

MODEL PREDIKSI *FINANCIAL DISTRESS* : PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA SAHAM INDUSTRI TEKSTIL DAN GARMEN DI INDONESIA

Suskim Riantani¹, Sherly Delvia², Gugun Sodik³

^{1,2}Fakultas Bisnis dan Manajemen, Universitas Widyatama, Bandung

³STIE Tridharma, Bandung

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi kemungkinan *Financial distress* pada industri tekstil dan garmen menggunakan model prediksi Altman Z-score serta menganalisis dampaknya terhadap kinerja saham perusahaan yang diukur melalui *return* saham. Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif dan metode verifikatif. Sampel penelitian terdiri dari 15 emiten di industri tekstil dan garmen selama periode observasi 2012-2016 yang diambil dengan metode *purposive sampling*. Metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa satu perusahaan diprediksi tidak mengalami masalah keuangan, satu perusahaan diprediksi memiliki potensi masalah keuangan, dan 13 perusahaan diprediksi mengalami *Financial distress*. Hasil uji model menunjukkan bahwa Altman Z-score dapat digunakan untuk memprediksi kondisi *Financial distress* pada industri tekstil dan garmen pada 2012-2016. Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa hanya satu rasio model Altman Z-score yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham yaitu *market value of equity to book value of debt*, sedangkan *working capital to total asset*, *retained earning to total asset*, *earning before interest and taxes to total asset*, sementara *sales to total asset* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Ini berarti bahwa investor pada industri tekstil dan garmen memperhatikan nilai pasar perusahaan dalam keputusan investasi.

Kata Kunci:

Altman Z-score, *Financial distress*, industri tekstil dan garmen, kinerja saham

Abstract

This study aims to predict the possibility of *Financial distress* in the textile and garment industry using the Altman Z-score prediction model and analyze the impact of *Financial distress* on the company's stock performance as measured by stock returns. This research used descriptive analysis and verification methods. Applying a *purposive sampling* method, the research sample consisted of 15 issuers from the textile and garment industry during the observation period of 2012-2016. This research used panel data regression to analyze research data. The results showed that one company did not experience financial problems, one company had potential financial problems, and the 13 other companies experienced *Financial distress*. The results of model testing showed that Altman Z-score can be used to predict *Financial distress* conditions in the textile and garment industry for the 2012-2016 period. The results of hypothesis testing showed that only one ratio of the Altman Z-score model has a significant effect on stock returns, i.e., *market value of equity to book value of debt*, while other ratios of *working capital to total assets*, *retained earnings to total assets*, *earnings before interest and taxes to total assets*, and *sales to total assets* have no significant effect on stock returns. These findings imply that the investors in the textile and garment industry attentively observe the company's market value in making any investment decisions.

Keywords:

Altman Z-score, *Financial distress*, stock returns, textile and garment industry

Pendahuluan

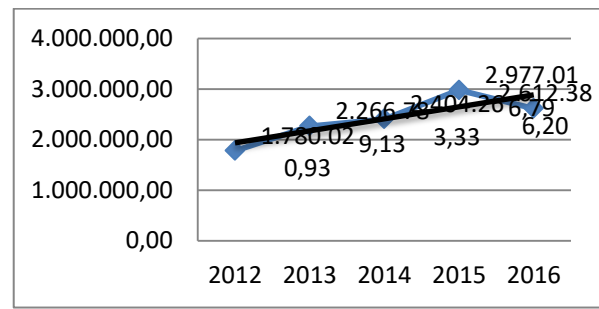
Kenaikan hutang yang diikuti oleh menurunnya laba secara terus menerus akan mengarah pada terjadinya *Financial distress* (Emrinaldi, 2007; Sumani, 2019). *Financial distress* merupakan suatu kondisi dimana keuangan perusahaan dalam keadaan tidak sehat atau sedang krisis. Dengan kata lain *Financial distress* (Wahyu & Doddy, 2009; Wardani, 2006) merupakan suatu kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya (Platt dan Platt, 2002). Sedangkan kesulitan keuangan merupakan kesulitan likuiditas sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan kegiatan operasinya dengan baik. Kondisi tersebut akan direspon oleh pasar terutama jika diikuti dengan menurunnya harga saham. Penurunan harga saham akan merugikan investor yang menginginkan return saham serta mengharapkan memperoleh capital gain.

