

Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Financial Distress Terhadap Return Saham Perusahaan BUMN di BEI Periode 2023 – 2025

Sasa S Suratman¹ Azharin Julfianingsih Adriansyah² Evi Juwita³ Rifaa Huwaidaa⁴

Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Pasundan, Bandung, Jawa Barat, Indonesia^{1,2,3,4}

Email: sasa_ssuratman@unpas.ac.id azharinjadr@gmail.com evi.juwita1968@gmail.com rifasyahir@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini menguji pengaruh profitabilitas, leverage, dan financial distress terhadap return saham lima perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia periode 2023–2025. Profitabilitas diproksikan dengan Net Profit Margin (NPM), leverage dengan Debt to Assets Ratio (DAR), financial distress dengan Altman Z''-Score, dan return saham menggunakan price return tahunan. Data sekunder berasal dari laporan keuangan tahunan/auditan dan harga penutupan saham, dengan 15 observasi firm-year. Analisis menggunakan statistik deskriptif, uji diagnostik, dan regresi linear berganda. Hasil menunjukkan NPM ($p=0,416$), DAR ($p=0,734$), dan Altman Z''-Score ($p=0,400$) tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap return saham. Secara simultan, ketiga variabel juga tidak signifikan ($p=0,381$). Nilai R^2 sebesar 0,235 menunjukkan model menjelaskan 23,5% variasi return saham. Dengan demikian, perubahan return saham selama periode pengamatan belum dapat dijelaskan secara langsung oleh ketiga indikator fundamental tersebut.

Kata Kunci: BUMN; Financial Distress; Leverage; Profitabilitas; Return Saham

Abstract

This study examines the effect of profitability, leverage, and financial distress on stock returns of five state-owned enterprises listed on the Indonesia Stock Exchange during 2023–2025. Profitability is proxied by Net Profit Margin (NPM), leverage by the Debt to Assets Ratio (DAR), financial distress by the Altman Z''-Score, and stock return by annual price return. The study uses secondary data from annual/audited financial statements and year-end stock prices, comprising 15 firm-year observations. Data are analyzed using descriptive statistics, diagnostic tests, and multiple linear regression. The results show that NPM ($p=0.416$), DAR ($p=0.734$), and Altman Z''-Score ($p=0.400$) have no significant partial effect on stock returns. The variables are also jointly insignificant ($p=0.381$). An R^2 of 0.235 indicates that the model explains 23.5% of stock-return variation. Thus, stock-return movements during the observation period are not directly explained by the three fundamental indicators.

Keywords: BUMN, Financial Distress; Leverage; Profitability; Stock Return



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

PENDAHULUAN

Pasar modal mempertemukan perusahaan yang membutuhkan sumber pendanaan dengan investor yang mengharapkan tingkat pengembalian atas dana yang ditempatkan. Bagi investor saham, *return* menjadi indikator yang langsung memperlihatkan hasil investasi, baik dalam bentuk keuntungan maupun kerugian akibat perubahan harga saham. Selain itu, harga saham dibentuk oleh respons pasar terhadap informasi perusahaan dan kondisi eksternal, *return* dapat bergerak secara cepat dan tidak selalu searah dengan perubahan satu rasio keuangan tertentu. Penelitian terdahulu pada BUMN periode 2017–2021 menemukan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *leverage* dan *financial distress* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Perbedaan periode dan perubahan kondisi pasar setelah 2021 menjadi alasan penting untuk menguji kembali hubungan tersebut

pada data yang lebih mutakhir.¹ Data lima perusahaan BUMN yang menjadi unit observasi dalam penelitian ini memperlihatkan pola yang menarik. Rata-rata return saham pada 2023 masih positif sebesar 3,62%, kemudian berubah menjadi -17,79% pada 2024, dan kembali positif sebesar 15,59% pada 2025. Pada saat yang sama, rata-rata NPM turun dari 16,42% pada 2023 menjadi 11,41% pada 2024 dan 9,91% pada 2025. Rata-rata DAR relatif stabil dari 45,52% pada 2023 menjadi 43,12% pada 2024 dan 44,60% pada 2025. Rata-rata Altman Z'-Score juga menurun dari 3,743 menjadi 3,559 dan 3,466. Pola tersebut memperlihatkan bahwa perubahan indikator fundamental tidak selalu diikuti oleh return saham dalam arah yang sama.

Tabel 1. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Tahun	Rata-rata NPM	Rata-rata DAR	Rata-rata Z-Score	Rata-rata Return Saham
2023	16,42%	45,52%	3,743	3,62%
2024	11,41%	43,12%	3,559	-17,79%
2025	9,91%	44,60%	3,466	15,59%

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari penjualan yang diperoleh. Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur dengan Net Profit Margin (NPM), yaitu perbandingan laba tahun berjalan dengan pendapatan atau penjualan. Rasio ini menunjukkan seberapa besar laba bersih yang dapat dipertahankan perusahaan dari setiap rupiah pendapatan. Secara teoritis, NPM yang lebih tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih yang lebih besar dari penjualannya dan dapat menjadi sinyal mengenai efisiensi operasi serta prospek perusahaan. Namun, bukti empiris mengenai hubungan profitabilitas dengan return saham tidak selalu konsisten. *Leverage* menunjukkan seberapa besar aset perusahaan dibiayai oleh kewajiban. Dalam penelitian ini, *leverage* diukur menggunakan *Debt to Assets Ratio* (DAR), yaitu perbandingan antara total liabilitas dengan total aset perusahaan. Nilai DAR yang tinggi menunjukkan proporsi aset yang dibiayai oleh kewajiban semakin besar. Kondisi tersebut dapat meningkatkan risiko keuangan karena perusahaan memiliki kewajiban yang harus dipenuhi, tetapi penggunaan kewajiban juga dapat mendukung pengembangan aset dan ekspansi apabila dikelola secara produktif. Oleh karena itu, respons investor terhadap *leverage* dapat berbeda menurut kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas, struktur aset, dan tujuan penggunaan utang.

