tetap. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Return on Assets (ROA) memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pengembalian hasil saham, yang mengindikasikan bahwa profitabilitas berbasis aset bukanlah sinyal dominan bagi investor di sektor padat modal ini. Debt to Asset Ratio (Utang terhadap Aset) memiliki pengaruh negatif dan signifikan, yang menunjukkan bahwa investor menganggap leverage yang tinggi sebagai risiko keuangan. Current Ratio (CR) juga memiliki pengaruh negatif dan signifikan, yang menyiratkan bahwa likuiditas yang berlebihan dapat menandakan pemanfaatan aset yang tidak efisien. Laba per Saham menunjukkan efek negatif, yang mengindikasikan bahwa investor mungkin menafsirkan laba dengan hati-hati ketika dipengaruhi oleh beban utang, depresiasi, dan siklus investasi teknologi. Temuan ini menunjukkan bahwa rasio keuangan harus ditafsirkan secara kontekstual di perusahaan telekomunikasi. Studi ini memberikan bukti spesifik sektor pada literatur pengembalian saham dan menawarkan implikasi bagi investor dan manajer keuangan perusahaan.

**Kata Kunci:** Pengembalian Saham, Kinerja Keuangan, Return On Assets, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Earnings Per Share

### 1. Latar Belakang

Industri telekomunikasi telah menjadi salah satu sektor paling strategis dalam transformasi ekonomi Indonesia karena mendukung konektivitas digital, produktivitas bisnis, transaksi keuangan, layanan publik, dan interaksi sosial. Sektor ini telah berevolusi dari layanan telepon konvensional menjadi infrastruktur digital canggih, dimulai dengan investasi asing awal oleh ITT pada tahun 1966 dan kemudian berkembang melalui teknologi seluler dari tahun 1993 hingga 2000 (Lestari & FAUZAN, 2023; Widiarma dkk., 2023). Transformasi ini berlanjut dengan tonggak teknologi utama, termasuk peluncuran layanan 4G LTE Advanced komersial pertama di Indonesia oleh Smartfren pada tahun 2015 (Istan, 2023). Dalam beberapa tahun terakhir, transformasi digital menjadi lebih sentral karena pemerintah Indonesia mempromosikan program-program seperti inisiatif 100 Kota Pintar dan implementasi e-government untuk memperkuat ekonomi digital nasional (Judijanto dkk., 2024). Ekonomi digital diproyeksikan mencapai US\$130 miliar pada tahun 2025, dengan tingkat pertumbuhan tahunan gabungan sebesar 19 persen (Widiarma dkk., 2023), yang menunjukkan bahwa perusahaan telekomunikasi bukan lagi sekadar penyedia infrastruktur tetapi juga aktor kunci dalam pengembangan ekonomi digital.

Peran strategis telekomunikasi menjadi lebih terlihat selama pandemi COVID-19, ketika kebijakan bekerja dari rumah dan belajar dari rumah meningkatkan permintaan akan akses internet, layanan data, dan konektivitas yang stabil (Tinungki dkk., 2023; Istan, 2023). PT Telekomunikasi Indonesia Tbk merespons dengan mempercepat digitalisasi dan memperluas layanan dan solusi berbasis TIK selama pandemi (Istan, 2023). Pada saat yang sama, jumlah pengguna jaringan seluler di Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan yang pesat, meningkat dari 313 juta pada tahun 2013 menjadi 435 juta pada tahun 2017 (Widiarma dkk., 2023). Perkembangan ini menunjukkan bahwa sektor telekomunikasi memainkan peran ganda: mendukung kebutuhan digital masyarakat sekaligus beroperasi di industri yang padat modal dan sangat kompetitif. Akibatnya, kinerja keuangan dan perilaku pasar

saham perusahaan telekomunikasi telah menjadi isu penting bagi investor, manajer, pembuat kebijakan, dan peneliti.

Meskipun memiliki kepentingan strategis, industri telekomunikasi Indonesia menghadapi tantangan besar. Persaingan bisnis, perubahan teknologi yang cepat, tekanan investasi infrastruktur, persaingan harga, dan dinamika merger-akuisisi telah menciptakan ketidakpastian dalam kinerja perusahaan dan pengembalian saham. Tesis asli mencatat bahwa persaingan yang ketat dan percepatan teknologi menyebabkan harga saham emiten telekomunikasi Indonesia menurun, sementara perang bisnis dan merger membuat pengembalian saham lebih fluktuatif (Saputri, 2023). Bukti serupa menunjukkan bahwa perusahaan telekomunikasi Indonesia mengalami hasil keuangan yang heterogen. Misalnya, analisis menggunakan EVA, MVA, FVA, dan REVA menemukan bahwa hanya satu perusahaan yang menghasilkan EVA positif, tiga perusahaan menghasilkan MVA positif, semua perusahaan menghasilkan FVA positif, dan hanya satu perusahaan yang menghasilkan REVA positif setelah membayar kewajiban (Istan, 2023). Sistem DuPont juga menunjukkan kinerja keuangan yang umumnya lemah di antara perusahaan telekomunikasi, terutama karena penurunan Return on Investment yang disebabkan oleh penurunan Net Profit Margin dan Total Asset Turnover, meskipun PT XL Axiata Tbk menunjukkan kinerja yang konsisten baik (Lestari & FAUZAN, 2023).

Salah satu solusi umum yang ditawarkan oleh literatur manajemen keuangan adalah menggunakan informasi laporan keuangan sebagai dasar untuk mengevaluasi kinerja perusahaan dan prospek investasi. Laporan keuangan, termasuk neraca, laporan laba rugi, laporan arus kas, dan catatan, berfungsi sebagai alat komunikasi formal antara perusahaan dan investor (Lestari & FAUZAN, 2023; Istan, 2023). Investor mengambil rasio keuangan dari laporan-laporan ini untuk mengevaluasi likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, efisiensi, dan kinerja masa depan (Saharulla dkk., 2024). Bukti empiris dari Rwanda menunjukkan bahwa analisis rasio profitabilitas memiliki korelasi positif terkuat dengan pengambilan keputusan investasi, diikuti oleh rasio likuiditas dan efisiensi (Sarah & Athanase, 2023). Dalam konteks telekomunikasi Indonesia, ROA juga ditemukan memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja saham, mendukung pandangan bahwa pendapatan perusahaan berfungsi sebagai referensi penting untuk keputusan pasar modal (Prastika dkk., 2023).

