

NILAI PERUSAHAAN MEMEDIASI *FINANCIAL DISTRESS* DAN *FIRM SIZE* TERHADAP *RETURN SAHAM*

Herlina Lusmeida^{1)*}, Tiara Syahda Khalisah²⁾

^{1,2)} Faculty of Economics and Business, Universitas Pelita Harapan, Indonesia

e-mail: herlina.lusmeida@uph.edu
(Corresponding Author indicated by an asterisk *)

ABSTRACT

This study aims to provide empirical evidence regarding the effect of financial distress and firm size on stock returns through firm value. This study examines the variables of financial distress, firm size, stock returns and firm value in the property sector in 2021-2023 in the ASEAN Region 5. The method of sampling is purposive sampling. The type of data selected is panel data. This secondary data is taken from annual reports and financial statements available through S&P Capital IQ. The results of the study stated that financial distress does not affect the firm's value. Firm size has a negative effect on the firm's value. Financial distress has a negative effect on stock returns. Firm size has a negative effect on stock returns. Firm value has a positive effect on stock returns. Firm value does not significantly mediate the relationship between financial distress and stock returns. Firm value does not significantly mediate the relationship between firm size and stock returns. Academic implication for this research is enriching literature studies about firm value, financial distress and stock return. Practical implication is Companies do not only need to maintain financial stability but also build reputation and credibility among investors as a strategic effort to improve their stock market performance.

Keywords: Financial Distress; Stock Return; Firm Value; ASEAN; Real Estate Sector

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh kesulitan keuangan dan ukuran perusahaan terhadap pengembalian saham melalui nilai perusahaan. Penelitian ini mengkaji variabel kesulitan keuangan, ukuran perusahaan, pengembalian saham, dan nilai perusahaan pada sektor properti tahun 2021–2023 di Kawasan ASEAN 5. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Jenis data yang dipilih adalah data panel. Data sekunder ini diambil dari laporan tahunan dan laporan keuangan yang tersedia melalui *S&P Capital IQ*. Hasil penelitian menyatakan bahwa kesulitan keuangan tidak memengaruhi nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kesulitan keuangan berpengaruh negatif terhadap pengembalian saham. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap pengembalian saham. Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap pengembalian saham. Nilai perusahaan tidak memediasi hubungan antara kesulitan keuangan dan pengembalian saham secara signifikan. Nilai perusahaan tidak memediasi hubungan antara ukuran perusahaan dan pengembalian saham secara signifikan. Implikasi akademis dari penelitian ini adalah memperkaya studi literatur tentang nilai perusahaan, kesulitan keuangan, dan pengembalian saham. Implikasi praktisnya adalah perusahaan tidak hanya perlu menjaga stabilitas keuangan, tetapi juga membangun reputasi dan kredibilitas di kalangan investor sebagai upaya strategis untuk meningkatkan kinerja pasar sahamnya.

Kata Kunci: Kesulitan Keuangan; Imbal Hasil Saham; Nilai Perusahaan; ASEAN; Sektor Real Estat

PENDAHULUAN

Imbal hasil saham merupakan salah satu aspek yang mendorong investor untuk melakukan investasi (Nugroho *et al.*, 2021). Kenaikan nilai saham menjadi faktor yang sangat menguntungkan bagi investor, terutama dalam hal meraih keuntungan besar berupa *capital gain*, yang secara signifikan dapat meningkatkan aset kekayaan yang dimiliki oleh investor tersebut (Nurhalimah & Mahroji, 2024). Oleh karena itu, berbagai faktor yang memengaruhi *return* saham menjadi fokus penelitian dalam bidang keuangan.

PT. Bakrieland Development Tbk (ELTY) di Indonesia ialah salah satu industri properti besar di berbagai segmen, mulai dari pembangunan kawasan hunian, kawasan komersial, hingga proyek infrastruktur. Tahun 2021, Bakrieland tercatat membukukan rugi bersih (Putra, 2022). Berdasarkan laporan CNBC, 21 Nov 2023 ELTY mengalami lonjakan rugi bersih sebesar 177% pada semester I/2023. Berdasarkan laporan keuangan terbaru, rugi bersih yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk tercatat sebesar Rp7,80 miliar, meningkat dibandingkan dengan Rp2,81 miliar pada periode September 2022.

Hal ini dapat mengurangi kepercayaan investor terhadap perusahaan, dan membuat sulit untuk mengumpulkan modal dari pasar modal. Bakrieland mengalami masalah beban utang yang sangat besar, terutama setelah melakukan ekspansi besar-besaran dalam pengembangan properti (Nurhalimah & Mahroji, 2024). Kondisi ini dapat menciptakan ketidakpastian di kalangan investor dan berdampak negatif pada harga saham perusahaan. Ketika perusahaan berada dalam kondisi *financial distress*, investor mungkin akan menilai risiko yang lebih tinggi dan sebagai konsekuensinya, menuntut *return* yang lebih tinggi atau bahkan menghindari saham perusahaan tersebut.

Financial distress merujuk pada kondisi di mana suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang signifikan, yang dapat mengancam kelangsungan operasionalnya. Hal ini terjadi ketika perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya, seperti membayar utang atau biaya operasional, yang mengarah pada penurunan nilai perusahaan atau bahkan kebangkrutan jika tidak ditangani dengan baik (Haris & Sandra, 2023).

Faktor kesulitan keuangan menarik perhatian para peneliti beberapa dekade yang lalu, terutama setelah terjadinya krisis keuangan yang lalu karena mempunyai akibat yang signifikan bagi seluruh pemangku kepentingan suatu perusahaan (Urguiza-Bravo & Moreno-Ureba, 2021). Penurunan harga saham mengindikasikan terjadinya *financial distress* pada perekonomian perusahaan. *Financial distress* ini penting karena menggambarkan kondisi keuangan perusahaan yang terkena dampak di tengah pandemi, mampu memitigasi dan memprediksi kelangsungan hidup perusahaan di masa depan, yang bisa dijadikan saran dalam strategis perusahaan (Haris & Sandra, 2023). Kondisi *financial distress* atau kesulitan keuangan harus diketahui sejak dini agar tindakan yang dapat dilakukan untuk mengantisipasi kondisi yang mengarah pada kebangkrutan (Dini *et al.*, 2023). Penelitian Wawo dan Nirwana (2020) menyatakan *financial distress* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian Merliyana & Kusumah (2021) dan Sitoresmi & Herawaty (2020) menyatakan *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. penelitian Nurhalimah dan Mahroji (2024) yang menyatakan *financial distress* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Selain *financial distress*, *firm size* juga menjadi faktor penting yang sering diteliti dalam kaitannya dengan *return* saham. Ukuran perusahaan dapat mencerminkan kekuatan finansial, kapasitas operasional, serta stabilitas pendapatan perusahaan (Hasangapon *et al.*, 2021). Perusahaan besar sering kali dianggap lebih stabil dan mampu bertahan di tengah fluktuasi pasar dibandingkan dengan perusahaan kecil (Ulfa & Efendi, 2025). Oleh karena itu, ukuran perusahaan sering kali diasumsikan memiliki hubungan positif dengan *return* saham. Penelitian Pasaribu dan Nugroho (2023) menyatakan *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Tetapi penelitian Nurhalimah dan Mahroji (2024) yang menyatakan *firm size* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Nilai perusahaan memiliki peran krusial karena mencerminkan sejauh mana besarnya ukuran atau keberhasilan perusahaan (Juniarsi *et al.*, 2023). Bisnis dapat menawarkan investor, membuat berbagai keputusan keuangan yang relevan, dan memengaruhi nilai perusahaan adalah penting bagi perusahaan untuk memenuhi tujuannya dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Muslih & Pratiwi, 2019).

Nilai perusahaan yang diukur dengan *price book value* mencerminkan pendapat pasar mengenai prospek masa depan perusahaan, yang mencakup pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko. Nilai perusahaan menjadi perantara antara *financial distress* dan *firm size* dengan *return* saham. Artinya, dampak *financial distress* dan *firm size* terhadap *return* saham mungkin terjadi secara tidak langsung melalui perubahan dalam nilai perusahaan. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *financial distress* dan *firm size* terhadap *return* saham dengan memasukkan nilai perusahaan sebagai variabel mediasi. Dengan memahami hubungan ini, diharapkan riset yang menjadikan pengetahuan yang lebih mendalam bagi investor, manajer keuangan, dan pemangku kepentingan lainnya dalam mengambil keputusan investasi serta strategi keuangan perusahaan dan menjadi kontribusi serta pengembangan dari penelitian sebelumnya.

