

PENGARUH *FINANCIAL DISTRESS* TERHADAP RETURN SAHAM (STUDI PADA PERUSAHAAN SUBSEKTOR BATUBARA DI BURSA EFEK INDONESIA)

SURAMAYA SUCI KEWAL¹

suramaya@ukmc.ac.id

VALLENTLIY²

vallentliy12@gmail.com

SILVIA ANGGRAINI³

slv11anggraini@gmail.com

DOI :

ABSTRACT

This study aims to determine whether there is an effect of a sector's Financial Distress using the Altman Z-Score method on stock returns. The independent variables used in this study are Working Capital to Total Assets (WCTA), Retained Earning to Total Assets (RETA), Earning before Interest and Taxes to Total Assets (EBITTA), Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities (MVEBTL), Sales to Total Assets (STA) and Altman Z-Score. While the dependent variable in this study is stock returns. The data collection method in this study used purposive sampling on coal companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2014-2017 period. The total sample used in this study were 18 coal companies. The data analysis method used multiple linear regression analysis. Hypothesis testing using the t test with a significance level of 5%. The results showed that WCTA, EBITTA, MVEBTL, STA, and the Altman Z-Score Category had a positive effect on stock returns, while RETA had a negative effect on stock returns.

Keywords : *Altman Z-Score, financial distress, stock returns*

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *Financial Distress* suatu sektor menggunakan metode Altman Z-Score terhadap return saham. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Working Capital to Total Assets* (WCTA), *Retained Earning to Total Assets* (RETA), *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* (EBITTA), *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* (MVEBTL), *Sales to Total Assets* (STA) dan Altman Z-Score. Sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu return saham. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* pada perusahaan batubara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2017. Total sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 18 perusahaan batubara. Metode analisis data menggunakan analisis regresi linear berganda. Pengujian hipotesis menggunakan uji t dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil penelitian menunjukkan WCTA, EBITTA, MVEBTL, STA, dan Kategori Altman Z-Score berpengaruh positif terhadap return saham, sedangkan RETA berpengaruh negatif terhadap return saham.

Kata kunci : *Altman Z-Score, financial distress, return saham*

PENDAHULUAN

¹ Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis Manajemen Universitas Katolik Musi Charitas

² Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis Manajemen Universitas Katolik Musi Charitas

³ Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis Manajemen Universitas Katolik Musi Charitas

Setiap perusahaan yang didirikan mempunyai harapan akan menghasilkan profit guna mempertahankan dan berkembang untuk waktu jangka panjang dalam persaingan yang tinggi di masa sekarang. Namun, pada kenyataannya mewujudkan hal tersebut tidak semudah yang dipikirkan dimana perusahaan dapat mengalami *financial distress* yang dapat berujung pada kebangkrutan. Kebangkrutan akan sangat berakibat fatal jika tidak terdeteksi. Hal ini dapat berdampak negatif bagi semua pihak, baik internal maupun eksternal. Jika kebangkrutan dapat terdeteksi terlebih dahulu maka perusahaan akan segera melakukan langkah pencegahan melalui pembaharuan kebijakan perusahaan dan pemberlakuan strategi baru.

Laporan keuangan yang dibuat dan diterbitkan oleh perusahaan mempunyai peranan penting karena pada laporan tersebut menggambarkan informasi kinerja keuangan perusahaan yang dihasilkan dalam jangka waktu satu tahun. Laporan keuangan tersebut sangat dibutuhkan oleh para investor. Hasil kinerja keuangan yang ditunjukkan dengan laporan rugi perusahaan dan rasio keuangan yang tidak baik mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut sedang mengalami kesulitan uang (*financial distress*). Adanya *financial distress* ini artinya keadaan kesulitan keuangan atau likuiditas yang mungkin merupakan awal dari terjadinya kebangkrutan (Gamayuni, 2011)

Saat ini perusahaan yang *go public* memanfaatkan adanya pasar modal sebagai sarana untuk mendapat dana tambahan atau alternatif pembiayaan. Adanya pasar modal dapat dijadikan sebagai alat untuk merefleksikan kinerja dan kondisi keuangan perusahaan. Pasar akan merespon positif melalui peningkatan harga saham perusahaan jika kondisi keuangan dan kinerja perusahaan bagus. Para investor dan kreditur sebelum menanamkan dananya pada perusahaan akan selalu melihat terlebih dahulu kondisi keuangan perusahaan tersebut. Oleh karena itu, analisis dan prediksi atas kondisi keuangan suatu perusahaan adalah sangat penting. (Syamsul dan Atika, 2010)

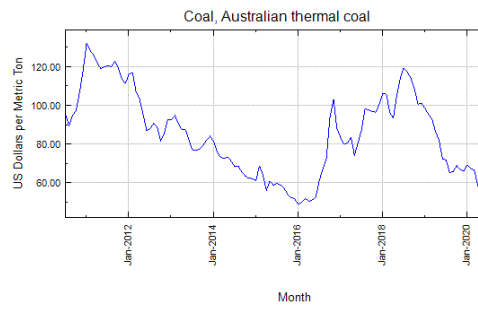
Indonesia merupakan salah satu Negara yang kaya akan sumber daya alam dan mineral. Indonesia menempati urutan kelima sebagai Negara produsen batubara dunia terbesar (www.sourcewatch.org). Hasil tersebut membuktikan Indonesia merupakan salah satu Negara penting dalam bidang pertambangan. Produk pertambangan terutama batu bara memberikan kontribusi berupa ekspor dan PDB. (Arief, 2019)

Namun, kinerja perusahaan batu bara di Indonesia sedang mengalami penurunan yang cukup signifikan. Hal ini diawali dengan adanya penurunan harga batu bara di sepanjang tahun 2011 sampai dengan awal 2017. Hal ini dapat dilihat dari Gambar 1 dimana harga batu bara berdasarkan Australian thermal coal.

