

## Implikasi Kesulitan Keuangan dan Variabel Makroekonomi terhadap *Return Saham* dengan Variabel Moderasi Arus Kas Operasi

Muhammad Ikhlasillah<sup>1</sup>, Adi Wiratno<sup>2</sup>, Widarto Rachbini<sup>3</sup>  
<sup>1,2,3</sup>Sekolah Pascasarjana Universitas Pancasila  
[Ikhlas@gmail.com](mailto:Ikhlas@gmail.com)

(Received: 16-11-2018; Reviewed: 26-11-2018; Revised: 01-12-2018; Accepted: 18-12-2018; Published: 31-12-2018)

### ABSTRACT

*This study aims to examine the implications of the financial distress, interest rate and exchange rate to stock returns on textile and garment companies in Indonesia, which listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012-2015. The operating cash flow is used as a moderating variable to examine the correlation between financial distress and stock returns. There are 15 companies that are used as samples for the study were selected based on purposive sampling method. Meanwhile, fixed effect model of the data panel linear regression method selected for data analysis. The quantitative data was taken from ICMD and Capital Market Reference Center Indonesia Stock Exchange. By using significance level of 5%, study results showed financial distress as Altman Z-score influence positively but insignificant on stock returns and depreciation of exchange rate influence positively and significant on stock returns. Meanwhile, increasing interest rate impact on stock returns negatively but not significant. The study also summarize that operating cash flow cannot moderate the correlation between financial distress and stock returns and this variable classified as predictor moderator. The study results also showed financial distress, interest rates and exchange rates had significant impact on stock returns simultaneously.*

*Keywords: financial distress, interest rates, exchange rates, operating cash flow, return stock, and predictor moderate.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji implikasi kesulitan keuangan, suku bunga dan nilai tukar terhadap *return* saham pada perusahaan sub sektor industri tekstil dan garmen di Indonesia, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2012-2015. Arus kas operasi digunakan sebagai variabel moderasi untuk meneliti korelasi antara kesulitan keuangan dengan *return* saham. Dalam penelitian ini kesulitan keuangan diukur dengan model Altman Z-score untuk perusahaan manufaktur yang go-public. Ada 15 perusahaan yang digunakan sebagai sampel untuk studi yang dipilih berdasarkan metode *purposive sampling*. Sementara itu, metode regresi linier data panel dengan model *Fixed Effect* dipilih untuk analisis data. Data kuantitatif diambil dari ICMD dan Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia. Dengan menggunakan tingkat signifikan 5%, hasil studi ini memperlihatkan kesulitan keuangan yang diproksi oleh Altman Z-score berdampak positif namun tidak signifikan terhadap *return* saham dan depresiasi nilai tukar berdampak positif dan signifikan terhadap *return* saham. Di lain pihak, kenaikan suku bunga berdampak negatif namun tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil studi ini juga menyimpulkan arus kas operasi tidak dapat memoderasi hubungan antara kesulitan keuangan dengan *return* saham dan variabel ini dikategorikan sebagai jenis moderasi prediktor. Hasil studi ini juga memperlihatkan kesulitan keuangan, suku bunga, dan nilai tukar memiliki dampak yang signifikan terhadap *return* saham secara simultan.

Kata kunci: kesulitan keuangan, suku bunga, nilai tukar, arus kas operasi, *return* saham, dan moderasi prediktor.

## Pendahuluan

Krisis keuangan global yang terjadi di negara-negara maju pada tahun 2008 turut mempengaruhi perekonomian berbagai negara lain termasuk Indonesia. Meskipun kondisi perekonomian Indonesia pada tahun 2008 jauh lebih kuat dibandingkan saat krisis global 1997/98, namun dampaknya juga tidak terelakkan. Sektor manufaktur merupakan salah satu kelompok usaha yang mengalami dampak cukup signifikan terutama bagi jenis industri yang banyak menggunakan komponen impor. Salah satu jenis industri yang mengalami dampak tersebut adalah sub sektor industri tekstil dan produk tekstil. Padahal, sub sektor ini memiliki peranan yang cukup penting dalam perekonomian domestik.

Persoalan yang dihadapi oleh industri tekstil dan produk tekstil antara lain terlihat dari likuiditas keuangan 6 perusahaan dari 15 sampel perusahaan yang diamati pada periode 2013-2015 terindikasi memiliki rasio lancar kurang dari satu ( $<1$ ) yang mengindikasikan ke enam perusahaan tersebut diduga mengalami kesulitan keuangan, kenaikan suku bunga BI yang menyebabkan bertambahnya biaya bunga pinjaman, arus kas operasi berfluktuatif bahkan ada yang negatif, dan kenaikan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS. Persoalan lain adalah kenaikan biaya produksi akibat bahan baku yang sebagian besar masih harus diimpor, penurunan permintaan pasar dalam negeri, banyak produk bekas yang masuk ke Indonesia baik secara legal maupun illegal dan mesin produksi yang sudah berumur sehingga dapat mengurangi produktifitas dan efisiensi proses produksi. Semua persoalan tersebut dapat berpengaruh terhadap kepercayaan investor, kreditor dan pihak eksternal lainnya yang pada akhirnya dapat berisiko terhadap kebangkrutan perusahaan. Selain daripada itu, hal tersebut diperkirakan telah direspon negatif oleh pelaku pasar yang terlihat dari harga saham rata-rata perusahaan dalam sektor ini yang nyaris stagnan bahkan cenderung menurun (gambar 1).

Harga saham suatu emiten dapat dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan. Sejumlah penelitian yang mengaitkan dampak kedua faktor tersebut terhadap harga/*return* saham sudah dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Penelitian topik ini terus menarik perhatian peneliti karena latar belakang, masalah dan variabel penelitian yang berbeda, serta periode dan sampel yang diteliti terus berubah. Selain daripada itu, penelitian tentang topik tersebut juga menarik karena adanya hasil-hasil penelitian sebelumnya yang tidak konsisten antara satu dengan lainnya (*research gap*).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Tianyang (2015), Husein dan Mahfud (2015), Malik et al (2013), Lasmanah dkk (2012), dan Apergis et al (2011) menyimpulkan kesulitan keuangan yang diprosikan oleh Altman Z-score berpengaruh positif terhadap return/harga saham. Di lain pihak penelitian Choy et al (2011), Utama dan Lumondang (2009), serta Dichev (1998) menyimpulkan kesulitan keuangan berpengaruh negatif terhadap return/harga saham.

Terkait dengan hubungan suku bunga dengan return atau harga saham, penelitian Talla (2013), Octafia (2013), Nazwar (2008), Suyanto (2007), Sodikin (2007) dan Lestari (2005) menyimpulkan suku bunga berpengaruh negatif terhadap return/harga saham. Di lain pihak, penelitian Ilahi et al (2015), Amalia (2014), Al-Qudah (2012), Gunu dan Idris (2009), serta Kurniawan (2006) menyimpulkan suku bunga berpengaruh positif terhadap return/harga saham.

Dalam hal korelasi nilai tukar mata uang domestik terhadap US dolar, penelitian Amalia (2014), Octafia (2013), Rachman (2012), Singh et al (2011), Prihantini (2009), Suyanto (2007), Lestari (2005), serta Suciwati dan Machfoedz (2002) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif return/harga saham. Di lain pihak penelitian Ilahi et al (2015), Venkatraja (2014), dan Sodikin (2007) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh positif terhadap return/harga saham.

