



SUBSTANSI

SUMBER ARTIKEL AKUNTANSI AUDITING DAN KEUANGAN



Artikel 3

Volume 6, Nomor 2,
Tahun 2023

24-05-2023

PENGARUH *CASH HOLDINGS*, *LEVERAGE*, DAN *FINANCIAL CONSTRAINT* TERHADAP *RETURN SAHAM* PADA MASA AWAL PANDEMI COVID-19

Ndaru Puspitarini*

Direktorat Jenderal Pajak

ndaru.puspitarini@pajak.go.id

Lestari Kurniawati

Politeknik Keuangan Negara STAN

lestari.kurniawati@pknstan.ac.id

* Penulis Koresponden: ndaru.puspitarini@pajak.go.id

Dimasukkan:
20-02-2023

Direvisi:
27-03-2023

Diterima:
24-05-2023

Sitasi:

Puspitarini, N., & Kurniawati, L. (2023). Pengaruh *Cash Holdings*, *Leverage*, dan *Financial Constraint* Terhadap Return Saham Pada Masa Awal Pandemi COVID-19. *Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing Dan Keuangan Vokasi*, 6(2), 27–42. <https://doi.org/10.35837/subs.v6i2.2040>

<https://jurnal.pknstan.ac.id/index.php/SUBS/article/view/2040>



Artikel ini dipersembahkan secara gratis dan terbuka oleh Program Diploma III Akuntansi Sektor Publik, Politeknik Keuangan Negara STAN. Artikel ini telah diterima untuk dimasukkan ke dalam Jurnal Substansi: Sumber Akuntansi, Auditing, dan Keuangan oleh Tim Editor resmi Politeknik.

PENGARUH CASH HOLDINGS, LEVERAGE, DAN FINANCIAL CONSTRAINT TERHADAP RETURN SAHAM PADA MASA AWAL PANDEMI COVID-19

Ndaru Puspitarini*

Direktorat Jenderal Pajak

ndaru.puspitarini@pajak.go.id

Lestari Kurniawati

Politeknik Keuangan Negara STAN

lestari.kurniawati@pknstan.ac.id

* Penulis Koresponden: ndaru.puspitarini@pajak.go.id

Abstrak:

Tujuan penelitian – Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kondisi keuangan perusahaan berupa *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint* terhadap *return* saham selama masa awal pandemi Covid-19.

Metode – Penelitian dilakukan dengan metode kuantitatif berbasis *event study*. Penelitian ini memiliki dua periode pengamatan: periode kolaps dan periode stimulus.

Temuan penelitian – Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* dan *financial constraint* berpengaruh terhadap *return* saham pada periode kolaps. Pada periode stimulus, *leverage* dan *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan *cash holdings* bukan informasi yang relevan bagi investor baik saat periode kolaps dan stimulus sehingga tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Implikasi praktis – Penelitian ini memberikan kontribusi bagi investor bahwa dampak dari pandemi Covid-19 terhadap *return* saham dapat diantisipasi melalui kondisi keuangan perusahaan.

Kata kunci: Covid-19, Studi Peristiwa, Kepemilikan Uang, *Leverage*, Kendala Keuangan.

Abstract:

Research objective – This study aims to analyze the effect of the company's financial condition in the form of *cash holdings*, *leverage*, and *financial constraints* on stock returns during the early period of the Covid-19.

Method – This study was conducted using a quantitative method based on *event study*. This research had two observation periods: *collapse* and *stimulus period*.

Research findings – This study shows that *leverage* and *financial constraints* affect stock returns during the *collapse* period. During the *stimulus* period, *leverage* and *financial constraints* had no effect on stock returns, while *cash holdings* were not relevant information for investors both during the *collapse* and *stimulus* periods, so they did not affect stock returns.

Practical implications – This study contributes to investors that the impact of the Covid-19 pandemic on stock returns can be anticipated through the company's financial condition.

Keywords: Covid-19, Event Study, Cash Holdings, Leverage, Financial Constraints.

PENDAHULUAN

Corona virus disease (Covid-19) ditetapkan oleh WHO sebagai pandemi pada tanggal 11 Maret 2020. Covid-19 tidak hanya berdampak pada sektor kesehatan, melainkan juga berdampak pada sektor perekonomian. Adanya pembatasan aktivitas manusia untuk mencegah potensi penyebaran virus Covid-19 telah berdampak pada melemahnya kinerja perekonomian yang ditunjukkan dengan perlambatan pertumbuhan ekonomi bahkan

kontraksi ekonomi. Pada Triwulan I 2020, pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami penurunan sebesar 2,41 persen dibandingkan dengan triwulan sebelumnya (BPS, 2020). Dampak Covid-19 terhadap sektor ekonomi juga terlihat dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terus memasuki zona merah sejak diumumkannya dua orang Warga Negara Indonesia (WNI) telah positif Covid-19 pada tanggal 2 Maret 2020 (Tempo, 2020). Reaksi pasar modal selama masa awal pandemi Covid-19 memberikan wawasan mengenai hal yang dapat menjadi indikasi bahwa guncangan (*shock*) akibat pandemi dapat mendorong nilai perusahaan melalui harga sahamnya. Indikasi tersebut dapat dirujuk dari pernyataan Fama (1976) mengenai *efficient market theory* bahwa harga saham dapat segera menyesuaikan dengan informasi baru yang tersedia. *Return* saham yang berbeda dari tiap perusahaan diakibatkan oleh penilaian investor dan pembuat kebijakan yang dipengaruhi oleh tingkat utang dan likuiditas perusahaan saat terdapat informasi terkait konsekuensi ekonomi dari pandemi Covid-19 (Davison, 2020). Perusahaan dengan kepemilikan kas (*cash holdings*) yang besar dan *leverage* yang rendah dianggap lebih siap apabila terjadi peristiwa yang tidak terduga (*unexpected event*) seperti yang terjadi pada saat munculnya pandemi Covid-19 pada bulan Maret 2020 (Fahlenbrach et al., 2020). Selain *cash holdings* dan *leverage*, terdapat studi yang meneliti pengaruh *financial constraint* terhadap perusahaan, seperti yang dilakukan oleh Lamont et al. (2001) dan Hahn & Lee (2009) yang menyatakan bahwa kondisi keuangan perusahaan yang mengalami kendala keuangan (*financially constrained*) akan memengaruhi *return* saham perusahaan tersebut.