Perusahaan-perusahaan batu bara juga menunjukkan penurunan kinerja keuangan. Laba PT. Adaro Energy Tbk (ADRO) yang merupakan produsen batu bara terbesar di Indonesia pada tahun 2014 turun 18,86% dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya. Kerugian juga dialami PT. Bayan Resources Tbk (BYAN) yaitu laba tahun 2014 menurun sebesar 246,95% dari tahun sebelumnya. Dengan kata lain, harga saham perusahaan-perusahaan batu bara yang listing di BEI ikut anjlok. (<https://macroeconomicdashboard.feb.ugm.ac.id>)

Gambar 1

Pergerakan Harga Batu Bara (Australian Thermal Coal)



Sumber : www.sahamok.com, 2019

Return saham dapat mencerminkan nilai dan kinerja suatu perusahaan. Tingkat laba yang tinggi dan tercapainya target perusahaan maka semakin tinggi pula tingkat pengembaliannya (return). Tingkat pengembalian yang tinggi akan menjadi suatu alasan bagi investor dalam melakukan investasi dan mendorong investor untuk melakukan investasi lebih besar dari sebelumnya sehingga akan meningkatkan harga saham. (Pratama, 2018)

Jika perusahaan dalam kondisi bangkrut atau mengalami kesulitan keuangan maka para investor tidak akan mendapatkan laba atau keuntungan. Hal ini akan mengakibatkan para investor akan mengalihkan investasinya ke perusahaan lain. Dalam kondisi ini maka diperlukan keputusan untuk melakukan pencegahan atau persiapan dalam langkah perbaikan kinerja melalui langkah-langkah yang tepat dan cepat demi peningkatan nilai perusahaan di masa depan.

Kebangkrutan adalah kondisi dimana perusahaan tidak mampu lagi untuk melunasi kewajibannya. Kondisi ini tidak muncul begitu saja namun ada indikasi awal dari analisis laporan keuangan perusahaan (Prihadi, 2011). Analisis terhadap prediksi kebangkrutan suatu perusahaan dapat dilakukan dengan berbagai metode salah satunya metode Altman Z-Score. Menurut Hadi, et all (2008) Metode Altman Z-Score terbukti dapat memprediksi kondisi kesulitan keuangan perusahaan (*financial distress* dengan tingkat keakuratan prediksi berkisar 90%-95%. Pada penelitian yang dilakukan oleh Hadi, et all (2008) menemukan bahwa prediksi Altman merupakan predictor terbaik diantara ketiga predictor yang digunakan sebagai analisis yaitu metode Model Altman Z-Score, Model Zmijewski X-Score, dan Model Springate S-Score. Model Altman Z-Score menggunakan lima rasio keuangan yaitu X1 (modal kerja terhadap total aset), X2 (Laba ditahan terhadap total aset), X3 (Laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset), X4 (nilai pasar saham biasa dan preferen terhadap total utang), X5 (penjualan terhadap total aset).

Kurniawan (2018) melakukan penelitian terhadap perusahaan batubara menggunakan metode Altman dalam memprediksi kebangkrutan dan pengaruhnya terhadap return saham menyimpulkan bahwa metode Altman berpengaruh positif terhadap return saham. Penelitian Marcelina (2014) dengan judul "Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Z-Score Dan Pengaruhnya Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Transportasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008 – 2012" menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara analisis kebangkrutan metode Altman Z-Score dengan return saham. Nafianto (2011) melakukan penelitian mengenai pengaruh Kebangkrutan Model Altman Terhadap Return Saham pada Perusahaan *Plastic and Glass Product* memperoleh hasil bahwa variabel *Working Capital to Total Assets* dan variabel *Retained Earning to Total Assets* berpengaruh signifikan terhadap return saham sedangkan variabel *Earning before Interest and Taxes to Total Assets*, variabel *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* dan variabel *Sales to Total Assets* tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Berdasarkan latar belakang yang sudah dipaparkan maka peneliti tertarik untuk meneliti tentang hubungan prediksi kebangkrutan dengan return saham. Perbedaan penelitian ini dibandingkan penelitian terdahulu terletak pada pengukuran return saham. Penelitian ini menggunakan pengukuran *continuously compounded return*. Tandelilin (2010:527) mengatakan bahwa menggunakan *continuously compounded return* dapat mengurangi efek *outliers* sehingga return cenderung berdistribusi normal. *Continuously compounded return* juga lebih konsisten dengan waktu kalender daripada waktu perdagangan.

TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Signalling Theory

Ross (1977) dalam Komara (2019) menjelaskan bahwa signaling terkait dengan pilihan aktivitas oleh manajer. *Signalling theory* menyatakan bahwa manajer atau perusahaan secara kualitatif memiliki informasi yang lebih dibandingkan dengan pihak luar dan mereka menggunakan ukuran atau fasilitas tertentu untuk menunjukkan kinerja perusahaannya. Setidaknya ada empat jenis teori sinyal yang dikenal dalam literatur keuangan, yaitu : 1) *model signal maturity options debt*, 2) *the company's investment signal model*, 3) *signal model financial structure*, dan 4) *the dividend signal model*. Setiap model memiliki konsekuensi tersendiri bagi manajer dan pemegang saham (investor) atau pemegang kas. Pemegang saham atau investor harus memiliki pemahaman dalam menilai kemungkinan sinyal yang diberikan oleh manajer. Jika pemegang saham atau investor tidak berusaha mencari informasi terkait sinyal tersebut, mereka tidak akan bisa mendapatkan keuntungan. Jadi, semua sinyal terkait nilai perusahaan harus diperiksa dengan teliti.

Financial Distress

Kegagalan keuangan (*Financial distress*) merupakan kondisi keuangan perusahaan dalam keadaan tidak sehat atau krisis karena mempunyai makna kesulitan dana, baik dalam kas maupun modal kerja (Andriawan, 2016). Kesulitan untuk memenuhi kewajibannya ini terutama disebabkan oleh menurunnya tingkat pendapatan perusahaan, arus kas negatif yang akan berpengaruh pada penurunan harga ekuitas perusahaan, pemberhentian tenaga kerja, menghilangkan pembayaran dividen, serta mengakibatkan adanya tuntutan kepailitan dari pihak kreditor. *Financial Distress* terjadi karena perusahaan tidak mampu mengelola dan menjaga kestabilan kinerja keuangan perusahaan tersebut. *Financial distress* terjadi sebelum kebangkrutan. Model *Financial Distress* perlu dikembangkan dengan baik, karena dengan mengetahui kondisi *financial distress* perusahaan sejak dini diharapkan dapat melakukan tindakan-tindakan untuk mengantisipasi hal-hal yang dapat berdampak pada kebangkrutan.