Hasil-hasil penelitian beberapa peneliti tentang implikasi arus kas terhadap return/harga saham juga ada perbedaan. Penelitian Willem dkk (2011), Yocelyn dan Christiawan (2012), serta Campbell et al (2009) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap return/harga saham. Penelitian Fah dan Mohamad (2008) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap return/harga saham untuk kurun waktu sampai dengan satu tahun dan tidak ada pengaruhnya untuk periode lebih dari satu tahun. Penelitian Almilia dan Sulistyowati (2007) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap harga saham pada periode krisis dan pasca krisis, namun korelasinya menjadi negatif pada periode sebelum krisis. Penelitian Prasetyaningrum (2014) memperlihatkan arus kas operasi tidak memoderasi hubungan laba dan return saham.

Berdasarkan uraian di atas maka rumusan penelitian ini adalah “Apakah kesulitan keuangan, suku bunga dan nilai tukar rupiah memiliki implikasi signifikan terhadap *return* saham serta apakah arus kas operasi memoderasi hubungan kesulitan keuangan dengan *return* saham?” Dengan demikian tujuan penelitian ini adalah untuk menguji signifikansi implikasi kesulitan keuangan, suku bunga dan nilai tukar rupiah terhadap *return* saham serta apakah arus kas operasi dapat memoderasi hubungan kesulitan keuangan dengan *return* saham.

## **Telaah Teori dan Pengembangan Hipotesis**

### **Teori sinyal**

Teori sinyal atau *signalling theory* menjelaskan tentang bagaimana sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pemilik perusahaan, pengguna laporan keuangan ataupun pihak yang berkepentingan lainnya (Jama'an, 2008). Teori sinyal juga menjelaskan tentang bagaimana para investor memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan sebagai manajer perusahaan ini disebut informasi asimetris. Namun dalam kenyataannya manajer sering memiliki informasi lebih baik dari investor luar. Hal ini disebut informasi asimetris dan ini memiliki dampak penting pada struktur modal yang optimal (Brigham dan Weston, 2005). Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

### **Return saham**

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Harga saham terbentuk di pasar modal dan ditentukan oleh beberapa faktor seperti rasio laba per lembar saham, rasio laba terhadap harga per lembar saham, tingkat bunga bebas resiko yang diukur dari tingkat bunga deposito pemerintah dan tingkat kepastian operasi perusahaan (Sartono, 2001). Pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan (Alwi, 2003). Oleh karena itu analisis saham dapat dilakukan berdasarkan informasi teknikal dan fundamental (Bramantyo, 2006).

*Return* saham merupakan hasil yang diperoleh investor dari investasi saham dan terdiri atas *capital gain (loss)* dan *yield*. *Gain atau loss* dihitung dari selisih harga saham pada waktu  $t$  terhadap harga saham pada  $t-1$  dibagi terhadap harga saham pada  $t-1$ . Nilai rata-rata *return* dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika dan rata-rata geometrik. Metode perhitungan rata-rata *return* secara geometrik banyak digunakan untuk menghitung rata-rata *return* beberapa periode (Jogiyanto, 2010).

## Kesulitan keuangan

Kesulitan keuangan terjadi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi jadwal pembayaran atau ketika proyeksi arus kas mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut akan segera tidak dapat memenuhi kewajibannya (Brigham dan Daves, 2003). Sebelum perusahaan mengalami bangkrut yang disebabkan oleh masalah finansial, umumnya perusahaan tersebut terlebih dahulu mengalami kesulitan keuangan. Tahapan kebangkrutan perusahaan walaupun ada perusahaan yang mengalami kebangkrutan tanpa melalui tahapan tersebut adalah terjadinya penurunan *return on asset* (latency), perusahaan tidak memiliki dana kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban yang jatuh tempo walaupun perusahaan tersebut mungkin memiliki tingkat profitabilitas yang kuat (*shortage of cash*), perusahaan mengalami kesulitan keuangan dapat dianggap sudah pada posisi darurat keuangan yang mendekati kebangkrutan (*financial distress*), dan *bankruptcy* dimana perusahaan tidak dapat mengatasi kesulitan keuangan sehingga perusahaan akan bangkrut (Kordestani et.al, 2011).

Altman Z-score adalah salah satu metode yang sangat populer untuk mendeteksi kesulitan keuangan atau potensi kebangkrutan perusahaan. Formula Z-score untuk memprediksi kesulitan keuangan atau bangkrut perusahaan manufaktur (Altman, 1968) adalah:

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5 \dots\dots\dots (1)$$

Dalam hal ini:

- $X_1$  : Rasio modal kerja terhadap total aset atau *working capital to total assets ratio* (WC/TA)
- $X_2$  : Rasio laba ditahan terhadap total aset atau *retained earnings to total assets ratio* (RE/TA)
- $X_3$  : Rasio laba operasi terhadap aset atau *earnings before interest and taxes to total assets ratio* (EBIT/TA)
- $X_4$  : Rasio harga pasar ekuitas terhadap nilai buku hutang atau *market value equity to book value of total debt ratio* (MVE/TL)
- $X_5$  : Rasio penjualan terhadap aset atau *sales to total assets ratio* (S/TA)
- Z : Indeks kebangkrutan atau *bankruptcy index* (Altman Z-score)

Nilai *cut-off* dari Z-score untuk perusahaan manufaktur yang *go-public* adalah lebih besar 2,99 untuk kondisi keuangan perusahaan baik dan aman dari kesulitan keuangan, di antara 1,88 dan 2,99 untuk kondisi keuangan perusahaan yang berpeluang terjadinya kesulitan keuangan, dan kurang dari 1,88 untuk kondisi keuangan perusahaan mengarah bangkrut dan dibutuhkan upaya untuk mencegah kondisi lebih buruk. Dengan demikian nilai Z-score yang tinggi mengindikasikan kondisi finansial perusahaan sehat dan sebaliknya. Penelitian oleh Lasmanah dkk (2012) menyimpulkan kesulitan keuangan yang diprosikan oleh Z-score berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Penelitian Apergis et al (2011) menyimpulkan kesulitan keuangan berpengaruh positif terhadap harga. Penelitian Tianyang (2015), Husein dan Mahfud (2015) serta Malik et al (2013) menyimpulkan kesulitan keuangan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return saham. Oleh karena semakin tinggi harga Z-score mengindikasikan semakin sehat kondisi finansial perusahaan maka kondisi ini berujung pada kecenderungan investor melakukan pembelian saham terutama untuk investasi jangka menengah atau panjang. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis alternatif penelitian ini adalah:

**H<sub>1</sub>**: Altman Z-score berpengaruh positif terhadap *return* saham.

### **Korelasi tingkat suku bunga dengan *return* saham**

Perubahan suku bunga dapat mempengaruhi harga saham secara dua arah, yaitu jika suku bunga meningkat maka harga saham turun dan sebaliknya bila suku bunga turun maka harga saham akan naik (Tandelilin, 2010). Kenaikan tingkat bunga menyebabkan *return* yang diperoleh dari investasi berisiko rendah (deposito) lebih tinggi daripada *return* investasi yang berisiko tinggi (saham), sehingga investor lebih tertarik untuk menempatkan dananya dalam bentuk deposito. Hal inilah yang menyebabkan harga saham mengalami penurunan (Zubir, 2011). Kenaikan suku bunga juga dapat berisiko meningkatkan beban bunga kredit dan menurunkan laba bersih yang menyebabkan laba perusahaan menurun dan akhirnya berakibat pada turunnya harga saham di pasar. Selain daripada itu, kenaikan suku bunga deposito dapat mendorong investor menjual saham dan menabung uangnya dalam deposito sehingga memicu penjualan saham secara besar-besaran dan dapat menjatuhkan harga saham di pasar (Samsul, 2006). Dampak lain dari kenaikan suku bunga adalah bisa mengubah peta investasi yang akhirnya berdampak negatif terhadap *return* saham (Cahyono, 2000). Penelitian Octafia (2013), Nazwar (2008), Suyanto (2007), Sodikin (2007) dan Lestari (2005) menyimpulkan suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap *return*/harga saham, sedangkan penelitian Talla (2013) menyimpulkan suku bunga berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap harga saham. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis alternatif penelitian ini adalah:

**H<sub>2</sub>:** Kenaikan suku bunga berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

### **Korelasi kurs valuta asing dengan *return* saham**

Kurs adalah nilai sebuah mata uang dari suatu negara yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang lainnya. Kenaikan kurs US dolar yang signifikan terhadap mata uang rupiah akan berdampak negatif terhadap emiten yang memiliki utang dalam bentuk US dolar, menggunakan banyak komponen impor dalam produksinya sementara produknya dijual di pasar domestik karena dapat meningkatkan biaya produksi dan mengerus laba tanpa adanya kenaikan harga jual produk. Bagi perusahaan yang berorientasi ekspor, depresiasi terhadap nilai mata uang memberikan pengaruh yang menguntungkan karena dapat meningkatkan kemampuan bersaing harga jual produk di pasar internasional. Peningkatan ini berpeluang bagi perusahaan untuk menghasilkan laba dan menambah kemampuan dalam memberikan dividen sehingga dapat menarik minat investor yang berujung pada kenaikan harga saham. Hal ini berarti harga saham emiten yang terkena dampak negatif mengalami penurunan di Bursa Efek, sementara emiten yang terkena dampak positif akan meningkat harga sahamnya (Samsul, 2006). Penelitian Amalia (2014), Octafia (2013), Talla (2013), Rachman (2012), Singh et al (2011), Prihantini (2009), Suyanto (2007) dan Lestari (2005) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return*/harga saham. Penelitian Suciwati dan Machfoedz (2002) juga menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham untuk kondisi setelah krisis 1997. Oleh karena kapas yang merupakan bahan baku utama untuk produksi tekstil masih harus diimpor dan pasar ekspor masih lemah karena krisis global belum berakhir maka dapat diduga bahwa pelemahan nilai tukar rupiah akan memberikan sentimen negatif bagi perusahaan tekstil di Indonesia. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis alternatif penelitian ini adalah:

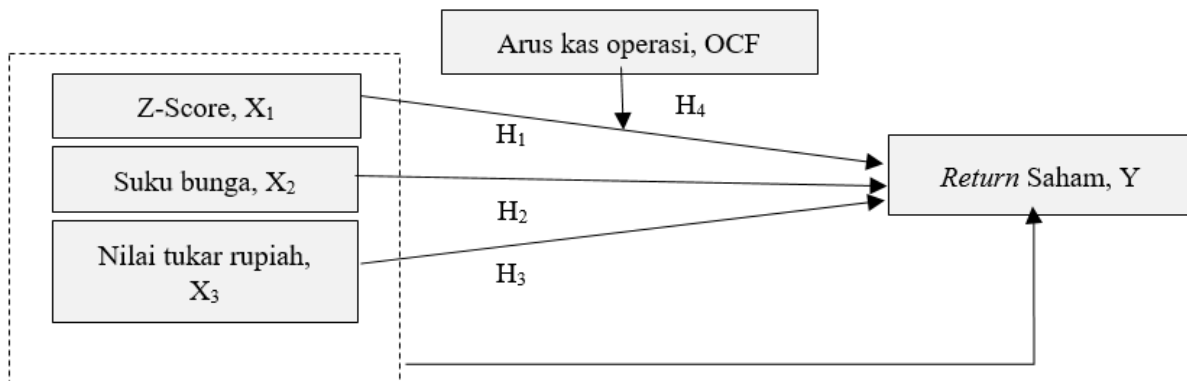
**H<sub>3</sub>:** Pelemahan nilai tukar rupiah berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

**Korelasi arus kas dengan *return* saham**

Tujuan analisis arus kas antara lain untuk menguji apakah komponen arus kas mengandung informasi tentang kesehatan finansial perusahaan dan informasi tersebut dapat dipakai untuk menentukan tahap siklus hidup perusahaan (Naz Sayari et al; 2013). Apabila arus kas dari kegiatan operasional meningkat maka kesehatan finansial dan kredit perusahaan juga meningkat karena perusahaan cenderung tidak memerlukan pinjaman dan mengeluarkan biaya bunga pinjaman dan sebaliknya (Gentry et al, 1990). Perusahaan yang memiliki kondisi finansial yang sehat selain mampu memenuhi kewajibannya juga dapat diharapkan beroperasi secara kontinu sehingga aman bagi investor untuk membeli saham. Dengan demikian ada mata rantai hubungan antara kesulitan keuangan, harga saham, dan arus kas operasi. Penelitian Willem dkk (2011) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Penelitian Yocelyn dan Christiawan (2012) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return saham. Penelitian Almilia dan Sulistyowati (2007) menyimpulkan korelasi antara arus kas operasi dan harga saham negatif signifikan pada periode sebelum krisis, positif tidak signifikan pada periode krisis dan positif signifikan pada periode setelah krisis. Penelitian Campbell et al (2009) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap return/harga saham. Penelitian Fah dan Mohamad (2008) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap return/harga saham untuk kurun waktu sampai dengan satu tahun. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis alternatif penelitian ini adalah:

**H<sub>4</sub>**: Arus kas dapat memoderasi hubungan kesulitan keuangan dan *return* saham.

Berdasarkan telaah teoritis dan pengembangan hipotesis di atas maka rerangka pemikiran penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 1. Rerangka pemikiran penelitian**

**Metode Penelitian**

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan merupakan data sekunder. Data tersebut berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan dan data harga saham perusahaan. Data penelitian ini berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), situs [www.kemenperin.co.id](http://www.kemenperin.co.id), [www.Finance.yahoo.com](http://www.Finance.yahoo.com), dan [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id). Perusahaan yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan dalam sub sektor industri tekstil dan produk tekstil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai tahun 2015. Kriteria sampel lainnya adalah perusahaan menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2012-2015 dan telah diaudit, memiliki laporan keuangan

yang lengkap untuk kebutuhan data penelitian pada periode 2012-2015 serta aktif melakukan transaksi saham dalam periode 2012 – 2015. Data harga saham yang dipakai adalah data bulanan sedangkan data suku bunga yang dipakai adalah data suku bunga yang dirilis oleh Bank Indonesia pada periode 2012-2015. Data kurs rupiah terhadap US dollar adalah data kurs pajak bulanan yang dirilis oleh Bank Indonesia pada periode 2012-2015.