Lebih spesifiknya, teori sinyal memberikan penjelasan yang relevan mengapa indikator kinerja keuangan dapat memengaruhi pengembalian hasil saham. Teori ini berpendapat bahwa perusahaan mengkomunikasikan kinerja dan prospek melalui informasi keuangan, dan investor menanggapi sinyal-sinyal ini ketika membuat keputusan investasi. Pengembalian hasil yang tinggi dapat mengkonfirmasi kinerja perusahaan yang positif, sementara indikator keuangan yang lemah atau menurun dapat mengurangi kepercayaan investor (Hermuningsih dkk., 2021). Pertumbuhan laba juga menandakan perkembangan perusahaan yang positif dan dapat memengaruhi persepsi investor (Rahmat & Natsir, 2024). Selain itu, asimetri informasi antara manajer dan investor eksternal membuat laporan keuangan yang diungkapkan secara publik menjadi sangat penting. Transparansi yang lebih besar dikaitkan dengan pengembalian hasil pasar saham yang lebih tinggi karena investor bergantung pada informasi keuangan yang tersedia untuk mengurangi ketidakpastian (Nabosu & M'ithiria, 2022).

Teori Urutan Prioritas (Pecking Order Theory) juga berkontribusi dalam memahami hubungan antara struktur keuangan dan pengembalian saham. Teori ini, yang diperkenalkan oleh Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan internal, kemudian utang, dan akhirnya penerbitan ekuitas karena asimetri informasi antara manajer dan investor eksternal (Farhat & Hili, 2025; Sosa et al., 2024; Mahmood & Kunst, 2022; Ye et al., 2023). Dalam kerangka ini, leverage dapat diinterpretasikan secara berbeda oleh investor tergantung pada kondisi keuangan perusahaan. Utang dapat mendukung ekspansi jika digunakan secara efisien, tetapi utang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko yang dirasakan dan mengurangi daya tarik saham. Bagi perusahaan telekomunikasi yang padat modal, struktur modal sangat relevan karena pengembangan jaringan, biaya spektrum, penyebaran 4G/5G, dan infrastruktur digital membutuhkan investasi jangka panjang yang substansial.

Studi-studi sebelumnya memberikan bukti penting namun tidak konsisten mengenai hubungan antara rasio keuangan dan pengembalian hasil saham. Sebelum COVID-19, ROA, ROE, dan PER secara signifikan memengaruhi pengembalian hasil saham telekomunikasi, tetapi pengaruhnya menghilang setelah pandemi; DER, NPM, dan EPS tetap berpengaruh secara konsisten, sedangkan EVA menjadi signifikan hanya setelah pandemi (Priatna & Darmansyah, 2024). Studi tentang efisiensi pasar juga menemukan bahwa pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah selama periode normal tetapi menjadi tidak efisien selama COVID-19, khususnya di sektor farmasi dan telekomunikasi (Lee & Ande, 2022). Selama COVID-19, rata-rata pengembalian hasil saham harian di sektor telekomunikasi menunjukkan nilai negatif untuk EXCL, FREN, dan TLKM (Lee & Ande, 2022). Pada saat yang sama, bukti lain menunjukkan bahwa saham telekomunikasi menunjukkan ketahanan karena layanan internet dan komunikasi menjadi kebutuhan dasar selama pandemi (Tinungki dkk., 2023; Sumadi dkk., 2021).

Temuan yang beragam ini menunjukkan bahwa hubungan antara rasio keuangan dan pengembalian hasil saham tidak seragam di berbagai periode, sektor, dan kondisi pasar.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Return on Assets (ROA), Debt to Asset Ratio (UAT), Current Ratio (Current Ratio), dan Earnings per Share (EPS) terhadap pengembalian saham di antara perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Keunikan penelitian ini terletak pada fokus sektor spesifiknya pada perusahaan telekomunikasi Indonesia di tengah transformasi digital, akselerasi teknologi, persaingan bisnis, dan dinamika merger-akuisisi. Meskipun penelitian sebelumnya telah banyak mengkaji sektor manufaktur, perbankan, makanan dan minuman, barang konsumsi, dan properti, sektor telekomunikasi masih relatif kurang dieksplorasi meskipun memiliki tantangan keuangan yang unik, pengeluaran modal yang tinggi, dan kepentingan strategis dalam ekonomi digital (Saharulla dkk., 2024). Oleh karena itu, penelitian ini berkontribusi pada literatur dengan mengklarifikasi apakah profitabilitas, leverage, likuiditas, dan laba per saham berfungsi sebagai penentu pengembalian saham yang dapat diandalkan di sektor telekomunikasi ekonomi berkembang. Penelitian ini juga memberikan implikasi praktis bagi investor yang mencari indikator keuangan untuk pengambilan keputusan dan bagi manajer perusahaan yang bertujuan untuk memperkuat kinerja keuangan dan kepercayaan pasar.

## 2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain penelitian kuantitatif untuk menguji faktor-faktor penentu pengembalian saham di antara perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Desain ini bersifat eksploratif karena bertujuan untuk menentukan apakah Return on Assets (ROA), Debt to Asset Ratio (DAR), Current Ratio (CR), dan Earnings per Share (EPS) mempengaruhi pengembalian saham. Penelitian ini menggunakan regresi data panel karena data tersebut menggabungkan observasi lintas sektoral dari beberapa perusahaan dan observasi deret waktu selama beberapa tahun. Regresi data panel banyak digunakan dalam studi rasio keuangan dan pengembalian saham karena memungkinkan peneliti untuk mengontrol perbedaan tingkat perusahaan dan perubahan temporal secara simultan (Prastika dkk., 2023; Siregar dkk., 2023; Irsyadillah & Masrifah, 2023). Pemilihan model dilakukan menggunakan uji Chow dan uji Hausman dengan alat analisis yaitu Eviews.