Selain profitabilitas dan *leverage*, risiko *financial distress* perlu diperhatikan karena mencerminkan kemampuan perusahaan mempertahankan kelangsungan usahanya. Dalam konteks investasi, informasi mengenai penurunan kesehatan keuangan dapat dipersepsikan sebagai sinyal negatif dan meningkatkan kehati-hatian investor. Namun, arah pengaruhnya terhadap *return* saham juga tidak seragam. Mumtaz (2024) menemukan *financial distress* tidak berpengaruh terhadap *return* saham sektor transportasi dan logistik, sedangkan Rabbani (2024) menemukan Altman Z-Score berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham pada sampel perusahaan makanan dan minuman di *emerging market* Asia.² Pada perusahaan BUMN, isu profitabilitas, struktur modal, dan kesehatan keuangan menjadi relevan karena perusahaan tidak hanya beroperasi dengan tujuan komersial, tetapi juga menjalankan peran strategis pada sektor-sektor penting. Penelitian Fuadah et al. (2026) pada perusahaan dalam indeks IDX-MES BUMN 17 menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara *leverage* tidak signifikan. Penelitian Cipta dan Syaiful (2025) pada perusahaan BUMN periode 2019–2023 juga menemukan profitabilitas dan *leverage*

¹ Santoso, B. A., & Junaeni, I. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Aset Terhadap Nilai Perusahaan. *Owner Riset & Jurnal Akuntansi* 6(2)

² Madina Salsabila Mumtaz (2024). Stock Return: Moderation of Firm Size on the Effect of Financial Distress. *Berkala Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 9(2)

berhubungan dengan kondisi *financial distress*, tetapi arah dan signifikansinya berbeda menurut proksi yang digunakan. Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa hubungan rasio keuangan dengan respons pasar tetap memerlukan pengujian pada objek dan periode yang berbeda.³ Berdasarkan fenomena data 2023–2025 dan inkonsistensi temuan sebelumnya, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan *financial distress* terhadap *return* saham pada TLKM, ANTM, PTBA, JSR, dan SMGR. Kontribusi penelitian terletak pada penggunaan periode terbaru 2023–2025 dan pemanfaatan data *firm-year* aktual yang ditelusuri dari laporan keuangan perusahaan serta data harga saham. Karena penelitian dibatasi pada lima emiten dan 15 observasi, hasilnya tidak dimaksudkan untuk digeneralisasi kepada seluruh BUMN di Indonesia, melainkan sebagai bukti empiris terbatas mengenai hubungan variabel fundamental dengan *return* saham pada perusahaan yang diteliti.

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Teori Sinyal

Teori sinyal menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi menyampaikan sinyal kepada pihak lain yang menghadapi keterbatasan informasi. Spence (1973) mengembangkan konsep *signaling* dalam situasi asimetri informasi, yaitu ketika satu pihak memiliki informasi yang tidak sepenuhnya diketahui pihak lain. Dalam konteks perusahaan, laporan keuangan dapat berfungsi sebagai media sinyal karena mengandung informasi mengenai laba, struktur pendanaan, aset, kewajiban, serta kondisi kesehatan keuangan. Investor kemudian menafsirkan informasi tersebut sebagai sinyal positif, negatif, atau netral sebelum mengambil keputusan investasi.⁴ Penggunaan teori sinyal dalam penelitian ini didasarkan pada asumsi bahwa NPM, DAR, dan Altman Z'-Score menyediakan informasi mengenai tiga aspek berbeda dari kondisi perusahaan. NPM merefleksikan kemampuan menghasilkan laba bersih dari pendapatan, DAR menggambarkan proporsi aset yang dibiayai oleh kewajiban, sedangkan Z'-Score menggabungkan beberapa rasio untuk mengidentifikasi tingkat kesehatan keuangan. Jika informasi fundamental tersebut dipandang relevan oleh pasar, perubahan indikator seharusnya tercermin pada perubahan harga dan *return* saham. Namun, sinyal yang diterima investor juga berinteraksi dengan faktor lain seperti ekspektasi industri, harga komoditas, kebijakan, dan sentimen pasar sehingga hubungan statistik tidak harus selalu signifikan.

Profitabilitas dan *Return* Saham

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari pendapatan yang diperoleh. Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur menggunakan *Net Profit Margin* (NPM), yaitu perbandingan antara laba tahun berjalan dengan pendapatan atau penjualan perusahaan. NPM digunakan karena mampu memberikan gambaran mengenai besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh dari setiap rupiah penjualan. Semakin tinggi NPM, semakin besar pula bagian pendapatan yang dapat dikonversi menjadi laba bersih. Kondisi tersebut dapat memberikan gambaran bahwa perusahaan mampu mengendalikan beban dan mengelola kegiatan operasional secara efektif. Bagi investor, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih merupakan salah satu informasi penting karena berkaitan dengan prospek perusahaan serta potensi keuntungan yang dapat diperoleh dari investasi saham. Apabila kinerja profitabilitas perusahaan meningkat, investor dapat memandang kondisi tersebut sebagai sinyal yang baik. Ketertarikan investor terhadap saham perusahaan dapat mendorong permintaan saham dan memengaruhi harga saham di pasar. Perubahan harga

³ Anggraini Eka Cipta & Syaiful (2025). Pengaruh Rasio Profitabilitas, Likuiditas dan Leverage terhadap Financial Distress pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar di BEI Tahun 2019–2023. *Journal of Culture Accounting and Auditing* 4(1)