Penelitian mengenai pasar modal selama pandemi Covid-19 khususnya yang meneliti pengaruh *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint* terhadap *return* saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti di luar Indonesia. Beberapa peneliti menggunakan konsep *event study* untuk dapat mengisolasi pengaruh *event* pandemi Covid-19 dari *event* lainnya dengan cara menentukan waktu yang dijadikan jendela pengamatan (*event window*). Fahlenbrach et al., 2020 mengamati pengaruh *cash holdings*, *long term debt over asset* dan *financial constraint* dalam dua *event window* yaitu periode kolaps dan stimulus. Periode kolaps dalam penelitian tersebut adalah tanggal 3 Februari sampai dengan 23 Maret 2020 ketika harga saham dalam kondisi terburuknya serta belum diterbitkannya kebijakan oleh *The Federal Reserve and The Federal Open Market Committee* (FOMC). Periode stimulus dalam penelitian tersebut adalah tanggal 23 Maret sampai dengan 24 Maret 2020 ketika sudah diterbitkannya kebijakan oleh FOMC.

Fahlenbrach et al. (2020) menyimpulkan bahwa *cash holdings* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham saat periode kolaps dan tidak berpengaruh terhadap *return* saham saat periode stimulus. Selanjutnya, hasil pengujian proksi *long term debt over asset* menghasilkan kesimpulan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan saat periode kolaps dan berpengaruh positif namun tidak signifikan saat periode stimulus. Hasil pengujian proksi *financial constraint* terhadap *return* saham adalah *financial constraint* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Penelitian lain dengan metode *event study* terhadap pasar modal selama masa pandemi Covid-19 dilakukan Ramelli & Wagner (2020) yang meneliti pengaruh *cash holdings* dan *leverage* terhadap *return* saham dengan menggunakan tiga jendela pengamatan, yaitu masa *incubation* (2 Januari 2020-17 Januari 2020), masa *outbreak* (20 Januari 2020-21 Februari 2020), dan masa *fever* (24 Februari 2020-20 Maret 2020). Ramelli & Wagner (2020) menyimpulkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham saat periode *outbreak*, tetapi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham saat periode *fever*. Selanjutnya, variabel *cash holdings* memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap *return* saham di setiap periode.

Terdapat beberapa studi di Indonesia yang meneliti *return* saham perusahaan saat terjadi pandemi Covid-19, di antaranya studi yang dilakukan oleh Herwany et al. (2021) yang meneliti pengaruh Covid-19 terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia dengan

menggunakan metode *event study*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa terhadap penghitungan *abnormal return*, sektor keuangan, *real estate*, dan konstruksi mengalami penurunan nilai *abnormal return*. Selain itu, terdapat juga penelitian yang dilakukan oleh Devi et al., 2020 yang meneliti pengaruh Covid-19 terhadap kondisi keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI berupa *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return of asset*, dan *receivable turnover*. Studi tersebut menyimpulkan bahwa terdapat kenaikan *leverage ratio* dan *short-term activity ratio*, namun terdapat penurunan pada *liquidity ratio* dan *profitability* selama pandemi Covid-19.

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan di Indonesia hanya meneliti secara parsial pengaruh Covid-19 terhadap *return* saham dan pengaruh Covid 19 terhadap kondisi keuangan perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, perlu dilakukan studi secara komprehensif terkait pengaruh kondisi keuangan perusahaan terhadap *return* saham pada saat terjadi pandemi Covid-19. Penelitian ini dilakukan untuk mengisi *gap* tersebut, yaitu meneliti pengaruh kondisi keuangan perusahaan berupa *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint* terhadap *return saham* pada masa awal pandemi Covid-19, khususnya untuk emiten yang ada di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Terdapat dua jenis penelitian mengenai pasar saham yang sangat fundamental bagi teori akuntansi positif, yaitu penelitian yang mengamati dampak pengumuman informasi akuntansi pada tingkat pengembalian saham (*share returns*) dan penelitian yang mengamati akibat dari perubahan *accounting policy* terhadap harga saham. Banyak dari penelitian tersebut dilakukan sesuai dengan hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) (Godfrey et al., 2010). Fama (1970) mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar yang harganya selalu sepenuhnya mencerminkan (*fully reflect*) informasi yang tersedia. Pada tahun 1991 Fama menerbitkan sekuel dari jurnal teori pasar efisiennya yang pertama. Fama (1991) mengubah kategori pasar karena menganggap bahwa tidak ada investor yang memiliki informasi pribadi yang tidak sepenuhnya tercermin dalam harga pasar sehingga pasar dikategorikan sebagai berikut: (1) *Weak form test* menjadi *test for return predictability*: pasar efisien bentuk lemah hanya berfokus pada ramalan pengembalian masa lalu sedangkan *test for return predictability* mencakup kondisi yang sedang berkembang (*burgeoning work*) seperti dividen dan tingkat suku bunga; (2) *Semistrong form test* menjadi *event studies*: *event studies* mampu mendeteksi rata-rata harga saham berubah dengan cepat terhadap informasi dari suatu pengumuman atau publikasi dari peristiwa tertentu sehingga dianggap dapat memberikan bukti paling langsung tentang efisiensi pasar; (3) *Strongform test* menjadi *test for private information*: hasil penelitian terbaru memperjelas bukti bahwa “orang dalam” perusahaan (*insiders*) mempunyai informasi pribadi yang tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saham. Harga yang dibentuk pasar sesuai dengan asumsi bahwa pengguna informasi dari orang dalam mengetahui informasi jauh sebelum adanya pengumuman resmi. Artinya, investor membeli dan menjual saham sebelum informasi yang terkait saham tersebut dipublikasikan (diumumkan).