Semakin besar tingkat leverage perusahaan, akan semakin besar jumlah pinjaman yang digunakan, sehingga risiko keuangan yang dihadapi perusahaan semakin besar. Bagi investor yang tidak menyukai risiko, mereka menghindari menanamkan modalnya pada perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi. Hal ini akan berpengaruh pada harga saham hingga kinerja saham (Fidhayatin, dan Dewi, 2012). Apabila hutang perusahaan tinggi maka ada kemungkinan harga saham perusahaan akan rendah karena apabila perusahaan memperoleh laba, perusahaan akan cenderung menggunakan laba tersebut untuk membayar hutang dibandingkan membayar dividen (Platt dan Platt, 2002).

Sub sektor industri tekstil dan garmen merupakan salah satu sub sektor dalam industri manufaktur yang beberapa tahun terakhir ini mengalami penurunan kinerja akibat rendahnya tingkat kompetisi sektor industri tekstil dan produksi tekstil (TPT) Indonesia. Selain itu kenaikan hutang yang terjadi pada industri ini telah mengakibatkan penurunan pada laba perusahaan. Grafik 1 dan 2 berikut ini menggambarkan rata-rata hutang dan rata-rata laba dari 15 perusahaan subsektor industri tekstil dan garmen. Grafik tersebut memperlihatkan peningkatan hutang

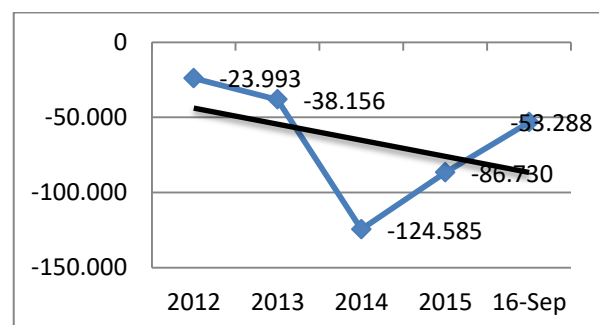
selama tahun 2012-2016 yang diikuti dengan penurunan pada laba perusahaan.

Penelitian ini dilakukan mengingat banyak perusahaan yang menggunakan sebagian besar pendanaan dari hutang dibanding pendanaan sendiri. Penggunaan hutang yang ditujukan untuk memperluas investasi harusnya dapat memacu kenaikan laba dan mendorong peningkatan harga saham (Fidhayatin, dan Dewi, 2012). Penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat praktis baik bagi emiten maupun bagi investor bahwa penggunaan hutang oleh perusahaan harus dapat meningkatkan laba sehingga perusahaan tidak akan mengalami masalah keuangan yang mengarah pada terjadinya kebangkrutan dalam jangka panjang atau penurunan harga saham dalam jangka pendek.



Grafik 1. Rata-Rata Total Hutang Sub Sektor Tekstil dan Garmen

Sumber: Data diolah, 2017



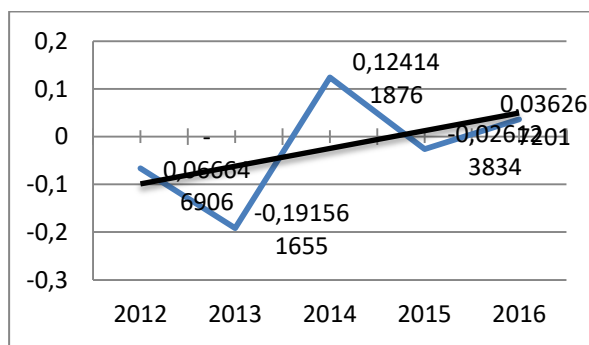
Grafik 2. Rata-Rata Laba Bersih Sub Sektor Tekstil dan Garmen

Sumber: Data diolah, 2017

Kenaikan hutang yang diikuti oleh penurunan laba yang terjadi pada sub sektor tekstil dan garmen selama periode 2012-2016 ternyata tidak direspon oleh pasar. Dalam periode yang sama tahun 2012-2016, return saham mengalami peningkatan, hal tersebut menimbulkan gap hubungan hutang dan laba

dengan return saham (Grafik 3). Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini juga akan memberikan manfaat bahwa hasil penelitian nantinya diharapkan dapat mengkonfirmasi hubungan secara teoritis antara peningkatan hutang yang diikuti oleh penurunan laba terhadap kenaikan harga saham.