⁴ Michael Spence (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review* 92(3)

saham tersebut selanjutnya akan memengaruhi besarnya *return* yang diterima investor. Meskipun demikian, kenaikan profitabilitas tidak selalu diikuti oleh kenaikan *return* saham karena pergerakan harga saham juga dipengaruhi oleh berbagai informasi dan kondisi pasar. Hal tersebut terlihat dari hasil penelitian terdahulu yang masih menunjukkan perbedaan. Adilah dan Wiliyanti (2025) menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan sektor transportasi dan logistik. Penelitian lain juga menunjukkan bahwa pada beberapa objek penelitian, peningkatan profitabilitas belum tentu direspons langsung oleh pasar. Di sisi lain, terdapat penelitian yang menemukan bahwa profitabilitas mampu memengaruhi *return* saham karena peningkatan laba dapat menjadi daya tarik bagi investor. Perbedaan hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara profitabilitas dan *return* saham masih perlu diuji kembali, terutama pada objek dan periode penelitian yang berbeda. Penelitian ini kemudian menguji hubungan tersebut pada perusahaan BUMN yang menjadi sampel selama periode 2023–2025. H1: Profitabilitas berpengaruh terhadap *return* saham.

Leverage dan Return Saham

Leverage menggambarkan seberapa besar perusahaan menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari kewajiban untuk membiayai aset dan kegiatan usahanya. Pada penelitian ini, *leverage* diukur menggunakan *Debt to Assets Ratio* (DAR), yaitu perbandingan antara total liabilitas dengan total aset perusahaan. Nilai DAR yang tinggi menunjukkan semakin besar proporsi aset yang dibiayai oleh kewajiban. Kondisi tersebut dapat meningkatkan risiko keuangan karena perusahaan memiliki kewajiban yang harus dipenuhi, baik berupa pembayaran pokok maupun biaya yang timbul dari penggunaan utang. Meskipun demikian, penggunaan utang tidak selalu menunjukkan kondisi yang buruk. Kewajiban yang digunakan secara produktif dapat mendukung kegiatan operasional, pengembangan aset, maupun ekspansi perusahaan. Oleh sebab itu, investor tidak hanya melihat besar kecilnya DAR, tetapi juga mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dibiayai kewajiban tersebut untuk menghasilkan pendapatan dan laba. Hubungan antara *leverage* dan *return* saham juga masih menunjukkan hasil yang berbeda pada penelitian sebelumnya. Beberapa penelitian menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kewajiban relatif terhadap aset belum tentu langsung memengaruhi keputusan investor. Pada perusahaan BUMN, kondisi tersebut juga dapat dipengaruhi oleh karakteristik usaha, kemampuan menghasilkan pendapatan, struktur aset, serta prospek perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menguji kembali apakah tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan BUMN selama periode 2023–2025 memiliki hubungan dengan *return* saham yang diterima investor. H2: *Leverage* berpengaruh terhadap *return* saham.

Financial Distress dan Return Saham

Financial distress merupakan tahap penurunan kondisi keuangan sebelum perusahaan mencapai kondisi kegagalan yang lebih berat. Penelitian ini menggunakan Altman Z''-Score modifikasi dengan empat rasio, yaitu modal kerja bersih terhadap total aset, saldo laba terhadap total aset, EBIT terhadap total aset, dan nilai buku ekuitas terhadap total liabilitas. Model tersebut dirumuskan sebagai:

$$Z'' = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Nilai Z'' digunakan untuk melihat tingkat kesehatan keuangan perusahaan. Nilai Z'' yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki risiko kesulitan keuangan yang lebih besar,

sedangkan nilai yang lebih tinggi menunjukkan kondisi keuangan yang relatif lebih sehat. Dalam model yang digunakan pada penelitian ini, nilai Z'' di bawah 1,10 termasuk dalam *distress zone*, nilai antara 1,10 sampai dengan 2,60 termasuk dalam *grey area*, sedangkan nilai di atas 2,60 termasuk dalam *safe zone*.⁵ Secara konseptual, Z'' -Score yang lebih tinggi menunjukkan kondisi keuangan yang lebih sehat atau risiko *distress* yang lebih rendah. Investor dapat menilai perbaikan Z'' -Score sebagai sinyal positif. Akan tetapi, Mumtaz (2024) menemukan *financial distress* tidak memengaruhi *return* saham pada perusahaan transportasi dan logistik, sedangkan Rabbani (2024) memperoleh pengaruh positif dan signifikan dari beberapa model kebangkrutan terhadap *return* saham. Hasil yang berbeda tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *financial distress* terhadap *return* dapat bergantung pada objek, proksi, horizon waktu, dan karakteristik pasar.

Bagi investor, informasi mengenai kondisi kesehatan keuangan perusahaan dapat menjadi salah satu pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi. Perusahaan yang memiliki kondisi keuangan sehat cenderung memberikan keyakinan yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang mulai menunjukkan tanda-tanda kesulitan keuangan. Sebaliknya, meningkatnya risiko *financial distress* dapat menimbulkan kekhawatiran terhadap kemampuan perusahaan dalam mempertahankan operasional maupun memenuhi kewajibannya.⁶ Namun demikian, kondisi *financial distress* tidak selalu langsung tercermin dalam *return* saham. Investor dapat saja telah memperhitungkan informasi tersebut sebelumnya atau lebih memberikan perhatian pada informasi lain yang dianggap lebih relevan. Hal ini menyebabkan hasil penelitian mengenai hubungan *financial distress* dan *return* saham masih belum konsisten.⁷ Adilah dan Wiliyanti (2025) menunjukkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan sektor transportasi dan logistik. Sementara itu, penelitian lain menemukan bahwa perubahan tingkat *financial distress* tidak selalu memengaruhi *return* saham. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa respons investor terhadap informasi mengenai kesehatan keuangan perusahaan dapat berbeda bergantung pada karakteristik perusahaan, periode penelitian, maupun kondisi pasar. Berdasarkan perbedaan hasil penelitian tersebut, penelitian ini menguji kembali pengaruh *financial distress* terhadap *return* saham pada perusahaan BUMN terpilih periode 2023–2025. H3: *Financial distress* yang diproksikan dengan Altman Z'' -Score berpengaruh terhadap *return* saham.