Penelitian Muslih & Pratiwi (2019) dan Sulistiyowati & Devinaya (2021) mengemukakan *financial distress* berdampak positif ke nilai perusahaan. Tetapi Adaria *et al.*, (2022) berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. *Financial distress* tidak memengaruhi nilai perusahaan (Melina & Husna, 2022). Penelitian Pamuji dan Hartono (2020) *firm size* berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Penelitian Rohmatulloh (2023) dan Mahardikari (2021) menyatakan *firm size* tidak memengaruhi nilai perusahaan. Penelitian Wulandari (2022) dan Kumala & Ahya (2020) mengemukakan nilai perusahaan memiliki dampak positif terhadap tingkat pengembalian saham. Sedangkan penelitian Khoirunnisa (2022) nilai perusahaan tidak berdampak terhadap *return* saham. Penelitian Wulandari dan Irwanto (2020) nilai perusahaan terbukti memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *return* saham.

Karena adanya inkonsistensi dari hasil penelitian sebelumnya, maka penelitian ini penting untuk dilakukan. Selain itu penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi baik bagi dunia akademis maupun praktis. Bagi dunia akademis diharapkan mampu memperkaya literatur dan pembuktian teori. Kontribusi untuk praktis diharapkan dapat memberikan gambaran kepada investor untuk menentukan strategi dalam berinvestasi. Salah satu keunikan penelitian ini adalah fokus pada lingkup negara-negara ASEAN 5, agar memberikan panduan bagi investor lokal dan regional dalam mengelola kinerja saham mereka. Selain itu penelitian ini juga memiliki keterbaruan dengan memasukkan nilai perusahaan sebagai variabel mediasi karena diduga memediasi hubungan antara *financial distress* dan ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap *return* saham.

Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah untuk menyelidiki *apakah financial distress* dan *firm size* berpengaruh terhadap nilai perusahaan, apakah nilai perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham, serta ingin mengetahui apakah *financial distress* dan *firm size* dapat memengaruhi *return* saham secara langsung atau melalui nilai perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal (*signaling theory*) adalah teori dalam bidang ekonomi dan manajemen yang menjelaskan bagaimana informasi yang tidak seimbang antara pihak yang memiliki informasi (*insider*) dan pihak yang tidak memiliki informasi (*outsider*) dapat memengaruhi keputusan dan perilaku di pasar (Brigham & Houston, 2014; Hasangapon *et al.*, 2021). Dalam konteks perusahaan, teori ini menjelaskan bagaimana perusahaan dapat mengirimkan sinyal kepada pasar atau investor untuk mengatasi masalah asimetri informasi. Dengan sinyal yang dikirimkan maka informasi yang diterima investor atau pasar dapat meminimalkan asimetri informasi, dalam penelitian ini *return* saham memberikan sinyal kepada

investor mengenai kemampuan perusahaan untuk memberikan imbal hasil. *Financial distress* yang dapat diukur dengan menggunakan altman *Z-score* juga merupakan sinyal kepada investor maupun pasar, apakah perusahaan menghadapi kesulitan keuangan atau tidak.

Stakeholder Theory

Teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*) adalah teori dalam manajemen dan etika bisnis yang menekankan pentingnya memperhatikan kepentingan berbagai pihak yang terlibat atau memiliki hubungan dengan perusahaan (*stakeholders*). Dalam pengambilan keputusan bisnis, bukan hanya fokus pada kepentingan pemegang saham (*shareholders*). Teori ini dikembangkan oleh R. Edward Freeman pada tahun 1984. Menurut *stakeholder theory*, perusahaan memiliki tanggung jawab terhadap semua pihak yang terpengaruh oleh aktivitas bisnisnya, termasuk karyawan, pelanggan, pemasok, masyarakat sekitar, dan lingkungan (Davila, 2024). Prinsip utama dari teori ini adalah bahwa bisnis harus bertanggung jawab untuk menciptakan nilai bagi semua pemangku kepentingan tersebut, termasuk nilai perusahaan, bukan hanya untuk memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham akan tetapi untuk *stakeholder* (Freeman *et al.*, 2021). Dalam penerapannya, teori ini mengarahkan perusahaan untuk mengambil keputusan yang lebih etis, mempertimbangkan dampak sosial dan lingkungan, serta mengutamakan hubungan jangka panjang yang saling menguntungkan dengan berbagai pihak.

Untuk perusahaan yang berskala besar, sedang maupun kecil dalam pengambilan keputusan harus mempertimbangkan kepentingan berbagai pihak. Untuk perusahaan yang berskala besar, biasanya masalah lebih kompleks sehingga untuk mengambil keputusan harus mempertimbangkan manfaat serta dampaknya bagi *stakeholder*.

Return Saham

Return saham adalah *return* atas saham serta pembayaran tunai yang diterima karena kepemilikan suatu saham pada awal investasi (Lasa & Mustafa, 2023). *Return* saham adalah tingkat menghasilkan stok atas investasi yang dilakukan oleh investor. *Return* saham erat kaitannya dengan harga saham karena harga saham awal dan harga penutupan digunakan untuk menghitungnya (Wulandari, 2022). Keuntungan dari saham dapat diperoleh melalui dividen (imbal hasil) maupun kenaikan nilai saham (*capital gain*).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai yang didapat industri melalui kepercayaan publik sesudah menjalankan operasinya selama bertahun-tahun, dimulai dari berdirinya perusahaan hingga saat ini (Muslih & Pratiwi, 2019). Nilai perusahaan, semakin besar nilai perusahaan, maka semakin tinggi pula daya tariknya di mata investor. pula kekayaan yang akan diperoleh pemiliknya. Nilai industri mencerminkan bagaimana investor memandang suatu emiten. Dalam pengukurannya, nilai perusahaan mempunyai berbagai dimensi dan metode yang dapat digunakan (Juniarsi *et al.*, 2023).

Financial Distress

Financial distress merujuk pada kondisi penurunan keuangan yang dialami perusahaan sebelum terjadi kebangkrutan atau likuidasi. Kondisi ini dapat menimpa perusahaan dari berbagai sektor atau skala usaha (Nustini & Amiruddin, 2019). *Financial distress* adalah suatu kondisi perekonomian suatu industri yang mengalami ketidakmampuan untuk membayar kewajiban jangka pendek (Harjadi & Sihombing, 2020). Adawiyah *et al.* (2022) mendefinisikan kesulitan keuangan sebagai fase penurunan dalam kondisi keuangan yang dialami oleh sebuah perusahaan. sebelumnya kebangkrutan atau likuidasi. Kinerja sebuah perusahaan merupakan gambaran dari sehatnya kondisi keuangannya.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Financial Distress Terhadap Nilai Perusahaan

Financial distress digunakan untuk menggambarkan masalah keuangan perusahaan sebelum mencapai tahap kebangkrutan. Jika perusahaan mengalami penurunan pendapatan, ketidakefektifan dalam pengelolaan aset, meningkatnya utang maka akan berdampak negatif pada kondisi keuangan mereka. Meningkatnya utang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Bui *et al.*, 2023). Penurunan laba yang diterima oleh para pemegang saham dapat berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. Menurut Murtadha *et al.* (2018) peningkatan kondisi kesulitan keuangan disebabkan oleh berkurangnya modal, yang pada akhirnya memengaruhi kinerja keuangan dan menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

Financial distress berdampak buruk terhadap penurunan nilai perusahaan karena dengan adanya *financial distress*. Kemampuan aset perusahaan dalam menghasilkan laba ditahan tergolong lemah atau minim (Sulistiyowati & Devinaya, 2021). Peningkatan kesulitan keuangan menurunkan nilai perusahaan, karena ketika sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau berada dalam kondisi *financial distress*, hal ini cenderung menurunkan nilai perusahaan tersebut (Sulistiyowati & Devinaya, 2021).

Penelitian Sulistiyowati & Devinaya (2021) dan Murtadha *et al.* (2018) yang menyatakan hipotesis *financial distress* berpengaruh negatif ke nilai perusahaan.

H1: *Financial distress* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Firm Size* Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Pamuji dan Hartono (2020), teori sinyal mengungkapkan ukuran perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki nilai perusahaan yang tinggi. Perusahaan dengan skala besar biasanya mendapatkan kepercayaan lebih besar dari investor, terutama ketika membutuhkan pendanaan tambahan di tengah ketidakstabilan ekonomi. Hal ini sejalan dengan pandangan teori *signaling*, di mana informasi mengenai besarnya ukuran perusahaan umumnya direspons positif oleh investor karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjamin pembayaran kewajiban di masa mendatang (Agatha & Irsad, 2021). Semakin besar perusahaan, semakin banyak aset yang bisa dijadikan agunan untuk memperoleh pembiayaan, yang pada akhirnya meningkatkan persepsi nilai perusahaan di mata investor (Rohmatulloh 2023; Sutanto *et al.*, 2018). *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber daya yang lebih kuat, stabilitas finansial yang lebih baik, serta akses lebih mudah terhadap pasar dan modal. Hal ini meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor, yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan di pasar (Rohmatulloh, 2023).