Financial distress atau sering disebut dengan istilah kesulitan keuangan, terjadi sebelum suatu perusahaan benar-benar mengalami kebangkrutan (Luciana, 2003; 2004; Djumahir, 2007). *Financial distress* merupakan suatu kondisi yang menunjukkan tahap penurunan dalam keuangan perusahaan yang terjadi sebelum kebangkrutan (Plat dan Plat, 2002). Dalam penelitian ini *Financial distress* (Whiteker, 1999) akan diukur menggunakan model Altman Z-score dengan variabel-variabel pembentuk model tersebut yaitu Working Capital to Total Assets (WCTA), Retained Earnings to Total Assets (RETA), Earning Before Interest and Taxes to Total Assets (EBITTA), Market Value of Equity to Book Value of Debt (MVEBVD), dan Sales to Total Assets (STA).



Grafik 3. Rata-Rata Return Saham Sub Sektor Tekstil dan Garmen

Sumber: Data diolah, 2017

Rasio *Working Capital to Total Assets* digunakan untuk menilai likuiditas suatu perusahaan, yaitu dengan cara membandingkan modal kerja (aset lancar – hutang lancar) dengan total aset. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan memiliki nilai rasio yang kecil. Dengan kata lain, rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek. Perusahaan dengan modal kerja yang bernilai positif jarang sekali menghadapi kesulitan dalam melunasi kewajibannya (Endri, 2009).

Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik akan mampu mengelola modal kerja dan tidak akan mengalami kondisi *financial distress* (kesulitan keuangan). Kinerja keuangan yang baik dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga investor termotivasi untuk menanamkan modalnya. Para investor akan beranggapan bahwa perusahaan dapat memberikan *return* saham atas modal yang ditanamkan. Dengan demikian maka dapat dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H1: *Working Capital to Total Asset* berpengaruh terhadap *return* saham.

Rasio *Retained Earnings to Total Assets* digunakan untuk menilai besarnya kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba, serta membandingkannya dengan total aset sebagai efisiensi usaha. Perusahaan yang sedikit menghasilkan laba dalam aktivitas operasinya, maka akan memiliki nilai saldo laba yang kecil sehingga nilai rasio ini pun menjadi kecil. Terlebih untuk perusahaan yang mengalami kerugian, nilai rasio ini akan menjadi negatif. Hal ini lah yang dapat menimbulkan terjadinya *financial distress* (Endri, 2009). Rasio yang tinggi mengindikasikan bahwa manajemen dapat menggunakan aktiva secara efektif untuk menghasilkan laba setiap periode, manajemen berhasil menekan biaya-biaya yang timbul atas aktiva, serta keberhasilan manajemen dalam memperoleh pendapatan operasional yang timbul dari penggunaan aktiva (Nurdin, 2012). Dengan meningkatnya laba ditahan, perusahaan akan lebih memilih melakukan investasi guna mempertahankan keberlangsungan perusahaan sehingga perusahaan dapat menjamin kesejahteraan para investor melalui investasi yang telah dilakukan dan dapat memberikan *return* saham yang tinggi. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis dapat dibentuk sebagai berikut:

H2: *Retained Earning to Total Asset* berpengaruh terhadap *return* saham

Rasio *Earning Before Interest and Tax to Total Asset* digunakan untuk mengukur kemampuan modal yang diinvestasikan pada seluruh aset untuk menghasilkan laba operasional bagi para investor. Dengan kata lain, rasio ini mengukur produktivitas yang sebenarnya dari aset perusahaan, yaitu apabila dana dari

pinjaman dan investasi dikelola dengan baik sehingga perusahaan banyak menghasilkan uang dan dapat membayar bunga (Prasetyo, 2014). Rasio ini menjelaskan pentingnya pencapaian laba perusahaan terutama dalam rangka memenuhi kewajiban pembayaran bunga. Indikator yang dapat digunakan dalam mendeteksi adanya masalah pada kemampuan profitabilitas perusahaan antara lain adalah piutang dagang meningkat, rugi terus menerus, persediaan meningkat, penjualan menurun, terlambatnya hasil penagihan piutang, kredibilitas perusahaan berkurang, serta kesediaan memberi kredit pada konsumen yang tidak dapat membayar pada waktu yang telah ditetapkan (Rudianto, 2009:255).

