



Stock Return: Moderation of Firm Size on the Effect of Financial Distress

Return Saham: Moderasi Ukuran Perusahaan pada Pengaruh Financial Distress

Madina Salsabila Mumtaz¹

¹Universitas Airlangga

*Corresponding Author: madina.salsabila.mumtaz-2023@feb.unair.ac.id

INFO ARTIKEL

Histori Artikel: Tanggal Masuk
12 Juni 2024

Revisi Diterima 26 September
2024

Tanggal Diterima 27
September 2024

Tersedia Online 30 September
2024

Keywords: *financial distress, stock return, firm size*

Kata Kunci: *financial distress, return saham, ukuran perusahaan*

ABSTRACT

The outbreak of the Covid-19 pandemic has had a devastating impact on various business sectors, leading to the loss of investors due to the low stock returns provided by companies. This research aims to explore the impact of financial distress on stock returns, using firm size as a moderating variable and leverage as control variabel. The research subjects are transportation and logistics companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2019 to 2021, with a sample size of 42 firm year obtained through the elimination of companies that do not meet the established criteria. The research is quantitative in nature, utilizing secondary data from the companies' annual reports obtained through their respective websites. Data analysis is conducted using SPSS Version 23. The findings of the study indicate that financial distress does not affect stock returns. Additionally, company size also fails to act as a moderating variable.

ABSTRAK

Munculnya pandemi Covid-19 merugikan berbagai sektor bisnis, yang berdampak pada hilangnya investor karena kecilnya *return* saham yang diberikan perusahaan. Penelitian dilakukan untuk mengeksplorasi pengaruh *financial distress* terhadap *return* saham, menggunakan variabel pemoderasi berupa ukuran perusahaan, serta *leverage* sebagai variabel kontrol. Objek penelitian merupakan perusahaan sektor transportasi dan logistik yang ter-*listing* dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2021, didapatkan 42 sampel, melalui eliminasi perusahaan yang tidak memenuhi kriteria. Penelitian bersifat kuantitatif, memanfaatkan data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan, dihimpun dari situs web masing-masing perusahaan. Data dianalisis menggunakan bantuan SPSS Versi 23. Temuan penelitian membuktikan *return* saham tidak dipengaruhi oleh *financial distress*. Selain itu, ukuran perusahaan juga tidak mampu berperan sebagai variabel moderasi.

1. Pendahuluan

Berkala Akuntansi dan Keuangan Indonesia p-ISSN: 2459-9581; e-ISSN 2460-4496

DOI: 10.20473/baki.vxix.xxxxx

Open access under Creative Common Attribution-Non Commercial-Share A like 4.0 International Licence

(CC-BY-NC-SA)

Pada bulan Maret 2020 muncul Pandemi Covid-19 di Indonesia pertama kali, hingga dinyatakan menjadi Bencana Nasional melalui Keputusan Presiden (KEPPRES) RI pada tanggal 13 April 2020 (Oktavian *et al.*, 2023). Pandemi ini telah mengakibatkan sebanyak 4,5 juta korban jiwa pada tahun 2020, yang memaksa WHO (*World Health Organization*) untuk mengeluarkan kebijakan karantina (Rasyid & Darsono, 2022). Kebijakan ini diterapkan oleh Indonesia dengan nama PSBB (Pembatasan Berskala Besar) serta PPKM (Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat) dengan tujuan meminimalisir penyebaran wabah Covid-19. Bukan hanya di Indonesia, akibat Covid-19 juga dialami secara global. Berdasarkan data dari World Bank, tingkat kemiskinan diprediksikan mengalami kenaikan mencapai 8,6% di tahun 2020. Ini menandai perubahan dari tren penurunan tingkat kemiskinan dunia sejak tahun 2014, yang menurun dari 10.6% menjadi 8.1% pada tahun 2019 (Kumajas, 2022).