Kebangkrutan

Kebangkrutan merupakan kondisi dimana perusahaan tidak mampu lagi untuk melunasi kewajibannya. Kebangkrutan adalah kondisi dimana sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) dan tidak mampu mengoperasikan perusahaan dengan baik (Prihadi, 2008 dalam Wibowo, 2015). Memprediksi kebangkrutan bertujuan untuk memberikan petunjuk bagi pihak yang berkepentingan mengenai kinerja keuangan perusahaan apakah mengalami kesulitan keuangan atau tidak dimasa yang akan datang. Semakin awal mengetahui adanya tanda-tanda kebangkrutan, maka semakin baik bagi pihak manajemen karena bisa melakukan perbaikan-perbaikan. Pihak kreditor dan pihak pemegang saham bisa melakukan persiapan untuk mengatasi berbagai kemungkinan yang buruk. (Hanafi, 2014 dalam Kurniawan, 2018).

Metode Altman Z-Score

Analisis Altman Z-score merupakan teknik statistik analisis diskriminan yang dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Analisis diskriminan ini adalah teknik statistik yang mengidentifikasi beberapa macam rasio penting dalam mempengaruhi suatu kejadian, kemudian mengembangkannya pada suatu model dengan tujuan untuk memudahkan menarik kesimpulan dari suatu kejadian. Metode Altman Z-Score adalah metode untuk memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan menggunakan perhitungan rasio keuangan (Supardi, 2003 dalam Kurniawan, 2018). Penerapan analisis rasio menggunakan metode ini bersifat terpisah dikarenakan setiap rasio diuji terpisah. Berikut rumus dari metode altman z-score :

$$Z = 1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 1,0 X5$$

Keterangan

Z = Indeks Kebangkrutan

X1 = Modal Kerja (Aktiva lancar – Hutang Lancar) / Total Aktiva

X2 = Laba Ditahan / Total Aktiva

X3 = Laba Sebelum Bunga dan Pajak / Total Aktiva

X4 = Nilai Pasar Saham Biasa dan Saham Preferen / Nilai Buku Total Hutang

X5 = Penjualan / Total Aktiva

Perusahaan-perusahaan yang diteliti akan dikategorikan menjadi 3 golongan yaitu perusahaan yang tidak bangkrut, perusahaan yang termasuk rawan dan perusahaan yang berpotensi bangkrut (Hanafi, 2014: 657). Penggolongan ini berdasarkan nilai Z yang merupakan indeks keseluruhan dari fungsi *multiple discriminant analysis* dengan kriteria penilaian sebagai berikut :

1. Z-Score > 2,99 dikategorikan sebagai perusahaan yang sangat sehat sehingga dapat dikategorikan dalam perusahaan tidak bangkrut.
2. 1,81 < Z-Score < 2,99 berada di daerah rawan dimana perusahaan tersebut tidak dapat ditentukan apakah termasuk perusahaan yang bangkrut atau tidak.
3. Z-Score < 1,81 dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki kesulitan keuangan yang sangat besar dan berisiko bangkrut.

Return Saham

Komponen return saham terdiri dari : (Tandelilin, 2010:102)

1. *Capital Gain (Loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu saham yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. *Capital gain* juga merupakan hasil yang diperoleh dari selisih antara harga pembelian dengan harga penjualan. Jika harga pembelian lebih kecil daripada harga penjualan maka investor dikatakan memperoleh *capital gain*, begitu pula sebaliknya apabila harga pembelian lebih besar daripada harga penjualan maka investor mengalami *capital loss*. Maka *capital gain* dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{Capital Gain (Loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan

P_t = Harga saham periode sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya.

2. *Yield* merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi saham. *Yield* juga merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi, dan untuk saham biasa dimana pembayaran periodik sebesar D_t rupiah per lembar, maka yield dapat dituliskan sebagai berikut :

$$\text{Yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya.

Metode Pengukuran Return

Terdapat sejumlah cara untuk mengukur return (Tandelilin, 2010:526-528) :

1. *Discrete Return versus Continuously Compounded Returns*

Continuously Compounded Returns biasanya menghasilkan nilai return yang lebih rendah daripada *Discrete Return*, kecuali dalam kasus return sama dengan nol. Hal ini disebabkan oleh berkurangnya efek peluar (*outlier*) sehingga return cenderung berdistribusi normal. Asumsi normalitas sangat diperlukan dari perspektif teoritis karena asumsi tersebut mendasari penurunan (*deviation*) MPAK. *Continuously Compounded Returns* lebih konsisten dengan waktu kalender daripada waktu perdagangan. *Continuously Compounded Returns* lebih banyak dipilih dan dipakai daripada *Discrete Return*.

2. *Raw Return versus Excess Return*

Raw return merupakan return periodik yang belum disesuaikan dengan return aset-aset lain yang menjadi *benchmark*. Penyesuaian yang dilakukan adalah mengurangi *raw return* dengan return bebas risiko. Return yang diperoleh dari penyesuaian tersebut dinamakan *excess return*.

3. *Nominal Return versus Real Return*

Nominal return adalah return yang belum disesuaikan terhadap harapan adanya inflasi (*inflationary expectation*). *Real return* atau return yang telah disesuaikan dengan perkiraan inflasi juga diperlukan dalam penerapan tertentu.