Kondisi tersebut menunjukkan kinerja usaha manajemen yang buruk dalam penggunaan aktiva sehingga potensi kebangkrutan semakin besar. Rasio yang tinggi menunjukkan bahwa pendapatan operasional meningkat, biaya-biaya atas penggunaan aktiva menurun, serta meningkatnya pendapatan atas kenaikan aktiva lancar (Nurdin, 2012). Jika rasio ini tinggi maka para investor memiliki kesempatan untuk memperoleh *return* saham dari laba usaha perusahaan sehingga dapat menarik calon investor untuk melakukan investasi. Dengan demikian maka hipotesisnya:

H3: *Earnings before Interest and Taxes to Total Asset* berpengaruh terhadap *return* saham

Rasio *Market Value of Equity to Book Value of Debt* termasuk dalam rasio aktivitas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memberi jaminan untuk setiap hutangnya melalui nilai pasar ekuitas perusahaan sendiri, yaitu jumlah lembar saham perusahaan dikalikan dengan harga pasar saham per lembar (Rudianto, 2009:255). Rasio ini memprediksi *financial distress* (kesulitan keuangan) lebih efektif karena dapat menunjukkan seberapa banyak nilai investasi (aset) perusahaan yang berkurang sebelum total hutangnya melebihi total aset (Endri, 2009). Semakin besar rasio ini, semakin besar kepercayaan investor dan kreditor. Rasio yang meningkat akan menjadikan beban penjualan menjadi lebih rendah sehingga pendapatan atas penjualan meningkat. Semakin kecil rasio ini maka tingkat kepercayaan investor dan

kreditor akan semakin kecil pula (Nurdin, 2012). Perusahaan yang memiliki rasio yang tinggi umumnya akan menarik minat investor untuk berinvestasi. Hal tersebut akan mendorong kenaikan harga saham dan *return* saham. Dengan demikian maka hipotesis sebagai berikut:

H4: *Market Value of Equity to Book Value of Debt* berpengaruh terhadap *return* saham

Rasio *Sales to Total Assets* digunakan untuk menunjukkan efektivitas manajemen dalam memaksimalkan penjualan melalui penggunaan seluruh aset perusahaan hingga memperoleh laba. Rasio perputaran aset menggambarkan bahwa jika perputaran lambat, maka hal ini menunjukkan bahwa aset yang dimiliki terlalu besar dibandingkan dengan kemampuan perusahaan untuk menjual (Prasetyo, 2014). Jika penjualan menurun terus menerus maka laba pun ikut menurun bahkan bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami *financial distress* (Endri, 2009; Sumani, 2019). Semakin besar rasio ini maka semakin tinggi kemampuan atau efisiensi manajemen dalam menggunakan aktiva perusahaan untuk menghasilkan penjualan dan mendapatkan laba. Semakin tinggi laba maka semakin besar bagian laba yang dapat dinikmati oleh investor. Hal ini akan mendorong kenaikan harga saham yang pada akhirnya akan mempertinggi *return* saham. Dengan demikian maka hipotesis sebagai berikut:

H5: *Sales to Total Asset* berpengaruh terhadap *return* saham

Berdasarkan latar belakang serta hipotesis yang dikemukakan, maka dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini, yaitu apakah model Altman Z-score dapat memprediksi kemungkinan terjadinya *financial distress* serta bagaimana pengaruh variabel pembentuk Model Altman Z-score terhadap kinerja saham yang diukur melalui *return* saham. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur kemungkinan terjadinya *financial distress* (Plat dan Plat, 2006) menggunakan Model Altman Z-score; dan mengukur pengaruh variabel pembentuk Model Altman Z-score terhadap kinerja saham (*return* saham).

Metodologi

Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode deskriptif analisis dan verifikatif. Metode deskriptif analisis digunakan untuk melihat kondisi kinerja keuangan serta memprediksi terjadinya *financial distress* menggunakan Model Altman Z-score selama tahun pengamatan 2012–2016. Metode verifikatif untuk mengukur dan menganalisis pengaruh variabel-variabel pembentuk Model Altman Z-score terhadap kinerja saham menggunakan ukuran *return* saham.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah rasio-rasio pembentuk Model Altman Z-score, yaitu *Working Capital to Total Asset* (WCTA), *Retained Earnings to Total Asset* (RETA), *Earning before Interest and Taxes to Total Asset* (EBITTA), *Market Value of Equity to Book value of Debt* (MVEBVD), dan *Sales to Total Asset* (STA). Variabel dependen adalah *return* saham.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu laporan keuangan 15 perusahaan sub sektor industri tekstil dan garmen yang listing di BEI selama periode 2012-2016.