Setiap perusahaan memiliki kepentingan untuk menjamin kelangsungan bisnisnya, dan manajemen sangat menyadari bahwa demi mempertahankan keberadaan perusahaan, mereka perlu berusaha mengurangi risiko kebangkrutan finansial. Pandemi yang dimulai pada akhir tahun 2019 dan diubah statusnya menjadi penyakit endemi di Indonesia melalui Keppres No. 17 Tahun 2023 yang ditetapkan semenjak 21 Juni 2023 (Marves, 2023), telah memberikan dampak besar pada sektor ekonomi dan industri. Penerapan kebijakan-kebijakan demi mencegah penyebaran pandemi Covid-19 membawa dampak buruk terhadap beberapa bisnis di Indonesia. Namun, hal ini berdampak sebaliknya bagi sektor transportasi dan logistik. Menurut indeks komposit sektor yang diterbitkan Bursa Efek Indonesia (BEI), pada sektor transportasi dan logistik di tahun 2021 terjadi pertumbuhan harga saham yang signifikan (Badan Pusat Statistik, 2021). Kenaikan tertinggi terjadi di sektor transportasi dan logistik di pertengahan tahun 2021, sebesar 213%, khususnya pada Mei-Juni 2021 (Hulu, 2023).

Investasi di pasar modal yakni alokasi dana untuk periode tertentu dengan tujuan mendapatkan laba. Investor memperoleh keuntungan dari transaksi jual-beli saham, yang disebut *return* saham, terdiri dari pengurangan antara harga beli dan harga jual saham (Sitoresmi & Herawaty, 2020). Caparino dan Simamora (2020) menyatakan bahwa tidak seluruh *return* saham bisa diwujudkan sebagai dividen, sebab emiten *go public* menerapkan kebijakan dividen. *Return* saham bisa berasal dari kenaikan harga (*capital gain*) dan pembagian dividen. Akan tetapi, investor juga dapat mengalami *capital loss* ketika harga saham turun saat dijual.

Calon investor harus menilai kondisi perusahaan sebagai referensi sebelum menanamkan modalnya, salah satunya dengan melihat kondisi keuangan apakah stabil atau mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) (Caparino & Simamora, 2020). Sebuah emiten bisa dianggap sedang menghadapi *financial distress* apabila emiten tidak mempunyai kapasitas untuk menutup kewajiban jatuh temponya (Fathihani *et al.*, 2023). Apabila terjadi *financial distress* pada suatu emiten, keuntungan tidak bisa didapatkan investor, sehingga dapat mendorong

mereka untuk mengalihkan investasi mereka ke perusahaan lain. Dalam situasi ini, langkah-langkah pencegahan atau persiapan diperlukan untuk memperbaiki kinerja perusahaan dan meningkatkan nilai di masa mendatang (Kewal *et al.*, 2020).

Fachrudin dan Ihsan (2021), Bachmid *et al.* (2021), dan Merliyana & Kusumah (2022) membuktikan bahwa *return* saham dipengaruhi secara negatif oleh *financial distress*. Hasil tersebut berbanding terbalik dengan temuan dari Caparino dan Simamora (2020) yang membuktikan keberadaan pengaruh positif dari *financial distress* terhadap *return* saham. Kajian terdahulu oleh Yoewono dan Ariyanto (2022) serta Laurens dan Mulyani (2022) menemukan bahwasanya *return* saham tidak dipengaruhi oleh *financial distress*.

Mengacu pada permasalahan yang sudah dipaparkan serta inkonsistensi dari penelitian sebelumnya, penelitian ini memiliki tujuan guna mengkaji pengaruh *financial distress* terhadap *return* saham, dengan memakai Altman Modifikasi sebagai proksi *financial distress* untuk kebaruan penelitian. Selain itu, mengingat bahwa *financial distress* dapat dialami oleh perusahaan dengan berbagai ukuran, penelitian ini menambahkan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Kajian tentang bagaimana karakteristik perusahaan berkaitan dengan pengembalian saham di perusahaan yang mengalami kesulitan telah dilakukan, dan hasilnya menunjukkan bahwa risiko kesulitan terkait dengan ukuran perusahaan dan rasio buku pasar (Laurens & Mulyani, 2022). Selain itu, penelitian juga menambahkan *leverage* dengan proksi *debt to asset ratio* (DER) sebagai variabel kontrol, seperti penelitian oleh Rusviana *et al.* (2022) serta Sari & Widodo (2022).

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Teori Sinyal

Teori sinyal diciptakan oleh Spence (1973), membahas terkait asimetri atau ketidakseimbangan informasi antara pihak yang membutuhkan informasi perusahaan dengan manajemen (Masitoh & Setiadi, 2019). Teori sinyal menggambarkan tanda-tanda tentang kondisi suatu perusahaan (Opitalia & Zulman, 2019). Perusahaan memberikan sinyal kepada pihak luar dengan mempublikasikan laporan keuangannya. Teori sinyal menegaskan pentingnya informasi yang disampaikan oleh perusahaan dalam mempengaruhi keputusan investor untuk menanam modal. Ketika informasi dibagikan, pelaku pasar perlu menginterpretasi serta menganalisisnya sebagai sinyal positif (*good news*) ataupun negatif (*bad news*) (Sitoresmi & Herawaty, 2020). Menurut teori sinyal, perusahaan cenderung menggunakan hutang jangka pendeknya untuk menunjukkan kualitas mereka. Sinyal positif ini akan meningkatkan nilai perusahaan, yang dapat mendorong investor untuk menanamkan modalnya (Fathihani *et al.*, 2023).