## 3. Hasil dan Diskusi

Prosedur pemilihan model menunjukkan bahwa Model Efek Tetap (Fixed Effect Model) adalah model yang paling tepat untuk penelitian ini. Hasil ini menunjukkan bahwa karakteristik spesifik perusahaan yang tidak teramati relevan dalam menjelaskan perbedaan pengembalian saham di antara perusahaan telekomunikasi Indonesia. Pemilihan Model Efek Tetap konsisten dengan studi telekomunikasi dan kinerja keuangan sebelumnya, di mana heterogenitas perusahaan seringkali penting karena perusahaan berbeda secara signifikan dalam ukuran, kekuatan pasar, struktur aset, dan kapasitas investasi (Prastika dkk., 2023; Wulansari dkk., 2023). Model Efek Tetap menghasilkan nilai R-squared sebesar 0,738282 dan nilai R-squared yang disesuaikan sebesar 0,420482. Nilai R-squared menunjukkan bahwa sekitar 73,83 persen variasi dalam pengembalian saham dapat dijelaskan oleh ROA, DAR, CR, EPS, dan efek spesifik perusahaan yang termasuk dalam model. Nilai R-squared yang disesuaikan menunjukkan bahwa, setelah disesuaikan dengan jumlah prediktor dan kompleksitas model, sekitar 42,05 persen variasi pengembalian saham tetap dapat dijelaskan oleh model.

Dalam penelitian ini pengembalian saham, R-squared yang disesuaikan sangat penting karena pengembalian saham dipengaruhi oleh banyak faktor di luar rasio keuangan, termasuk kondisi makroekonomi, sentimen investor, volatilitas pasar, perubahan regulasi, dan peristiwa spesifik industri (Marbun dkk., 2024; Siregar dkk., 2023; Rahman & Shaha, 2023).

Nilai probabilitas statistik F adalah 0,058759. Hasil ini menunjukkan bahwa model tersebut mendekati signifikansi statistik pada tingkat 5 persen dan dapat diinterpretasikan sebagai bermakna pada tingkat signifikansi yang lebih fleksibel yaitu 10 persen. Dalam penelitian pengembalian saham, hasil ini harus diinterpretasikan dengan hati-hati karena pengembalian saham seringkali sulit dijelaskan hanya dengan menggunakan rasio akuntansi tingkat perusahaan. Statistik F tetap berguna karena menunjukkan apakah variabel independen secara kolektif mengandung informasi penjelas untuk pengembalian saham, bahkan ketika beberapa variabel individual tidak signifikan secara statistik.

### 3.1. Pengaruh ROA Terhadap Pengembalian Saham

Hasil regresi menunjukkan bahwa ROA memiliki pengaruh positif tetapi secara statistik tidak signifikan terhadap pengembalian saham. Ini berarti bahwa peningkatan ROA cenderung dikaitkan dengan peningkatan pengembalian saham, tetapi hubungan tersebut tidak cukup kuat untuk mendukung hipotesis secara statistik. Arah positif tersebut konsisten dengan teori sinyal, yang berpendapat bahwa profitabilitas yang lebih tinggi seharusnya mengirimkan

sinyal yang menguntungkan bagi investor. Namun, kurangnya signifikansi menunjukkan bahwa investor di perusahaan telekomunikasi Indonesia mungkin tidak bergantung terutama pada ROA ketika membuat keputusan investasi.

Beberapa penjelasan dapat menjelaskan hasil ini. Pertama, telekomunikasi adalah industri padat modal, yang berarti bahwa basis aset yang besar dapat mengurangi sensitivitas ROA terhadap valuasi pasar. Kedua, investor mungkin memprioritaskan indikator lain seperti EPS, leverage, pangsa pasar, pertumbuhan pelanggan, arus kas, atau kapasitas transformasi digital. Ketiga, selama periode transisi teknologi dan ketidakpastian terkait pandemi, ROA mungkin kehilangan daya penjabar karena investor lebih fokus pada potensi pertumbuhan di masa depan daripada profitabilitas aset saat ini. Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa ROA secara signifikan memengaruhi pengembalian saham telekomunikasi sebelum COVID-19 tetapi kehilangan signifikansi setelah pandemi (Priatna & Darmansyah, 2024).

### 3.2. Tata Letak Naskah

#### 3.2. Pengaruh DAR terhadap pengembalian saham

DAR memiliki pengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap pengembalian saham. Temuan ini menunjukkan bahwa leverage yang lebih tinggi dikaitkan dengan pengembalian saham yang lebih rendah di antara perusahaan telekomunikasi Indonesia. Hasil ini mendukung pandangan bahwa investor menganggap tingkat utang yang tinggi sebagai risiko keuangan. Meskipun utang mungkin diperlukan untuk perluasan infrastruktur, ketergantungan yang berlebihan pada utang dapat meningkatkan beban bunga, mengurangi profitabilitas, membatasi fleksibilitas keuangan, dan meningkatkan kemungkinan kesulitan keuangan.

Hasil ini konsisten dengan teori urutan prioritas pendanaan (*pecking order theory*), yang menunjukkan bahwa perusahaan mengandalkan utang ketika dana internal tidak mencukupi. Investor mungkin menafsirkan DAR yang tinggi sebagai sinyal tekanan keuangan daripada kekuatan pertumbuhan. Studi sebelumnya menjelaskan bahwa DAR yang lebih tinggi dapat mengurangi ROA dan nilai perusahaan melalui peningkatan beban bunga (Abbas dkk., 2023). Di sektor padat modal seperti telekomunikasi, mekanisme ini sangat relevan karena ekspansi yang didanai utang dapat mengurangi pengembalian ekuitas jika investasi tersebut tidak menghasilkan arus kas yang cukup. Dengan demikian, hasil DAR negatif menunjukkan bahwa investor peka terhadap risiko solvabilitas di sektor telekomunikasi.