Dalam teori sinyal, ukuran perusahaan (*firm size*) dapat berdampak positif terhadap nilai perusahaan karena ukuran yang lebih besar biasanya dianggap sebagai sinyal stabilitas dan kemampuan untuk bertahan dalam pasar. Perusahaan besar cenderung memiliki akses lebih baik terhadap sumber daya, jaringan yang luas, dan diversifikasi operasi, yang memperkuat pendapat pemegang saham tersebut mempunyai kemajuan keberlanjutan yang lebih baik. Ukuran perusahaan yang besar juga dapat mengirimkan sinyal kepercayaan kepada para pelaku kepentingan seperti investor dan kreditur, organisasi memiliki manajemen yang handal dan kemampuan finansial yang kuat untuk mengelola risiko dan menjaga profitabilitas.

Penelitian yang dilakukan oleh Agatha & Irsad (2021), Sutanto *et al.* (2018) dan Rohmatulloh (2023) yang menyatakan hipotesis *firm size* berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

H2: *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Financial Distress* Terhadap *Return Saham*

Financial distress saat suatu perusahaan mulai mengalami ketidakmudahan dalam membayar pinjaman, seperti utang atau bunga pinjaman (Nustini & Amiruddin, 2019). Kebangkrutan diukur melalui *Z-score* dapat berdampak pada tingkat pengembalian pemegang saham dari investasi suatu saham. Kinerja keuangan yang buruk biasanya direspons negatif oleh pasar, ditandai dengan penurunan harga saham yang berdampak pada penurunan *return* saham bagi investor (Sitoresmi & Herawaty, 2020). Kondisi *financial distress*, atau kesulitan keuangan, dapat menurunkan nilai perusahaan karena semakin

parah kondisi kesulitan keuangan yang dialami, semakin rendah tingkat pengembalian saham yang diberikan (Merliyana & Kusumah, 2021).

Dalam perspektif teori sinyal, *financial distress* memberikan sinyal negatif kepada investor dan pasar yang dapat berdampak negatif terhadap return saham perusahaan. Ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan, informasi mengenai *financial distress* ini sering kali dianggap sebagai tanda ketidakstabilan dan peningkatan risiko, yang memicu kekhawatiran di kalangan investor tentang kemampuan perusahaan untuk mempertahankan profitabilitas dan likuiditasnya. negatif dari *financial distress* dapat menurunkan minat investor terhadap saham perusahaan, karena mereka melihat potensi keuntungan yang lebih rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Nustini & Amiruddin (2019), Sitoresmi & Herawaty (2020), dan Merliyana & Kusumah (2021) yang menyatakan hipotesis *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

H3: *Financial distress* berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

Pengaruh *Firm Size* Terhadap *Return* Saham

Menurut Helia *et al.* (2020), ukuran perusahaan juga sering menjadi acuan bagi investor sebelum menanamkan modalnya, dengan asumsi bahwa ukuran perusahaan yang besar atau ukuran perusahaan yang kecil akan memengaruhi bagaimana perusahaan tersebut menghadapi berbagai situasi dan risiko yang menimpa perusahaan, kelangsungan usaha dan berkaitan dengan operasi yang juga akan memengaruhi pengembalian yang diterima pemegang saham. Perusahaan dengan ukuran besar cenderung dipandang mempunyai kinerja yang baik.

Perusahaan yang menunjukkan kinerja positif biasanya mampu menghasilkan laba, dan ketika laba tersebut telah diperoleh, perusahaan akan membagikan dividen kepada para pemegang saham (Yuliarti & Diyani, 2018). Hal ini dapat memengaruhi investor lebih memilih berinvestasi pada perusahaan besar dibandingkan perusahaan dengan skala lebih kecil cenderung lebih memilih untuk menginvestasikan keuntungan mereka dalam pengembangan bisnis, daripada membagikannya sebagai dividen kepada pemegang saham (Yuliarti & Diyani, 2018).

Dalam teori sinyal, *firm size* atau ukuran perusahaan memberikan sinyal positif kepada pasar dan investor yang dapat berpengaruh pada peningkatan pengembalian saham. Industri yang besar biasanya dipersepsikan sebagai entitas yang stabil, mapan, dan memiliki kemampuan untuk bertahan dalam kondisi pasar yang berfluktuasi. Ukuran besar juga mengindikasikan akses yang lebih baik terhadap modal, diversifikasi yang lebih luas, dan sumber daya yang mendukung pertumbuhan jangka panjang, yang semuanya dianggap sebagai indikator kesehatan finansial dan prospek yang baik oleh para investor. Sinyal positif ini membuat perusahaan besar lebih menarik bagi investor, yang melihatnya sebagai pilihan yang lebih aman dengan risiko yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil.

Penelitian Helia *et al.* (2020) dan Syakur *et al.* (2019) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

H4: *Firm size* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh Nilai Perusahaan Terhadap *Return* Saham

Menurut Helia *et al.* (2020) nilai perusahaan yang diukur menggunakan *price-to-book value* memiliki dampak positif terhadap *return* saham karena investor akan bersedia untuk menilai sahamnya di atas nilai buku apabila perusahaan tersebut mempunyai rasio yang lebih tinggi atau lebih tinggi satu sehingga tingkat pengembalian atau *return* saham juga akan meningkat.

Menurut Weygandt *et al.* (2025) menyatakan bahwa naik turunnya nilai perusahaan dengan PBV akan berdampak pada saham return yang artinya jika nilai perusahaan dengan PBV meningkat maka akan berdampak pada peningkatan return saham, namun jika nilai perusahaan PBV menurun maka akan memengaruhi atau menurunkan penyediaan *return* saham karena semakin besar nilai perusahaan,

semakin tinggi kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan tersebut. Hal ini akan menarik minat investor untuk membeli saham, yang pada gilirannya akan meningkatkan permintaan dan mendorong kenaikan harga saham (Kumala & Ahya, 2020). Sehingga semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar pula *return* saham yang dihasilkan bagi investor. Oleh sebab itu, nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan berpengaruh terhadap *return* saham.

Dalam teori sinyal, *firm size* atau ukuran perusahaan memberikan sinyal positif kepada pasar dan investor yang dapat berpengaruh pada peningkatan *return* saham. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar biasanya dipersepsikan sebagai entitas yang stabil, mapan, dan memiliki kemampuan untuk bertahan dalam kondisi pasar yang berfluktuasi. Ukuran besar juga mengindikasikan akses yang lebih baik terhadap modal, diversifikasi yang lebih luas, dan sumber daya yang mendukung pertumbuhan jangka panjang, yang semua hal tersebut dianggap sebagai tanda kesehatan keuangan yang baik dan prospek yang positif oleh para investor. Sinyal positif ini membuat perusahaan besar lebih menarik bagi investor, yang melihatnya sebagai pilihan yang lebih aman dengan risiko yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil.

Penelitian yang dilakukan oleh Wulandari (2022), Helia *et al.* (2020) dan Kumala & Ahya (2020) yang menyatakan hipotesis nilai perusahaan berpengaruh positif ke *return* saham.

H5: Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham

Pengaruh *Financial Distress* Terhadap *Return Saham* Yang Dimediasi Oleh Nilai Perusahaan

Financial distress mengacu pada kondisi keuangan di mana perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Kondisi ini sering ditandai dengan arus kas yang tidak mencukupi, utang yang menumpuk, atau ketidakmampuan membayar bunga pinjaman. Ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan, persepsi investor terhadap risiko perusahaan juga akan meningkat (Saputra & Andani, 2023). Hal ini dapat menyebabkan penurunan harga saham karena investor menjadi kurang bersedia untuk membayar premi yang lebih tinggi untuk saham perusahaan yang dianggap berisiko. Dengan demikian, nilai perusahaan cenderung menurun dalam kondisi *financial distress*.