Populasi dan Sampel

Pengamatan dilakukan terhadap seluruh perusahaan sub sektor industri tekstil dan garmen yang listing di BEI selama tahun 2012-2016 yang berjumlah 17 perusahaan. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang listing selama periode penelitian, mempunyai data keuangan yang lengkap, serta mengalami kenaikan hutang dan penurunan laba, maka terdapat 15 perusahaan yang memenuhi kriteria, selanjutnya akan diamati dalam penelitian ini.

Metode Analisis Data

Pengukuran prediksi kondisi *financial distress* menggunakan pendekatan Model Altman Z-score dengan persamaan sebagai berikut :

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5 + e$$

Keterangan :

X_1 = *Working Capital to Total Assets*; X_2 = *Retained Earnings to Total Assets*; X_3 = *Earning Before Interest and Taxes to Total Assets*; X_4 = *Market Value of Equity to Book Value Of Debt*; X_5 = *Sales to Total Assets*

Kategori nilai Z-score: $Z \geq 2,99$: perusahaan tidak mengalami masalah keuangan (sehat) $1,81 < Z < 2,99$: perusahaan akan mengalami permasalahan keuangan jika tidak melakukan perbaikan dalam struktur keuangan (*grey area*) $Z \leq 1,8$: perusahaan mengalami masalah keuangan (*financial distress*).

Pengujian hipotesis menggunakan statistik uji-t untuk menguji hubungan variabel independen (WCTA, RETA, EBITTA, MVEBVD, STA) terhadap variabel dependen (*Return Saham*). Serta uji F untuk mengukur kesesuaian model regresi yang dibentuk. Analisis statistik menggunakan analisis regresi data panel dan analisis determinasi.

Hasil dan Pembahasan

Berikut ini adalah hasil perhitungan Z-score dari 15 perusahaan pada sub sektor industri tekstil dan garmen selama periode 2012 – 2016. Hasil perhitungan Z-score seperti pada Tabel 1 memperlihatkan bahwa selama periode penelitian, 87% perusahaan mengalami *financial distress*. Tabel 2 menunjukkan bahwa dari 15 perusahaan yang diamati, rata-rata setiap tahun mengalami *financial distress*.

Berdasarkan hasil uji kesesuaian model (uji F) seperti pada Tabel 3 menunjukkan bahwa model fit dan dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham. Tabel tersebut juga menunjukkan bahwa 19,9107% variasi *return* saham dapat dijelaskan oleh rasio WCTA, RETA, EBITA, MVEBVD, dan STA, sedangkan 80,0893% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk dalam model. Berdasarkan Tabel 3, berikut ini adalah model regresi data panel:

$$\text{Return Saham} = -0.001643 - 0.465679 \text{ WCTA} + 0.222550 \text{ RETA} - 0.327393 \text{ EBITTA} + 0.356155 \text{ MVEBVD} + 0.255575 \text{ STA}$$

Model Altman Z-Score untuk Memprediksi terjadinya Financial Distress

Hasil pengujian seperti pada tabel 3 menunjukkan bahwa model Altman Z-Score dapat memprediksi kemungkinan terjadinya *financial distress* (Tirapat, & Nittayagasetwat, 1999). Variabel pembentuk kategori terjadinya *financial distress* adalah modal kerja yang bernilai negatif yang mengindikasikan bahwa jumlah hutang lancar lebih besar daripada aset lancar, *retained earning* yang bernilai negatif yang mengindikasikan bahwa tidak ada bagian laba perusahaan yang ditahan sehingga akumulasi laba ditahan menurun, serta EBIT negatif yang mengindikasikan bahwa biaya operasional perusahaan melebihi pendapatan. Hal ini sesuai yang dikemukakan Plat dan Plat (2002; 2006).

Tabel 1. Rata-Rata Z-Score Per Perusahaan pada Sub Sektor Tekstil dan Garme Selama Periode 2012 – 2016

Kode Perusahaan	Rata-Rata Z-Score	Kategori
ADMG	1.204	<i>Financial distress</i>
ARGO	-2.038	<i>Financial distress</i>
CNTX	-0.297	<i>Financial distress</i>
ERTX	1.612	<i>Financial distress</i>
ESTI	0.260	<i>Financial distress</i>
HDTX	0.402	<i>Financial distress</i>
INDR	1.265	<i>Financial distress</i>
MYTX	-0.606	<i>Financial distress</i>
PBRX	2.572	Grey area
POLY	-13.366	<i>Financial distress</i>
RICY	1.429	<i>Financial distress</i>
SSTM	0.798	<i>Financial distress</i>
STAR	1.244	<i>Financial distress</i>
TFCO	5.637	Sehat
UNIT	0.169	<i>Financial distress</i>