Teori sinyal pertama kali dikemukakan pertama kali oleh Spence pada tahun 1973 untuk menjelaskan permasalahan informasi asimetri di dalam pasar tenaga kerja (*labour markets*) (Morris, 1987). Teori sinyal menitikberatkan pada signifikansi dari informasi akuntansi yang diumumkan perusahaan dapat memengaruhi pihak eksternal dalam mengambil keputusan investasi. Pengumuman informasi akuntansi tersebut akan berakibat pada harga saham emiten yang mengalami kenaikan atau penurunan. Pengumuman informasi akuntansi bisa menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek atau peluang yang baik (*good news*) atau sebaliknya bisa menjadi sinyal buruk (*bad news*) pada masa yang akan datang. Informasi merupakan elemen penting bagi investor dan pelaku bisnis karena pada dasarnya informasi

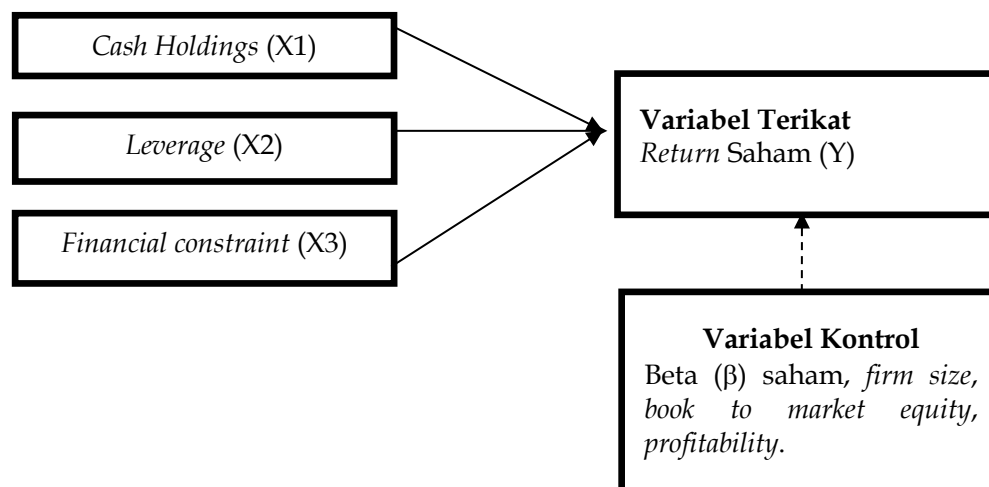
dapat memberikan catatan atau gambaran tentang kondisi masa lalu, masa kini, atau masa depan atas keberlangsungan hidup perusahaan (Rokhlinasari, 2014).

Gill dan Shah (2012) mengartikan *cash holdings* sebagai kas yang dimiliki perusahaan atau kas yang tersedia untuk digunakan dalam investasi aset berwujud untuk dibagikan kepada investor. Oleh karena itu, *cash holdings* dipandang sebagai segala sesuatu yang dapat dengan mudah diubah menjadi uang tunai. Dalam istilah akuntansi, *cash holdings* lebih dikenal sebagai kas dan setara kas (*cash and cash equivalent*). *Cash holdings* memiliki posisi penting dalam perusahaan sebagaimana tercantum dalam penelitian Joseph et al. (2019) yang menyatakan bahwa memiliki uang tunai saat kondisi krisis memberikan keuntungan bagi perusahaan, tidak hanya dalam jangka pendek tetapi, juga dalam jangka panjang. Pertama, kas dapat menyediakan sumber daya internal saat pendanaan eksternal menjadi lebih mahal dan arus kas menurun. Kedua, ketika harga aset turun kas dapat mempertahankan nilainya. Ketiga, perusahaan yang memiliki kas banyak dapat menggunakan kas yang dimiliki untuk berinvestasi.

Dalam masa krisis kondisi yang juga diperhatikan oleh pembaca laporan keuangan adalah besaran rasio utang terhadap aset perusahaan (*debt to asset ratio*). Semakin tinggi *debt to asset ratio* menunjukkan makin berisiko perusahaan tersebut karena makin besar utang yang digunakan untuk pembelian asetnya (Murhadi, 2013, dikutip dalam (Yudiawati & Indriani, 2016). Hasil penelitian Opler & Titman (1994) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* lebih besar, memiliki *return* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki *leverage* lebih rendah. Hal ini terjadi karena harga saham perusahaan yang memiliki *leverage* lebih besar akan lebih sensitif terhadap penurunan kondisi industri secara luas.

Lamont et al. (2001) mendefinisikan *financial constraint* sebagai friksi yang mencegah perusahaan mendanai semua investasi yang dikehendaki. Ketidakmampuan untuk mendanai investasi ini mungkin disebabkan oleh pembatasan kredit atau ketidakmampuan untuk meminjam, ketidakmampuan untuk menerbitkan saham, ketergantungan pada pinjaman bank, atau aset yang tidak likuid. Terdapat beberapa mekanisme pengukuran *financial constraint* yang biasanya digunakan pada literatur untuk mengukur respon return saham terhadap guncangan (*shock*) yang terjadi. Salah satu indeks yang digunakan oleh Fahlenbrach et al. (2020) dalam penelitiannya untuk menentukan sebuah perusahaan mengalami kendala keuangan atau tidak adalah *Whited and Wu Index* (WW Indeks). Perusahaan semakin terkendala kondisi keuangannya apabila memiliki arus kas operasi yang rendah, *debt to asset* tinggi, pertumbuhan penjualan rendah, *dividend to assets* rendah, *cash to assets* rendah, dan Tobin's Q yang tinggi.

Ang (1997) menyatakan bahwa definisi dari return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukan. Ang (1997) juga menjelaskan bahwa komponen *return* saham terdiri atas dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang didapatkan dari pembayaran secara berkala seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Komponen kedua dari *return* saham adalah *capital gain*, *capital gain* merupakan keuntungan yang diperoleh dari selisih antara harga jual dengan harga beli saham dari suatu instrumen investasi. Jogiyanto (2003) menyatakan terdapat dua jenis *return*, yaitu *realized return* dan *expected return*. *Realized return* merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Realized return* dapat digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan akan didapatkan investor di masa yang akan datang. Terdapat beberapa metode pengukuran dalam menghitung realisasi *return*, yaitu *total return*, *relative return*, *cumulative return*, dan *adjusted return*.