#### 3.3. Pengaruh Current Ratio terhadap pengembalian saham

CR juga memiliki efek negatif dan signifikan secara statistik terhadap pengembalian saham. Hasil ini menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi tidak selalu meningkatkan pengembalian investor di sektor telekomunikasi. Sebaliknya, rasio lancar yang lebih tinggi dapat diartikan sebagai pemanfaatan aset yang tidak efisien atau kepemilikan aset lancar yang berlebihan. Meskipun likuiditas penting untuk stabilitas keuangan jangka pendek, investor dapat menghukum perusahaan yang memiliki terlalu banyak likuiditas tanpa mengubahnya menjadi investasi produktif.

Temuan ini konsisten dengan paradoks likuiditas yang diidentifikasi dalam studi sebelumnya. Rasio lancar (CR) yang tinggi dapat mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki aset lancar yang cukup, tetapi juga dapat menandakan sumber daya yang menganggur, peluang investasi yang lemah, atau manajemen modal kerja yang tidak efisien (Larasati dkk., 2023; Rokhyani dkk., 2023). Kusumawardhani dkk. (2022) menemukan bahwa peningkatan CR dapat mengurangi pengembalian saham, sementara Rohana (2023) menyimpulkan bahwa rasio lancar yang tinggi dapat mengurangi harga saham. Di sektor telekomunikasi, hasil ini dapat dipahami karena perusahaan diharapkan untuk berinvestasi secara agresif dalam infrastruktur jangka panjang, layanan digital, dan perluasan jaringan daripada mempertahankan aset jangka pendek yang berlebihan.

#### 3.4 Pengaruh EPS terhadap pengembalian saham

EPS memiliki efek negatif terhadap pengembalian saham dan ditafsirkan sebagai signifikan secara statistik dalam kesimpulan penelitian. Hasil ini bertentangan dengan ekspektasi konvensional bahwa EPS yang lebih tinggi seharusnya meningkatkan kepercayaan investor dan pengembalian saham. Namun, hasil yang tidak terduga seperti itu dapat terjadi ketika informasi pendapatan sudah diantisipasi oleh pasar, ketika pendapatan yang dilaporkan tidak dianggap berkelanjutan, atau ketika investor lebih fokus pada pertumbuhan dan arus kas di masa depan daripada laba per saham saat ini.

Di sektor telekomunikasi, EPS juga dapat dipengaruhi oleh depresiasi, amortisasi, biaya pembiayaan, dan pengeluaran modal yang besar. Oleh karena itu, EPS mungkin tidak sepenuhnya mencerminkan nilai jangka panjang investasi infrastruktur digital. Literatur sebelumnya menjelaskan bahwa di beberapa industri dan kondisi pasar, EPS dapat menunjukkan hubungan negatif atau tidak signifikan dengan pengembalian saham karena kekhawatiran tentang kualitas pendapatan, efek periode krisis, pendapatan yang didorong oleh leverage, dan

kerangka penilaian khusus industri (Novanto & Davianti, 2022; Putri & Setyawan, 2024; Olbert, 2024). Temuan ini menunjukkan bahwa investor dapat menafsirkan EPS bersama dengan risiko utang, efisiensi likuiditas, dan ekspektasi pertumbuhan sektoral daripada sebagai sinyal yang berdiri sendiri.

Temuan studi ini menunjukkan bahwa rasio keuangan menjelaskan pengembalian saham di perusahaan telekomunikasi Indonesia, tetapi tidak selalu sesuai dengan arah teoritis yang diharapkan. ROA memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pengembalian saham, sedangkan DAR, CR, dan EPS menunjukkan pengaruh negatif, dengan DAR dan CR secara statistik signifikan dan EPS diinterpretasikan sebagai signifikan dalam kesimpulan studi. Hasil ini menunjukkan bahwa investor tidak secara otomatis merespons positif terhadap indikator keuangan berbasis akuntansi. Sebaliknya, mereka tampaknya menafsirkan rasio keuangan dalam konteks spesifik industri telekomunikasi, yang padat modal, dinamis secara teknologi, sangat diatur, dan rentan terhadap ketidakpastian pasar. Temuan ini konsisten dengan pandangan bahwa pengembalian saham di pasar negara berkembang dibentuk tidak hanya oleh kinerja keuangan tingkat perusahaan tetapi juga oleh persepsi investor, kondisi makroekonomi, dinamika sektoral, dan asimetri informasi (Agnia & Bachtar, 2023; Prisandani & Tjipto, 2021).

Pengaruh ROA yang positif namun tidak signifikan menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan efisiensi aset tidak cukup untuk memengaruhi pengembalian saham di sektor ini. Pada prinsipnya, teori sinyal memprediksi bahwa profitabilitas yang lebih tinggi akan memberikan sinyal positif kepada investor karena mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dari asetnya (Silver dkk., 2023; Sukiranto dkk., 2022). Beberapa studi sebelumnya mendukung prediksi ini, menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap pengembalian saham (Silver dkk., 2023; Larasati dkk., 2023). Namun, hasil ROA yang tidak signifikan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa investor mungkin tidak menganggap profitabilitas berbasis aset sebagai dasar utama untuk menilai saham telekomunikasi. Hal ini dapat dijelaskan oleh basis aset sektor yang besar, di mana investasi infrastruktur, peralatan jaringan, menara, dan aset terkait spektrum dapat menekan ROA bahkan ketika perusahaan memiliki potensi pertumbuhan jangka panjang yang kuat (Prastika dkk., 2023; Wulansari dkk., 2023). Dengan demikian, ROA mungkin tidak sepenuhnya mencerminkan nilai ekonomi dari infrastruktur digital dan permintaan konektivitas di masa depan.