Tabel 1
Metode Pengukuran Return

| Perhitungan Return |
|---|
| Raw Return: |
| 1. <i>Discrete Return</i> (DR _t) |
| $DR_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$ |
| 2. <i>Continuously Compounded Returns</i> (CCR _t) |
| $CCR_t = \ln(1 + R_t)$ |
| Excess Return: |
| 1. <i>Discrete Excess Return</i> (DER _t) |
| $DER_t = DR_t - Rf_t$ |
| 2. <i>Continuously Compounded Excess Returns</i> (CCER _t) |
| $CCER_t = CCR_t - Rf_t$ |
| R _f = tingkat bunga bebas risiko (SBI) |
| Real Return: |
| 1. <i>Discrete Real Return</i> (DRR _t) |
| $DRR_t = \frac{1 + DR_t}{1 + r} - 1$ |
| 2. <i>Continuously Compounded Real Returns</i> (CCRRT) |
| $CCRRT = \frac{1 + CCR_t}{1 + r} - 1$ |
| r = tingkat inflasi |

Sumber : Tandelilin, 2010

Faktor yang Mempengaruhi Return Saham

Faktor yang mempengaruhi return saham terdiri dari dua kategori yaitu (Samsul, 2008 dalam Purnomo, 2014) :

1. Faktor makro adalah faktor yang meliputi dari luar perusahaan, meliputi :
 - a. Faktor makro ekonomi yang meliputi tingkat bunga umum domestik, tingkat inflasi, kurs valuta asing, dan kondisi ekonomi internasional.
 - b. Faktor makro non ekonomi yang meliputi peristiwa politik dalam negeri, peristiwa politik di luar negeri, peperangan, demonstrasi masa, dan kasus lingkungan hidup.
2. Faktor mikro adalah faktor yang berada didalam perusahaan itu sendiri, meliputi :
 - a. Labar bersih per saham
 - b. Nilai buku per saham
 - c. Rasio utang terhadap ekuitas
 - d. Rasio keuangan lainnya

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Working Capital to Total Assets* terhadap Return Saham

Rasio ini menunjukkan kemampuan likuiditas perusahaan yang dapat menunjukkan kondisi keuangan internal perusahaan. Rasio modal merupakan rasio untuk mengukur aktiva lancar bersih perusahaan. Semakin tinggi rasio ini maka semakin besar kecukupan kas, yang berarti dapat menutup kewajiban perusahaan, maka kinerja keuangan yang baik akan membuat risiko kebangkrutan semakin kecil. Kinerja perusahaan yang baik ditunjukkan oleh peningkatan laba perusahaan yang akan diikuti oleh minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan karena investor beranggapan perusahaan dapat memberikan return saham atas modal yang ditanamkannya. Menurut Nugroho (2012), modal kerja yang negatif kemungkinan besar akan menghadapi masalah dalam menutup kewajiban jangka pendek karena tidak tersedianya aktiva lancar sehingga return saham akan turun. Warsono (2010) menyatakan bahwa rasio *Working Capital to Total Assets* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : Rasio *Working Capital to Total Assets* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

Pengaruh *Retained Earning to Total Assets* terhadap Return Saham

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba yang ditahan. Semakin kecil rasio menunjukkan penurunan laba ditahan. Adanya penurunan berakibat perusahaan harus mencari dana dari luar perusahaan sehingga akan meningkatkan beban hutang dan juga meningkatkan risiko kebangkrutan. Rasio yang kecil juga berarti perusahaan tidak efektif dalam menggunakan aktiva untuk mendapatkan laba ditahan. Sedangkan rasio yang tinggi mengindikasikan peningkatan laba ditahan atas penggunaan aktiva yang dapat digunakan untuk pembayaran hutang, melakukan investasi sehingga risiko kebangkrutan akan menurun. Hasil penelitian Ali Nurdin (2015) menyatakan bahwa rasio *Retained Earning to Total Assets* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Berdasarkan uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : Rasio *Retained Earning to Total Assets* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

Pengaruh *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* terhadap Return Saham

Rasio ini menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva dalam menghasilkan laba. Rasio yang tinggi menunjukkan bahwa pendapatan operasional meningkat, menurunnya biaya-biaya atas penggunaan aktiva serta meningkatnya pendapatan atas kenaikan aktiva lancar. Kondisi ini menunjukkan kinerja usaha manajemen yang baik sehingga potensi kebangkrutan semakin kecil. Dengan nilai rasio ini yang tinggi mengindikasikan bahwa para investor memiliki kesempatan untuk memperoleh return saham dari laba perusahaan. Kadim (2018) menyatakan bahwa *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Berdasarkan uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H₃ : *Rasio Earning before Interest and Taxes to Total Assets* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham

Pengaruh *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* terhadap *Return Saham*

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan hutang. Semakin besar rasio ini mengindikasikan rendahnya beban penjualan sehingga meningkatkan pendapatan atas penjualan sehingga risiko kebangkrutan akan semakin kecil. Perusahaan yang memiliki nilai rasio yang tinggi umumnya akan menarik minat investor untuk melakukan investasi pada perusahaan dikarenakan perusahaan dianggap memiliki kinerja yang baik sehingga perusahaan mampu membagikan *return* saham untuk investor. Menurut Kadim (2018) Rasio *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* berpengaruh terhadap *return* saham. Berdasarkan uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H₄ : *Rasio Market Value of Equity of Total Liabilities* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

Pengaruh *Sales to Total Assets* terhadap *Return Saham*

Rasio yang mengukur kemampuan dana perusahaan yang tertanam dalam keseluruhan aktiva dalam satu periode. Semakin tinggi rasio mengindikasikan bahwa aset yang dimiliki perusahaan mampu menciptakan penjualan sehingga perusahaan dapat memperoleh laba dan memperkecil risiko kebangkrutan. Para investor dalam memutuskan menginvestasikan dananya mempertimbangkan tingginya laba yang diperoleh perusahaan sehingga perusahaan juga dapat membagikan *return* saham dari laba yang diperolehnya. Kadim (2018) dalam penelitiannya mendapatkan hasil bahwa *Sales to Total Assets* berpengaruh terhadap *return* saham. Berdasarkan uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H₅ : *Rasio Sales to Total Asset* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