Financial distress memengaruhi *return* saham secara tidak langsung melalui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Ketika perusahaan mengalami *financial distress*, nilai perusahaan cenderung menurun karena meningkatnya persepsi risiko di mata investor. Penurunan nilai ini pada akhirnya berdampak negatif pada *return* saham, karena harga saham menurun seiring dengan penurunan nilai perusahaan. Memahami hubungan ini penting bagi investor dan manajemen perusahaan untuk mengelola risiko dan strategi investasi mereka. Hanya peneliti dan hasil penelitian Sulistiyowati & Devinaya (2021) dan Murtadha *et al.* (2018) yang menyatakan hipotesis *financial distress* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Dalam teori sinyal, *financial distress* dapat memengaruhi *return* saham dengan nilai perusahaan sebagai mediator. Ketika perusahaan mengalami *financial distress*, sinyal negatif dikirimkan kepada para investor dan pemangku kepentingan yang mencerminkan ketidakstabilan keuangan dan meningkatnya risiko likuiditas. Sinyal ini membuat para investor mempertanyakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan menjaga pertumbuhan di masa depan, sehingga mereka mungkin menilai perusahaan dengan lebih rendah. Dampak dari sinyal negatif ini adalah penurunan nilai perusahaan di pasar, karena investor cenderung mengurangi permintaan untuk saham perusahaan yang dianggap berisiko tinggi. Nilai perusahaan yang menurun sebagai akibat dari *financial distress* kemudian berdampak pada *return* saham. Saat nilai perusahaan merosot, harga saham cenderung mengalami tekanan jual yang lebih besar, yang menyebabkan penurunan *return* saham. Dengan kata lain, *financial distress* menurunkan nilai perusahaan melalui sinyal risiko keuangan, dan nilai perusahaan yang lebih rendah ini, pada gilirannya, menyebabkan penurunan *return* saham.

Penelitian Wulandari (2022), Helia *et al.* (2020) dan Kumala & Ahya (2020) yang menyatakan hipotesis nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Oleh sebab itu dirumuskan hipotesis:

H6: *Financial distress* berpengaruh terhadap *return* saham yang dimediasi oleh nilai perusahaan.

Pengaruh *Firm Size* Terhadap *Return Saham* Yang Dimediasi Oleh Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat memengaruhi nilai perusahaan. Umumnya, perusahaan besar lebih mampu memanfaatkan skala ekonomis, memiliki daya tawar yang lebih tinggi, serta akses lebih baik ke pasar modal dan pendanaan (Mar'ati, 2019). Dengan kapasitas ini, perusahaan besar umumnya dipandang lebih stabil dan memiliki tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil. Kondisi ini meningkatkan kepercayaan investor, yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan karena persepsi positif terhadap prospek pertumbuhan dan stabilitas keuangan perusahaan tersebut (Ananda & Sinaga, 2024).

Dalam konteks ini, nilai perusahaan berperan sebagai variabel mediator antara *firm size* dan *return* saham. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar umumnya berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan melalui efisiensi operasional, diversifikasi risiko, dan akses ke sumber daya (Rahma, 2024). Nilai perusahaan yang lebih tinggi kemudian memengaruhi *return* saham dengan meningkatkan harga saham karena investor lebih percaya pada stabilitas dan prospek perusahaan besar. Oleh karena itu, efek positif dari *firm size* terhadap *return* saham sebagian besar ditransmisikan melalui dampaknya pada nilai perusahaan.

Dalam perspektif teori sinyal, *firm size* atau ukuran perusahaan memengaruhi *return* saham melalui nilai perusahaan sebagai perantara. Perusahaan dengan ukuran besar cenderung mengirimkan sinyal positif kepada investor, yang mengasosiasikan ukuran besar dengan stabilitas, kemampuan bertahan di pasar, dan kekuatan finansial yang lebih kuat dibandingkan perusahaan kecil. Sinyal ini membuat investor memandang perusahaan besar sebagai entitas yang memiliki prospek keuntungan yang lebih baik dan risiko yang lebih rendah, yang mendorong peningkatan persepsi terhadap nilai perusahaan di pasar.

Nilai perusahaan yang lebih tinggi, yang diperkuat oleh sinyal positif dari ukuran perusahaan, berperan sebagai mediator yang kemudian berdampak positif pada *return* saham. Ketika nilai perusahaan meningkat, hal ini menarik minat investor yang lebih besar, yang berpotensi meningkatkan nilai saham memberikan imbal hasil saham yang lebih besar. Dengan kata lain, *firm size* memberikan sinyal stabilitas dan prospek pertumbuhan yang baik kepada pasar, yang menaikkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang lebih tinggi ini selanjutnya berkontribusi pada peningkatan *return* saham, menjadikan peran nilai perusahaan sebagai variabel perantara dalam hubungan antara ukuran perusahaan dan imbal hasil saham.

Penelitian Agatha & Irsad (2021), Sutanto *et al.* (2018) dan Rohmatulloh (2023) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kemudian penelitian Helia *et al.* (2020) dan Kumala & Ahya (2020) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Oleh sebab itu dirumuskan hipotesis :

H7: *Firm size* berpengaruh terhadap *return* saham yang dimediasi oleh nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, dengan menggunakan data sekunder yang berasal dari *S&P Capital IQ* tahun 2019–2023. Teknik *sampling* dalam riset ini *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* digunakan dalam penelitian ini dengan ketentuan sebagai berikut:

1. Entitas *real estate* negara ASEAN-5 terdaftar di *S&P Capital IQ* antara tahun 2019 sampai 2023.
2. Entitas *real estate* negara ASEAN-5 yang mempunyai informasi lengkap yang selaras dengan variabel penelitian.

3. Entitas *real estate* negara ASEAN-5 yang menerbitkan secara konsisten setiap tahunnya periode tahun 2019 sampai 2023.

Informasi keuangan yang berupa laporan tahunan perusahaan yang digunakan pada penelitian ini didapatkan dari *platform* penyedia data *S&P Capital IQ* (dapat diakses melalui <https://platform.spgi.spglobal.com/>) yang terdiri perusahaan-perusahaan *real estate* di 5 negara yang termasuk kawasan Asia Tenggara (Indonesia (IDX), Malaysia (KLSE), Singapura (SGX), Thailand (SET), dan Filipina (PSE)) sesuai dengan 32 bursa efek masing-masing. Pemilihan sampel negara ASEAN-5 ini dilakukan untuk memberikan panduan bagi investor lokal dan internasional dalam melakukan keputusan berinvestasi di negara ASEAN 5 khususnya perusahaan *real estate*. Data yang digunakan mencakup data keuangan menurut variabel penelitian dari tahun 2019 hingga 2023 dan dikumpulkan dengan metode *purposive sampling*.

Model empiris penelitian adalah sebagai berikut:

$$PBV = \alpha + \beta_1 FDit + \beta_2 FZit + \beta_3 CPI + \beta_4 DAR + \beta_5 GDP + \beta_6 ROA + e \dots\dots\dots (1)$$

$$RS = \alpha + \beta_1 PBVit + \beta_2 CPI + \beta_3 DAR + \beta_4 GDP + \beta_5 ROA + e \dots\dots\dots (2)$$

$$RS = \alpha + \beta_1 FDit + \beta_2 FZit + \beta_3 CPI + \beta_4 DAR + \beta_5 GDP + \beta_6 ROA + e \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

α = konstanta

β = koefisien variabel

RS = *return* saham

FD = *financial distress*

FZ = *firm size*

PBV = *price book value* / nilai perusahaan variabel kontrol

DAR = *debt asset ratio* / *leverage*

CPI = *consumer index price* / tingkat inflasi

GDP = *gross domestic product* / GDP ROA = *return on asset*

ROA e = *error*

i = perusahaan.

Tabel 1. Definisi Operasional

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran
<i>Financial distress</i>	<i>Financial distress</i> merupakan menurunnya kondisi keuangan yang dialami suatu perusahaan yang terjadi sebelum kebangkrutan atau likuidasi (Nustini & Amiruddin, 2019).	$Z_i = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$ Keterangan : X1 = Modal Kerja terhadap Total Aktiva X2 = Laba Ditahan terhadap Total Aset X3 = Laba Sebelum Bunga dan Pajak terhadap Total Aset X4 = Nilai Buku Ekuitas terhadap Nilai Buku Total Hutang Zi = Indeks kebangkrutan

- a) Nilai $Z < 1,1$ menunjukkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan
b) Nilai $Z \ 1,1 < Z < 2,6$ menunjukkan bahwa perusahaan berada pada zona abu-abu (Grey area)
c) Nilai $Z > 2,6$ Menunjukkan kecil kemungkinan perusahaan untuk mengalami kebangkrutan atau perusahaan tersebut masuk keadaan baik