Variabel Bebas**Gambar 1. Kerangka Pemikiran**

Event study mengukur hubungan antara suatu kejadian (*event*) terhadap saham dan return dari saham tersebut (Kritzman, 1994). MacKinlay (1997, dikutip dalam (Setyawasih, 2007) menjelaskan studi peristiwa sebagai metode penelitian yang menggunakan data pasar keuangan untuk mengukur dampak peristiwa tertentu terhadap nilai perusahaan, biasanya tercermin dalam harga saham dan volume perdagangannya. Langkah-langkah melakukan *event study* menurut Kritzman (1994) yang pertama adalah menetapkan *event* yang akan menjadi obyek penelitian. Kedua, menentukan periode penelitian dalam suatu *event window*. Ketiga, menentukan kriteria tertentu yang dibutuhkan dalam *event study*. Keempat, mendesain *framework* untuk menguji hipotesis. Kelima, menentukan nilai *return* yang digunakan sebagai variabel terikat. Terakhir, melakukan analisis terhadap *event-event* yang diteliti dengan menggunakan uji statistik.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fahlenbrach *et al.* (2020) secara keseluruhan selama periode kolaps dan periode stimulus bergantung pada ukuran fleksibilitas keuangan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki lebih banyak kas dan lebih sedikit utang adalah perusahaan yang cenderung lebih fleksibel secara finansial di antara perusahaan lain dalam industri sejenis. Dalam penelitian tersebut, Fahlenbrach *et al.* (2020) juga mencari pengaruh *financial constraint* terhadap *return* saham. Hasil menunjukkan bahwa *financial constraint* berpengaruh terhadap *return* saham selama periode kolaps namun tidak didapat bukti dampak dari *financial constraint* terhadap *return* saham selama periode stimulus karena pada saat tersebut perusahaan memiliki *cash holdings* yang cukup banyak. Namun demikian, dalam penelitian Lamont *et al.* (2001), diperoleh hasil bahwa *financial constraint* berpengaruh terhadap *return* saham. Perbedaan hasil tersebut memberi celah bagi penelitian ini untuk melihat pengaruh *financial constraint* terhadap *return* saham di Indonesia dalam kondisi krisis. Dalam rangka mempermudah pemahaman alur berpikir penelitian ini, kerangka pemikiran dapat dilihat pada Gambar 1.

Ramelli dan Wagner (2020) menyatakan bahwa investor merasakan *cash holdings* memberikan manfaat dalam mengatasi efek yang nyata dari pandemi karena perusahaan dengan *cash holdings* yang tinggi, lebih mungkin mampu bertahan dan mempertahankan aset dan sumber daya manusia. Selanjutnya, Fahlenbrach *et al.* (2020) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa *cash holdings* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham saat periode kolaps (periode kolaps dalam penelitian ini adalah tanggal 3 Februari 2020 sampai dengan 23 Maret 2020) dan berpengaruh negatif signifikan saat periode stimulus (periode stimulus dalam penelitian ini adalah tanggal 23 Maret 2020 sampai dengan 24 Maret 2020). Berdasarkan uraian di atas, hipotesis pertama dari penelitian ini

pada periode kolaps (H1a) adalah *cash holdings berpengaruh terhadap return saham pada periode kolaps*. Hipotesis pertama dari penelitian ini pada periode stimulus (H1b) adalah *cash holdings berpengaruh terhadap return saham pada periode stimulus*.

Fahlenbrach et al. (2020) juga menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki lebih sedikit jumlah utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) mengalami penurunan harga saham yang lebih rendah saat terjadi guncangan (*shock*) akibat krisis pandemi Covid-19. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Opler dan Titman (1994) yang meneliti hubungan antara *leverage* dan *return* saham pada masa krisis (*downturn*). Opler & Titman (1994) menyimpulkan bahwa dalam situasi krisis, perusahaan dengan *leverage* yang lebih tinggi dibandingkan dengan pesaingnya memiliki *return* saham yang lebih rendah. Oleh karena itu, berdasarkan uraian di atas hipotesis kedua dari penelitian ini pada periode kolaps (H2a) adalah *leverage berpengaruh terhadap return saham pada periode kolaps*. Hipotesis kedua dari penelitian ini pada periode stimulus (H2b) adalah *leverage berpengaruh terhadap return saham pada periode stimulus*.

Lamont et al. (2001) meneliti pengaruh *financial constraint* terhadap *return* saham dan mendapatkan hasil bahwa terdapat faktor *financial constraint* pada tingkat *return* saham. Hasil penelitian Fahlenbrach et al. (2020) saat periode kolaps juga menghasilkan hal yang serupa, yaitu *financial constraint* berpengaruh signifikan dengan arah dugaan positif. Namun, menemukan hasil yang berbeda dalam penelitiannya pada periode stimulus, yaitu *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Fahlenbrach et al. (2020) menjelaskan bahwa hal tersebut terjadi karena perusahaan masih memiliki sumber dana internal ketika terjadi guncangan (*shocks*) akibat pandemi. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis ketiga dari penelitian ini pada periode kolaps (H3a) adalah *financial constraint berpengaruh terhadap return saham pada periode kolaps*. Adapun, hipotesis ketiga dari penelitian ini pada periode stimulus (H3b) adalah *financial constraint berpengaruh terhadap return saham pada periode stimulus*.

METODE PENELITIAN

Sampel dalam penelitian ini merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Ramelli & Wagner (2020) yang mengecualikan sektor keuangan sebagai sampel penelitian karena perusahaan pada sektor keuangan sulit untuk diperbandingkan dengan perusahaan sektor nonkeuangan, sehingga sampel dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia kecuali perusahaan yang diklasifikasikan dalam sektor keuangan. Selanjutnya, dilakukan eliminasi berdasarkan beberapa kriteria, diantaranya, perusahaan yang laporan keuangannya tidak tersedia dalam *website* BEI, perusahaan yang sahamnya tidak diperdagangkan secara aktif di BEI, dan perusahaan yang harga sahamnya tidak tersedia dalam *website yahoo finance* juga dikeluarkan dari sampel.