Pengaruh Altman Z-Score terhadap *Return Saham*

Kondisi keuangan perusahaan merupakan gambaran dari keadaan perusahaan. Gambaran ini diperoleh melalui laporan keuangan yang dibuat oleh perusahaan sebagai sarana pertanggungjawaban atas kegiatan yang telah dilaksanakan dalam periode tertentu. Agar perusahaan tetap berjalan dengan baik dan dapat berkembang maka perusahaan perlu melakukan analisis prediksi kebangkrutan untuk menilai bagaimana perusahaan mereka pada masa sekarang dan di masa yang akan mendatang. Informasi prediksi kebangkrutan sangat penting karena akan memberikan keuntungan banyak pihak, terutama kreditur dan investor. Metode kebangkrutan telah dikembangkan oleh para peneliti terdahulu untuk mengetahui tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan. Para peneliti ini seperti metode Altman (1968), Springate (1978), dan Zmijewski (1983). Dari beberapa metode yang telah disebutkan, peneliti disini akan menggunakan metode Altman Z-Score. Metode ini dipilih karena tingkat

keakuratan metode ini paling tinggi dibanding dua metode lainnya yaitu sebesar 90%-95%. (Hadi, et all 2008). Reinaldi et all (2019) menemukan hasil penelitian bahwa Altman Z-Score perusahaan berpengaruh positif terhadap imbal balik saham yang berarti ketika suatu perusahaan semakin mendekati kondisi kesulitan keuangan, maka imbal balik saham yang didapatkan akan semakin rendah. Purnomo (2014) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa tingkat prediksi kebangkrutan memiliki hubungan signifikan positif terhadap return saham. Berdasarkan uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :
 H_6 : Prediksi kebangkrutan Altman Z-Score berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan batubara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah studi kausal untuk melihat pengaruh antara variabel *Working Capital to Total Assets* (X1), *Retained Earning to Total Assets* (X2), *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* (X3), *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* (X4), *Sales to Total Assets* (X5) dan Altman Z –Score (X6) terhadap return saham (Y).

Ukuran Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan Sektor Pertambangan dengan Sub Sektor Batu Bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. Kriteria yang ditentukan untuk penentuan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan yang terdaftar dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara rutin di Bursa Efek Indonesia dalam periode 2013-2017.
2. Emiten yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia.
3. Tidak ada *Corporate Action* dalam jangka waktu 2013-2017.

Berdasarkan populasi penelitian di atas, maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan batubara yang memenuhi kriteria pada tabel di atas yaitu sebanyak 18 perusahaan.

Jenis Data Penelitian

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder adalah data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data Sugiyono (2010) dalam Wibow (2015). Pada penelitian ini data yang diambil adalah data yang telah dipublikasikan oleh perusahaan pertambangan batubara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut berupa laporan keuangan tahunan dan diperoleh dari www.idx.co.id.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini adalah dokumentasi. Metode ini dilakukan dengan cara melihat dan mempelajari dokumen-dokumen serta mencatat data tertulis yang ada hubungannya dengan objek penelitian. Metode dokumentasi pada penelitian ini adalah mengumpulkan data laporan keuangan perusahaan pertambangan batubara di Bursa Efek Indonesia yang dapat diperoleh pada website www.idx.co.id. Metode studi pustaka juga diterapkan oleh peneliti yaitu metode yang digunakan untuk memahami literatur-literatur yang memuat pembahasan yang berkaitan dengan penelitian dan juga pengumpulan data dengan membaca buku dan sumber bacaan yang relevan.

Variabel dan Pengukurannya

Pada penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah: *Working Capital to Total Assets* (X1), *Retained Earning to Total Assets* (X2), *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* (X3), *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* (X4), *Sales to Total Assets* (X5), Altman Z –Score (X6). Sedangkan yang menjadi variabel dependen adalah return saham (Y).

Tabel 2
Definisi Operasional Variabel

| Variabel | Definisi | Pengukuran | Skala |
|--|---|--|-------|
| X1 (<i>Working Capital to Total Assets</i>) | Digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan untuk mengukur tingkat likuiditas aktiva perusahaan. | $\frac{\text{Modal Kerja}}{\text{Total Aktiva}}$ | Rasio |
| X2 (<i>Retained Earning to Total Assets</i>) | Merupakan pengukuran laba ditahan perusahaan yang mencerminkan usia perusahaan serta kekuatan pendapatan perusahaan. | $\frac{\text{Laba Ditahan}}{\text{Total Aktiva}}$ | Rasio |
| X3 (<i>Earning before Interest and Taxes to Total Assets</i>) | Untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktiva yang digunakan atau ukuran produktivitas aset perusahaan. | $\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aktiva}}$ | Rasio |
| X4 (<i>Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities</i>) | Digunakan untuk menggambarkan solvabilitas yang berupa kemampuan finansial jangka panjang dan untuk mengetahui besarnya modal perusahaan yang digunakan untuk menanggung beban hutang | Nilai Pasar Saham Biasa dan Saham Preferen / Nilai Buku Total Hutang | Rasio |
| X5 (<i>Sales to Total Assets</i>) | Berfungsi untuk mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan aktiva untuk menghasilkan penjualan dan menggambarkan tingkat perputaran seluruh aktiva perusahaan. | $\frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}}$ | Rasio |

| | | | |
|----------------------------------|--|---|---------|
| X6 Kategori Altman Z-Score | Untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan menggunakan perhitungan rasio keuangan dengan kategori sehat, abu-abu, dan bangkrut | $Z=1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$ | Nominal |
| Y Return saham | Diartikan sebagai penghasilan yang diperoleh selama periode investasi per sejumlah dana yang diinvestasikan dalam bentuk saham | $\frac{Pt - Pt_{-1}}{Pt_{-1}}$ | Rasio |

Z-Score yang dihasilkan dari formula tersebut akan mengelompokkan perusahaan dalam tiga kategori sebagai berikut :

- Z- Score > 2,99 dikategorikan sebagai perusahaan yang sangat sehat sehingga tidak mengalami kesulitan keuangan
- 1,81 < Z – Score < 2,99 berada di daerah abu-abu sehingga dikategorikan perusahaan yang memiliki kesulitan keuangan, namun kemungkinan terselamatkan dan kemungkinan bangkrut sama besarnya tergantung dari keputusan kebijaksanaan manajemen perusahaan sebagai pengambil keputusan.
- Z – Score < 1,81 dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki kesulitan keuangan yang sangat besar dan berisiko tinggi sehingga kemungkinan bangkrutnya sangat besar

TEKNIK ANALISA DATA

Teknik analisa data yang digunakan pada penelitian ini adalah menggunakan regresi linier berganda dengan rumus sebagai berikut :

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + e$$

Keterangan :