<i>Firm Size</i>	Fernández <i>et al.</i> (2019), <i>firm size</i> mengacu pada ukuran perusahaan yang dapat diukur melalui total aset.	$Firm\ Size = Ln\ Total\ Aset$
Nilai Perusahaan	<i>Price Book Value</i> merupakan rasio antara harga saham di pasar dengan nilai bukunya (Weygandt <i>et al.</i> , 2025).	$\frac{Price}{Book\ Value} = \frac{Nilai\ Saham}{Nilai\ Buku\ Per\ Lembar\ Saham}$
Return Saham	Stereńczak (2022), <i>return</i> saham mengacu pada keuntungan yang diperoleh investor dari kepemilikan saham dalam 100% suatu perusahaan	$Return\ Saham = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100\%$ Keterangan : P_t = Harga saham untuk periode ke t P_{t-1} = Harga saham untuk periode ke t-1
Tingkat Inflasi	Inflasi merujuk pada kondisi di mana terjadi kecenderungan kenaikan harga barang dan jasa secara umum, yang berdampak pada menurunnya nilai atau daya beli mata uang (Putra <i>et al.</i> , 2022)	$CPI = \frac{IHK_t - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \times 100\%$ Keterangan : IHK_t = IHK periode ke t IHK_{t-1} = IHK periode ke t-1
Leverage	<i>Leverage</i> merupakan indikator risiko keuangan serta kemampuan perusahaan dalam membayar kembali utangnya (Weygandt <i>et al.</i> , 2025).	$DAR = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Aset}$

Gross Domestic Product (GDP)	Gross Domestic Product merupakan penghasilan yang dihasilkan dari aktivitas penjualan barang atau jasa, yang mencerminkan kinerja usaha dalam menghasilkan pendapatan masyarakat dalam suatu periode tertentu (Putra <i>et al.</i> , 2022)	$GDP = \frac{\text{Kuantitas produk } t}{\text{Harga tahun dasar}}$
Profitabilitas	Tingkat kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan (Mondayri & Tresnajaya, 2022)	$ROA = \frac{\text{Net income}}{\text{Total Aset}}$

Sumber: Data diolah oleh penulis (2025)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Informasi keuangan yang berupa laporan tahunan perusahaan yang digunakan pada penelitian ini didapatkan dari *platform* penyedia data *S&P Capital IQ* (dapat diakses melalui <https://platform.spgi.spglobal.com/>) yang terdiri perusahaan-perusahaan real estate di 5 negara yang termasuk kawasan Asia Tenggara (Indonesia (IDX), Malaysia (KLSE), Singapura (SGX), Thailand (SET), dan Filipina (PSE)) sesuai dengan bursa efek masing-masing. Data yang digunakan mencakup data keuangan menurut variabel penelitian dari tahun 2019 hingga 2023 dan dikumpulkan dengan metode *purposive sampling*. Tabel 1 menjelaskan sampel data penelitian yang dipilih adalah sebagai berikut:

Table 2. Sampel Data Penelitian

Informasi	Jumlah Data
Perusahaan Real Estate berdasarkan <i>S&P Capital IQ</i> di kawasan ASEAN (5 Negara)	340
(-) Laporan Keuangan yang datanya tidak lengkap dan outliers	(267)
(-) Laporan Keuangan yang tidak sesuai dengan variabel penelitian (harga saham penutupan 0)	(73)
Perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian	185
Periode yang digunakan untuk penelitian	5
Total perusahaan yang digunakan sebagai bahan penelitian (sampel x 5 tahun)	740

Sumber: Data diolah penulis (2025)

Statistik deskriptif menyajikan gambaran menyeluruh mengenai data yang dipakai dalam penelitian ini. Melalui pendekatan ini, peneliti dapat mengidentifikasi informasi penting seputar karakteristik distribusi data, seperti jumlah data yang diamati. Nilai *mean*, simpangan baku, serta nilai terendah dan tertinggi dari setiap variabel yang dianalisis. Statistik deskriptif berperan penting dalam mengungkap pola-pola dasar dalam data dan menjadi landasan bagi analisis yang lebih mendalam. Tabel 3 memberikan penjelasan rinci mengenai statistik deskriptif setiap variabel:

Table 3. *Descriptive Statistics*

Variable	Obs	Mean	Std Dev	Min	Max
<i>sqrtRS</i>	740	0,429982	0,265171	0,042257	2,934561
<i>FD</i>	740	5,033403	3,776702	-0,341845	25,75578
<i>FZ</i>	740	15,78636	1,491422	12,65123	19,92636
<i>sqrtPBV</i>	740	0,066906	0,190938	0,002755	1,449733
<i>LEV</i>	740	0,451785	0,239466	0,0430532	2,649541

<i>CPI</i>	740	2,010676	2,079556	-1,1	6,1
<i>GDP</i>	740	281.510,6	25.489,37	231.200,8	345.325,7
<i>PROF</i>	740	0,016488	0,066534	-0,687532	0,223147

Sumber : *Output Stata Ver. 16 (2025)*

RS (*Return Saham*)

Rata-rata *return* saham adalah 4,29%, yang mencerminkan bahwa secara umum, perusahaan dalam sampel memberikan imbal hasil positif. Nilai minimum sebesar 4% menunjukkan adanya *return* saham yang relatif rendah di beberapa perusahaan, sedangkan nilai maksimum 293% kemungkinan terjadi karena lonjakan harga saham yang luar biasa. Standar deviasi sebesar 0,265 menunjukkan bahwa variasi *return* saham relatif sedang antar perusahaan.

FD (*Financial Distress*)

Tingkat *financial distress* memiliki rata-rata 5,03 dengan standar deviasi 3,77, menunjukkan tingkat tekanan keuangan yang bervariasi. Nilai minimum -0,34 bisa mengindikasikan perusahaan dalam kondisi keuangan sangat sehat atau adanya penghitungan dengan pendekatan tertentu. Nilai maksimum 25,75 menunjukkan kondisi *distress* yang signifikan.

FZ (*Firm Size*)

Rata-rata ukuran perusahaan adalah 15,78, dengan standar deviasi 1,49, nilai minimum 12,65, dan maksimum 19,92 menunjukkan adanya perbedaan ukuran yang cukup besar antar perusahaan, dengan rentang (*range*) sebesar 7,27. Hal ini mencerminkan bahwa sampel mencakup perusahaan dari berbagai skala, sehingga dapat mewakili kondisi lintas ukuran perusahaan secara cukup baik.

PBV (*Price to Book Value* / Nilai Perusahaan)

Rata-rata PBV adalah 0,066, yang menunjukkan bahwa perusahaan secara umum dihargai pasar di bawah nilai bukunya, mencerminkan persepsi pasar yang pesimistis atau sektor yang *undervalued*. Nilai maksimum sebesar 1,44 menunjukkan adanya perusahaan yang dinilai lebih tinggi dari nilai bukunya. Standar deviasi 0,190 menunjukkan bahwa ada cukup banyak variasi penilaian pasar terhadap perusahaan.

LEV (*Debt to Asset Ratio* / Leverage)

LEV rata-rata sebesar 0,451, berarti sekitar 45,1% aset perusahaan dibiayai oleh utang, yang tergolong moderat. Nilai minimum sangat rendah (0,043), sementara maksimum 2,64 menunjukkan adanya perusahaan dengan beban utang melebihi total aset (*overleveraged*), yang bisa menjadi sinyal risiko finansial. Standar deviasi 0,239 mengindikasikan penyebaran nilai *leverage* yang moderat. CPI (*Consumer Price Index* / Inflasi) Rata-rata CPI sebesar 2,01 dengan standar deviasi 2,07 menunjukkan fluktuasi yang cukup tinggi dalam laju inflasi. Nilai minimum -1,1 mengindikasikan adanya periode deflasi yang bisa terjadi akibat pelemahan permintaan atau kebijakan moneter tertentu.

GDP (*Gross Domestic Product*)

Rata-rata GDP adalah 281.510,6, dengan standar deviasi 25.489,37, minimum 231.200,8, dan maksimum 345.325,7. Variasi ini mencerminkan perubahan pertumbuhan ekonomi tahunan yang masih dalam batas wajar, tergantung wilayah dan waktu. Angka ini menunjukkan kestabilan relatif ekonomi selama periode observasi.

PROF (*Return on Asset*)

Rata-rata PROF adalah 1,6%, menunjukkan bahwa perusahaan menghasilkan laba bersih sebesar 1,6% dari total asetnya. Nilai minimum -68,75% menunjukkan kerugian signifikan, sementara maksimum 22,31% menunjukkan efisiensi tinggi.

Standar deviasi 0,066 menunjukkan penyebaran profitabilitas yang cukup besar antar perusahaan.