Periode pengamatan (*event window*) penelitian ini adalah periode yang menjadi peristiwa penting dan menjadi *concern* dari investor. Pertama, dimulai dari diumumkannya 2 (dua) orang Warga Negara Indonesia (WNI) yang pertama kali diumumkan positif Covid-19. Selanjutnya, tanggal 24 Maret 2020 ketika IHSG berada pada titik terendah (*lowest point*), hingga 30 Maret 2020 sesaat sebelum dikeluarkannya kebijakan penanganan pandemi Covid-19 dari pemerintah. Periode dari tanggal 2 Maret sampai dengan 30 Maret 2020 disebut sebagai periode kolaps. Istilah “periode kolaps” merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Fahlenbrach et al. (2020), yang menganggap periode kolaps sebagai periode saat harga saham jatuh akibat pandemi Covid-19 dan belum ada intervensi kebijakan dari pemerintah. Periode selanjutnya yang menjadi perhatian adalah tanggal 31 Maret 2020 ketika ditetapkan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2020 tentang Kebijakan Keuangan Negara dan Stabilitas Sistem Keuangan untuk Penanganan Pandemi Covid-19 dan/atau dalam Rangka Menghadapi Ancaman yang

Membahayakan Perekonomian Nasional dan/atau Stabilitas Sistem Keuangan. Periode tanggal 30 Maret sampai 31 Maret 2020 disebut sebagai periode stimulus. Istilah “periode stimulus” merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Fahlenbrach et al. (2020) yang menganggap periode stimulus sebagai periode ketika harga saham kembali menguat sebagai respon positif terhadap kebijakan pemerintah.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang didapatkan dari website www.idx.co.id dan *yahoo finance*. Dalam penelitian ini, informasi keuangan sebagian besar didapatkan dari laporan keuangan Triwulan III Tahun 2019 dengan merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Ramelli dan Wagner (2020). Ramelli dan Wagner (2020) menyatakan bahwa untuk menangkap heterogenitas dalam kekuatan keuangan perusahaan sebelum pandemi yang berupa *leverage* dan *cash holdings* pada saat sebelum pandemi, data yang digunakan berdasarkan data akuntansi dari hasil kuartalan 2019 terbaru mengacu pada periode yang berakhir sebelum 1 Januari 2020. Ding et al. (2020) juga menyatakan bahwa kondisi keuangan pra-pandemi telah membentuk reaksi harga saham terhadap pandemi COVID-19. Selain itu, penelitian ini juga mempertimbangkan juga batas waktu laporan keuangan emiten yang diperpanjang selama 2 bulan dari jadwal yang seharusnya yaitu paling lambat pada akhir bulan keempat setelah tahun berakhir (BEI, 2020). Akibat dari hal tersebut, informasi paling *update* yang berupa laporan keuangan tahunan tidak dapat digunakan investor sebagai dasar antisipasi dalam menilai perusahaan di masa awal pandemi COVID-19. Adapun jumlah sampel penelitian dapat dilihat pada tabel berikut.

Variabel yang diukur dalam penelitian ini adalah *return* saham, *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint*. *Return* saham, yang dimaksud *return* saham pada penelitian ini adalah *cumulative raw return* seperti yang digunakan oleh Ramelli & Wagner (2020) di dalam penelitiannya. Untuk dapat mengontrol eksposur saham, maka harus memasukkan beta saham tahun 2019 di dalam regresi. Penggunaan *cumulative raw return* yang dikontrol dengan memasukkan beta saham, memiliki hasil yang serupa dengan menggunakan *return* yang dianalisis menggunakan *return* CAPM yang telah disesuaikan. *Cumulative raw return* adalah akumulasi *raw return* harian selama periode pengamatan. *Raw return* saham diukur dengan *actual return*, yaitu selisih antara harga saham saat ini dengan periode sebelumnya kemudian dibagi dengan harga saham periode sebelumnya.

Cash holdings adalah kas yang dimiliki perusahaan atau tersedia untuk investasi yang berupa aset fisik dan untuk dibagikan kepada para pemilik modal (Gill & Shah, 2012). *Cash holdings* dalam penelitian ini diukur dengan jumlah dari kas dan setara kas yang dibagi dengan total aset (Ramelli & Wagner, 2020). *Leverage* merupakan ukuran kinerja suatu perusahaan dalam memenuhi kewajibannya (utang) kepada kreditor dan menjadi dasar bagi investor untuk mengetahui prospek kelangsungan hidup (*going concern*) perusahaan (Gunawan & Hardyani, 2014). *Leverage* diukur dengan jumlah dari utang jangka panjang dan utang jangka pendek dibagi dengan total aset (Ramelli & Wagner, 2020).

Tabel 1 Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Seluruh emiten yang terdaftar pada BEI kecuali yang tergolong sektor keuangan	615
Kriteria:	
– Perusahaan yang laporan keuangannya tidak tersedia pada website BEI	(120)
– Perusahaan yang harga sahamnya tidak tersedia pada website yahoo finance	(6)
– Perusahaan yang tidak memiliki informasi yang dibutuhkan untuk penghitungan variabel	(135)
Jumlah data observasi	354

Financial constraint merupakan friksi yang mencegah perusahaan mendanai semua investasi yang diinginkan. Ketidakmampuan untuk mendanai investasi ini mungkin karena kendala kredit atau ketidakmampuan untuk meminjam, ketidakmampuan untuk menerbitkan ekuitas, ketergantungan pada pinjaman bank, atau aset yang tidak likuid. Dalam penelitian ini, variabel *financial constraint* menggunakan White-&Wu indeks. Terdapat beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini agar hubungan variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Ramelli dan Wagner (2020), antara lain *beta* (β) saham, *firm size*, *book to market equity*, dan *profitability*.