Definisi dari *financial distress* yaitu peristiwa kesulitan finansial yang terjadi pada suatu perusahaan, yang membuat perusahaan kesulitan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban yang dimilikinya ketika waktu jatuh tempo telah tiba dan terancam mengalami kebangkrutan (Ariska *et al.*, 2021). Kesulitan arus kas sering terjadi pada perusahaan yang menghadapi *financial distress* karena pendapatan operasional yang tidak mencukupi untuk menutup biaya-biaya yang timbul, terutama hutang yang banyak, dan kurangnya dana yang cukup untuk menanggung biaya-biaya tersebut (Fathihani *et al.*, 2023). Sebagaimana paparan dari teori sinyal, investor dapat memahami kinerja perusahaan sebagai acuan untuk mengukur potensi keuntungan dalam perdagangan sekuritas dan mempertimbangkan kemungkinan terjadinya kebangkrutan (Paramita & Ramdani, 2022). Di mana tingginya tingkat *financial distress* perusahaan akan diasumsikan investor sebagai sinyal buruk, menimbulkan terjadinya penurunan harga saham. Turunnya harga saham bisa memicu terjadinya penurunan *return* saham. Hal ini didukung temuan Fachrudin dan Ihsan (2021), Bachmid *et al.* (2021), serta Merliyana & Kusumah (2022) di mana *financial distress* mempengaruhi *return* saham secara negatif, sehingga hipotesis pertama yaitu:

H₁: *Financial distress* berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

Definisi dari ukuran perusahaan yaitu kecil atau besarnya emiten, yang dapat diukur memakai berbagai indikator, seperti total aset, total penjualan, nilai pasar saham, maupun rata-rata aset perusahaan (Mercyana *et al.*, 2022). Besarnya ukuran perusahaan mampu memengaruhi keputusan manajemen ketika memilih jenis pendanaan yang dipakai nantinya (Siswanti & Ngumar, 2019). Ukuran perusahaan diklasifikasikan menjadi 3, yakni perusahaan besar, menengah, dan kecil (Aprilia *et al.*, 2023). Menurut teori sinyal, investor memandang perusahaan besar sebagai perusahaan yang kuat. Perusahaan dengan tipe ini dianggap sebagai tempat investasi yang solid dengan tingkat *return* yang besar, juga potensi adanya bantuan dari pemerintah apabila perusahaan mengalami kebangkrutan (Nursita, 2021). Hal ini dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan, aset yang dimilikinya juga lebih banyak, sehingga dana yang diperlukan untuk mempertahankan operasionalnya menjadi lebih besar. Merujuk pada uraian tersebut, maka hipotesis kedua yaitu:

H₂: Ukuran Perusahaan memoderasi hubungan *financial distress* terhadap *return* saham.

3. Metodologi Penelitian

Studi ini tergolong pada penelitian kuantitatif, yang memanfaatkan sumber data yakni data sekunder yang dikumpulkan melalui teknik dokumentasi. Data sekunder yang digunakan yaitu laporan tahunan perusahaan sektor transportasi dan logistik yang *ter-listing* dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2021. Data didapatkan dari situs web, baik dari BEI

(www.idx.com) maupun setiap perusahaan. Populasi yang diteliti merupakan seluruh perusahaan di sektor transportasi dan logistik yang ter-*listing* pada BEI. Alasan Pemilihan sektor transportasi dan logistik untuk studi ini disebabkan sektor ini justru mencatat kenaikan harga saham signifikan meskipun kebijakan pembatasan sosial menghambat banyak sektor, di mana kenaikannya mencapai 213% pada pertengahan 2021 (Hulu, 2023). Pertumbuhan ini menunjukkan potensi *return* yang besar, yang dapat menjadi indikator risiko *financial distress* perusahaan. Sampel dipilih melalui beberapa kriteria sebagai berikut:

Tabel 1.
Kriteria Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan sektor transportasi dan logistik yang ter- <i>listing</i> dalam BEI.	37
Perusahaan sektor transportasi dan logistik yang tidak ter- <i>listing</i> dalam BEI periode 2019-2021.	12
Perusahaan sektor transportasi dan logistik yang tidak mempublikasikan laporan tahunan periode 2019-2021 dan tidak memiliki informasi lengkap.	3
Perusahaan sektor transportasi dan logistik dengan return saham bernilai 0.	5
Perusahaan sektor transportasi dan logistik dengan mata uang selain rupiah.	3
Total sampel	14
Periode pengamatan	3
Total unit diteliti	42

Mengacu pada kriteria-kriteria yang telah disebutkan, maka jumlah sampel yang akan diteliti yaitu sebanyak 14 perusahaan dengan 42 unit analisis.

Penelitian ini akan memanfaatkan SPSS untuk menguji hipotesis. Langkah pertama yang dilakukan yaitu dengan melakukan uji asumsi klasik. Selanjutnya, dilaksanakan pengujian hipotesis memakai metode regresi linier serta *moderated regression analysis* guna mengkaji pengaruh moderasi.

Model empiris yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

- i. $SR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 DER_{it} + \varepsilon_{it}$
- ii. $SR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 FS * FD_{it} + \beta_4 DER_{it} + \varepsilon_{it}$

Keterangan:

SR = *stock return*

FD = *financial distress*

FS = *firm size*

DER = *Debt to Equity Ratio*

Tabel 2 menyajikan definisi operasional dari variabel yang digunakan pada penelitian ini.

Tabel 2.
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Rumus
<i>Financial Distress</i>	Peristiwa kesulitan keuangan yang dihadapi suatu emiten (Bachmid et al., 2021).	Altman Modifikasi (Altman, 2000): $Z = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$ Z = Indeks Kebangkrutan Altman Modifikasi

		X1 = Modal Kerja/Total Aset
		X2 = Laba Ditahan/Total Aset
		X3 = EBIT/ Total Aset
		X4 = Nilai Buku Ekuitas/Nilai Buku Utang
<i>Return Saham</i>	Imbalan yang didapatkan melalui investasi saham (Riyani <i>et al.</i> , 2021).	<i>Return Saham</i> (Caparino & Simamora, 2020): $RS = \frac{Pt - (Pt - 1)}{Pt - 1}$ Pt = Harga Saham Periode ke-t Pt-1 = Harga Saham Periode Sebelumnya (t-1)
Ukuran Perusahaan	Besar kecilnya suatu perusahaan (Riyani <i>et al.</i> , 2021).	Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) (Riyani <i>et al.</i> , 2021): $FS = \ln(\text{Total Aset})$
<i>Leverage</i>	Seberapa banyak aset perusahaan yang dibiayai hutang (Sari & Widodo, 2022).	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) (Rusviana <i>et al.</i> , 2022): $DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$

Sumber: Berbagai Sumber Literasi

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Uji Asumsi Klasik

4.1.1. Uji Normalitas

Tabel 3.

Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual	
N		42	
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.6449494	
	Std. Deviation	.17107837	
Most Extreme Differences	Absolute	.104	
	Positive	.104	
	Negative	-.086	
Test Statistic		.104	
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}	
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	Sig.	.721 ^e	
	99% Confidence Interval	Lower Bound	.710
		Upper Bound	.733

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS Versi 23.

Normalitas data diuji memanfaatkan uji Kolmogorov-Smirnov, dengan memperhatikan nilai signifikansi Monte Carlo. Penggunaan Monte-Carlo dilakukan dengan alasan bahwa data yang dipakai yaitu data yang ekstrim (Ghozali, 2018). Data dapat disebut normal apabila nilai signifikansi Monte-Carlo bernilai melebihi 0,05. Hasil yang dipaparkan pada tabel 3 membuktikan nilai sig. Monte-Carlo sebesar 0,721 dan melebihi 0,05. Hal ini membuktikan bahwasanya data penelitian berdistribusi normal.

4.1.2. Uji Multikolinearitas

Tabel 4.
Hasil Uji Multikolinearitas
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.194	2.560		-.076	.940		
FD	.029	.067	.076	.432	.668	.848	1.179
FS	.054	.188	.058	.286	.776	.642	1.558
DER	.031	.132	.045	.232	.817	.701	1.427

a. Dependent Variable: RS

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS Versi 23.