Temuan ini juga mencerminkan kemungkinan bahwa investor memprioritaskan indikator yang berorientasi ke masa depan daripada profitabilitas akuntansi historis. Perusahaan telekomunikasi terus berinvestasi dalam perluasan jaringan, infrastruktur 4G dan 5G, layanan digital, dan pengalaman pelanggan. Investasi ini dapat mengurangi profitabilitas jangka pendek tetapi meningkatkan posisi kompetitif di masa depan. Oleh karena itu, ROA saat ini dapat ditafsirkan dengan hati-hati karena mengukur kinerja masa lalu, sementara pengembalian saham mencerminkan ekspektasi tentang arus kas masa depan. Interpretasi ini didukung oleh bukti sebelumnya yang menunjukkan bahwa ROA secara signifikan memengaruhi pengembalian saham telekomunikasi sebelum COVID-19 tetapi kehilangan signifikansi setelah pandemi, sementara DER dan EPS tetap berpengaruh di berbagai periode (Priatna & Darmansyah, 2024). Pandemi mempercepat transformasi digital dan meningkatkan permintaan akan konektivitas, tetapi juga mengubah cara investor menafsirkan sinyal keuangan.

Dampak negatif dan signifikan dari DAR memberikan bukti kuat bahwa leverage dipandang sebagai faktor risiko oleh investor. Meskipun pembiayaan utang umum di sektor telekomunikasi karena kebutuhan belanja modal yang tinggi, utang yang berlebihan dapat meningkatkan beban bunga, mengurangi laba bersih, membatasi fleksibilitas keuangan, dan meningkatkan kemungkinan kesulitan keuangan. Hasil ini mendukung teori urutan prioritas pembiayaan (*pecking order theory*), yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan akhirnya ekuitas ketika dana internal tidak mencukupi (Ismiyatun dkk., 2021; Nugroho & Pristiana, 2021). Dari perspektif ini, leverage yang lebih tinggi dapat diinterpretasikan sebagai bukti bahwa perusahaan tidak dapat sepenuhnya membiayai operasi dan ekspansi menggunakan dana yang dihasilkan secara internal. Oleh karena itu, investor dapat mengaitkan DAR yang tinggi dengan ketahanan keuangan yang lebih lemah.

Hasil ini juga konsisten dengan teori pensinyalan ketika leverage diinterpretasikan sebagai sinyal negatif. Riwayati dkk. (2023) menemukan bahwa utang dapat diterima oleh pasar sebagai sinyal buruk yang membuat investor enggan membeli saham. Ismiyatun dkk. (2021) juga menemukan bahwa investor cenderung menghindari perusahaan dengan rasio utang yang tinggi karena utang yang lebih tinggi dapat mengurangi nilai perusahaan. Di sektor telekomunikasi, leverage memiliki makna ganda. Hal ini dapat mengindikasikan ekspansi dan pengembangan infrastruktur, tetapi juga dapat menandakan tekanan keuangan jika investasi yang didanai utang gagal menghasilkan pendapatan yang cukup. Studi ini menunjukkan bahwa, dalam konteks telekomunikasi Indonesia, investor lebih sensitif terhadap sisi risiko leverage daripada potensi manfaat pertumbuhannya.

Pengaruh CR yang negatif dan signifikan menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi tidak selalu meningkatkan pengembalian hasil saham. Temuan ini mungkin tampak berlawanan dengan intuisi karena likuiditas biasanya dikaitkan dengan kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Namun, likuiditas yang berlebihan dapat menandakan manajemen modal kerja yang tidak efisien, aset yang menganggur, atau peluang investasi yang terbatas. Kusumawardhani dkk. (2022) menemukan bahwa peningkatan CR dapat mengurangi pengembalian hasil saham, sementara Rohana (2023) menyimpulkan bahwa CR yang tinggi dapat mengurangi harga saham. Larasati dkk. (2023) juga berpendapat bahwa CR yang tinggi tidak menjamin pengembalian hasil saham yang tinggi, terutama ketika aset lancar tidak digunakan secara produktif.

Dalam perusahaan telekomunikasi, interpretasi ini sangat relevan karena perusahaan diharapkan mengalokasikan sumber daya untuk investasi jangka panjang yang produktif, seperti modernisasi jaringan, pengembangan layanan digital, dan peningkatan teknologi. Jika suatu perusahaan memiliki aset lancar yang berlebihan, investor mungkin mempertanyakan apakah manajemen menggunakan sumber daya secara efisien. Oleh karena itu, CR yang tinggi dapat diinterpretasikan bukan sebagai kekuatan keuangan, tetapi sebagai tanda alokasi modal yang konservatif atau tidak efisien. Hal ini mendukung paradoks likuiditas, di mana likuiditas mengurangi risiko gagal bayar tetapi juga dapat mengurangi pengembalian yang diharapkan ketika mencerminkan sumber daya yang kurang dimanfaatkan.

Dampak negatif EPS merupakan hasil yang paling tidak terduga karena EPS umumnya dipandang sebagai indikator langsung profitabilitas di tingkat pemegang saham. Teori sinyal menunjukkan bahwa EPS yang lebih tinggi seharusnya menarik investor karena mencerminkan pendapatan per saham yang lebih tinggi. Studi sebelumnya menunjukkan bahwa EPS seringkali memiliki efek positif dan signifikan terhadap harga saham, termasuk di sektor konsumen non-siklik dan perusahaan telekomunikasi (Rokhyani dkk., 2023; Wulansari dkk., 2023). Namun, hasil EPS negatif dalam penelitian ini menunjukkan bahwa investor mungkin tidak mengevaluasi EPS secara independen dari kondisi keuangan yang lebih luas. EPS mungkin didiskon jika investor menganggap pendapatan tidak berkelanjutan, terpengaruh oleh leverage yang tinggi, atau sudah tercermin dalam harga saham.

Beberapa penjelasan mungkin diberikan. Pertama, perusahaan telekomunikasi merupakan perusahaan padat modal, sehingga EPS dapat dipengaruhi oleh depresiasi, amortisasi, biaya pembiayaan, dan siklus investasi jaringan. Kedua, investor mungkin lebih menyukai indikator valuasi berbasis arus kas, seperti EBITDA atau EV/EBITDA, karena laba bersih dan EPS dapat terdistorsi oleh pengeluaran non-kas di industri padat modal (Olbert, 2024). Ketiga, selama periode ketidakpastian, termasuk pandemi COVID-19, investor mungkin lebih fokus pada ketahanan, stabilitas arus kas, dan kapasitas utang daripada pendapatan saat ini. Putri dan Setyawan (2024) menemukan bahwa beberapa hubungan kinerja keuangan berbalik selama pandemi, sementara Irsyadillah dan Masrifah (2023) menunjukkan bahwa rasio spesifik perusahaan dapat kehilangan daya penjelas ketika kondisi pandemi mendominasi perilaku investor.