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda berbasis OLS (*Ordinary Least Square*). Metode tersebut dapat digunakan untuk mengetahui pengaruh beberapa variabel bebas terhadap variabel terikat dengan hasil pengujian yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Model dalam penelitian ini ditentukan sebagai berikut.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CHOL} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_3 \text{FC} + \beta_4 \text{BETA} + \beta_5 \text{BTM} + \beta_6 \text{PROFITABL} + \beta_7 \text{MCAP} + \varepsilon$$

Keterangan: R adalah *return* saham, CHOL adalah *cash holdings*, LEV adalah *leverage*, FC adalah *financial constraint*, BETA adalah *beta* saham, BTM adalah *book-to-market*, PROFITABL adalah *profitabilitas*, MCAP adalah *logaritama dari modal pasar*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Diperoleh bahwa rata-rata *return* saham selama periode kolaps lebih rendah jika dibandingkan dengan periode stimulus dan *return* minimal pada periode kolaps lebih rendah dibandingkan dengan periode stimulus. Namun demikian, *return* maksimal pada periode stimulus lebih kecil jika dibandingkan saat periode kolaps. Diperoleh bahwa rata-rata *return* pada periode kolaps *return* sebesar -0,137. Nilai minimum sebesar -1,056, nilai maksimum sebesar 1,056, dan standar deviasi sebesar 0,252. Rata-rata *return* pada periode stimulus sebesar -0,001 dengan nilai minimum sebesar -0,137 dan nilai maksimum sebesar 0,693, serta standar deviasi sebesar 0,080. Variabel *cash holdings* memiliki rata-rata sebesar 0,088 baik untuk periode kolaps maupun stimulus. Nilai terendah dan tertinggi dari variabel *cash holdings* masing-masing sebesar 0,001 dan 0,782. Variasi dari variabel *cash holdings* dijelaskan dengan nilai standar deviasi sebesar 0,115. Variabel *leverage* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,453 dengan nilai terendah sebesar 0,017 dan nilai tertinggi sebesar 1,159. Variasi dari variabel *leverage* dijelaskan dengan nilai deviasi standar sebesar 1,159. Nilai rata-rata variabel *financial constraint* sebesar -1,132 dengan nilai terendah sebesar -1,487 sementara nilai tertingginya adalah -0,631.

Tabel 1 Statistik Deskriptif Penelitian

Variabel	N	Mean	Std. Dev	Min	Max
R _{it} (kolaps)	354	-0,137	0,252	-1,056	1,056
R _{it} (stimulus)	354	-0,001	0,080	-0,137	0,693
CHOL	354	0,088	0,115	0,001	0,782
LEV	354	0,453	0,221	0,017	1,159
FC	354	-1,132	0,218	-1,487	-0,631
BETA	354	0,442	0,505	-0,602	1,704
BTM	354	1,006	0,836	-0,400	4,007
PROFITABL	354	0,033	0,053	-0,104	0,265
MCAP	354	24,243	5,075	12,496	30,240

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics (Periode Kolaps)		Collinearity Statistics (Periode stimulus)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
CHOL	0,883	1,132	0,877	1,141
LEV	0,768	1,302	0,750	1,333
FC	0,146	6,854	0,102	9,812
BETA	0,937	1,068	0,938	1,066
BTM	0,759	1,317	0,706	1,417
PROFITABL	0,849	1,178	0,842	1,188
MCAP	0,144	6,925	0,100	9,956

Variasi dari variabel *financial constraint* ditunjukkan dengan nilai standar deviasi sebesar 0,218. Selanjutnya, uji normalitas merupakan pengujian yang dilakukan untuk mengetahui bahwa nilai residual dari model regresi berdistribusi normal atau tidak (Basuki & Prawoto, 2015). Normal atau tidaknya sebaran data dapat dianalisis melalui grafik atau melihat *normal probability plot* yang membandingkan sebaran kumulatif dari data aktual dengan data kumulatif dari sebaran normal. Jika sebaran datanya normal, maka garis yang menggambarkan data aktual akan mengikuti garis diagonal (Ghozali, 2011, dikutip dalam (Basuki & Prawoto, 2015). Berdasarkan tampilan grafik normal p-plot pada Lampiran 2, dapat disimpulkan bahwa model regresi layak digunakan karena memenuhi asumsi normalitas. Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui korelasi yang tinggi antarvariabel bebas dalam model penelitian regresi linear berganda. *Variance Inflation Factor* (VIF) yang merupakan korelasi pearson antarvariabel bebas biasanya digunakan sebagai alat statistik untuk menguji gejala multikolinearitas. Jika nilai VIF < 10,000 atau nilai *tolerance* > 0,100, maka data tersebut tidak mengalami gejala multikolinearitas (Ghozali, 2011 dalam Gunawan & Hardyani, 2014).

Untuk melihat adanya penyimpangan dalam asumsi klasik yang berupa autokorelasi, dilakukan uji autokorelasi. Autokorelasi adalah adanya korelasi antarresidual dalam model regresi (Basuki & Prawoto, 2015). Pengujian autokorelasi pada penelitian ini, dilakukan dengan uji Durbin Wattson. Apabila hasil uji menghasilkan $dU \leq dW \text{ hitung} \leq 4-dU$, maka data bebas dari autokorelasi (Basuki & Prawoto, 2015). Nilai *Durbin-Watson* (d) pada periode kolaps sebesar 1.836, tidak dapat disimpulkan bahwa terdapat gejala autokorelasi atau tidak, karena nilai dW (Durbin-Watson) hitung sebesar 1,836 berada diantara nilai dL sebesar 1,786 dan nilai dU sebesar 1,858, sedangkan pada periode stimulus tidak terjadi autokorelasi karena nilai dW hitung yang sebesar 2,114 berada diantara nilai dU sebesar 1,858 dan nilai (4-dU) sebesar 2,142. Untuk meyakinkan pengujian pada periode kolaps, dilakukan uji autokorelasi lebih lanjut dengan menggunakan uji nonparametris, yaitu *run-test* terhadap nilai *Unstandardized Residual*. Hasil dari uji *run test* menunjukkan bahwa model regresi bebas dari autokorelasi karena nilai Asymp. Sig. (2-tailed) dari residual (Res_1) menunjukkan nilai sebesar 0,287 yang berarti nilai tersebut lebih besar dibandingkan 0,050.