Nilai *tolerance* variabel *financial distress* (FD), ukuran perusahaan (FS), serta *Leverage* (DER) masing-masing melebihi 0,10, dengan urutan nilai 0,848, 0,642, dan 0,701, serta nilai VIF kurang dari 10 berturut-turut senilai 1,179, 1,558, 1,427. Merujuk pada *output* tersebut, bisa ditarik kesimpulan bahwasanya model regresi tidak mengalami gejala multikolinearitas.

4.1.3. Uji Autokorelasi

Tabel 5.
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.107 ^a	.011	-.067	1.75895	2.157

a. Predictors: (Constant), DER, FD, FS

b. Dependent Variable: RS

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS Versi 23.

Pengujian autokorelasi bertujuan guna menentukan adanya hubungan antara residual periode t dan periode sebelumnya, yang dilakukan memakai uji Durbin-Watson, dihitung melalui perbandingan antara nilai Durbin-Watson (d) dan tabel Durbin-Watson (dU) (Wahyudin, 2015). Apabila nilai $dU < d < 4-dU$, maka dalam model regresi tidak terjadi autokorelasi. Tabel 5 menghasilkan nilai Durbin-Watson (d) yaitu sebesar 2,157, yang melebihi dU (1,662), dan kurang dari $4-dU$ (2,338). Maka bisa disebutkan bahwasanya tidak terjadi masalah autokorelasi dalam model regresi, sehingga pengujian dapat dilanjutkan.

4.1.4. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 6.
Hasil Uji Heteroskedastisitas (Glejser)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1.158	2.007		-.577	.567
FD	.015	.053	.047	.276	.784
FS	.155	.148	.205	1.048	.301
DER	.054	.104	.097	.519	.607

a. Dependent Variable: Abs_RES

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS Versi 23.

Output pengujian heteroskedastisitas melalui penggunaan uji glejser pada tabel 6 menampilkan bahwa nilai signifikansi variabel *financial distress* (FD), ukuran perusahaan (FS), serta *leverage* (DER) masing-masing bernilai 0,784, 0,301 dan 0,301. Nilai tersebut melebihi 0,05, sehingga bisa dinyatakan bahwasanya model regresi tidak terkena gejala heteroskedastisitas.

4.2. Analisis Regresi Linear

Tabel 7.
Hasil Uji Analisis Regresi Linear

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.531	.354		1.500	.142
FD	.022	.061	.056	.353	.726
DER	.051	.110	.075	.468	.642

a. Dependent Variable: RS

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS Versi 23.

Persamaan linier yang dapat dibuat merujuk pada hasil uji analisis regresi yaitu sebagai berikut:

$$Y = 0,531 + 0,022FD + 0,051DER + e$$

Mengacu pada persamaan di atas, nilai konstanta yaitu 0,531, yang memiliki arti bahwa apabila variabel *financial distress* bernilai 0, maka *return* saham bernilai 0,531. Variabel *financial distress* bernilai 0,021, berarti bahwa satu satuan peningkatan variabel *financial distress* dapat meningkatkan *return* saham sebesar 0,022. Sementara itu, variabel kontrol yakni *leverage* bernilai 0,051, mengandung arti bahwa satu satuan peningkatan variabel *financial distress* dapat meningkatkan *return* saham sebesar 0,051.

4.3. *Moderated Regression Analysis (MRA)*

Tabel 8.
Hasil *Moderated Regression Analysis*

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.525	3.672		.143	.887
	FD	-.180	.760	-.471	-.237	.814
	FS	.000	.273	.000	-.001	.999
	FDxFS	.016	.059	.532	.276	.784
	DER	.048	.148	.070	.326	.746

a. Dependent Variable: RS

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS Versi 23.

Persamaan linier yang dapat dibuat merujuk pada hasil uji analisis regresi yaitu sebagai berikut:

$$Y = 0,525 - 0,180FD + 0,000FS + 0,016FD*FS + 0,048DER + e$$

Mengacu pada persamaan di atas, nilai konstanta yaitu 0,525, yang memiliki arti bahwa apabila variabel *financial distress* (FD), ukuran perusahaan (FS), *leverage* (DER), variabel interaksi *financial distress* dan ukuran perusahaan (FD*FS), serta variabel interaksi *leverage* dan ukuran perusahaan (DER*FS) bernilai 0, maka *return* saham bernilai 0,525. Variabel *financial distress* bernilai -0,180, berarti bahwa satu satuan peningkatan variabel *financial distress* dapat menurunkan *return* saham sebesar 0,180, dengan nilai variabel lain tetap. Variabel ukuran perusahaan bernilai 0,000 menunjukkan bahwa setiap satu satuan peningkatan variabel ukuran perusahaan, menaikkan *return* saham sebanyak 0,000, dengan nilai variabel lain tetap. Sementara itu, variabel interaksi *financial distress* dan ukuran perusahaan (FD*FS) bernilai 0,016, di mana setiap peningkatan variabel ini akan meningkatkan *return* saham senilai 0,016. Terakhir, variabel kontrol berupa *leverage* bernilai 0,048, di mana setiap satu peningkatan variabel *leverage* mampu meningkatkan *return* saham sebanyak 0,048, dengan asumsi variabel lain konstan.

4.4. *Uji t*

Uji t berfungsi mengukur sejauh mana pengaruh parsial variabel independen terhadap variabel dependen, yang hasilnya ditampilkan di tabel 8. Hipotesis penelitian dinyatakan diterima ketika nilai signifikansi < 0,05. Tabel 8 membuktikan bahwasanya variabel *financial distress* memperoleh nilai sig. 0,726 > 0,05. Variabel *leverage* sebagai variabel kontrol juga memperoleh nilai sig. melebihi 0,05, yakni senilai 0,642 >. Maka dari itu,

bisa dikatakan bahwasanya *financial distress* dan *leverage* secara individual tidak memengaruhi *return* saham. Selain itu, variabel interaksi *financial distress* dan ukuran saham ($FD*FS$) menghasilkan nilai signifikansi melebihi 0,05, dengan perolehan nilai 0,784. Hal ini bisa dikatakan bahwasanya variabel ukuran perusahaan tidak dapat menjadi pemoderasi hubungan *financial distress* terhadap *return* saham.

4.5. *Pengaruh Financial Distress Terhadap Harga Saham*

Hasil pengujian hipotesis menampilkan bahwasanya variabel *financial distress* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham. Hal tersebut berarti bahwa peningkatan maupun penurunan potensi *financial distress* yang diprosikan dengan Altman Modifikasi tidak akan mempengaruhi *return* saham. Teori sinyal mengungkapkan bahwasanya terjadi kesenjangan informasi antara manajer dan investor, di mana informasi yang dimiliki manajer lebih lengkap dibanding milik investor, sehingga investor harus menganalisis keadaan perusahaan dengan teliti sebelum melakukan penanaman modal (Kewal *et al.*, 2020). Bagi investor, informasi terkait kesulitan keuangan atau kebangkrutan sangat penting karena dapat mempengaruhi keuntungannya, sebagaimana paparan dari teori sinyal (Akal *et al.*, 2022). Namun, hasil pengujian hipotesis tidak mendukung kebenaran teori sinyal tersebut, karena terbukti bahwa *financial distress* tidak mempengaruhi *return* saham pada perusahaan transportasi dan logistik. Temuan ini sejalan dengan Kewal *et al.* (2020), Laurens dan Mulyani (2022), serta Yoewono dan Ariyanto (2022), yang membuktikan bahwa *financial distress* ternyata tidak memiliki pengaruh pada *return* saham. Hal ini disebabkan karena keyakinan investor bahwa meskipun perusahaan sedang mengalami *financial distress* karena adanya pandemi, perusahaan akan mampu bertahan dan pulih dengan cepat, mengingat sektor transportasi dan logistik akan selalu dibutuhkan oleh manusia. Temuan ini tidak selaras dengan Merliyana dan Kusumah (2022) dan Fathihani *et al.* (2023) yang mengungkapkan bahwa *financial distress* mempengaruhi *return* saham secara negatif dan signifikan.

4.6. *Pengaruh Financial Distress Terhadap Harga Saham Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan*

Hasil pengujian menunjukkan tidak adanya pengaruh moderasi ukuran perusahaan kepada hubungan *financial distress* terhadap *return* saham. Hal ini dapat diartikan bahwasanya besar atau kecilnya ukuran perusahaan tidak akan memberikan pengaruh apapun terhadap hubungan antara *financial distress* dan *return* saham. Emiten yang terlisting dalam BEI cenderung memiliki ukuran yang besar, mengingat adanya kegiatan jual-beli saham. Namun, meskipun perusahaan besar memiliki struktur keuangan yang lebih kompleks, hal ini juga bisa membuat dampak *financial distress* lebih sulit

diprediksi. Di samping itu, akses ke sumber daya yang lebih baik bagi perusahaan besar tidak selalu menjamin pengurangan dampak *financial distress* pada *return* saham. Adanya asimetri informasi terkait kondisi keuangan perusahaan bisa saja tidak sepenuhnya transparan atau dapat dipahami oleh semua investor, sehingga perusahaan besar tidak otomatis unggul dalam mencegah *financial distress*.