Secara keseluruhan, temuan ini memberikan dukungan bersyarat untuk teori pensinyalan. ROA memiliki arah positif yang diharapkan, tetapi ketidaksigifikannya menunjukkan bahwa sinyal profitabilitas lemah dalam konteks spesifik ini. DAR mendukung teori pensinyalan dengan lebih jelas karena investor tampaknya memperlakukan leverage sebagai sinyal negatif. Namun, CR dan EPS menunjukkan bahwa sinyal keuangan tidak bersifat universal; maknanya bergantung pada karakteristik industri, struktur aset, ekspektasi pasar, dan kondisi krisis. Hal ini sejalan dengan Kepramareni dan Pradnyawati (2024), yang berpendapat bahwa rasio keuangan mungkin tidak secara langsung memengaruhi pengembalian saham kecuali dimediasi oleh nilai perusahaan.

Temuan ini juga mendukung perlunya interpretasi spesifik sektor. Telekomunikasi berbeda dari industri lain karena intensitas modal yang ekstrem, efek jaringan, struktur pasar oligopolistik, paparan regulasi, pendapatan berbasis langganan, dan perubahan teknologi yang cepat (Prastika dkk., 2023; Wulansari dkk., 2023; Phungeh dkk., 2023). Karakteristik ini dapat melemahkan hubungan langsung antara rasio keuangan konvensional dan pengembalian saham. Investor juga dapat mempertimbangkan indikator non-akuntansi seperti pertumbuhan pelanggan, pendapatan rata-rata per pengguna, tingkat churn, cakupan jaringan, kemampuan transformasi digital, dan efisiensi belanja modal.

Secara praktis, para manajer telekomunikasi harus mengelola rasio keuangan bukan hanya untuk meningkatkan kinerja akuntansi tetapi juga untuk memperkuat kepercayaan investor. Perusahaan harus mengendalikan leverage, mengkomunikasikan pengembalian hasil investasi dengan jelas, mengoptimalkan likuiditas, meningkatkan kualitas pendapatan, dan mengungkapkan peta jalan teknologi secara transparan. Penelitian di masa mendatang harus memasukkan variabel tambahan seperti ukuran perusahaan, kebijakan dividen, risiko pasar, kinerja ESG, tata kelola perusahaan, indikator makroekonomi, sentimen investor, dan kemampuan transformasi digital untuk meningkatkan daya penjelas model pengembalian hasil saham (Sembiring, 2024; Liu dkk., 2022; Rahman & Shaha, 2023; Wang, 2024).

Berdasarkan hasil penelitian, rasio keuangan masih memiliki peran dalam menjelaskan pergerakan pengembalian saham perusahaan telekomunikasi di Indonesia, meskipun pengaruh masing-masing variabel tidak selalu sejalan dengan teori keuangan konvensional. Hasil analisis menunjukkan bahwa Return on Assets (ROA) memiliki hubungan positif namun tidak signifikan terhadap pengembalian saham, yang mengindikasikan bahwa profitabilitas berbasis aset belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai prospek perusahaan telekomunikasi. Sebaliknya, Debt to Asset Ratio (DAR) dan Current Ratio (CR) terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pengembalian saham, menunjukkan bahwa investor cenderung memberikan respons negatif terhadap tingkat utang yang tinggi maupun likuiditas yang berlebihan karena keduanya dapat mencerminkan risiko keuangan dan ketidakefisienan pengelolaan aset. Selain itu, Earnings per Share (EPS) menunjukkan pengaruh negatif terhadap pengembalian saham, yang mengindikasikan bahwa peningkatan laba per saham tidak selalu diterjemahkan sebagai sinyal positif oleh pasar, terutama pada industri yang memiliki karakteristik padat modal dan membutuhkan investasi jangka panjang yang besar.

Temuan ini mengindikasikan bahwa keputusan investasi pada sektor telekomunikasi tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja keuangan yang tercermin dalam laporan keuangan, tetapi juga oleh berbagai faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, perkembangan teknologi, tingkat persaingan industri, regulasi pemerintah, serta ekspektasi investor terhadap pertumbuhan perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, manajemen perusahaan telekomunikasi perlu memperhatikan keseimbangan antara profitabilitas, struktur modal, dan efisiensi penggunaan aset agar mampu meningkatkan kepercayaan investor dan menciptakan nilai perusahaan yang berkelanjutan. Di sisi lain, investor disarankan untuk tidak hanya berfokus pada satu indikator keuangan tertentu, tetapi melakukan evaluasi yang lebih komprehensif terhadap kondisi fundamental perusahaan dan prospek industrinya sebelum mengambil keputusan investasi.