Untuk mengetahui ketidaksamaan varians residual dari semua observasi yang ada pada model regresi, perlu dilakukan uji heteroskedastisitas. Metode *scatterplot* dapat digunakan untuk melakukan deteksi adanya heteroskedastisitas atau tidak dengan memplot nilai ZPRED (nilai prediksi) dan SRESID (nilai sisa). Jika grafik tidak menggambarkan pola tertentu (misalnya titik berkumpul di tengah, titik-titik yang membentuk pola melebar kemudian menyempit atau sebaliknya, dan titik-titik tidak terdistribusi di atas dan bawah sekitar angka 0 pada sumbu Y), maka dapat disimpulkan tidak terdapat gejala

heteroskedastisitas (Gozali, 2001, dalam (Basuki & Prawoto, 2015). Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Lampiran 3 menunjukkan tidak terdapat gejala heteroskedastisitas baik pada periode kolaps maupun stimulus.

Koefisien determinasi merupakan persentase untuk menjelaskan seberapa besar variabel terikat (Y) dapat dijelaskan oleh variabel bebas (X). Uji F adalah uji untuk mengevaluasi pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat. Uji F dapat dijelaskan dengan menggunakan analisis varian (*analysis of variance* = ANOVA) yang ditunjukkan dalam tabel ANOVA Basuki dan Prawoto (2015). Standar pengujiannya yaitu, jika $Sig < 0,050$ (nilai signifikansi lebih kecil dari 0,050) maka seluruh variabel terikat bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat (Basuki & Prawoto, 2015). Uji t dilakukan untuk mengetahui secara parsial pengaruh dari tiap-tiap variabel bebas. Variabel bebas dikatakan memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel terikat apabila nilai $Sig. < 0,050$ (nilai signifikansi lebih kecil dari 0,050) (Basuki & Prawoto, 2015). Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada Tabel 5.

Dari hasil R^2 tersebut dapat diinterpretasikan bahwa pada periode kolaps, seluruh variabel bebas mampu menjelaskan variabel terikat sebesar 10,700%, sedangkan pada periode stimulus, seluruh variabel bebas mampu menjelaskan variabel terikat sebesar 6,100%. Nilai signifikansi F pada periode kolaps menunjukkan nilai 0,000 yang berarti bahwa nilai tersebut lebih kecil dari 0,050 maka dapat disimpulkan seluruh variabel bebas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Pada periode stimulus, nilai signifikansi sebesar 0,003 yang berarti bahwa nilai tersebut lebih kecil dari 0,050 maka dapat disimpulkan juga bahwa seluruh variabel bebas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Hasil uji t pada Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel *cash holdings* pada periode kolaps memiliki koefisien sebesar 0,078 dengan nilai negatif dan nilai signifikansi sebesar 0,368. Selanjutnya, saat periode stimulus, variabel *cash holdings* memiliki koefisien sebesar 0,026 dengan nilai positif dan nilai signifikansi sebesar 0,499. Nilai signifikansi *cash holding* pada periode kolaps dan stimulus lebih besar dari 0,050, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima, atau dengan kata lain variabel *cash holdings* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham pada tingkat keyakinan 95,000%.

Hasil pengujian yang berbeda dari hipotesis diduga disebabkan karena *cash holdings* bukan merupakan informasi atau sinyal *good news* atau *bad news* yang relevan bagi investor saat kondisi krisis akibat pandemi di Indonesia. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurrani et al. (2019) dengan menggunakan sampel sebanyak 79 perusahaan yang terdiri dari semua industri. Nurrani et al. (2019) menyatakan bahwa *excess cash* berpengaruh tidak signifikan terhadap variabel terikat *cummulative abnormal return* karena kelebihan kas tidak dianggap investor sebagai informasi yang relevan. *Cash holdings* bukan menjadi informasi yang relevan karena perusahaan yang memiliki kas lebih banyak memiliki kinerja yang lebih baik. Masing-masing perusahaan bisa memiliki motivasi yang berbeda-beda dalam memegang kas yang diakibatkan oleh keadaan yang dihadapi perusahaan (Jinkar, 2011). Interaksi antara variabel *leverage* dengan *return* saham pada Tabel 5 menunjukkan koefisien variabel *leverage* pada periode kolaps sebesar 0,138 yang bernilai negatif dan signifikansi sebesar 0,012, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada periode kolaps.

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi

Periode	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
Kolaps	1	0,327 ^a	0,107	0,089	0,040	1,836
Stimulus	1	0,246 ^b	0,061	0,041	0,008	2,114

Predictors: (Constant), MCAP, CHOL, BETA, BTM, PROFITABL, LEV, FC. Dependent Variable: RETURN

Tabel 5 Hasil Uji Hipotesis

Periode	R ²	F	Variabel	Dugaan	Coefficient	Sig.	Keterangan
Kolaps	0,107	0,000	CHOL	-	0,079	0,386	Hipotesis ditolak
			LEV	-	0,138	0,012	Hipotesis diterima
			FC	-	0,299	0,008	Hipotesis diterima
Stimulus	0,061	0,003	CHOL	+	0,026	0,499	Hipotesis ditolak
			LEV	+	0,022	0,318	Hipotesis ditolak
			FC	+	0,015	0,793	Hipotesis ditolak

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fahlenbrach et al. (2020). Fahlenbrach et al. (2020) menemukan bukti yang kuat bahwa perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi, hanya terdampak sedikit dari pandemi Covid-19. Perusahaan dengan *short term debt* dan *long term debt* yang lebih sedikit, mengalami penurunan harga saham yang lebih kecil sebagai respons atas guncangan akibat pandemi. Hal tersebut dibuktikan dengan proksi *short term debt over assets* dan *long term debt over assets* yang sama-sama memiliki pengaruh negatif dan signifikan ketika periode kolaps.