**Operasional Variabel dan Pengukuran**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham (variabel terikat), kesulitan keuangan dalam bentuk Altman Z-score untuk perusahaan *go-public*, suku bunga, dan kurs rupiah terhadap US dollar (variabel bebas), serta aliran kas operasi (variabel moderasi). Harga saham pada akhir bulan (*end-month closing*) dipakai untuk menghitung *return* saham yang selanjutnya dihitung sebagai *return* saham tahunan dengan metode rata-rata geometrik. Metode ini banyak digunakan untuk menghitung rata-rata *return* beberapa periode (Jogiyanto, 2010).

**Tabel 1. Definisi dan formula operasional variabel**

Jenis variabel	Nama variabel	Definisi	Formula	Referensi
Variabel dependen	<i>Return</i> saham	Selisih harga saham pada periode t dengan harga saham pada periode t-1 terhadap harga saham pada periode t-1.	$R = (P_t - P_{t-1}) / (P_{t-1}) \times 100\%$	Jogiyanto (2010) dan sem peneliti terdahulu.
Variabel independen	Z	Kesulitan keuangan dalam bentuk Altman Z-score.	$Z = 0.012(WC/TA) + 0.014(RE/TA) + 0.033(EBIT/TA) + 0.006(MVE/TL) + 0.999(S/TA)$	Altman (1968), Tianya (2015), Lasmanah (2011), Husein & Mahfud (2013), Choy et al (2011), Utama Latumondang (2009)
Variabel independen	Suku bunga	Tingkat bunga yang dirilis oleh Bank Indonesia	-	Octafia (2013), Talla (2011), Nazwar (2008), Sodil (2007), Suyanto (2005), Lestari (2005)
Variabel independen	Nilai tukar rupiah	Jumlah satuan mata uang rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang US dollar	-	Amalia (2014), Octa (2013), Talla (2011), Rachman (2012), Singh et al (2011), Prihantini (2007), Suyanto (2007)
Variabel moderasi	OCF	Arus kas operasi kas	-	Willem dkk (2009), Campb et al (2009), Prasetyaningru (2014), Yocelyn Christiawan (2012)

**Metode dan Model Analisis Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data panel sedangkan metode yang dipakai adalah regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak EViews 6. Model persamaan regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$SR = a + b_1.ZS_{it} + b_2.INT_{it} + b_3.EXT_{it} + b_4.OCF_{it} + b_5.ZS_{it}.OCF_{it} + \varepsilon \dots\dots\dots (2)$$

Dalam hal ini SR (*return* saham), ZS (kesulitan keuangan), INT (suku bunga yang dirilis Bank Indonesia), EXT(kurs rupiah terhadap US dollar), OCF ( arus kas operasi), a (konstanta), b<sub>1</sub>...b<sub>5</sub> (koefisien regresi variabel), i (entitas ke-i), t (periode ke-t), dan ε (error).

Ada 3 teknik atau model yang dipakai untuk mengestimasi model regresi dengan data panel yang terbaik, yaitu *Common Effect Model* atau *Pooled Least Square model* (PLS), *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pemilihan model yang paling tepat dilakukan dengan uji Chow, uji Hausman, dan uji Langrange Multiplier (Widarjono, 2016). Uji asumsi klasik yang dipakai tergantung pada model regresi yang terpilih. Kelayakan model diuji dengan uji-F dan uji-t pada taraf signifikansi 5%.

**Hasil Penelitian dan Pembahasan**

**Pemilihan model regresi data panel**

Pemilihan model regresi data model dilakukan dengan uji Chow, uji Hausman, dan uji Langrange Multiplier (LM). Hasil uji LM memperlihatkan *Random Effect Model* (REM) lebih baik dari *Common Effect Model* (CEM). Hasil uji Hausman memperlihatkan *Fixed Effect Model* (FEM) lebih baik dari REM sedangkan hasil uji Chow memperlihatkan FEM lebih baik daripada CEM. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang terbaik dan dipilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM) yang dalam hal ini hasil regresinya setelah disederhanakan sesuai kebutuhan diperlihatkan oleh tabel (2).

**Tabel 2. Hasil regresi data panel model *Fixed Effect***

Dependent Variable: SR				
Method: Panel Least Squares				
Cross-sections included: 15				
Total panel (balanced) observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ZS	0.004028	0.035518	0.113416	0.9103
INT	-4.51E-05	0.000115	-0.391212	0.6977
EXT	94.08297	22.07780	4.261428	0.0001
OCF	-2.65E-09	1.23E-09	-2.154693	0.0373
MOD	2.54E-09	1.27E-09	1.993253	0.0531
C	-0.010218	0.030082	-0.339689	0.7359
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.626647	F-statistic	3.533535	
Adjusted R-squared	0.449304	Prob(F-statistic)	0.000382	



Berdasarkan hasil regresi data panel yang terpilih (*Fixed Effect Model*) maka persamaan model regresi dapat ditulis sebagai berikut:

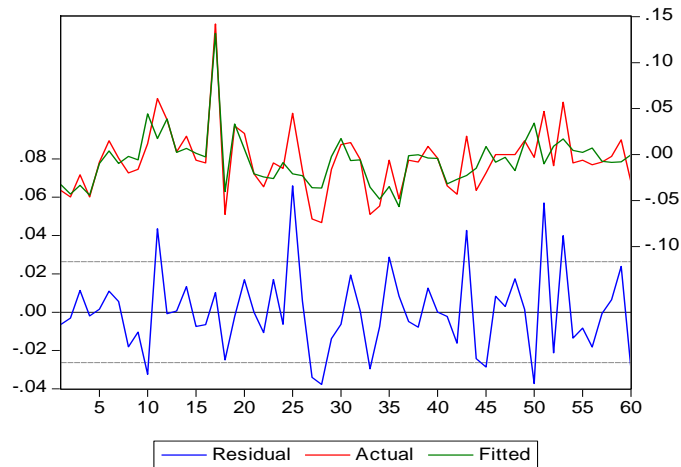
$$SR = - 0,010218 + (0,004028)(ZS) - (4,51 \times 10^{-5})(INT) + (94,08297)(EXT) - (2,65 \times 10^{-9})(OCF) + (2,54 \times 10^{-9})(ZS)(OCF)..... (3)$$

Dalam hal ini, SR (*return* saham), ZS (kesulitan keuangan yang diproksi sebagai Altman Z-score), INT (suku bunga yang dirilis Bank Indonesia), EXT (kurs rupiah terhadap US dollar), dan OCF ( arus kas operasi). SR, ZS dan INT disajikan dalam satuan fraksi sedangkan OCF dalam satuan US dolar.

**Hasil uji asumsi klasik**

Pilihan *Fixed Effect Model* (FEM) sebagai model regresi data panel memungkinkan tidak perlu dilakukan semua uji asumsi klasik. Oleh karena itu uji asumsi klasik yang dilakukan hanya uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

Hasil uji multikolinearitas untuk semua model memperlihatkan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) kurang dari 10 dan nilai *tolerance* (TOL) kurang dari 1. Hasil ini mengindikasikan tidak terjadinya multikolinearitas. Di lain pihak, hasil uji heteroskedastisitas dengan metode grafik (gambar 3) menunjukkan adanya pola grafik residual yang mengindikasikan adanya homoskedastisitas. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas (Wahyudi, 2016).