Selain pengujian secara parsial, penelitian ini juga menguji profitabilitas, *leverage*, dan *financial distress* secara bersama-sama. Ketiga variabel tersebut menggambarkan kondisi perusahaan dari kemampuannya menghasilkan laba, pendanaan, dan kesehatan keuangan. Dengan demikian, ketiganya dapat digunakan secara bersama-sama untuk melihat apakah kondisi fundamental perusahaan memiliki hubungan dengan *return* saham. H4: Profitabilitas, *leverage*, dan *financial distress* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham.

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian dan Sampel

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan tujuan menguji pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan *financial distress* terhadap *return* saham. Data penelitian berupa data sekunder yang disusun berdasarkan observasi perusahaan dan tahun (*firm-year observation*). Periode pengamatan mencakup tahun 2023–2025 dengan lima perusahaan sebagai sampel, sehingga diperoleh sebanyak 15 observasi. Sampel ditentukan menggunakan

⁵ Altman, E. I., et al. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2)

⁶ Sherine, C., et. al (2022). The Effect of Investment Decision, Funding Decision, and Profitability on the Firm Value of Consumer Goods Industry Registered in Indonesia Stock Exchange During 2017-2020. *Advances in Economics, Business and Management Research* 653

⁷ Siagian, A. O., et. al. (2022). Leverage, Kebijakan Dividen, Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan. *IKRAITH-EKONOMIKA* 5(2)

teknik purposive sampling berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan. Perusahaan yang dipilih merupakan perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, memiliki laporan keuangan tahunan yang dapat ditelusuri selama periode 2023–2025, menyediakan informasi yang dibutuhkan untuk menghitung NPM, DAR, dan Altman Z"-Score, serta memiliki data harga saham yang tersedia selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel penelitian terdiri atas PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM), PT Aneka Tambang Tbk (ANTM), PT Bukit Asam Tbk (PTBA), PT Jasa Marga (Persero) Tbk (JSMR), dan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR).

Tabel 2. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Kode	Nama Perusahaan	Bidang Utama
TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk	Telekomunikasi
ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	Pertambangan dan mineral
PTBA	PT Bukit Asam Tbk	Pertambangan batu bara
JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	Infrastruktur jalan tol
SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk	Industri semen dan bahan bangunan

Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan, laporan keuangan auditan, publikasi pada laman hubungan investor perusahaan, serta data historis harga saham. Data keuangan PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk diperoleh dari laporan keuangan konsolidasian tahun buku 2025 dan Form 6-K yang dipublikasikan melalui U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Laporan tersebut juga menyajikan angka komparatif tahun 2023 dan 2024 yang telah disajikan kembali sehingga data penelitian mengikuti angka komparatif terbaru yang disajikan dalam laporan tahun 2025.⁸ Data PT Aneka Tambang Tbk diperoleh melalui portal laporan keuangan resmi perusahaan.⁹ Data PT Bukit Asam Tbk ditelusuri melalui laporan audit keuangan dan laporan tahunan, sedangkan data PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengacu pada *financial highlights* yang dipublikasikan melalui laman hubungan investor perusahaan.¹⁰ Data PT Semen Indonesia (Persero) Tbk diperoleh dari laporan keuangan konsolidasian tahun buku 2025 dan portal informasi resmi perusahaan.¹¹ Khusus untuk Jasa Marga, informasi dari MarketScreener digunakan secara terbatas sebagai sumber pembandingan terhadap komponen data yang tidak disajikan secara rinci pada ikhtisar keuangan perusahaan.¹²

Data *return* saham dihitung menggunakan harga penutupan akhir tahun. Harga penutupan tahun sebelumnya digunakan sebagai (P_{t-1}), sedangkan harga penutupan tahun berjalan digunakan sebagai (P_t). Data harga saham TLKM ditelusuri melalui Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), sedangkan data ANTM dan PTBA diperoleh dari data historis Yahoo Finance.¹³ Data historis JSMR dan SMGR ditelusuri melalui basis data harga historis Traders

⁸ PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (2026). *Consolidated financial statements as of December 31, 2025 and for the year then ended with independent auditor's report*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1001807/000110465926059520/tmb-20260512xex99d1.htm> & PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (2026). *Form 6-K: Report of foreign private issuer pursuant to Rule 13a-16 or 15d-16 under the Securities Exchange Act of 1934*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1001807/000110465926059520/tmb-20260512x6k.htm>

⁹ PT Aneka Tambang Tbk. (n.d.). *Laporan keuangan*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.antam.com/id/company-report/financial-report>, PT Bukit Asam Tbk. (n.d.). *Laporan audit keuangan*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.ptba.co.id/laporan/laporan-audit-keuangan>

¹⁰ PT Bukit Asam Tbk. (n.d.). *Laporan tahunan*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.ptba.co.id/laporan/laporan-tahunan>

¹¹ PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. (2025). *Laporan keuangan konsolidasian tahun buku 2025*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sig.id/storage/downloads/informasi-keuangan/2025/smgr-fy-2025-31-dec-2025.pdf> & PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. (n.d.). *Daftar informasi*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sig.id/daftar-informasi>