- a : konstanta
- b₁, b₂,..., b₆ : koefisien masing-masing variabel independen
- X₁ : *Working Capital to Total Assets*
- X₂ : *Retained Eraning to Total Assets*
- X₃ : *Earning before Interest and Taxes to Total Assets*
- X₄ : *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities*
- X₅ : *Sales to Total Assets*
- X₆ : Kategori Altman Z-Score
- Y : Return Saham
- e : residual

Pengujian hipotesis menggunakan uji-t dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Sebelum melakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari :

Uji normalitas residual

Uji normalitas residual menggunakan program SPSS yaitu uji Kolmogorov Smirnov Test, dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut :

- Nilai signifikasi ≤ 0,05 maka residual tidak terdistribusi normal
- Nilai signifikasi > 0,05 maka residual terdistribusi normal

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilihat dari nilai tolerance dan Variance Inflation Factor (VIF), dengan kriteria sebagai berikut :

- a. Jika nilai tolerance lebih dari 0,10 dan VIF lebih kecil dari 0,10, maka variabel bebas tersebut tidak memiliki multikolinieritas yang serius dengan variabel bebas lainnya.
- b. Jika nilai tolerance lebih kecil dari 0,10 sedangkan nilai VIF lebih besar dari 0,10, maka variabel independen memiliki multikolinearitas yang serius dengan variabel bebas lainnya.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menggunakan uji Run Test, dengan kriteria :

- a. Nilai signifikansi $\leq 0,05$ maka terjadi autokorelasi
- b. Nilai signifikansi $> 0,05$ maka tidak terjadi autokorelasi

Uji Heteroskedastisitas

Pengujian menggunakan uji Glejser dengan kriteria :

- a. Jika nilai signifikansi (Sig) $> 0,05$: tidak terjadi heteroskedastisitas
- b. Jika nilai signifikansi (Sig) $< 0,05$: terjadi heteroskedastisitas

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel, maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 18 perusahaan selama 4 tahun yaitu dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2017. Data yang terkumpul untuk diolah sebanyak 72 sampel.

Tabel 3
Statistik Deskriptif

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Standar Deviasi |
|--|----|---------|---------|--------|-----------------|
| <i>Working Capital to Total Assets</i> | 72 | -0,906 | 1,453 | 0,115 | 0,28175 |
| <i>Retained Earning to Total Assets</i> | 72 | -1,060 | 0,989 | 0,128 | 0,30145 |
| <i>Earning before Interest and Taxes to Total Assets</i> | 72 | -0,601 | 0,531 | 0,045 | 0,14973 |
| <i>Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities</i> | 72 | -1,805 | 9,225 | 1,181 | 2,19792 |
| <i>Sales to Total Assets</i> | 72 | -1,286 | 1,868 | 0,322 | 0,75486 |
| Kategori Altman Z-Score | 72 | 1,00 | 3,00 | 2,194 | 0,89818 |
| Return Saham | 72 | -1,27 | 1,23 | 0,1916 | 0,42758 |

Sumber : data sekunder diolah, 2019

Tabel 3 menunjukkan nilai-nilai dari setiap variabel penelitian. Dari kelima rasio terlihat bahwa rata-rata menunjukkan nilai yang positif. *Working Capital to Total Assets* rata-rata bernilai 0,115 yang artinya perusahaan memiliki kemampuan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya. *Retained Earning to Total Assets* memiliki nilai rata-rata 0,128 yang mengindikasikan perusahaan memiliki kemampuan dalam menghasilkan laba. *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* juga memiliki nilai positif yaitu sebesar 0,045 walaupun tidak terlalu tinggi tetapi perusahaan masih bisa menghasilkan laba dari kegiatan operasional. *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,181 yang artinya perusahaan memiliki kemampuan dalam memberikan jaminan kepada atas hutang perusahaan melalui modal sendiri. *Sales to Total Assets* memiliki nilai rata-rata 0,322 yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan penjualan dari penggunaan aset perusahaan. Kategori pada perhitungan Altman Z-Score menunjukkan nilai rata-rata 2,194 dimana berdasarkan kategori sehat atau tidak sehatnya perusahaan rata-rata perusahaan memiliki kesulitan keuangan, namun kemungkinan terselamatkan dan kemungkinan bangkrut sama besarnya tergantung dari keputusan kebijaksanaan manajemen perusahaan sebagai pengambil keputusan. Return saham dari perusahaan sampel menunjukkan rata-rata nilai return yang masih positif yaitu sebesar 0,1916.

Tabel 4
Pengujian Normalitas Residual

| | Unstandardized Residual |
|---------------------------|-------------------------|
| Asymp. Sig. (2 – tailed) | 0,919 |

Sumber : data diolah, 2019

Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian normalitas residual. Nilai signifikansi pada pengujian Kolmogorov Smirnov sebesar 0,099 (lebih besar dari 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa normalitas residual pada persamaan regresi sudah terdistribusi secara normal.

Tabel 5
Pengujian Multikolinieritas

| Variabel | VIF | Keterangan |
|-------------------------|-------|------------------------------------|
| X1 | 1,284 | Tidak ada gejala multikolinieritas |
| X2 | 1,686 | Tidak ada gejala multikolinieritas |
| X3 | 2,002 | Tidak ada gejala multikolinieritas |
| X4 | 2,735 | Tidak ada gejala multikolinieritas |
| X5 | 1,636 | Tidak ada gejala multikolinieritas |
| Kategori Altman Z-Score | 4,970 | Tidak ada gejala multikolinieritas |

Sumber : data diolah, 2019

Berdasarkan Tabel 5, hasil pengujian multikolinieritas menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel < 10 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gangguan multikolinieritas dalam penelitian ini.

Tabel 6
Pengujian Autokorelasi

| Unstandardized Residual |
|-------------------------|
|-------------------------|

Asymp. Sig. (2 – tailed) 0,476

Sumber : data diolah, 2019

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada Tabel 6 didapat nilai signifikansi run test adalah sebesar 0,476 (lebih besar dari 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah atau gejala autokorelasi.

Tabel 7
Pengujian Heteroskedastisitas

| Variabel | Sig. | Keterangan |
|-------------------------|-------------|--|
| X1 | 0,541 | Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas |
| X2 | 0,353 | Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas |
| X3 | 0,583 | Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas |
| X4 | 0,448 | Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas |
| X5 | 0,837 | Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas |
| Kategori Altman Z-Score | 0,077 | Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas |

Sumber : data diolah, 2019

Pada pengujian heteroskedastisitas di Tabel 7 menggunakan metode Glejser didapatkan hasil nilai signifikansi pada semua variabel $> 0,05$, sehingga berdasarkan data tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.