**Gambar 2.**  
**Hasil uji Heteroskedastisitas dengan metode grafik**

**Hasil uji hipotesis**

Dengan pilihan model regresi data panel *Fixed Effect Model* maka uji hipotesis dilakukan berdasarkan hasil regresi data panel model tersebut (tabel 2).

- a. Koefisien determinasi (adjusted R<sup>2</sup>):

Dari tabel (2) diperoleh nilai koefisien determinasi atau adjusted R-square (adjusted  $R^2$ ) sebesar 0,449304 atau 44,93%. Hasil ini menyatakan bahwa variabel-variabel bebas yang dipilih dalam penelitian ini memiliki kemampuan untuk menjelaskan varian dari variabel terikat sebesar 44,93%, sedangkan sisanya sebesar 59,07% dijelaskan oleh faktor lain.

b. Uji hipotesis parsial (uji-t):

Berdasarkan level signifikansi 5%, berdasarkan nilai koefisien dan probabilitas pada tabel (2) dapat disimpulkan:

- 1). Hipotesis-1: *Altman Z-score berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return saham.*
- 2). Hipotesis-2: *Kenaikan suku bunga berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap return saham.*
- 3). Hipotesis-3: *Pelemahan nilai tukar rupiah berpengaruh positif signifikan terhadap return saham.*
- 4). Hipotesis-4: *Arus kas operasi tidak dapat memoderasi hubungan kesulitan keuangan dan return saham dan jenis moderasinya diklasifikasikan sebagai moderasi prediktor.*

c. Uji simultan (uji-F)

Uji simultan atau uji-F bertujuan untuk melihat pengaruh variabel-variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat. Dari tabel (2) diperoleh nilai Prob (F-statistic) sebesar 0,000382. Oleh karena nilai Prob (F-statistic)  $<0,05$  maka  $H_0$  ditolak yang artinya semua variabel bebas (kesulitan keuangan, suku bunga BI dan nilai tukar rupiah) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

## Pembahasan

### Kontribusi variabel bebas terhadap variabel terikat

Selain faktor fundamental perusahaan, nilai tukar mata rupiah, dan suku bunga BI; *return* saham juga dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti kebijakan ekonomi dan politik pemerintah, tingkat inflasi, daya beli masyarakat, dan rumor. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian ini yang memperlihatkan nilai koefisien determinasi (*adjusted R-square*) sebesar 44,93% yang artinya variabel bebas (kesulitan keuangan, suku bunga BI, dan nilai tukar rupiah) memiliki kemampuan 44,93% untuk menjelaskan variasi perubahan variabel terikat (*return* saham), sedangkan sisanya sebesar 55,07% dijelaskan oleh faktor lain di luar variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

### Pengaruh kesulitan keuangan terhadap *return* saham

Dari hasil uji hipotesis parsial (uji-t) diperoleh kesulitan keuangan yang diproksi oleh Altman Z-score berpengaruh **positif namun tidak signifikan** terhadap *return* saham. Hasil ini mengandung pengertian semakin tinggi nilai Z-score (kesulitan keuangan semakin rendah) maka implikasinya terhadap *return* saham semakin bertambah walaupun tidak signifikan.

Kesulitan keuangan terjadi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi jadwal pembayaran atau ketika proyeksi arus kas mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut segera tidak dapat memenuhi kewajibannya (Brigham dan Daves, 2003). Bila tidak ditangani dengan cepat dan benar, kesulitan keuangan dapat menyebabkan perusahaan bangkrut yang berujung pada likuidasi. Oleh karena itu investor pasar modal cenderung merespon negatif terhadap informasi adanya perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan melakukan penjualan atau menghentikan pembelian saham dari perusahaan tersebut. Akibatnya harga sahamnya stagnan atau malah merosot sehingga *return* saham menjadi negatif.

Hasil penelitian ini relevan dengan konsep teori dan persepsi investor yang diuraikan sebelumnya dan didukung oleh sejumlah penelitian lain dengan tingkat signifikansi yang berbeda.

Penelitian Tianyang (2015) menyimpulkan Z-score dan harga saham memiliki hubungan positif signifikan. Penelitian Husein dan Mahfud (2015) menyimpulkan *distress risk* yang diprosikan sebagai Z-score berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return saham. Penelitian Malik U.S et al (2013) *distress score* dalam bentuk Altman Z-score sebagai proksi dari *distress risk* berkorelasi positif namun tidak signifikan dengan *return* saham. Penelitian Lasmanah dkk (2012) menyimpulkan adanya korelasi yang positif dan signifikan antara Z-score dan harga saham. Penelitian Apergis et al (2011) menghasilkan kesimpulan adanya korelasi positif antara Z-score dan harga saham.

Namun demikian menarik untuk diperhatikan sikap investor yang cenderung kurang memperdulikan kesulitan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan seperti yang tergambar dari data statistik deskriptif hasil penelitian (tabel 2) dimana indikator Z-score berkisar di antara 0,22 hingga 1,65 atau kurang dari 1,8 yang berarti semua perusahaan tersebut berada dalam kondisi kesulitan keuangan yang mengarah kebangkrutan. Hasil yang demikian masih perlu dibuktikan dengan menggunakan model lain dalam mengukur kesulitan keuangan seperti model Ohlson, Zmijeski, ataupun model Springate. Berdasarkan kondisi ini serta hasil uji hipotesis maka dapat diduga bahwa investor masih yakin perusahaan tidak mengalami kebangkrutan sehingga harga saham tidak terperosok lebih dalam. Kemungkinan besar investor tersebut adalah kelompok investor jangka menengah/panjang yang berasumsi pemerintah tidak gegabah membiarkan perusahaan ditutup mengingat dampak yang terjadi terutama terkait dengan kehilangan pekerjaan yang menyebabkan tingkat pengangguran melonjak tinggi. Investor sepertinya juga mengambil sikap “*wait-and-see*” serta menunggu respon kebijakan pemerintah yang diperkirakan ikut berperan penting terhadap prospek perusahaan di masa depan selain mengamati strategi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan agar kesulitan keuangan dapat diatasi dan dapat mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan.

Beberapa penelitian lain menyimpulkan hasil yang bertolak belakang dengan hasil penelitian ini. Ketidak relevan tersebut terjadi diduga karena masih banyaknya saham yang penggerakannya bukan faktor fundamental, tetapi cenderung dipengaruhi oleh faktor lain seperti rumor dan lain-lain terutama di pasar modal dengan kondisi cenderung tidak efisien yang dapat menimbulkan harga yang bias (Fahmi, 2012). Asumsi ini juga dapat didukung oleh kemungkinan masih banyak investor jangka pendek yang menjadi pelaku pasar modal yang biasanya cenderung menganalisis saham secara teknikal dengan mengabaikan faktor fundamental. Penelitian Dischev (1998) menyimpulkan kesulitan keuangan memiliki korelasi negatif signifikan dengan return saham. Penelitian Utama dan Latumondang (2009) menyimpulkan bahwa pada level signifikansi 5% Z-score berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap return saham baik dengan analisis regresi data panel dengan model *fixed effect* (FEM) maupun model *random effect* (REM). Penelitian Choy et al (2011) menyimpulkan kinerja perusahaan yang mengalami *distress* kedua kali berpengaruh negatif terhadap harga saham.