¹² MarketScreener. (n.d.). *PT Jasa Marga (Persero) Tbk: Income statement and financial data*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.marketscreener.com/quote/stock/PT-JASA-MARGA-PERSERO-TBK-50916118/finances-income-statement/>

¹³ Kustodian Sentral Efek Indonesia. (n.d.). *PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM)*. Retrieved August 17, 2026, from <https://web.ksei.co.id/services/registered-securities/shares/lc/TLKM?setLocale=id-ID>, Yahoo Finance. (n.d.). *Aneka Tambang Tbk (ANTM)*. Retrieved August 17, 2026, from <https://finance.yahoo.com/quote/ANTM.JK>

Union.¹⁴ Dengan demikian, *return* saham tahun 2023 menggunakan harga penutupan akhir tahun 2022 sebagai dasar perhitungan. *Return* yang digunakan dalam penelitian ini merupakan *price return* dan tidak memasukkan dividen sehingga tidak dimaknai sebagai total *shareholder return*.

Definisi Operasional Variabel

Tabel 3. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Variabel	Proksi	Formula	Interpretasi
Profitabilitas (X1)	NPM	Laba tahun berjalan / Pendapatan (Penjualan)	Semakin tinggi menunjukkan laba bersih relatif terhadap pendapatan lebih besar.
Leverage (X2)	DAR	Total liabilitas / Total aset	Semakin tinggi menunjukkan proporsi aset yang dibiayai liabilitas lebih besar.
Financial distress (X3)	Altman Z''-Score	$6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$	$Z < 1,10$ distress; $1,10 - 2,60$ grey; $Z > 2,60$ safe.
Return saham (Y)	Price return	$(Pt - Pt-1) / Pt-1$	Return positif = capital gain; negatif = capital loss.

Sumber: Altman (2017)

Teknik Analisis

Analisis data dilakukan melalui statistik deskriptif, pengujian asumsi regresi, dan analisis regresi linear berganda. Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik setiap variabel melalui nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan simpangan baku. Sebelum dilakukan pengujian regresi, model terlebih dahulu dievaluasi melalui beberapa pengujian diagnostik. Normalitas residual diuji menggunakan uji Shapiro–Wilk. Multikolinearitas diamati melalui nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF), sedangkan heteroskedastisitas diuji menggunakan uji Glejser.¹⁵ Pengujian tersebut dilakukan untuk melihat apakah data memenuhi asumsi yang diperlukan dalam interpretasi model regresi linear berganda. Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan regresi linear berganda terhadap seluruh observasi firm-year yang telah digabungkan. Model ini digunakan untuk menguji hubungan antara profitabilitas yang diproksikan dengan Net Profit Margin (NPM), leverage yang diproksikan dengan Debt to Assets Ratio (DAR), dan financial distress yang diproksikan dengan Altman Z''-Score terhadap return saham. Model penelitian dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{RETURN}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{NPM}_{it} + \beta_2 \text{DAR}_{it} + \beta_3 \text{ZSCORE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

- RETURN_{it} = return saham perusahaan i pada tahun t;
- NPM_{it} = profitabilitas perusahaan i pada tahun t;
- DAR_{it} = leverage perusahaan i pada tahun t;
- ZSCORE_{it} = nilai financial distress perusahaan i pada tahun t;
- α = konstanta;
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = koefisien regresi;
- ε_{it} = komponen galat perusahaan i pada tahun t;

Historical data. Retrieved August 17, 2026, from <https://uk.finance.yahoo.com/quote/ANTM.JK/history/> & Yahoo Finance. (n.d.). *Bukit Asam Tbk PT (PTBA.JK): Historical data*. Retrieved August 17, 2026, from <https://uk.finance.yahoo.com/quote/PTBA.JK/history/>

¹⁴ Traders Union. (n.d.). *PT Jasa Marga (Persero) (JSMR/IDR): Price history*. Retrieved August 17, 2026, from <https://tradersunion.com/ind/currencies/price-history/jsmr-idr/>; Traders Union. (n.d.). *PT Semen Indonesia (SMGR/IDR): Price history*. Retrieved August 17, 2026, from <https://tradersunion.com/ind/currencies/price-history/smgr-idr/>

¹⁵ Ghozali, I. (2021). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 26 (Edisi 10)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Pengujian hipotesis parsial dilakukan dengan melihat nilai koefisien regresi dan p-value masing-masing variabel pada tingkat signifikansi 5%. Uji F digunakan untuk melihat apakah variabel independen secara bersama-sama memiliki hubungan yang signifikan dengan return saham dalam model. Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk menunjukkan proporsi variasi return saham yang dapat dijelaskan oleh NPM, DAR, dan Altman Z'-Score. Mengingat jumlah observasi penelitian relatif terbatas, hasil koefisien regresi, tingkat signifikansi, maupun koefisien determinasi tidak ditafsirkan secara berlebihan. Hasil penelitian lebih tepat dibaca sebagai bukti empiris pada lima perusahaan BUMN yang diamati selama periode 2023–2025.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Data Variabel

Tabulasi menunjukkan variasi yang cukup lebar antar perusahaan dan antar tahun. NPM tertinggi terdapat pada JSMR tahun 2023 sebesar 31,66%, sedangkan nilai terendah terdapat pada SMGR tahun 2025 sebesar 0,51%. DAR tertinggi terdapat pada JSMR tahun 2023 sebesar 70,51% dan terendah pada ANTM tahun 2023 sebesar 27,27%. Altman Z'-Score tertinggi tercatat pada ANTM tahun 2025 sebesar 6,318, sementara nilai terendah terdapat pada JSMR tahun 2023 sebesar 0,829. Berdasarkan cut-off model, JSMR tahun 2023 berada pada distress zone dan berubah ke grey area pada 2024–2025, sedangkan observasi lainnya berada pada safe zone. *Return* saham memiliki variasi paling besar. ANTM tahun 2025 mencatat *return* tertinggi sebesar 106,56%, sedangkan SMGR tahun 2024 mencatat *return* terendah sebesar -48,59%. Variasi ini menunjukkan bahwa *return* saham berfluktuasi jauh lebih kuat dibandingkan perubahan rasio fundamental tahunan, sehingga secara deskriptif terdapat indikasi bahwa faktor pasar di luar variabel penelitian dapat memiliki peran yang besar.