Hasil pengujian regresi berganda dan pengujian hipotesis penelitian. Persamaan regresi yang dihasilkan adalah : $Y = -0,436 + 0,371X_1 - 0,652X_2 + 1,047X_3 + 0,103X_4 + 0,134X_5 + 0,208X_6 + e$. Berdasarkan hasil pengolahan data, nilai signifikansi untuk WCTA (X_1) sebesar 0,035 dimana nilai signifikansi tersebut $< 0,05$ dan nilai beta bernilai positif sebesar 0,371 sehingga dapat disimpulkan H_1 diterima artinya *Working Capital to Total Asset* berpengaruh positif terhadap return saham. Nilai signifikansi untuk RETA (X_2) sebesar 0,001 dimana nilai signifikansi tersebut $< 0,05$ tetapi nilai beta bernilai negatif sebesar -0,652 sehingga dapat disimpulkan H_2 tidak terdukung artinya *Retained Earning to Total Assets* tidak berpengaruh positif terhadap return saham. Nilai signifikansi untuk EBITTA (X_3) sebesar 0,012 dimana nilai signifikansi tersebut $< 0,05$ dan nilai beta bernilai positif sebesar 1,047 sehingga dapat disimpulkan H_3 diterima artinya *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* berpengaruh positif terhadap return saham. Nilai signifikansi untuk MVEBTL (X_4) sebesar 0,002 dimana nilai signifikansi tersebut $< 0,05$ dan nilai beta bernilai positif sebesar 0,103 sehingga dapat disimpulkan *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* berpengaruh positif terhadap return saham. Nilai signifikansi untuk STA (X_5) sebesar 0,070 dimana nilai signifikansi tersebut $> 0,05$ dan nilai beta bernilai positif sebesar 0,134 sehingga dapat disimpulkan H_5 tidak terdukung artinya *Sales to Total Assets* tidak berpengaruh positif terhadap return saham. Pada variabel kategori Altman Z-Score (X_6) nilai signifikansi sebesar 0,055 dan nilai beta positif sebesar 0,208 sehingga dapat disimpulkan H_6 tidak terdukung artinya kategori Altman Z-Score tidak berpengaruh positif terhadap return saham.

Working Capital to Total Asset berpengaruh positif terhadap return saham. Hal ini berarti semakin meningkatnya nilai WCTA semakin meningkat return saham perusahaan. Meningkatnya nilai WCTA menandakan semakin besarnya tingkat proteksi kewajiban jangka pendek dan semakin besar kepastian bahwa utang jangka pendek akan dilunasi dengan tepat waktu yang artinya perusahaan dapat mengelola kewajibannya dan dampaknya perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Maka dari itu kinerja perusahaan yang baik ditunjukkan oleh peningkatan laba perusahaan yang akan diikuti oleh minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan karena investor beranggapan perusahaan dapat memberikan return saham atas modal yang ditanamkannya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Warsono (2010) menyatakan bahwa rasio *Working Capital to Total Assets* berpengaruh positif signifikan terhadap return saham.

Retained Earning to Total Assets tidak berpengaruh positif terhadap return saham tetapi beta memiliki arah yang negatif. Hal ini berarti semakin kecil nilai RETA maka semakin besar return saham perusahaan. Semakin kecil RETA maka menunjukkan penurunan laba ditahan dan mengindikasikan adanya pembagian dividen oleh perusahaan. Adanya peningkatan RETA bisa memberikan sinyal negatif bagi investor karena perusahaan tidak membagi laba perusahaan dalam bentuk dividen. Sukmawati et al (2014) menyatakan bahwa tidak hanya perusahaan yang mendapat laba bersih saja yang membagikan dividen, ada juga perusahaan yang laba bersihnya turun tetapi tetap membagi dividen karena dividen memiliki arti penting bagi investor. Hal ini juga menunjukkan bahwa manajemen perusahaan selalu menjaga likuiditas perusahaan, likuiditas perusahaan tidak terganggu walaupun perusahaan membagi dividen sehingga investor dalam berinvestasi saham cenderung tidak memperhatikan rasio ini. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Nurdin (2015) dalam penelitiannya menghasilkan rasio *Retained Earning to Total Assets* berpengaruh positif terhadap *return* saham tetapi hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kadim (2018) menyatakan bahwa rasio *Retained Earning to Total Assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham.

Earning before Interest and Taxes to Total Assets berpengaruh positif terhadap return saham. Hal ini berarti semakin tingginya nilai EBITTA maka semakin tinggi return saham perusahaan. Semakin tinggi nilai EBITTA menandakan bahwa perusahaan baik dari produktivitas untuk mengelola aktiva perusahaannya, kemampuan perusahaan dalam mengelola laba dari aktiva yang digunakan menandakan semakin baiknya keadaan keuangan perusahaan. Oleh karena itu dengan nilai EBITTA yang tinggi mengindikasikan bahwa para investor memiliki kesempatan untuk memperoleh return saham dari laba perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sukmawati et al (2014) dan Kadim (2018) menyatakan bahwa rasio *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities berpengaruh positif terhadap return saham. Hal ini berarti semakin tinggi nilai MVEBTL maka semakin tinggi return saham perusahaan. Semakin tinggi nilai MVEBTL mengindikasikan rendahnya beban penjualan sehingga meningkatkan pendapatan atas penjualan sehingga risiko *financial distress* akan semakin kecil. Perusahaan yang memiliki nilai MVEBTL yang tinggi umumnya akan menarik minat investor untuk melakukan investasi pada perusahaan dikarenakan perusahaan dianggap memiliki kinerja yang baik sehingga perusahaan mampu membagikan return saham untuk investor. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kadim (2018) menyatakan bahwa rasio *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Sales to Total Assets terbukti tidak berpengaruh positif terhadap return saham. Nilai *Sales to Total Assets* yang kecil menunjukkan ketidakefisienan manajemen dalam menggunakan aktiva perusahaan untuk menghasilkan penjualan dan mendapatkan laba. Rasio ini juga tidak menggambarkan bahwa semakin tinggi penjualan perusahaan maka semakin tinggi laba yang diperoleh karena biaya yang dikeluarkan perusahaan tidak tercermin dari rasio ini. Model Z-score yang dimodifikasi juga telah mengeliminasi rasio ini karena dianggap sangat bervariasi pada industri dengan ukuran aset yang berbeda-beda. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sukmawati et al (2014) dan Rifki (2015) yang menyatakan bahwa rasio *Sales to Total Assets* tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Kategori Altman Z-Score (Sehat, Abu, Bangkrut) tidak terbukti mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Informasi prediksi kebangkrutan sangat penting karena akan memberikan keuntungan banyak pihak, terutama kreditur dan investor, namun Barber dan Odeon (2009) dalam Sumani (2013) menemukan bahwa investor cenderung membeli saham yang sedang menjadi pusat perhatian pasar (*attention buying behavior*), tanpa menilai saham itu secara mendalam. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Marcelina (2014) menyatakan bahwa Kategori Altman Z-Score tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah disajikan, maka kesimpulan dari penelitian ini yaitu sebagai berikut: *Working Capital to Total Asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