Sumber: Data diolah, 2017

Analisis Pengaruh Variabel-Variabel Pembentuk Model Altman Z-Score terhadap Kinerja Saham (Return Saham)

Hasil pengujian seperti yang diperlihatkan pada tabel 3 menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari variabel pembentuk model Altman Z-Score terhadap kinerja saham (*return* saham). Hasil penelitian sesuai dengan penelitian (Ardian dan Khoiruddin, 2014; Sukmawati dkk., 2014) yang menyatakan rasio

pembentuk model Altman Z-score berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Sejalan juga dengan hasil penelitian (Purnomo, 2014) yang menyatakan bahwa variabel Z-score memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian bertentangan dengan (Bezhanishvili & Henderson, 2009) bahwa Z score tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Tabel 2. Rata-Rata Z-Score Per Tahun dari 15 Perusahaan Sub Sektor Tekstil dan Garmen Selama Periode 2012 – 2016

Rata-Rata Z-score per Tahun				
2012	2013	2014	2015	2016
0.4206	0.1278	-0.1923	-0.4207	0.1597
Financial distress	Financial distress	Financial distress	Financial distress	Financial distress

Sumber: Data diolah, 2017

Pengaruh Net Working Capital to Total Assets (WCTA) terhadap Return Saham

Rasio ini menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan. Semakin tinggi rasio ini semakin besar kecukupan aktiva lancar menutup kewajiban lancar yang dibandingkan dengan seluruh aset perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa rasio WCTA tidak mempengaruhi *return* saham. Hal ini mencerminkan bahwa sebagian besar investor tidak memperhatikan tingkat likuiditas perusahaan. Analisis deskriptif juga menggambarkan bahwa *return* saham tetap meningkat meskipun hutang perusahaan naik. Hasil penelitian sesuai dengan temuan penelitian (Sukmawati dkk., 2014; Purnomo, 2014) menunjukkan bahwa WCTA tidak berpengaruh terhadap *return* saham dan bertentangan dengan temuan penelitian (Ardian dan Khoiruddin, 2014) yang menyatakan bahwa WCTA berpengaruh terhadap pergerakan harga saham.

Pengaruh Retained Earnings to Total Assets (RETA) terhadap Return Saham

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba ditahan dari total aktiva yang dimiliki. Perusahaan dengan tingkat laba ditahan yang tinggi akan mampu menyediakan cadangan dana bagi rencana investasi, sehingga alternatif pendanaan dari hutang bisa ditekan.

Perusahaan yang secara konsisten dapat mencapai laba tinggi adalah perusahaan yang memiliki kinerja serta nilai perusahaan yang baik. Kondisi tersebut akan menarik minat investor untuk berinvestasi dan akan mendorong kenaikan harga saham (Irsyad, 2012). Rasio ini juga berkaitan dengan lamanya perusahaan berdiri, semakin lama semakin banyak laba ditahan yang dapat diakumulasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam memutuskan untuk berinvestasi, investor tidak memperhatikan lamanya perusahaan berdiri. Hal ini dapat dilihat dari temuan penelitian yang menunjukkan bahwa rasio RETA tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil analisis deskriptif juga memperlihatkan bahwa *return* saham tetap meningkat meskipun laba perusahaan menurun. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian (Ardian dan Khoiruddin, 2014; Sukmawati dkk., 2014; Purnomo, 2014) dimana RETA tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan harga saham.

Tabel 3. Hasil Estimasi Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Stat	Prob.
WCTA	-0.465679	0.333270	-1.397.303	0.1669
RETA	0.222550	0.167812	1.326.183	0.1892
EBITTA	-0.327393	0.749474	-0.436831	0.6636
MVEBVD	0.356155	0.104737	3.400.466	0.0011
STA	0.255575	0.218382	1.170.309	0.2460
C	-0.001643	0.054698	-0.030044	0.9761
R-squared	0.199107	Mean dependent var		-0.000191
Adj R-squared	0.140217	S.D. dependent var		0.463017
S.E. of regression	0.429330	Sum squared resid		1.253.406
F-statistic	3.381.036	Durbin-Watson stat		2.987.063
Prob(F-statistic)	0.008704			