#### 4. Kesimpulan

Studi ini meneliti pengaruh Return on Assets (ROA), Debt to Asset Ratio (DAR), Current Ratio (CR), dan Earnings per Share (EPS) terhadap pengembalian saham di antara perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2021. Hasil penelitian menunjukkan bahwa indikator kinerja keuangan relevan dalam menjelaskan perilaku pengembalian saham, tetapi pengaruhnya tidak selalu konsisten dengan ekspektasi teoritis konvensional. ROA memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pengembalian saham, sedangkan DAR, CR, dan EPS menunjukkan pengaruh negatif. DAR dan CR secara statistik signifikan, dan EPS diinterpretasikan signifikan dalam kesimpulan penelitian. Pengaruh positif namun tidak signifikan dari ROA menunjukkan bahwa profitabilitas berbasis aset bukanlah sinyal dominan bagi investor di sektor telekomunikasi Indonesia. Hal ini mungkin disebabkan oleh sifat sektor yang padat modal, di mana aset infrastruktur yang besar, investasi teknologi, dan ekspansi jaringan jangka panjang mengurangi relevansi langsung ROA sebagai sinyal pasar jangka pendek. Sementara itu, pengaruh negatif dari DAR menegaskan bahwa investor peka terhadap risiko leverage. Meskipun utang seringkali diperlukan untuk pengembangan infrastruktur telekomunikasi, utang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko kesulitan keuangan, mengurangi fleksibilitas, dan melemahkan kepercayaan investor. Dampak negatif dari CR menunjukkan bahwa likuiditas tidak selalu dipandang positif oleh pasar. Rasio lancar yang tinggi dapat mengindikasikan stabilitas keuangan jangka pendek, tetapi juga dapat menandakan pemanfaatan aset yang tidak efisien atau investasi produktif yang terbatas. Dampak negatif dari EPS juga menyiratkan bahwa investor tidak mengevaluasi laba per saham secara terpisah. Dalam industri yang padat modal dan berbasis teknologi, EPS dapat dipengaruhi oleh depresiasi, biaya pembiayaan, dan siklus investasi, sehingga investor lebih berhati-hati dalam menafsirkan informasi pendapatan. Secara teoritis, studi ini berkontribusi pada literatur dengan menunjukkan bahwa teori sinyal dan teori hierarki memerlukan interpretasi kontekstual di sektor telekomunikasi. Rasio keuangan dapat berfungsi sebagai sinyal, tetapi maknanya bergantung pada struktur industri, intensitas modal, perubahan teknologi, dan ketidakpastian pasar. Secara praktis, temuan ini menunjukkan bahwa manajer telekomunikasi harus mengendalikan leverage, meningkatkan efisiensi aset likuid, memperkuat kualitas pendapatan, dan mengkomunikasikan strategi investasi secara lebih transparan kepada investor.

#### Referensi

1. Adamu, I., & Hamidah, H. (2023). Assessing the Impact of Capital Structure on Firm Value: A Quantitative Study of Financial Ratios and Stock Prices of Nigeria Food and Beverage Companies. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 26(03). <https://doi.org/10.33312/ijar.729>
2. Agnia, R., & Bachtar, A. (2023). The Influence of Cryptocurrency (Bitcoin), IHSG, Fed Rate, and BI Rate on IDX BUMN 20 Stock Prices. *Indonesian Journal of Business Analytics*, 3(5), 1553–1564. <https://doi.org/10.55927/ijba.v3i5.5397>
3. Agoraki, M. K., Koupétas, Γ. Π., & Simone, F. N. D. (2024). The Impact of Covid-19 on Banking Groups' Balance Sheets in the Euro Area. *Financial Markets Institutions and Instruments*, 33(4), 381–409. <https://doi.org/10.1111/fmii.12199>
4. Ahmad, M. M. H. (2022). Several Factors Affecting Firm Value Manufacturing in Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 26(1), 127. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i1.821>

5. Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hågen, I. (2023). The Relationship Between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost. *Risks*, 11(6), 102. <https://doi.org/10.3390/risks11060102>
6. Ahmed, A. M., Sharif, N. A., Ali, M. N., & Hågen, I. Z. (2023). Effect of Firm Size on the Association Between Capital Structure and Profitability. *Sustainability*, 15(14), 11196. <https://doi.org/10.3390/su151411196>
7. Aji, L. N., & Tantri, S. N. (2024). The Impact of Financial Ratios on Stock Prices of Healthcare Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2020-2023 Period. *Proceeding of the International Seminar on Business Economics Social Science and Technology (Isbest)*, 4(1). <https://doi.org/10.33830/isbest.v4i1.3161>
8. Al-Ajmi, J., Saudagaran, S. M., Kukreja, G., & Fadel, S. M. (2022). Does It Pay to Be Green? Evidence From Banks in Emerging Markets. *Competitiveness Review an International Business Journal*, 33(1), 85–106. <https://doi.org/10.1108/cr-11-2021-0151>
9. Al-Shattarat, H. K. (2022). The Effect of the Asset Management Efficiency on Financial Performance “Evidence From Jordanian Industrial Firms.” *Global Journal of Economic and Business*, 12(6), 870–876. <https://doi.org/10.31559/gjeb2022.12.6.11>
10. Al-Zoubi, H. A., O’Sullivan, J. A., Maghyreh, A., & Lambe, B. J. (2022). Disentangling Sentiment From Cyclicalities in Firm Capital Structure. *Abacus*, 59(2), 570–605. <https://doi.org/10.1111/abac.12274>
11. Ankomah, K., Samena, F. A., Sikayena, I., Ofori-Oppong, P., Arpoh-Baah, B., Boadi, E., & Harley, K. A. (2023). Capital Structure and Financial Performance of Listed Non-Financial Firms in Ghana. *Asian Journal of Empirical Research*, 13(3), 58–67. <https://doi.org/10.55493/5004.v13i3.4860>
12. Asaolu, M. A. (2021). Debt Capacity and Financial Performance of Quoted Firms in Nigeria. *American Journal of Finance*, 6(2), 1–24. <https://doi.org/10.47672/ajf.801>
13. Batrancea, L. M., & Alin, F. (2023). Empirical Research Study on the Determinants of Market Indicators for 41 Financial Institutions. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2), 78. <https://doi.org/10.3390/jrfm16020078>
14. Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2021). Exploring Relationship Between Sustainability and Firm Performance in Travel and Tourism Industry: A Global Evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(7), 1251–1269. <https://doi.org/10.1108/srj-09-2020-0360>
15. Bustani, B., Swandari, F., & Yunani, A. (2024). Green Capital Dynamics: Investigating the Impact of Capital Structure on Profitability Among IDX LQ45 Low Carbon Leaders in Indonesia. *Accounting and Finance Studies*, 4(3), 225–242. <https://doi.org/10.47153/afs44.11092024>
16. Chaklader, B., & Padmapriya, B. (2021). Impact of Cash Surplus on Firm’s Capital Structure: Validation of Pecking Order Theory. *Managerial Finance*, 47(12), 1801–1816. <https://doi.org/10.1108/mf-08-2020-0417>
17. Chen, Y., Valenzuela, E., & Capener, D. (2023). How Hotel Firm Value Fluctuates With Alternative Leveraging Strategies. *American Journal of Economics and Sociology*, 83(1), 177–197. <https://doi.org/10.1111/ajes.12528>
18. Chhetri, R. (2023). Factors Affecting the Share Price of Commercial Banks in Nepal. *Quest Journal of Management and Social Sciences*, 5(1), 107–118. <https://doi.org/10.3126/qjms.v5i1.56298>
19. Choi, W., Chung, C. Y., & Park, J. (2021). Pension Fund Monitoring and Corporate Debt Policy: Evidence From the Korean Market\*. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(2), 210–237. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12331>
20. Colline, F. (2022). The Mediating Effect of Debt Equity Ratio on the Effect of Current Ratio, Return on Equity and Total Asset Turnover on Price to Book Value. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(1), 75–90. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i1.6882>
21. Comejo-Saavedra, E., Mendoza, J. A. M., Fuentealba, C. L. D., Yelpe, S. M. S., & Ramos, C. L. V. (2021). Announcements Effect of Corporate Bond Issuance on Stock Returns: Evidence From Chile. *Cuadernos De Administración*, 37(71), e2411242. <https://doi.org/10.25100/cdea.v37i71.11242>
22. Covachev, S. (2023). The Paradox of Closing Mutual Funds to New Investors. *Plos One*, 18(9), e0290254. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0290254>
23. Dahmash, F. N., Alshurafat, H., Hendawi, R., Alzoubi, A. B., & Amosh, H. A. (2023). The Retained Earnings Effect on the Firm’s Market Value: Evidence From Jordan. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 89. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030089>
24. Das, N. C., Chowdhury, M. A. F., & Islam, M. N. (2021). The Heterogeneous Impact of Leverage on Firm Performance: Empirical Evidence From Bangladesh. *South Asian Journal of Business Studies*, 11(2), 235–252. <https://doi.org/10.1108/sajbs-04-2020-0100>
25. Deng, X. (2023). Deviation From the Target Capital Structure and Acquisition Choices. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, 8(1), 93–102. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/8/20230289>
26. Desshyfa, R. T., & Purwanto, E. (2024). Assessing Financial Performance in Consumer Goods Manufacturing: The Role of Debt to Assets Ratio, Current Ratio, and Inventory Turnover. *Widyakala Journal of Pembangunan Jaya University*, 11(1), 09. <https://doi.org/10.36262/widyakala.v11i1.999>
27. Determinant Factors of the Public Company’s Value Which Listed in Indonesia Stock Exchange. (2021). *Journal of Economics and Business*, 4(4). <https://doi.org/10.31014/aior.1992.04.04.395>
28. Diantimala, Y., Syahnur, S., Mulyany, R., & Faisal, F. (2021). Firm Size Sensitivity on the Correlation Between Financing Choice and Firm Value. *Cogent Business & Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1926404>
29. Duong, K. D., Huynh, T. N., & Truong, L. T. D. (2023). How Do Intangible Assets and Financial Constraints Affect Stock Returns in Vietnam Before and During the COVID-19 Pandemic? *International Journal of Finance & Economics*, 30(1), 315–329. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2916>
30. Dutta, S. R., Sen, S. S., & Mukherjee, T. (2022). Stock Liquidity and Capital Structure: Evidence From NSE Listed Top 100 Non-Finance Indian Firms. *Orissa Journal of Commerce*, 38–54. <https://doi.org/10.54063/ojc.2022.v43i01.04>
31. D.V., I., & Yua, H. (2023). The Influence of International Financial Reporting Standard on Financial Performance and Taxation of Selected Listed Firms in Nigeria. *British Journal of Management and Marketing Studies*, 6(2), 51–67. <https://doi.org/10.52589/bjmms-e86ujqir>
32. Elbially, H. E., & Metawea, S. A. (2023). Factors Affecting Capital Structure Decisions: A Comparative Study of Listed Firms in Egypt and Nigeria. 715–693), 2(4, المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية, <https://doi.org/10.21608/cfdj.2023.289028>
33. Elewa, M. (2021). Investigating Capital Structure, Performance and Stock Price in U.S. Technology Firms: Panel Data Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 11(1), 43. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v11i1.18334>
34. Farhat, A., & Hili, A. (2025). The Impact of Shariah Compliance on Firm’s Performance and Risk. *Review of Financial Economics*, 43(2), 231–257. <https://doi.org/10.1002/rfe.1227>
35. Farias, F. J. Z., María del Carmen Valls Martínez, & Cervantes, P. A. M. (2022). Profitability Determinants of the Natural Stone Industry: Evidence From Spain and Italy. *Plos One*, 17(12), e0276885. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0276885>
36. Fatmayuni, I. A., Ambarwati, S. D. A., & Widjanarko, H. (2024). Determinant Financial Distress: Evidence Manufacture Company in Indonesia Stock Exchange 2018 – 2022. *Accounting and Finance Studies*, 4(1), 1–16. <https://doi.org/10.47153/afs41.8502024>

37. Febrianti, S., Mustaruddin, M., & Afifah, N. (2024). Capital Structure, Financial Performance, and Macroeconomic Conditions: Evidence From Indonesia Stock Exchange. *Ajarcode* (Asian Journal of Applied Research for Community Development and Empowerment), 1–8. <https://doi.org/10.29165/ajarcde.v8i2.380>
38. Feng, Y. (2023). The Influence Mechanism of Investor Behavior Deviation on Beta Anomalies in the Perspective of Behavioral Finance. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, 3(1), 70–79. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/3/2022765>
39. Furqaan, A., & Darmansyah, A. (2023). The Effect of Profitability, Solvability, and Liquidity on Stock Prices Before and During the Covid-19 Pandemic. *Journal of Social Science (Joss)*, 2(10), 958–984. <https://doi.org/10.57185/joss.v2i10.153>