Table 4. *T-Test Results*

<i>Variable</i>	<i>Sign Prediction</i>	<i>Model 1 Coefficient</i>	<i>T-Statistic</i>	<i>p-value</i>	<i>Model 2 Coefficient</i>	<i>T-Statistic</i>	<i>p-value</i>	<i>Model 3 Coefficient</i>	<i>T-Statistic</i>	<i>p-value</i>
<i>Cons</i>		0.400269	3.97	0.000	0.1268825	0.47	0.636	1.158548	5.26	0.000
<i>Variabel Independen</i>										
<i>FD</i>	(-)	-0.000009	-0.01	0.990				-0.006996	-2.04	0.041**
<i>FZ</i>	(+)	-0.014349	-2.18	0.030**				-0.033198	-3.71	0.000***
<i>Variabel Mediasi</i>										
<i>sqrtPBV</i>	(+)				1.146784	3.08	0.002***			
<i>Variabel Kontrol</i>										
<i>LEV</i>		0.013779	0.58	0.560	0.329219	1.87	0.062	0.112859	2.05	0.040
<i>CPI</i>		0.001597	2.53	0.012	-0.001309	-0.23	0.818	0.003370	0.73	0.466
<i>GDP</i>		-0.000000	-4.24	0.000	0.000000	0.34	0.737	-0.000000	-1.67	0.094
<i>PROF</i>		0.016948	0.55	0.583	-0.248991	-0.92	0.356	-0.128805	-0.74	0.460

Tingkat Signifikansi *, **, *** untuk persentase 10%, 5%, dan 1%

Sumber: *Output Stata Ver 16*

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang ada di tabel 4 maka diperoleh hasil sebagai berikut:

1. Pada hasil uji hipotesis yang dilakukan terhadap variabel independen *Financial Distress* (FD), di mana hasil koefisien menunjukan arah negatif dengan tingkat signifikansi >10% yaitu 0,495 yang berarti H0 diterima dan H1 ditolak.
2. Pada hasil uji hipotesis yang dilakukan terhadap variabel independen *Firm Size* (FZ), di mana hasil koefisien menunjukan arah negatif dengan tingkat signifikansi <5% yaitu 0,015. Meskipun FZ sangat signifikan tetapi arah hubungannya negatif, yang berarti H0 diterima dan H2 ditolak.
3. Pada hasil uji hipotesis yang dilakukan terhadap variabel independen *Financial Distress* (FD), di mana hasil koefisien menunjukan arah negatif dengan tingkat signifikansi <5% yaitu 0,0205 yang berarti H0 ditolak dan H3 diterima.
4. Pada hasil uji hipotesis yang dilakukan terhadap variabel independen *Firm Size* (FZ), di mana hasil koefisien menunjukan arah negatif dengan tingkat signifikansi <1% yaitu 0,000. Meskipun FZ sangat signifikan tetapi arah hubungannya negatif, yang berarti H0 diterima dan H4 ditolak.
5. Pada hasil uji hipotesis yang dilakukan terhadap variabel independen *Firm Size* (FZ), di mana hasil koefisien menunjukan arah positif dengan tingkat signifikansi <1% yaitu 0,001, yang berarti H0 ditolak dan H5 diterima.

Uji Sobel

Selanjutnya akan dilakukan pengujian apakah *price book value* (M) signifikan memediasi hubungan antara *financial distress* (X1), *firm size* (X2) terhadap *return saham* (Y). Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Sobel.

Tabel 5. Uji Sobel

<i>Path</i>	<i>Pengaruh Langsung</i>	<i>t Statistics</i>	<i>t Sobel</i>	<i>P value</i>
FD -> PBV -> RS			0.015	0.9879

FZ -> PBV -> RS	0.086	0.9308
-----------------	-------	--------

Sumber: Data diolah oleh penulis, (2025)

Berdasarkan Tabel 5. Berikut menjelaskan hasil uji hipotesis 6 dan hipotesis 7:

1. Pengaruh tidak langsung *financial distress* terhadap *return* saham melalui *price book value* (M), dengan *p value* $0,9879 > 0,05$. *Price book value* tidak signifikan memediasi hubungan antara *financial distress* dan *return* saham, yang artinya H6 ditolak.
2. Pengaruh tidak langsung *firm size* terhadap *return* saham melalui *price book value* (M) adalah dengan *p value* $0,9308 > 0,05$. *Price book value* tidak signifikan memediasi hubungan antara *firm size* dan *return* saham, yang artinya H7 ditolak.

Pembahasan

***Financial Distress* Berpengaruh Negatif Terhadap Nilai Perusahaan**

Peningkatan tingkat kesulitan keuangan tidak terbukti secara statistik menurunkan nilai perusahaan. Ketidaksignifikanan ini mungkin disebabkan oleh berbagai faktor. Salah satunya adalah bahwa investor dan pasar modal mungkin telah mengantisipasi kondisi keuangan perusahaan, sehingga informasi mengenai *financial distress* telah terinternalisasi ke dalam harga saham, dan tidak lagi menciptakan perubahan besar pada nilai pasar perusahaan (PBV). Hasil ini tidak sejalan dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa kondisi keuangan buruk (*financial distress*) merupakan sinyal negatif yang menurunkan kepercayaan investor terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Saputra dan Andani (2023) yang menyatakan bahwa *financial distress* tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Sulistiyowati & Devinaya (2021) dan Murtadha *et al.* (2018) yang menyatakan hipotesis *financial distress* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

***Firm Size* Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan**

Menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin rendah nilai perusahaan yang tercermin dalam PBV. Karena arah hubungan berlawanan dari yang dihipotesiskan. Hasil ini bertentangan dengan *signaling theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan besar seharusnya memberikan sinyal positif berupa stabilitas dan kapasitas produksi, sehingga meningkatkan nilai pasar.

Hasil penelitian ini searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Susilowati (2024) yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Rohmatulloh (2023) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

***Financial Distress* Berpengaruh Negatif Terhadap *Return* Saham**

Terdapat cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa *financial distress* memengaruhi *return* saham secara nyata. Dalam teori *signaling theory*, kondisi *financial distress* memberikan sinyal negatif kepada investor mengenai ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang maupun jangka pendek. Sinyal ini menurunkan kepercayaan investor dan berdampak pada turunnya harga saham, sehingga *return* saham juga ikut menurun. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat *financial distress* suatu perusahaan, maka semakin besar kemungkinan *return* saham yang diperoleh investor akan menurun.

Penelitian ini searah dengan studi yang dilakukan oleh Merliyana dan Kusumah (2021) yang menyatakan hipotesis *financial distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Dan, bertolak belakang dengan penelitian Anastasya dan Orita (2024), yang menemukan bahwa *financial distress* tidak signifikan terhadap *return* saham.

Firm Size Berpengaruh Positif Terhadap Return Saham

Semakin besar ukuran perusahaan, justru cenderung menghasilkan return yang lebih rendah. Dalam *stakeholder theory*, perusahaan besar cenderung lebih stabil dan memperhatikan banyak *stakeholder*, tetapi hasil ini menunjukkan *return* investor justru lebih kecil, mungkin karena ekspektasi pertumbuhan yang rendah atau risiko yang sudah tersebar

Penelitian ini searah dengan studi yang dilakukan oleh Vanessa dan Achmad (2023), yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, dan penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Syakur *et al.* (2019) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Nilai Perusahaan Berpengaruh Positif Terhadap Return Saham

Nilai perusahaan menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Artinya, semakin tinggi nilai PBV perusahaan, maka semakin besar peluang investor memperoleh *return* yang lebih tinggi.

Dalam *signaling theory*, PBV yang tinggi dianggap sebagai sinyal positif dari manajemen kepada pasar bahwa perusahaan berada dalam kondisi keuangan yang baik dan memiliki prospek pertumbuhan yang menjanjikan. Sinyal ini meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong permintaan atas saham perusahaan, yang berdampak pada kenaikan harga saham dan *return*.

Penelitian ini searah dengan studi yang dilakukan oleh Wulandari (2022) yang menyatakan hipotesis nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham, dan penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Lestari *et al.* (2023) yang menemukan bahwa PBV berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

Financial Distress Berpengaruh Terhadap Return Saham Yang Dimediasi Oleh Nilai Perusahaan

Price book value tidak memediasi hubungan antara *financial distress* dan *return* saham dengan $p\text{-value } 0,2912 > 0,05$. Berdasarkan hasil pengujian, *financial distress* tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV maupun *return saham*. Selain itu, *price book value* juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return saham*. Oleh karena itu, tidak terdapat efek mediasi dari *price book value* dalam hubungan antara *financial distress* dan *return saham*. Maka, hipotesis H6 tidak didukung oleh data.

Secara logis, dalam kondisi *financial distress*, investor mungkin merespons langsung terhadap kondisi keuangan yang buruk tanpa melalui persepsi terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain, pasar langsung merespons risiko kebangkrutan atau ketidakstabilan perusahaan tanpa mengaitkan terlebih dahulu dengan kinerja atau valuasi pasar (PBV). Kondisi ini mungkin mencerminkan karakteristik investor pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *S&P Capital IQ*, yang cenderung bereaksi cepat terhadap indikator risiko fundamental.