Sumber: Data diolah, 2017

Pengaruh *Earnings Before Interest and Taxes to Total Assets (EBITTA)* terhadap *Return Saham*

Rasio ini menjelaskan pentingnya pencapaian laba perusahaan terutama dalam rangka memenuhi kewajiban bunga kepada para investor. Rasio yg tinggi menunjukkan bahwa pendapatan operasional meningkat, biaya atas penggunaan aktiva menurun, serta meningkatnya pendapatan atas kenaikan aktiva lancar pada tingkat total aset tertentu. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio EBITTA tidak berpengaruh terhadap *return*

saham. Investor tidak memperhatikan laporan keuangan dalam melakukan investasi. Penurunan pendapatan dan laba perusahaan tidak mempengaruhi minat investor untuk berinvestasi. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian (Altman, 1968). Hasil penelitian bertentangan dengan temuan (Sukmawati dkk., 2014; Ardian dan Khoiruddin, 2014; Purnomo, 2014) dimana EBITTA berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Pengaruh *Market Value of Equity to Book Value of Debt (MVEBVD)* terhadap *Return Saham*

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan untuk setiap hutang melalui modal sendiri. Dengan kata lain, rasio ini memperlihatkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Rasio yang tinggi berpotensi dapat menarik investor untuk berinvestasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio MVEBVD berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi rasio ini semakin tinggi pula *return* saham. Hasil penelitian sejalan dengan temuan (Sukmawati dkk., 2014) bahwa rasio MVEBVD berpengaruh signifikan terhadap pergerakan harga saham dan bertentangan dengan temuan (Ardian dan Khoiruddin, 2014; Purnomo, 2014). Hasil penelitian mengindikasikan bahwa investor memperhatikan nilai pasar perusahaan dalam memutuskan untuk berinvestasi.

Implikasi praktis dari temuan penelitian ini bahwa emiten sebaiknya tidak hanya mengandalkan besaran nilai pasar equity sebagai penyeimbang atau pembanding seluruh hutang-hutang perusahaan, akan tetapi juga mempertimbangkan kemampuan meningkatkan laba dari penggunaan hutang tersebut. Kenaikan hutang yang terus menerus tanpa diimbangi oleh pertumbuhan laba akan mengakibatkan terjadinya financial distress. Jika kondisi ekonomi tidak stabil sehingga sulit untuk menumbuhkan laba, maka perancangan struktur modal yang berorientasi pada peningkatan hutang perlu lebih dipertimbangkan, karena berdampak pada

menurunnya return saham akibat meningkatnya risiko atas kenaikan hutang.

Pengaruh Sales to Total Assets (STA) terhadap Return Saham

Rasio ini menunjukkan efisiensi manajemen dalam menggunakan aktiva perusahaan untuk menghasilkan penjualan dan mendapatkan laba. Nilai STA yang tinggi menunjukkan aktiva yang dimiliki perusahaan terlalu besar dibandingkan dengan kemampuan untuk menghasilkan penjualan. Pada perusahaan industri dengan ukuran asset yang berbeda-beda biasanya menginvestasikan sebagian besar modal yang dimiliki pada aktiva tetapnya sehingga aktiva yang dimiliki perusahaan menjadi lebih besar dibandingkan penjualannya. Oleh karena itu para investor untuk memutuskan membeli saham cenderung tidak memperhatikan rasio ini dan lebih mempertimbangkan faktor eksternal perusahaan. Hal inilah yang dianggap bahwa rasio STA tidak berpengaruh terhadap return saham. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian (Sukmawati dkk., 2014; Purnomo, 2014) dan bertentangan dengan temuan penelitian (Ardian dan Khoiruddin, 2014) yang menemukan bahwa rasio STA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mengandung arti bahwa perusahaan yang dapat menghasilkan volume bisnis yang cukup dibandingkan dengan investasi dalam total aktivasnya akan mendorong penurunan harga saham. Efisiensi manajemen dalam menggunakan keseluruhan aktiva perusahaan untuk menghasilkan penjualan dan mendapatkan laba malah akan menurunkan nilai sahamnya.