### **Pengaruh suku bunga BI terhadap *return* saham**

Dari hasil uji hipotesis parsial (uji-t) diperoleh suku bunga bank sentral (Bank Indonesia) berpengaruh **negatif namun tidak signifikan** terhadap *return* saham.

Pengaruh perubahan suku bunga terhadap harga saham bersifat dua arah, yaitu kenaikan suku bunga menyebabkan harga saham turun dan di lain pihak penurunan suku bunga berdampak terhadap kenaikan harga saham (Tandelilin, 2010). Pada saat suku bunga naik, investor lebih cenderung mengalihkan investasinya dari investasi berisiko tinggi seperti saham ke investasi berisiko rendah, misalnya deposito. Kenaikan suku bunga juga dapat berdampak terhadap peningkatan beban bunga

pinjaman korporasi yang dapat menurunkan laba bersih. Peralihan investasi dengan penjualan saham dan risiko penurunan laba bersih perusahaan dapat berdampak terhadap penurunan harga saham. Sebaliknya, penurunan suku bunga dapat menyebabkan lembaga keuangan (perbankan) menurunkan bunga pinjaman yang disertai dengan penurunan bunga deposito sehingga selain dapat menurunkan beban bunga pinjaman korporasi juga menarik investor mengalihkan investasinya dari deposito ke jenis investasi lain, misalnya saham. Hal ini dapat meningkatkan permintaan saham di pasar modal yang mendorong kenaikan harga saham (Samsul, 2006).

Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kenaikan suku bunga berpengaruh negatif terhadap return saham. Selain daripada itu, hasil penelitian ini juga relevan dengan konsep teori dan persepsi investor yang diuraikan sebelumnya dan didukung oleh sejumlah penelitian lain dengan tingkat signifikansi yang berbeda.

Penelitian Talla (2013) menyimpulkan *interest rate* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *stock price*. Penelitian Octafia (2013) menyimpulkan suku bunga BI berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham. Penelitian Nazwar (2008) menyimpulkan suku bunga BI berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Suyanto (2007) menyimpulkan tingkat bunga SBI berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Sodikin (2007) menyimpulkan SBI *rate* secara parsial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham pertambangan, industri dasar & kimia, konstruksi, properti dan real estate, dan keuangan. Sedangkan pengaruhnya pada sektor pertanian, aneka industri, barang konsumsi, infrastruktur, utilitas, dan transportasi, serta perdagangan, jasa dan investasi adalah tidak signifikan. Penelitian Lestari (2005) menyimpulkan suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap fluktuasi harga saham untuk time-lag 1 hingga 3 bulan dan setelah 1 tahun.

Hasil penelitian ini tidak selaras dengan beberapa penelitian lain yang menyimpulkan suku bunga berpengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian Ilahi et al (2015) menyimpulkan ada korelasi positif antara suku bunga dan *stock returns* namun tidak signifikan. Penelitian Amalia (2014) menyimpulkan suku bunga berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Al-Qudah (2012) menyimpulkan *interest rate* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *stock return*. Penelitian Gunu dan Idris (2009) menyimpulkan *interest rate* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap harga saham. Penelitian Kurniawan (2006) menyimpulkan tingkat suku bunga SBI berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham.

### **Pengaruh nilai tukar rupiah terhadap *return* saham**

Dari hasil uji hipotesis parsial (uji-t) diperoleh nilai tukar rupiah terhadap mata uang US dolar berpengaruh **positif signifikan** terhadap *return* saham.

Pada dasarnya, dampak pelemahan nilai tukar rupiah dapat bersifat ganda. Untuk perusahaan yang pasarnya berorientasi ekspor, bila pasar masih elastis maka dampaknya menguntungkan. Namun untuk perusahaan yang pasarnya berorientasi domestik dan banyak menggunakan komponen produksi impor maka dampaknya dapat merugikan. Untuk sub sektor industri tekstil dan produk tekstil, selain karena kondisi perekonomian global yang masih lesu sehingga berdampak terhadap pertumbuhan ekspor, menurunnya permintaan pasar dalam negeri akibat turunnya daya beli masyarakat dan banyaknya produk bekas yang masuk ke Indonesia dari luar negeri baik legal maupun ilegal menyebabkan kapasitas operasional pabrik beroperasi di bawah kapasitas optimum. Dalam kondisi yang demikian selain berdampak terhadap naiknya biaya *plant overhead*, pelemahan kurs rupiah menambah persoalan yang

dihadapi perusahaan untuk menekan biaya produksi karena masih besarnya peranan impor kapas sebagai bahan baku utama. Situasi ini dapat direspon negatif oleh investor di bursa saham yang di antaranya adalah dengan melakukan penjualan saham sehingga berakibat turunnya harga saham.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hipotesis yang menyatakan bahwa pelemahan nilai tukar rupiah berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Respon positif pasar terhadap pelemahan rupiah kemungkinan disebabkan oleh adanya sikap positif para pelaku bisnis adanya peluang untuk melakukan ekspor dengan membuka pasar baru yang belum optimal seperti di kawasan Afrika sehingga pelemahan rupiah dapat meningkatkan daya saing produk di pasar global. Substitusi bahan baku kapas yang masih banyak harus didatangkan dari luar negeri dengan bahan baku alternatif yang diproduksi di Indonesia seperti rayon, polyester, dan lain-lain juga menjadi alternatif pertimbangan pelaku bisnis. Harapan positif dari tindakan pemerintah untuk mencegah produk ilegal sehingga pasar domestik dapat dipenuhi oleh produk dalam negeri sehingga pabrik dapat meningkatkan kapasitas produksinya merupakan kemungkinan faktor tambahan yang menyebabkan respon positif pelaku bisnis walaupun nilai tukar rupiah melemah.

Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa hasil penelitian lain walaupun dengan tingkat signifikansi berbeda. Penelitian Ilahi et al (2015) menyimpulkan ada korelasi positif antara nilai tukar dan *stock returns* namun tidak signifikan. Penelitian Venkatraja (2014) menyimpulkan *exchange rate* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Sodikin (2007) menyimpulkan *exchange rate* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya yang menyimpulkan pelemahan kurs mata uang domestik terhadap mata uang US dolar berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Penelitian Amalia (2014) menyimpulkan nilai tukar mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Octafia (2013) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham. Penelitian Rachman (2012) menyimpulkan kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Singh et al (2011) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* portofolio. Penelitian Prihantini (2009) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Suyanto (2007) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Lestari (2005) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap fluktuasi harga saham untuk time-lag 1 hingga 3 bulan. Penelitian Suciwati dan Machfoedz (2002) menyimpulkan nilai tukar berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham pada periode sebelum krisis 1997 namun sebaliknya berpengaruh negatif signifikan setelah krisis 1997 berlalu.

### **Pengaruh arus kas operasi terhadap hubungan kesulitan keuangan dengan *return* saham**

Dari hasil uji hipotesis parsial (uji-t) diperoleh arus kas operasi **tidak dapat memperkuat hubungan kesulitan keuangan dengan *return* saham** dan jenis moderasinya diklasifikasikan sebagai moderasi prediktor.