Tabel 4. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Kode	Tahun	NPM	DAR	Z-Score	Return Saham
TLKM	2023	20,66%	46,60%	3,151	5,33%
TLKM	2024	19,67%	47,08%	3,133	-31,39%
TLKM	2025	16,67%	47,69%	2,966	28,41%
ANTM	2023	7,50%	27,27%	6,064	-14,11%
ANTM	2024	5,57%	27,68%	5,505	-10,56%
ANTM	2025	9,36%	30,33%	6,318	106,56%
PTBA	2023	16,35%	44,37%	5,041	-33,88%
PTBA	2024	12,02%	45,81%	4,192	12,70%
PTBA	2025	6,94%	48,50%	3,262	-16,00%
JSMR	2023	31,66%	70,51%	0,829	63,42%
JSMR	2024	17,65%	60,44%	1,111	-11,09%
JSMR	2025	16,08%	61,02%	1,217	-21,25%
SMGR	2023	5,94%	38,83%	3,630	-2,66%
SMGR	2024	2,13%	34,60%	3,856	-48,59%
SMGR	2025	0,51%	35,46%	3,569	-19,76%

Statistik Deskriptif

Tabel 5. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
NPM	0,51%	31,66%	12,58%	8,30%
DAR	27,27%	70,51%	44,41%	12,64%
Z-Score	0,829	6,318	3,590	1,692
Return Saham	-48,59%	106,56%	0,48%	40,00%

Rata-rata NPM sebesar 12,58% menunjukkan bahwa secara agregat perusahaan sampel menghasilkan laba bersih sekitar 12,58% dari pendapatan, tetapi simpangan baku 8,30% memperlihatkan perbedaan kinerja yang cukup besar. Rata-rata DAR sebesar 44,41% berarti sekitar 44,41% aset perusahaan secara agregat dibiayai oleh liabilitas, dengan JSMR memiliki proporsi liabilitas terhadap aset paling tinggi. Rata-rata Z''-Score 3,590 berada pada safe zone, tetapi distribusinya tidak homogen karena terdapat observasi JSMR di *distress* dan *grey area*.

Uji Diagnostik Regresi

Tabel 6. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Pengujian	Indikator	Hasil	Keterangan
Normalitas residual	Shapiro-Wilk	W=0,951; p=0,546	Residual tidak menolak asumsi normalitas.
Multikolinearitas	NPM	Tolerance=0,126; VIF=7,913	Masih di bawah VIF 10; perlu kehati-hatian.
Multikolinearitas	DAR	Tolerance=0,084; VIF=11,862	Melebihi VIF 10 dan tolerance<0,10; terdapat indikasi multikolinearitas.
Multikolinearitas	Z-Score	Tolerance=0,349; VIF=2,868	Memenuhi batas tolerance>0,10 dan VIF<10.
Heteroskedastisitas (Glejser)	NPM	p=0,344	Tidak signifikan.
Heteroskedastisitas (Glejser)	DAR	p=0,612	Tidak signifikan.
Heteroskedastisitas (Glejser)	Z-Score	p=0,124	Tidak signifikan.

Hasil diagnostik menunjukkan residual berdistribusi mendekati normal. Nilai VIF NPM sebesar 7,913 dan Z''-Score sebesar 2,868 masih berada di bawah 10, sedangkan DAR sebesar 11,862 melampaui batas umum VIF 10 dan tolerance-nya sebesar 0,084 berada di bawah 0,10. Artinya, terdapat indikasi multikolinearitas pada variabel DAR yang perlu diperhatikan dalam interpretasi koefisien regresi. Uji Glejser menunjukkan seluruh p-value di atas 0,05 sehingga tidak ditemukan bukti heteroskedastisitas berdasarkan pengujian tersebut.

Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 7. Tabulasi data penelitian, diolah 2026

Variabel	Koefisien (B)	Std. Error	t	p-value	Keputusan
Konstanta	-1,300	1,783	-0,729	0,481	-
NPM	2,090	2,471	0,846	0,416	H1 tidak didukung
DAR	1,098	3,152	0,348	0,734	H2 tidak didukung
Z-Score	0,154	0,177	0,875	0,400	H3 tidak didukung

Persamaan estimasi yang diperoleh adalah $RETURN = -1,300 + 2,090NPM + 1,098DAR + 0,154ZSCORE + \epsilon$. Tanda koefisien seluruh variabel independen positif, tetapi tidak satu pun mencapai signifikansi pada $\alpha=5\%$. Nilai R^2 0,235 menunjukkan bahwa 23,5% variasi return pada sampel dapat diterangkan oleh NPM, DAR, dan Z''-Score dalam model, sedangkan 76,5% lainnya berhubungan dengan faktor lain yang tidak dimasukkan. Setelah memperhitungkan jumlah prediktor dan observasi, adjusted R^2 sebesar 0,026. Uji F juga tidak signifikan ($p=0,381$), sehingga H4 tidak didukung.