Kesimpulan

Hasil penelitian menggunakan model Altman Z-score menunjukkan bahwa dari 15 perusahaan, 13 berada dalam kondisi *financial distress* (87%), satu kondisi grey area, dan satu perusahaan sehat. Jika dilihat dari skor rata-rata perusahaan per tahun, maka dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian perusahaan dalam kondisi financial distress. Hasil pengujian model menunjukkan bahwa model Altman Z-score dapat digunakan untuk memprediksi kondisi financial distress. Hasil

pengujian hipotesis menunjukkan bahwa rasio-rasio atau variabel-variabel pembentuk model Altman Z-score yaitu WCTA, RETA, EBITTA, dan STA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar saham yang diukur dengan return saham, sedangkan MVEBVD berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Penelitian ini memiliki kelemahan-kelemahan, yaitu hasil uji variabel pembentuk model Altman Z-score hanya berkontribusi sebesar 19,9107% terhadap return saham, sebagian besar (80,0893%) dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model. Hasil uji parsial hanya satu variabel yaitu rasio MVEBVD yang berpengaruh terhadap return saham, empat variabel lainnya tidak berpengaruh. Oleh karena itu, untuk penelitian berikutnya sebaiknya menambah variabel independen. Kelemahan lainnya adalah jumlah sampel serta periode penelitian terbatas. Tidak mengelompokkan sampel dengan kondisi keuangan yang sehat dan yang bermasalah untuk membedakan hasil pengujian, serta tidak menggunakan model prediksi *financial distress* yang lain sebagai pembanding.

Daftar Referensi

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
- Ardian, A., & Khoiruddin. M. (2014). Pengaruh Analisis Kebangkrutan Model Altman terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur. *Management Analysis Journal*, 1(3).
- Bezhanishvili, T., & Henderson, S. (2009). Firm's Financial Health and its Impact on SEO Announcement Effects. *Journal Financial Management*.
- Djumahir. (2007). Pengaruh Variabel-variabel Mikro dan Variabel-variabel Makro terhadap *Financial Distress* Pada Perusahaan Industri Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 5(3), 484 - 492.
- Emrinaldi, N. (2007). Analisis Pengaruh Praktek Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*) Terhadap Kesulitan Keuangan

- Perusahaan (*Financial Distress*): Suatu Kajian Empiris. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 9(1), 88-108.
- Endri. (2009). Prediksi Kebangkrutan Bank Untuk Menghadapi dan Mengelola Perubahan Lingkungan Bisni : Analisis Model Altman Z-score. *Jurnal ABFI*, 2.
- Fidhayatin, S. K., & Dewi, N. (2012). Analisis Nilai Perusahaan, Kinerja Perusahaan Dan Kesempatan Bertumbuh Perusahaan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di BEI. *The Indonesian Accounting Review*, 2(2), 203 – 214.
- Irsyad, N. (2012). Peranan Analisis Metode Z-Score dalam Memprediksi Kebangkrutan Suatu Perusahaan dan Kaitannya Terhadap Harga Saham (Studi pada Perusahaan Perbankan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Universitas Siliwangi*.
- Luciana. S. A. (2003). Analisis Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 7(2), 183-210.
- Luciana, S, A. (2004). Analisis Faktor –Faktor yang Mempengaruhi Kondisi Financial Distress Suatu Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7(1), 1 – 22.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26, 184-199.
- Platt, H. D., & Platt, M.B. (2006). Understanding Differences between Financial Distress and Bankruptcy. *Review of Applied Economics*, 2(2), 141 – 157.
- Prasetyo, G. R., & Astri, F. (2014). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Harga Saham. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(4).
- Purnomo, P. (2014). Analisis pengaruh Tingkat Prediksi Financial Distress Terhadap Imbal Hasil Saham pada Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal OE*, 6(3).
- Rudianto. (2009). *Akuntansi Manajemen: Informasi Untuk Pengambilan Keputusan Strategis*. Jakarta: PT Gelora Aksara Pratama.
- Sukmawati, N. M. D., Adiputra, I. M. P., & Darmawan, N. A. S. (2014). *e-Journal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha*, 2(1).
- Sumani. (2019). The Structure of Good Corporate Governance And Financial Indicators as Predictor of Financial Distress in Mining Sector Company in Indonesia. *Research in Business and Management*, 6(1), 1-12.
- Tirapat, S., & Nittayagasetwat, A. (1999). Investigation of Thai Listed Firms, Financial Distress Using Macro and Micro Variabels. *Multinational Finance Journal*, 3(2), 103– 125.
- Wahyu, W., & Doddy, S. (2009). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Otomotif. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(2), 107 – 119.
- Wardani, R. (2006). Mekanisme Corporate Governance Dalam Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 4(1), 95 – 114.
- Whiteker, R. B. (1999). The Early Stage of Financial Distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123 – 133.