Salah satu tujuan analisis arus kas adalah untuk menguji apakah komponen arus kas mengandung informasi tentang kesehatan finansial perusahaan dan informasi tersebut dapat dipakai untuk menentukan tahap siklus hidup perusahaan (Naz Sayari et al; 2013). Perusahaan yang memiliki kondisi finansial yang sehat selain mampu memenuhi kewajibannya juga dapat diharapkan beroperasi secara kontinu sehingga aman bagi investor untuk membeli saham. Dengan demikian ada mata rantai hubungan antara kesulitan keuangan, harga saham, dan arus kas operasi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa hasil penelitian sebelumnya walaupun berbeda dalam hal signifikansinya. Hasil penelitian Prasetyaningrum (2014) menyimpulkan arus kas operasi bukan merupakan variabel moderasi dalam pengaruh profitabilitas terhadap return saham. Hasil penelitian Fah dan Mohamad (2008) juga menyimpulkan peranan informasi arus kas operasi terkait dengan dampak pengumuman laba terhadap harga saham tidak ada pengaruhnya untuk kurun waktu lebih dari satu tahun.

Kendatipun demikian, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan konsep teori di atas sehingga dapat disimpulkan investor pasar modal kurang merespon laporan arus kas dari aktifitas operasi sebagai salah satu informasi yang dapat digunakan dalam pengambilan keputusan. Ketidak selarasan dengan konsep teori tersebut juga diperlihatkan oleh beberapa hasil penelitian sebelumnya. Penelitian Willem dkk (2011) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Penelitian Yocelyn dan Christiawan (2012) menyimpulkan arus kas operasi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Almilia dan Sulistyowati (2007) menyimpulkan bahwa pada periode krisis, arus kas operasi mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap harga saham pada periode krisis dan mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap harga saham pada periode pasca-krisis. Penelitian Campbell et al (2009) menyimpulkan return dari ADR (*American Depository Receipts*) dipengaruhi secara positif oleh informasi arus kas. Penelitian Fah dan Mohamad (2008) menyimpulkan peranan informasi arus kas operasi terkait dengan dampak pengumuman laba terhadap harga saham hanya signifikan untuk *short window*, yaitu dalam kurun waktu sekitar 3 hari. Namun demikian dampak tersebut menjadi tidak signifikan untuk *long window*, yaitu dalam kurun waktu 51 hari hingga satu tahun.

### **Simpulan, Keterbatasan dan Implikasi Hasil Penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji implikasi kesulitan keuangan, tingkat suku bunga, dan nilai tukar rupiah terhadap mata uang US dolar terhadap *return* atau imbal hasil saham, serta pengaruh arus kas operasi terhadap hubungan kesulitan keuangan dengan *return* saham. Dari hasil uji hipotesis diperoleh kesimpulan bahwa variabel-variabel bebas yang dipilih dalam penelitian ini memiliki kemampuan untuk menjelaskan varian dari variabel terikat sebesar 44,93%, sedangkan sisanya sebesar 59,07% dijelaskan oleh faktor lain. Kesulitan keuangan yang diproksi oleh Altman Z-score berdampak positif terhadap *return* saham namun tidak signifikan. Kenaikan suku bunga bank sentral (Bank Indonesia) berdampak negatif terhadap *return* saham namun tidak signifikan. Pelemahan kurs rupiah terhadap US dolar berdampak positif signifikan terhadap *return* saham. Arus kas operasi tidak dapat memoderasi hubungan kesulitan keuangan dengan *return* saham dan jenis moderasi ini dikategorikan sebagai moderasi prediktor.

Sebagaimana halnya dengan penelitian lainnya, penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu sampel yang dipilih hanya perusahaan tekstil dan produk tekstil sehingga belum dapat mewakili seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu hasil penelitian ini memiliki kemungkinan memberikan hasil yang berbeda jika dilakukan untuk perusahaan lain. Selain daripada itu kesulitan keuangan hanya diukur dengan model Altman Z-score sehingga ada kemungkinan hasilnya berbeda bila menggunakan model lain seperti model Ohlson, Zmijeski, ataupun model Springate. Keterbatasan lainnya adalah periode penelitian ini mungkin masih relatif singkat, hanya 4 tahun yaitu periode 2012-2015. Sehingga ada kemungkinan hasil yang diperoleh berbeda bila periode penelitian dibuat lebih lama.

Berdasarkan keterbatasan penelitian ini seperti yang dibahas sebelumnya, saran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menambah jenis dan jumlah perusahaan yang dijadikan sebagai sampel penelitian bila ingin diketahui apakah trend hasil penelitian ini berbeda atau tidak untuk perusahaan yang lain.
2. Pengukuran kesulitan keuangan tidak hanya diukur dengan model Altman Z-score, namun juga menggunakan model lain seperti model Ohlson, Zmijeski, ataupun model Springate.
3. Memperluas variabel penelitian baik variabel fundamental seperti *price-to-earning ratio* dan *price-to-book ratio* yang sering dimonitor setiap hari oleh investor melalui media, ataupun variabel makroekonomi seperti laju inflasi, kebijakan pemerintah dalam hal impor-ekspor tekstil dan produk tekstil, dan laju impor tekstil dan produk tekstil.
4. Perusahaan terus berupaya meningkatkan produktifitas dan efisiensi dalam menjalankan usahanya serta terus menghasilkan produk yang berkualitas dan sesuai permintaan ataupun selera pasar.
5. Pemerintah terus berupaya memperluas penyerapan produk dengan menyasar pasar-pasar yang belum tersentuh selain pasar tradisional serta mengeluarkan regulasi ataupun kebijakan yang berpihak kepada industri dalam negeri.

### Daftar Pustaka

- Almilia, L.S., dan Sulistyowati, D. (2007), Analisa Terhadap Relevansi nilai Laba, Arus Kas Operasi Dan Nilai Buku Ekuitas Pada Periode Disekitar Krisis Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Di BEJ, *Proceeding Seminar Nasional Inovasi dalam menghadapi Perubahan Lingkungan Bisnis, 9 Juni 2007*
- AL-Qudah, L.A.M. (2012), The Factors that affect shares' Return in Amman Stock Market, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Copy Right © 2012 Institute of Interdisciplinary Business Research 1219, Vol. 4, No. 6. 1219-1231
- Altman, E.I. (1968), Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, 589-609. Diakses pada tanggal 18 Desember 2015.
- Alwi (2003), *Pasar Modal: Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Jakarta: Nasindo Internusa
- Amalia, M. (2014), Pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham, <http://repository.unair.ac.id/6861/>, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Apergis, N., Sorros, J., Artikis, P., & Zisis, V. (2011), Bankruptcy Probability and Stock Prices: The Effect of Altman Z-Score Information on Stock Prices Through Panel Data, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, ISSN 1548-6583 July 2011, Vol. 7, No. 7, 689-696.
- Brigham, E.F and Daves, P.R. (2003), *Intermediete Financial Management*, Eight Edition, Thomson. South-Western
- Brigham, E.F. dan Weston, J.F. (2005), *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jilid 2. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Cahyono, J.E. (2000), *Menjadi Manajer Investasi Bagi Diri Sendiri*. Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Campbell, C.J., Papaioannou, G.J., & Rai, A (2009), Operating and stock returns following ADR listing: Impact of cash flow news, <http://www.ssrn.com>, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Choy, S.L.W., Munusamy, J., Chelliah, S., & Mandari, A. (2011), Effects of Financial Distress Condition on the Company Performance: A Malaysian Perspective, *Review of Economics & Finance*, Article ID: 1923-7529-2011-04-85-15, 85-99
- Dichev I.D (1998), *Is the risk of bankruptcy a systematic risk?* *Journal of finance*, 53, June 1998
- Fah C.F, and Mohamad, S. (2008), Are cash flow relevant for stock pricing in bursa Malaysia? *International journal of economics and management*, vol.2, no.2, 353-367
- Gentry, J.A., Newbold, P., & Whitford, D.T. (1989), Profiles of cash flow components. *Faculty Working Paper No. 89-1540*, College of Commerce and Business Administration Bureau of Economic and Business Research, University of Illinois Urbana-Champaign, February 1989.