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Return Saham*

Koefisien NPM sebesar 2,090 menunjukkan arah positif, tetapi p-value 0,416 memperlihatkan bahwa pengaruh tersebut tidak signifikan. Dengan demikian, perubahan NPM pada lima BUMN selama 2023–2025 belum cukup untuk menjelaskan variasi return saham. Secara deskriptif, kondisi ini tampak ketika rata-rata NPM menurun dari 16,42% pada 2023 menjadi 9,91% pada 2025, sementara rata-rata return justru berbalik dari -17,79% pada 2024 menjadi 15,59% pada 2025. ANTM 2025 juga memperlihatkan return sangat tinggi, sehingga dinamika harga saham pada periode tertentu dapat mendominasi hubungan antara laba bersih berbasis penjualan dan return. Hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas belum terbukti berpengaruh terhadap return saham pada sampel penelitian ini. Temuan ini masih sejalan secara umum dengan Adilah dan Wiliyanti (2025) yang menemukan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap return saham. Temuan ini berbeda dari penelitian terdahulu pada BUMN periode 2017–2021 yang menyatakan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap return saham. Perbedaan tersebut dapat terkait dengan periode penelitian, komposisi sampel, proksi profitabilitas yang digunakan, dan volatilitas harga saham yang lebih tinggi daripada perubahan indikator profitabilitas.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Return Saham*

DAR memiliki koefisien 1,098 dengan p-value 0,734. Pada standar 5%, leverage tidak dapat dinyatakan berpengaruh terhadap return saham. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak secara konsisten memberikan respons negatif atau positif hanya berdasarkan besarnya proporsi aset yang dibiayai oleh liabilitas. JSMR, misalnya, memiliki DAR tertinggi pada 2023 sebesar 70,51% tetapi pada tahun yang sama mencatat return positif 63,42%. Sebaliknya, SMGR memiliki DAR sebesar 34,60% pada 2024 tetapi return sahamnya turun 48,59%. Perbandingan tersebut memperlihatkan bahwa besar-kecilnya DAR perlu dibaca bersama faktor operasi, ekspektasi investor, dan kondisi sektoral. Temuan ini sejalan dengan Husna et al. (2025) dan Akbar et al. (2023) yang menyatakan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dalam konteks perusahaan BUMN, hasil tersebut juga konsisten secara umum dengan Fuadah et al. (2026) yang menemukan *leverage* tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, *leverage* tetap penting sebagai indikator risiko, tetapi pada sampel ini belum terbukti menjadi penjelas langsung *return* tahunan.

Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Return Saham*

Altman Z'-Score memperoleh koefisien positif 0,154 dengan p-value 0,400, sehingga financial distress tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham pada tingkat 5%. Tanda positif berarti secara matematis peningkatan Z'-Score yang menunjukkan kondisi keuangan lebih sehat berasosiasi dengan kenaikan return, tetapi hubungan tersebut belum cukup kuat secara statistik. JSMR memberikan ilustrasi penting: Z'-Score 0,829 pada 2023 menempatkannya pada distress zone, namun return saham pada tahun yang sama justru positif 63,42%. Hal tersebut menunjukkan bahwa klasifikasi financial distress tidak identik dengan arah return jangka pendek. Hasil penelitian ini sejalan dengan Mumtaz (2024), yang menemukan *financial distress* tidak berpengaruh terhadap return saham, dan juga searah dengan penelitian terdahulu pada BUMN 2017–2021 yang tidak menemukan pengaruh *financial distress* terhadap *return*. Namun, hasil ini berbeda dari Rabbani (2024) yang menemukan beberapa proksi *financial distress*, termasuk Altman Z-Score, berpengaruh positif terhadap return saham. Perbedaan tersebut menegaskan pentingnya konteks sampel dan horizon pengamatan.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian pada PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk, PT Aneka Tambang Tbk, PT Bukit Asam Tbk, PT Jasa Marga (Persero) Tbk, dan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk periode 2023–2025, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas, leverage, dan financial distress secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Profitabilitas yang diproksikan dengan NPM memiliki nilai signifikansi sebesar 0,416, leverage yang diproksikan dengan DAR sebesar 0,734, sedangkan financial distress yang diproksikan dengan Altman Z''-Score sebesar 0,400. Ketiga nilai tersebut berada di atas tingkat signifikansi 0,05, sehingga H1, H2, dan H3 tidak didukung. Secara simultan, NPM, DAR, dan Altman Z''-Score juga tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham, yang ditunjukkan oleh nilai signifikansi uji F sebesar 0,381. Dengan demikian, H4 juga tidak didukung. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perubahan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualan, tingkat pembiayaan aset oleh kewajiban, maupun perubahan kondisi kesehatan keuangan belum mampu menjelaskan perubahan return saham secara langsung pada perusahaan yang menjadi sampel selama periode penelitian. Kondisi ini terlihat dari pergerakan return saham yang relatif lebih berfluktuasi dibandingkan perubahan NPM, DAR, dan Altman Z''-Score. Nilai koefisien determinasi sebesar 0,235 menunjukkan bahwa 23,5% variasi return saham dalam model dapat dijelaskan oleh ketiga variabel tersebut, sedangkan 76,5% sisanya berada di luar variabel yang dianalisis dalam penelitian ini. Temuan penelitian ini tidak menunjukkan bahwa informasi profitabilitas, *leverage*, dan kesehatan keuangan tidak penting bagi investor. Ketiga indikator tersebut tetap memberikan gambaran mengenai kondisi fundamental perusahaan, tetapi pada periode 2023–2025 belum terbukti menjadi penjelas langsung atas perubahan *price return* tahunan lima perusahaan BUMN yang diteliti. Oleh karena jumlah pengamatan terbatas pada 15 observasi *firm-year*, kesimpulan penelitian ini dibatasi pada sampel yang dianalisis dan tidak dimaksudkan untuk mewakili seluruh perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Adilah, F., & Wiliyanti, R. (2025). Pengaruh profitabilitas, financial distress, makroekonomi dan ukuran perusahaan terhadap return saham pada perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di BEI periode 2019–2023. *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, 4(3)
- Adriansyah, A. J. (2022). *Pengaruh profitabilitas, leverage dan financial distress terhadap return saham (Suatu studi pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2021)* [Skripsi, Universitas Pasundan].
- Akbar, R. N., Hariyanto, E., & Hapsari, I. (2023). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan kebijakan deviden terhadap return saham. *Jurnal Bisnis, Manajemen & Ekonomi*, 20(2)
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2)
- Cipta, A. E., & Syaiful. (2025). Pengaruh rasio profitabilitas, likuiditas dan leverage terhadap financial distress pada perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI tahun 2019–2023. *Journal of Culture Accounting and Auditing*, 4(1)
- Fuadah, U. R., Santoso, S. B., Fakhruddin, I., & Pandansari, T. (2026). Pengaruh leverage, profitabilitas dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi (Studi pada perusahaan yang terdaftar di IDX-MES BUMN 17 periode 2021–2024). *Journal of Accounting and Finance Management*, 6(6)
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 26 (Edisi 10)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Husna, A., Buchdadi, A. D., & Siregar, M. E. S. (2025). Pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap return saham pada perusahaan subsektor bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019–2023. *Indonesian Journal of Economics Management and Accounting*, 2(8)
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (n.d.). *Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM)*. Retrieved August 17, 2026, from <https://web.ksei.co.id/services/registered-securities/shares/lc/TLKM?setLocale=id-ID>
- MarketScreener. (n.d.). *PT Jasa Marga (Persero) Tbk: Income statement and financial data*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.marketscreener.com/quote/stock/PT-JASA-MARGA-PERSERO-TBK-50916118/finances-income-statement/>
- Mumtaz, M. S. (2024). Stock return: Moderation of firm size on the effect of financial distress. *Berkala Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 9(2)
- PT Aneka Tambang Tbk. (n.d.). *Laporan keuangan*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.antam.com/id/company-report/financial-report>
- PT Bukit Asam Tbk. (n.d.). *Laporan audit keuangan*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.ptba.co.id/laporan/laporan-audit-keuangan>
- PT Bukit Asam Tbk. (n.d.). *Laporan tahunan*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.ptba.co.id/laporan/laporan-tahunan>
- PT Jasa Marga (Persero) Tbk. (n.d.). *Financial highlights*. Retrieved August 16, 2026, from https://investor-id.jasamarga.com/financial_highlights.html
- PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. (2025). *Final report: PT Semen Indonesia (Persero) Tbk as of December 31, 2025*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sig.id/storage/downloads/informasi-keuangan/2025/smgr-fy-2025-31-dec-2025.pdf>
- PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. (n.d.). *Daftar informasi publik*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sig.id/daftar-informasi>
- PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (2026). *Consolidated financial statements as of December 31, 2025 and for the year then ended with independent auditor's report*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1001807/000110465926059520/tmb-20260512xex99d1.htm>
- PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (2026). *Form 6-K: Report of foreign private issuer pursuant to Rule 13a-16 or 15d-16 under the Securities Exchange Act of 1934*. Retrieved August 16, 2026, from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1001807/000110465926059520/tmb-20260512x6k.htm>
- Rabbani, F. K. (2024). Pengaruh prediksi kebangkrutan terhadap return saham pada perusahaan subsektor makanan dan minuman di negara emerging market Asia tahun 2019–2022. *Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia*, 9(3)
- Santoso, B. A., & Junaeni, I. (2022). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 6(2)
- Septiana, A., & Zulkifli. (2024). Analisis pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, 24(1)
- Sherine, C., Wiyanto, H., & Budiono, H. (2022). The effect of investment decision, funding decision, and profitability on the firm value of consumer goods industry registered in

- Indonesia Stock Exchange during 2017–2020. *Advances in Economics, Business and Management Research*
- Siagian, A. O., Asrini, & Wijoyo, H. (2021). Pengaruh ukuran perusahaan, akuntansi lingkungan, profitabilitas, leverage, kebijakan dividen, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. *IKRAITH-EKONOMIKA*, 5(2)
- Siregar, H. A., Azhar, & Azhar, I. A. S. (2024). The effect of profitability, liquidity, and leverage on stock returns with inflation and interest rates as moderating variables in energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2018–2023. *International Journal of Current Science Research and Review*, 7(12)
- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92(3)
- Traders Union. (n.d.). *PT Jasa Marga (Persero) (JSMR/IDR): Riwayat harga saham dan data*. Retrieved August 17, 2026, from <https://tradersunion.com/ind/currencies/price-history/jsmr-idr/>
- Traders Union. (n.d.). *PT Semen Indonesia (SMGR/IDR): Riwayat harga saham dan data*. Retrieved August 17, 2026, from <https://tradersunion.com/ind/currencies/price-history/smgr-idr/>
- Wulandari, E. S., & Apriadi, D. (2025). Pengaruh Return On Asset (ROA) terhadap profitabilitas PT Aneka Tambang Tbk (ANTAM) berdasarkan laporan keuangan periode 2020–2024. *Jurnal Publikasi Ekonomi dan Akuntansi*, 5(3)
- Yahoo Finance. (n.d.). *Aneka Tambang Tbk (ANTM.JK): Historical data*. Retrieved August 17, 2026, from <https://uk.finance.yahoo.com/quote/ANTM.JK/history/>
- Yahoo Finance. (n.d.). *Bukit Asam Tbk PT (PTBA.JK): Historical data*. Retrieved August 17, 2026, from <https://uk.finance.yahoo.com/quote/PTBA.JK/history/>