1. *Retained Earning to Total Assets* tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.
2. *Earning before Interest and Taxes to Total Assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.
3. *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.
4. *Sales to Total Assets* tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.
5. Kategori Altman Z-Score tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah hanya menggunakan metode yang Altman Z-score dalam memprediksi kebangkrutan perusahaan dan hanya menggunakan variabel rasio keuangan di dalam model persamaan Altman Z-Score dalam mencari hubungan sebab akibat terhadap harga saham. Saran untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan dapat menggunakan metode lain dalam memprediksi tingkat kesehatan dan *financial distress* pada sebuah perusahaan seperti metode Springate (1978) dan Zmijewski (1984). Penelitian selanjutnya juga bisa memasukkan variabel independen lain dalam memprediksi return saham perusahaan seperti : ukuran perusahaan, biaya modal perusahaan, variabel makroekonomi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perilaku investor yang tercermin dari perubahan harga saham dipengaruhi oleh tingkat likuiditas perusahaan atau kecukupan kas terlihat dari rasio *Working Capital to Total Asset*, kemampuan perusahaan menghasilkan laba terlihat dari *Earning before Interest and Taxes to Total Assets*, dan peningkatan nilai kapitalisasi pasar perusahaan terlihat dari *Market Value of Equity to Book Value of Total Liabilities* sehingga bagi investor yang ingin mendapatkan keuntungan berupa *capital gain* pada investasi saham sebaiknya cermat dalam menganalisa ketiga variabel tersebut dan bagi perusahaan harus selalu menjaga kinerja manajemen perusahaan terkait ketiga rasio tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Andriawan, Nur Fadli dan Dantje Salean. 2016. Analisis Metode Altman Z-Score Sebagai Alat Prediksi Kebangkrutan dan Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal Ekonomi Akuntansi*, Vol 1 No 1, Hal 67 - 82
- Arief, Irvin Avriano. 2019. 2 Tambang Batubara RI Masuk 10 Besar Dunia. *CNBC Indonesia*. 28 April 2019. ([Http://www.cnbcindonesia.com](http://www.cnbcindonesia.com)). Diakses 16 September 2019.
- Bursa Efek Indonesia. 2019. *Laporan Keuangan Perusahaan Batubara*. ([Http://www.idx.com](http://www.idx.com)) . Diakses 16 September 2019.

- Gamayuni, Rindu Rika. 2011. Analisis Ketepatan Model Altman Sebagai Alat Untuk Memprediksi Kebangkrutan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 16 No 2. Hal 158-176.
- Hadi, et all. 2008. Pemilihan Prediktor Delisting Terbaik (Perbandingan Antara The Zmijewski Model, The Altman Model, dan The Springate Model). *Jurnal Akuntansi Auditing Indonesia*. Vol.12 No.2. Hal: 177 – 186.
- Hanafi. 2014. *Manajemen Keuangan*. Cetakan Ketujuh. BPFE. Yogyakarta.
- Kadim, Abdul, Nardi Kadim. 2018. Pengaruh Analisa Kesehatan dan Kebangkrutan dengan Pendekatan Altman Z-Score Terhadap Harga Saham Industri Konstruksi di Indonesia yang Listing di BEI Periode 2013-2017. *Jurnal Sekuritas (Saham, Ekonomi Keuangan, dan Investasi)*. Vol 1 No 4. Hal 52-65.
- Komara, Acep, Imam Ghozali, Indira Januarti. 2019. Examining The Firm Value Based on Signaling Theory. 1st International Conference on Accounting, Management and Entrepreneurship (ICAMER 2019). *Advances in Economics, Business and Management Research*. Vol. 123.
- Kurniawan, Pratama Gilang. 2018. Pengaruh Altman Z-Score dan Springate S-Score Sebagai Alat Prediksi Potensi Kebangkrutan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Batubara Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013 – 2015. Skripsi. Prodi Studi Akuntansi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Marcelina, Tri Ayu. 2014. Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Z-Score dan Pengaruhnya Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Transportasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 – 2012. *e-proceeding of management*. Vol 1 No 3.
- Purnomo, Priyo. 2014. Analisis Pengaruh Tingkat Prediksi Financial Distress Terhadap Imbal Hasil Saham Pada Sektor Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal OE*. Vol VI No 3. Hal 377 – 394
- Reinaldi, Andre, et all. 2019. Pengaruh Altman Z-Score Terhadap Realized Return Perusahaan Terbuka di Indonesia. *Studi Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol 2 No 2. Hal 251-276.
- Sumani, et all. 2013. Perilaku Investor di Pasar Modal Indonesia. *Ekuitas:Jurnal Ekonomi dan Keuangan*. Vol. 17 No. 2, Juni.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi (Teori dan Aplikasi)*. Edisi Pertama. Kanisius. Yogyakarta.
- Wibowo, Imam Tri. 2015. Pengaruh Kinerja Keuangan Berdasarkan Teori Kebangkrutan Zmijewski Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Publik Sektor Keramik, Kaca dan Porselin Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2010 – 2014. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol 4 No 2.