- Gujarati dan Porter (2009), *Dasar-Dasar Ekonometrika*, Salemba Empat, Jakarta.
- Gunu, U., and Idris I.O. (2009), Environmental Factors Influencing Fluctuation of Share Prices on Nigeria Stock Exchange Market, *An International Multi-Disciplinary Journal, African Research Review, Ethiopia*, Vol. 3 (5), October, ISSN 1994-9057 (Print) ISSN 2070-0083 (Online), 199-212
- Husein, F. dan Mahfud, M.K. (2015), Analisis pengaruh distress risk, firm size, book to market ratio, return on assets, dan debt equity ratio terhadap return saham, *Diponegoro Journal of Management*, vol.4, no.3, 1-15.
- Ilahi, I., Mehboob, A., & Jamil, R.A. (2015), Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: A Case of Karachi Stock Exchange, <http://papers.ssrn.com>, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Jama'an (2008), *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Kualitas Kantor Akuntan Publik Terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan*, Thesis Program Studi Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Jogiyanto, H.M. (2010), *Teori portofolio dan analisis investasi*, edisi ketujuh, cetakan pertama, BPFE-Yogyakarta
- Kordestani, G., Biglari, V., & Bakhtiari, M. (2011), Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress, *Business: Theory and Practice*, ISSN 1648-0627, 12(3)
- Kurniawan, Siswandaru (2006), *Analisis pengaruh rasio-rasio early warning system dan tingkat suku bunga SBI terhadap harga saham*, thesis program Magister Sains Akuntansi UNDIP, [eprints.undip.ac.id](http://eprints.undip.ac.id), diakses tanggal 5 Maret 2017
- Lasmanah, Amaliawia, L., & Lestari, L. (2012), The Prediction of Financial Distress Analysis and Its Implication to Stock Price's Sub Sector Transportation in Indonesia Stock Exchange Period 2007-2001, *11th UBAYA International Annual Symposium on Management*, ISBN: 978-979-99365-8-5, 944-955.
- Lestari, M. (2005), Pengaruh variable makro terhadap return saham di bursa efek Jakarta: pendekatan beberapa model, *SNA VIII Solo*, 15-16 September 2005. 504-513
- Malik, U.S., Aftab, M., & Noreen, U. (2013), Distress Risk and Stock Returns in An Emerging Market, *Research Journal of Finance and Accounting*, [www.iiste.org](http://www.iiste.org), ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online), Vol.4, No.17.
- Nazwar, C. (2008), Analisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham syariah Indonesia, *Jurnal perencanaan & pengembangan wilayah*, vol.4, no.1, Agustus 2008, 1-5
- Octafia, S.M. (2013), Pengaruh tingkat suku bunga SBI, nilai tukar dan jumlah uang beredar terhadap indeks harga saham sektor property dan real estate dengan pendekatan error correction model, *Jurnal manajemen*, vol. 2 no. 01, 2013, 1-10, <http://ejournal.unp.ac.id>
- Prasetyaningrum, Murni (2014), Profitabilitas dan return saham: peran moderasi arus kas operasi dan ukuran perusahaan, *Jurnal ekonomi dan bisnis*, ISSN 1979-6471, Volume XVII No.1, April 2014, 111-134
- Prihantini, R. (2009), *Analisis pengaruh inflasi, nilai tukar, ROA, DER dan CR terhadap return saham*, thesis Program Magister Manajemen Pasacasarjana UNDIP, Repository UNDIP, <http://eprints.undip.ac.id>, diakses tanggal 5 Maret 2017
- Rachman, P.P. (2012), *Analisis pengaruh variabel makro terhadap return indeks sembilan sektor pada bursa efek Indonesia*, thesis Program Studi Magister Manajemen Kekhususan Keuangan Universitas Indonesia, <http://lib.ui.ac.id>, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Samsul, Mohamad (2006), *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Edisi Revisi, Erlangga, Jakarta.
- Sartono, R.A (2001), *Manajemen Keuangan: teori dan Aplikasi*, Edisi keempat, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Singh, T., Mehta, S., & Varsha, M.S. (2011), Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan, *Journal of Economics and International Finance*, Vol. 2(4), accepted 12 November 2010, ISSN 2006-9812, 217-227
- Sodikin, Akhmad (2007), Variabel makro ekonomi yang mempengaruhi return saham di BEJ, *Jurnal Manajemen*, Vol.6, No.2, Mei 2007, 1-15



- Suciwati, D.P., dan Machfoedz, M. (2002), Pengaruh risiko nilai tukar rupiah terhadap return saham: studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No. 4, 347-360
- Suyanto (2007), *Analisis pengaruh nilai tukar uang, suku bunga dan inflasi terhadap return saham sektor properti yang tercatat di BEJ 2001-2005*, thesis magister manajemen, Program Studi Magister Manajemen UNDIP, eprints.undip.ac.id, diakses tanggal 5 Maret 2017
- Talla, J.T. (2013), *Impact of Macroeconomic Variables on the Stock market prices of the Stockholm Stock Exchange (OMXS30)*, Master's thesis within international financial analysis, Jonkoping May 2013.
- Tandelilin, Eduardus (2010), *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama, Kanisius, Yogyakarta.
- Tianyang, Zhao (2015), The relationship between Z-score and stock prices, <http://papers.ssrn.com>, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Utama, C.A., dan Lumondang, A. (2009), Pengaruh bankruptcy risk, size dan book-to-market perusahaan terhadap imbal hasil, *Jurnal akuntansi dan keuangan Indonesia*, Desember 2009, vol.6, no.2, 152-176
- Venkatraja B (2014), Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance in India: An Empirical Analysis, *International Journal of Business Quantitive Economics and Applied Management Research*, ISSN: 2349-5677, vol.1 issue 6, November 2014, 71-85
- Wahyudi, S.T. (2016), *Konsep dan penerapan ekonometrika menggunakan E-Views*, Edisi 1, cetakan 1, Rajawali Pers, Jakarta
- Widarjono, A. (2016), *Ekonometrika pengantar dan aplikasinya disertai panduan Eviews*, edisi keempat, cetakan kedua, UPP STIM YKPN, Yogyakarta
- Willem, Nasir dan Muharam, H. (2011), *Pengaruh Total Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Informasi Laba terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010*, thesis Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro, diakses tanggal 21 Maret 2017
- Yocelyn, A., dan Christiawan, Y.J. (2012), Analisis Pengaruh Perubahan Arus Kas dan Laba Akuntansi Terhadap Return Saham pada Perusahaan Berkapitalisasi Besar, *Jurnal akuntansi dan keuangan*, Vol. 14, No. 2, November 2012, 81-90
- Zubir, Zalmi (2011), *Manajemen Portofolio Penerapannya Dalam investasi Saham*, Salemba Empat, Jakarta.