Dalam konteks *signaling theory*, *financial distress* gagal mengirimkan sinyal signifikan ke pasar melalui nilai perusahaan (PBV). Artinya, investor tidak menanggapi tekanan keuangan sebagai sinyal yang memengaruhi valuasi atau *return*. Dalam *stakeholder theory*, *stakeholder* mungkin tidak cukup terdampak oleh *distress* untuk mengubah persepsi nilai (PBV), sehingga tidak mengalirkan dampak ke *return* saham.

Penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Sulistiyowati & Devinaya (2021) dan Murtadha *et al.* (2018) yang menyatakan hipotesis *financial distress* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Tetapi sejalan dengan Saputra dan Andani (2023) yang menyatakan bahwa *financial distress* tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian.

Penelitian ini bertolak belakang dengan studi yang dilakukan oleh Vanessa dan Achmad (2023), yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Tetapi sejalan dengan penelitian Siskayanti & Widyawati (2022) dan Ryangga *et al.* (2020) yang menyatakan hipotesis *firm size* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Firm Size Berpengaruh Terhadap Return Saham Yang Dimediasi Oleh Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan tidak signifikan memediasi hubungan antara *firm size* dan *return* saham dengan p value $0,2067 > 0,05$. *Firm size* memiliki pengaruh signifikan terhadap *price book value* dan juga terhadap *return* saham. Namun, *price book value* sebagai mediator tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dengan demikian, tidak terdapat hubungan mediasi yang terbentuk. Oleh karena itu, hipotesis H7 juga tidak didukung.

Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan memengaruhi persepsi nilai pasar (*price book value*) misalnya karena perusahaan besar cenderung memiliki valuasi yang lebih stabil atau konservatif namun pengaruh tersebut tidak cukup kuat untuk berdampak pada *return* saham. Investor mungkin menganggap ukuran perusahaan penting, tetapi keputusan investasi tetap didasarkan pada ekspektasi *return* aktual, bukan semata pada valuasi berbasis pasar.

Dalam *signaling theory*, ukuran perusahaan memberi sinyal ke pasar, tetapi sinyal tersebut tidak tercermin dalam *price book value* yang kemudian memengaruhi *return*. Ini bisa berarti bahwa pasar menanggapi ukuran secara langsung, bukan melalui valuasi. Dalam *stakeholder theory*, meskipun perusahaan besar punya lebih banyak *stakeholder* dan potensi stabilitas, nilai perusahaan tidak menjadi penghubung signifikan ke *return stakeholder* tidak cukup memengaruhi jalur tersebut dalam konteks ini.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Rohmatulloh (2023) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Tetapi sejalan dengan penelitian Wijaya dan Susilowati (2024) yang menyatakan hipotesis *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Penelitian ini bertolak belakang dengan studi yang dilakukan oleh Vanessa dan Achmad (2023), yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return saham*. Tetapi sejalan dengan penelitian Siskayanti & Widayawati (2022) dan Ryangga *et al.* (2020) yang menyatakan hipotesis *firm size* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

Menurut pengujian dan analisis yang telah dilakukan, penelitian ini memperoleh temuan empiris sebagai berikut: *financial distress* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. *Firm size* berpengaruh negatif terhadap signifikan nilai perusahaan. *Financial distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. *Firm size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham. *Price book value* tidak signifikan memediasi hubungan antara *financial distress* dan *return* saham. *Price book value* tidak signifikan memediasi hubungan antara *firm size* dan *return* saham.

Hasil penelitian ini memberikan implikasi penting bagi manajemen perusahaan dan investor. Temuan bahwa kondisi *financial distress* menunjukkan bahwa investor sangat responsif terhadap indikator kesehatan keuangan perusahaan. Ketika perusahaan menghadapi tekanan keuangan, seperti tingginya beban utang atau menurunnya kemampuan membayar kewajiban, risiko investasi meningkat sehingga harga saham cenderung mengalami penurunan. Oleh karena itu, manajemen perlu lebih proaktif dalam menjaga likuiditas, efisiensi operasional, dan struktur permodalan agar dapat mempertahankan kepercayaan pasar dan mencegah penurunan nilai saham. Di sisi lain, temuan bahwa nilai perusahaan yang tinggi, tercermin dari *price to book value*, yang berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, hal mengindikasikan bahwa persepsi pasar terhadap prospek pertumbuhan dan kinerja perusahaan menjadi faktor penting dalam menarik minat investor. Perusahaan yang mampu menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham akan lebih dihargai oleh pasar, yang pada akhirnya berdampak pada peningkatan *return* saham. Ini menggarisbawahi pentingnya strategi penciptaan nilai jangka panjang, seperti inovasi, efisiensi, dan tata kelola yang baik. Dengan demikian, perusahaan tidak hanya perlu menjaga stabilitas keuangan, tetapi juga membangun reputasi dan kredibilitas di mata investor sebagai upaya strategis dalam meningkatkan kinerja pasar sahamnya.

Penelitian mendatang dapat mempertimbangkan penggunaan variabel mediasi lain selain nilai perusahaan seperti kinerja perusahaan atau tata kelola perusahaan, sehingga menggambarkan hubungan yang lebih kompleks antara variabel independen dan return saham.

REFERENSI

- Adaria, D. A., Komalasari, A., Kusumawardani, N., & Andi, K. (2022). Pengaruh financial distress terhadap nilai perusahaan sebelum dan saat pandemi COVID-19 (studi pada perusahaan property dan real estate). *Jurnal Akuntansi Bisnis dan Ekonomi*, 8(1), 2131–2142. <https://doi.org/10.33197/jabe.vol8.iss1.2022.764>
- Adawiyah, A. R., Gumelar, T. M., Krismonica, E., & Hasanah, R. (2022). Analisis rasio keuangan dalam memprediksi kesulitan keuangan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2020. *Jurnal Aktiva: Riset Akuntansi dan Keuangan*, 4(1), 14–31. <https://doi.org/10.52005/aktiva.v4i1.99>
- Agatha, N. A., & Irsad, M. (2021). Pengaruh likuiditas, struktur modal, profitabilitas, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2015-2019. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, 11(2), 329–339. <https://doi.org/10.23887/jiah.v11i2.36189>
- Ananda, A., & Sinaga, S. (2024). Persepsi investor terhadap firm size. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1), 11–27.
- Anastasya, A., & Orita, O. (2024). Financial distress tidak signifikan terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi dan Perpajakan*, 8(1), 1–15.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Essentials of financial management*. Salemba Empat.
- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 1–20. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Davila, A. (2024). Stakeholder theory. In K. Hutchings, S. Michailova, & A. Wilkinson (Eds.), *A guide to key theories for human resource management research* (pp. 1–18). <https://doi.org/10.4337/9781035308767.ch38>
- Dini, A. N., Siregar, H., & Santoso, M. H. (2023). Financial distress and its effect on stock return of construction and building companies before and during pandemic COVID-19. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 7(1), 1–12. <https://doi.org/10.29040/jie.v7i1.8241>
- Fernández, E., Iglesias-Antelo, S., López-López, V., Rodríguez-Rey, M., & Fernandez-Jardon, C. M. (2019). Firm and industry effects on small, medium-sized and large firms' performance. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(1), 25–35. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.06.005>
- Freeman, R. E., Dmytriiev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder theory and the resource-based view of the firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757–1770. <https://doi.org/10.1177/0149206321993576>
- Haris, H., & Sandra, A. (2023). Determinants of company bankruptcy before and during the COVID 19 Pandemic. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 30(1), 1–14. <https://doi.org/10.46806/jep.v30i1.922>
- Harjadi, H., & Sihombing, P. (2020). Financial distress analysis of registered insurance companies in Indonesia stock exchange 2015-2019. *European Journal of Business and Management Research*, 5(6), 1–6. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2020.5.6.603>