Temuan ini tidak mendukung kebenaran teori sinyal, yang menyatakan bahwa laporan keuangan mampu berfungsi sebagai sinyal terkait kondisi perusahaan bagi investor, dengan cara menganalisis laporan tersebut dan mengklasifikasikannya menjadi sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*) {Formatting Citation}. Temuan membuktikan bahwa ukuran perusahaan tidak dapat menjadi sinyal untuk investor terkait tinggi rendahnya potensi *financial distress* pada perusahaan transportasi dan logistik.

5. Kesimpulan

Kebijakan yang diterapkan untuk mengatasi pandemi Covid-19 berakibat buruk untuk beberapa bisnis di Indonesia. Temuan penelitian ini membuktikan bahwasanya *return* saham tidak dipengaruhi oleh *financial distress*. Di samping itu, penelitian ini menyertakan ukuran perusahaan untuk pemoderasi. Akan tetapi, ukuran perusahaan juga tidak mampu menjadi pemoderasi hubungan antara *financial distress* dan *return* saham. Penelitian selanjutnya disarankan untuk meneliti lebih lanjut terkait variabel yang tidak berpengaruh dalam penelitian ini, dengan menggunakan proksi pengukuran lain, agar hasil penelitian dapat lebih konsisten. Penelitian ini terbatas pada perusahaan sektor transportasi dan logistik, dengan periode yang singkat, yaitu hanya selama 3 tahun. Penelitian selanjutnya diharapkan bisa mencoba menambah periode penelitian lebih lama, atau mengganti dengan sektor lain agar hasil penelitian lebih valid.

Daftar Pustaka

- Akal, A. T. U., Nur, S. W., & Nurlaela. (2022). Pengaruh Interest Rate Dan Financial Distress Terhadap Stock Return. *E-QIEN Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(2), 469–476.
- Altman, E. I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models. *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, 428–456. <https://doi.org/doi.org/10.4337/9780857936097.00027>
- Aprilia, A., Abbas, D. S., Zulaecha, H. E., & Hidayat, I. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham. *OPTIMAL: Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 3(6), 26–59.
- Ariska, R. T., Arief, M., & Prasetyono. (2021). The Effect Of Gender Diversity And Financial Ratios On Financial Distress In Manufacturing Companies Indonesia. *Business and*

- Accounting Research (IJEBAR) Peer Reviewed-International Journal*, 5(1), 324–338.
<https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/IJEBAR>
- Bachmid, F., Sumiati, S., & Aisjah, S. (2021). The effect of financial distress using the Altman and Springate Models on stock return in mediated earnings management. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147- 4478)*, 10(5), 119–128.
<https://doi.org/10.20525/ijrbs.v10i5.1279>
- Badan Pusat Statistik. (2021). Kajian Perkembangan Pasar Saham dan Keuangan Emiten selama pandemi COVID19. In *Badan Pusat Statistik*.
- Caparino, O., & Simamora, S. C. (2020). Pengaruh Financial Distress (Altman Z-Score) Dan Debt Equity To Ratio Terhadap Return Saham Sub Sektor Perbankan Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018. *Jurnal Ilmiah M-Progress*, 10(2), 108–118.
<https://doi.org/10.35968/m-pu.v10i2.436>
- Fachrudin, K. A., & Ihsan, M. F. (2021). The effect of financial distress probability, firm size and liquidity on stock return of energy users companies in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(3), 296–300. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10677>
- Fathihani, Randyantini, V., Saputri, I. P., & Wijayanti, F. A. K. (2023). The Effect of Corporate Social Responsibility Disclosure, Capital Structure, and Financial Distress on Stock Return of Manufacturing Companies Listed on the IDX in 2017-2021. *Jurnal Samudra Ekonomi Dan Bisnis*, 14(1), 15–24. <https://doi.org/10.33059/jseb.v14i1.6046>. Kata
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS* (8th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hulu, H. P. (2023). Analisis Determinan Return Saham Perusahaan Publik Subsektor Transportasi. *Owner*, 7(3), 2633–2639. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i3.1540>
- Kewal, S. S., Vallentliy, & Anggraini, S. (2020). Pengaruh Financial Distress Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Subsektor Batubara Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Keuangan Dan Bisnis*, 18(2), 65–81. <https://doi.org/10.32524/jkb.v18i2.66>
- Kumajas, L. I. (2022). Financial Distress Perusahaan Transportasi Di Indonesia Sebelum Dan Saat Pandemi Covid-19. *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik*, 17(1), 19–38. <https://doi.org/10.25105/jipak.v17i1.8698>
- Laurens, S., & Mulyani, S. D. (2022). Financial Distress and Financial Performance on Stock Return with Firm Size as Moderating Variable. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 10(1), 1–7. <https://doi.org/10.26905/jmdk.v10i1.6587>
- Masitoh, S., & Setiadi, I. (2019). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Financial Distress (Pada Perusahaan Jasa Sub Sektor Transportasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2017). *Competitive Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1), 25–36.
- Mercyana, C., Hamidah, & Kurnianti, D. (2022). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran

- Perusahaan dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di BEI Periode 2016–2020. *Jurnal Bisnis, Manajemen, Dan Keuangan*, 3(1), 101–113. <https://doi.org/10.21009/jbmk.0301.08>
- Merliyana, R. D., & Kusumah, R. W. R. (2022). Pengaruh Financial Distress dan Earning Per Share (EPS) terhadap Return Saham Perusahaan (Pada Sub Sektor Perkebunan Kelapa. *Jurnal Wacana Ekonomi*.
- Nursita, M. (2021). Pengaruh Laba Akuntansi, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham. *Going Concern: Jurnal Riset Akuntansi*, 16(1), 1. <https://doi.org/10.32400/gc.16.1.32435.2021>
- Oktavian, D. D., Probowulan, D., & Aspirandi, R. M. (2023). Financial Performance dan Financial Distress Perusahaan Transportasi Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19. *JRAK (Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis)*, 9(1), 12–21. <https://doi.org/10.38204/jrak.v9i1.842>
- Opitalia, M., & Zulman, M. (2019). Determinan Financial Distress Pada Perusahaan Sektor Property Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, 167–179.
- Paramita, Y., & Ramdani, D. (2022). Determinasi Financial Distress Terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu Manajemen Saburai (JIMS)*, 8(1), 29–38. <https://doi.org/10.24967/jmb.v8i1.1553>
- Rasyid, R. F. El, & Darsono. (2022). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Financial Distress terhadap Kebijakan Dividen dalam Masa Pandemi Covid-19. *Diponegoro Journal of Accounting*, 11(4), 1–13.
- Riyani, Y., Mardiah, K., Wana, D., Akuntansi, J., & Pontianak, P. N. (2021). Determinan Return Saham Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks LQ 45 Periode 2015-2019. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi Vokasi*, 9(1), 164–173.
- Rusviana, E., Ulum, A. S., & Mahmudah, D. A. (2022). Pengaruh Return on Assets, Total Turnover, Beta Terhadap Return Saham (Pada Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Tetdaftar Di BEI Periode 2015-2020). *Unikal National ConferenceNational Conference*, 728–738. <https://proceeding.unikal.ac.id/index.php/unc/article/view/1399>
- Sari, D. P., & Widodo, W. (2022). Pengaruh Good Corporate Governance Dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Kualitas Laba Dan Dampaknya Pada Return Saham Dengan Leverage Dan Firm Size Sebagai Control Variable. *Jurnal Bina Bangsa Ekonomika*, 15(2), 628–647. <https://doi.org/10.46306/jbbe.v15i2.206>
- Siswanti, D. E., & Ngumar, S. (2019). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(2), 1–21. <https://doi.org/10.30640/jumma45.v1i2.327>
- 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 Pakar*, 1–7. <https://doi.org/10.25105/pakar.v0i0.6872>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.1055/s-2004-820924>
- Wahyudin, A. (2015). Metodologi Penelitian (Penelitian Bisnis & Pendidikan). In *Unnes Press* (1st ed.). UNNES Press.
- Yoewono, H., & Ariyanto, S. (2022). The Impact of Capital Adequacy Ratio, Credit Risk, Market Risk, Financial Distress, and Macroeconomic Toward Stock Return With Audit Quality as Moderator. *Accounting and Finance Studies*, 2(4), 213–228. <https://doi.org/10.47153/afs24.5072022>