- Hasangapon, M., Iskandar, D., Purnama, E. D., & Tampubolon, L. D. (2021). The effect of firm size and total assets turnover (TATO) on firm value mediated by profitability in wholesale and retail sector companies. *Primanomics: Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 19(3), 49–63. <https://doi.org/10.31253/pe.v19i3.635>
- Helia, S., Putra, E. E., & Hidayati, H. (2020). Firm size and price book value impact on stock return: Evidence from the Indonesian stock exchange. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI- Journal)*, 3(3), 2567a–2567i. <https://doi.org/10.33258/birci.v3i3.2519>
- Juniarsi, M., Yamaly, F., Kalsum, U., & Astuti, I. D. (2023). The effect of company size and financial distress on firm value in conventional banking companies listed on the Indonesia stock exchange. *Proceedings International Conference on Business, Economics & Management*, 1, 628–635. <https://doi.org/10.47747/icbem.v1i1.1253>
- Khoirunnisa, R. (2022). Pengaruh firm size terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas dan liabilitas sebagai variabel mediasi pada sektor finance yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1), 11–27. <https://doi.org/10.26740/jim.v10n1.p11-27>
- Kumala, D., & Ahya, I. N. (2020). Pengaruh profitabilitas terhadap return syariah Indonesia sektor industri barang konsumsi periode 2013-2017. *I-FINANCE: A Research Journal on Islamic Finance*, 6(2), 90–105. <https://doi.org/10.19109/ifinance.v6i2.7040>
- Lasa, V. P. T., & Mustafa, M. H. (2023). The effect of financial performance on stock returns in consumer goods sector companies listed on the Indonesia stock exchange for the 2016-2021 period. *International Journal of Social Service and Research*, 3(8), 1939–1951. <https://doi.org/10.46799/ijssr.v3i8.471>
- Lestari, D. I., Anggraeni, P. Y., & Octavia, N. A. (2023). Pengaruh return on assets, return on equity dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Solusi: Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi*, 21(2), 566–578. <https://doi.org/10.26623/slsi.v21i2.6355>
- Mahardikari, A. K. W. (2021). Pengaruh profitability, liquidity, leverage, dividend policy, firm size, dan firm growth terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(2), 399–411. <https://doi.org/10.26740/jim.v9n2.p399-411>
- Mar'ati, M. (2019). Firm size dan akses pasar modal. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Indonesia*, 7(2), 1–17.
- Melina, E., & Husna, N. (2022). Pengaruh financial distress, profitabilitas, leverage terhadap nilai perusahaan (pada sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020). *Abstract of Undergraduate Research, Faculty of Economics, Bung Hatta University*, 21(2), 2–3. <https://ejurnal.bunghatta.ac.id/index.php/JFEK/article/view/21365/17421>
- Merliyana, R. D., & Kusumah, W. R. (2022). Pengaruh Financial distress dan earning per share (EPS) terhadap return saham perusahaan (pada sub sektor perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI untuk periode tahun 2015-2018). *Jurnal Wacana Ekonomi*, 21(1), 15–24. <https://doi.org/10.52434/jwe.v21i1.1385>
- Mondayri, S., & Tresnajaya, R. T. J. (2022). Analisis pengaruh good corporate governance, intellectual capital, dan arus kas operasi terhadap financial distress. *Jurnalku*, 2(1), 25–43. <https://doi.org/10.54957/jurnalku.v2i1.132>
- Murtadha, M. A., Arfan, M., & Saputra, M. (2018). Factors influencing financial distress and its impact on company values of the sub-sectors firms in Indonesian. *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, 1(2), 191–204. <https://doi.org/10.24815/jaroe.v1i2.11883>

- Muslih, M., & Pratiwi, D. I. (2019). Firm value by good corporate governance, profitability, and financial distress in energy sector companies. *Journal of Humanities and Social Studies*, 7(3), 804–811. <https://doi.org/10.33751/jhss.v7i3.8323>
- Nugroho, M., Arif, D., & Halik, A. (2021). The effect of financial distress on stock returns, through systematic risk and profitability as mediator variables. *Accounting*, 7(7), 1717–1724. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2021.4.026>
- Nurhalimah, N., & Mahroji, M. (2024). Pengaruh financial distress, firm size, likuiditas, dan price to cash flow from operating activities terhadap return saham. *Jurnal Ilmiah Komputerisasi Akuntansi*, 17(1), 185–204. <https://doi.org/10.51903/kompak.v17i1.1762>
- Nustini, Y., & Amiruddin, A. R. (2019). Altman model for measuring financial distress: Comparative analysis between sharia and conventional insurance companies. *Journal of Contemporary Accounting*, 1(3), 161–172. <https://doi.org/10.20885/jca.vol1.iss3.art4>
- Pamuji, B. L., & Hartono, U. (2020). Keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden, profitabilitas, firm size, dan nilai perusahaan pada sektor aneka industri di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(4), 1394–1405. <https://doi.org/10.26740/jim.v8n4.p1394-1405>
- Pasaribu, T. M., & Nugroho, L. (2023). The effect of company financial fundamental factors on stock return with company size as a moderation variable. *International Journal of Management Studies and Social Science Research*, 5(6), 164–173. <https://doi.org/10.56293/ijmssr.2023.4717>
- Putra, P. (2022, September 01). *Bakrieland masih boncos, ternyata negara ini*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20220901150321-17-368521/bakrieland-masih-boncos-ternyata-gegara-ini>
- Putra, P. P., Darma, I. K., & Azis, I. S. A. (2022). Pengaruh gross domestic product (GDP), inflasi dan profitabilitas terhadap return saham pada sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2019. *Warmadewa Economic Development Journal*, 5(2), 75–83. <https://doi.org/10.22225/wedj.5.2.2022.75-83>
- Rahma, A. (2024). Ukuran perusahaan dan kinerja keuangan: Faktor penting dalam memprediksi nilai perusahaan. *AKADEMIK: Jurnal Mahasiswa Ekonomi dan Bisnis*, 4(1), 11–19. <https://doi.org/10.37481/jmeb.v4i1.648>
- Rohmatulloh, A. (2023). Pengaruh likuiditas, leverage, ukuran perusahaan, dan profitabilitas melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan infrastruktur, utilitas, transportasi. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 11(3), 753–769. <https://doi.org/10.26740/jim.vn.p753-769>
- Ryangga, R., Chomsatu, Y., & Suhendro, S. (2020). Faktor – faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dan return saham pada perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2018. *Jurnal Akuntansi*, 9(2), 150–159. <https://doi.org/10.37932/ja.v9i2.112>
- Saputra, A., & Andani, R. (2023). Financial distress tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 9(2), 123–134.
- Siskayanti, S., & Widyawati, W. (2022). Pengaruh firm size terhadap volatilitas harga saham. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 9(2), 123–134.
- Sitoresmi, M. W., & Herawaty, V. (2020). Pengaruh financial distress dan financial statement fraud terhadap return saham yang dimoderasi oleh earning management pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015. *Prosiding Seminar Nasional*, 2, 1–7. <https://doi.org/10.25105/pakar.v0i0.6872>

- Stereńczak, S. (2022). Illiquidity and stock returns: The moderating role of investors' holding period in Central and Eastern European markets. *International Journal of Emerging Markets*, 19(7), 2025–2045. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-01-2022-0125>
- Sulistiyowati, L. N., & Devinaya, D. R. (2021). Financial distress pengaruhnya terhadap nilai perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Indonesia*, 7(2), 1–17. <https://doi.org/10.32528/jmbi.v7i2.4904>
- Sutanto, H., Erlina, E., & Abubakar, E. (2018). The effect of firm size, firm growth, profitability and capital structure on firm value with dividend policy as variables in telecommunication companies listed on Indonesia stock exchange. *Economic Business*, 7(2), 1–13.
- Syakur, E. I., Sohib, S., & Ifa, K. (2019). Pengaruh firm size, leverage dan kebijakan dividen terhadap return saham perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI. *Progress Conference*, 2(1), 125–132. <https://proceedings.itbwigalumajang.ac.id/index.php/progress/article/view/159>
- Ulfa, M., & Effendy, L. (2025). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 4(2), 226–240. <https://doi.org/10.29303/risma.v4i2.2060>
- Urguiza-Bravo, F., & Moreno-Ureba, E. (2021). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress? *Research in International Business and Finance*, 55, 1–20. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101344>
- Vanessa, V., & Achmad, A. (2023). Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi Akunesa*, 11(2), 128–137.
- Wawo, A., & Nirwana, N. (2020). Pengaruh financial distress. *Journal of Physics A: Mathematical and Theoretical*, 44(8), 1–8. <https://doi.org/10.24252/JIAP.V6I1.14467>
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2025). *Financial accounting IFRS edition* (5th Ed.). John Wiley dan Son, Inc.
- Wijaya, H. L., & Susilowati, C. (2024). Pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, leverage dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Edukasi Ekonomi*, 12(1), 105–112. <http://dx.doi.org/10.25157/je.v12i1.14121>
- Wulandari, B., & Irwanto, I. (2020). Pengaruh perputaran kas, total asset turnover, debt to equity ratio, dan current ratio terhadap return on asset pada perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45. *COSTING: Journal of Economic, Business and Accounting*, 4(1), 274–281. <https://doi.org/10.31539/costing.v4i1.1464>
- Wulandari, Y. T. (2022). The influence of price earnings ratio and price to book value on stock return in food and beverage companies listed on Indonesia stock exchange in 2016-2020. *Jurnal Akuntansi dan Perpajakan*, 8(1), 1–15. <https://doi.org/10.26905/ap.v8i1.8293>
- Yuliarti, A., & Diyani, L. A. (2018). The effect of firm size, financial ratios and cash flow on stock return. *The Indonesian Accounting Review*, 8(2), 226–240. <https://doi.org/10.14414/tiar.v8i2.1313>