Pada periode stimulus, variabel *leverage* memiliki koefisien sebesar 0,022 yang bernilai positif dan nilai signifikansi sebesar 0,318, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *return* saham pada periode stimulus. Hasil pengujian pada periode stimulus yang berbeda dengan hipotesis yang telah diutarakan diduga disebabkan intervensi pemerintah berupa Perpu Nomor 1 Tahun 2020 sudah memberikan sinyal baik kepada investor perusahaan korporasi meskipun belum diatur mengenai keringanan bunga pinjaman atau restrukturisasi utang bagi korporasi. Berdasarkan Pasal 23 Perpu Nomor 1 Tahun 2020, pemerintah memberikan kewenangan kepada OJK untuk menerbitkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan dalam rangka melaksanakan kebijakan stabilitas sistem keuangan. Dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 11/POJK.03/2020 tentang Stimulus Perekonomian Nasional sebagai Kebijakan *Countercyclical* Dampak Penyebaran Covid-19, hanya memberikan restrukturisasi kredit/pembiayaan bagi debitur usaha mikro, kecil, dan menengah (UMKM). Meskipun korporasi belum mendapatkan fasilitas pembiayaan seperti UMKM, namun dengan diberikannya fasilitas pembiayaan kepada UMKM, diduga investor memiliki kepercayaan kepada pemerintah bahwa selanjutnya korporasi juga akan diberikan fasilitas yang serupa. Hal tersebut diduga menjadi alasan investor untuk tidak mengkhawatirkan tingkat *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan.

Interaksi antara variabel *financial constraint* dengan *return* saham pada periode kolaps menunjukkan koefisien sebesar 0,299 dengan nilai negatif dan nilai signifikansi sebesar 0,008, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *financial constraint* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada periode kolaps. Pada periode kolaps, hasil pengujian sesuai dengan hipotesis yang telah diutarakan. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fahlenbrach et al. (2020) yang menyatakan bahwa variabel bebas *financial constraint* yang diproksikan dengan *Whited and Wu Index* (WW Indeks) memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Perbedaan hanya terletak pada arah dugaan. Pada penelitian Fahlenbrach et al. (2020) pengaruhnya adalah positif dan signifikan sedangkan dalam penelitian ini hasilnya adalah negatif dan signifikan. Dalam hal ini, berarti semakin besar kendala keuangan perusahaan maka *return* saham yang dihasilkan semakin rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lamont et al. (2001). Menurut Lamont et al. (2001), perusahaan yang terkendala secara keuangan memiliki *return* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terkendala.

Pada periode stimulus, variabel *financial constraint* memiliki koefisien sebesar 0,015 yang bernilai positif dan nilai signifikansi sebesar 0,793. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap *return* saham pada periode stimulus. Pada periode stimulus, hasil pengujian menghasilkan kesimpulan yang bertolak belakang dengan hipotesis yang telah diutarakan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *financial constraint* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fahlenbrach et al. (2020) dan Bagus (2009). Hasil penelitian Bagus (2009) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *average return* yang signifikan antara kelompok perusahaan *constrained* dan *non-constrained*. *Financial constraint* tidak berpengaruh terhadap *return* saham diduga karena variabel *leverage* yang juga tidak berpengaruh terhadap *return* saham saat periode stimulus. Menurut Hahn dan Lee (2009), kondisi perusahaan yang mengalami kendala keuangan akan berpengaruh terhadap *return* perusahaan tersebut tergantung pada banyaknya jumlah utang perusahaan, sehingga saat utang perusahaan bukan menjadi sinyal yang dipertimbangkan oleh investor, *return* saham tidak akan terpengaruh kondisi keuangan perusahaan yang sedang mengalami kendala keuangan.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menguji pengaruh kondisi keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan yang tercermin melalui harga sahamnya pada saat masa awal pandemi Covid-19. Kondisi keuangan yang diuji dalam penelitian ini antara lain *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint*. Ketika pandemi Covid-19 mulai masuk di Indonesia, hal yang paling diperhatikan oleh investor adalah *leverage* perusahaan, dan perusahaan tersebut sedang mengalami kendala keuangan (*financially constrained*) atau tidak. Perusahaan dengan tingkat *leverage* lebih rendah dan tidak terkendala keuangan memiliki *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Saat pemerintah telah mengeluarkan kebijakan ekonomi untuk penanganan pandemi Covid-19, investor sudah tidak lagi mengkhawatirkan tingkat *leverage* dan perusahaan sedang dalam kendala keuangan (*financial constraint*) atau tidak. Kebijakan penanganan ekonomi akibat pandemi Covid-19 memberi sinyal baik kepada investor perusahaan korporasi. Meskipun korporasi belum mendapatkan fasilitas pembiayaan seperti yang diterima oleh UMKM, diduga investor memiliki kepercayaan kepada pemerintah bahwa selanjutnya korporasi juga akan diberikan fasilitas yang serupa. *Cash holdings* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham baik saat periode kolaps maupun periode stimulus. Hal tersebut diduga karena *cash holdings* bukan merupakan informasi atau sinyal yang relevan bagi investor karena nilai *cash holdings* masing-masing perusahaan tergantung pada karakteristik perusahaan sehingga tidak dapat diperbandingkan.

Berdasarkan hasil penelitian yang telah diuraikan mengenai pengaruh *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint* terhadap *return* saham, terdapat beberapa hal yang dapat menjadi bahan pertimbangan baik bagi perusahaan, investor, akademisi, dan pemerintah selaku pembuat kebijakan. Bagi perusahaan, hasil pengujian pada penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan evaluasi dalam memperhatikan kondisi keuangan perusahaan khususnya banyaknya kas yang dimiliki perusahaan (*cash holdings*) dan fleksibilitas keuangan perusahaan (*leverage*) agar selalu siap dalam menghadapi krisis yang tidak terduga akan terjadi. Bagi investor, penelitian ini dapat dijadikan masukan dan bahan analisis mengenai keadaan perusahaan terutama dari sisi keuangan perusahaan yang berupa kepemilikan kas perusahaan (*cash holdings*), *leverage*, dan memperhatikan perusahaan sedang terkendala secara keuangan (*financially constrained*) atau tidak sebelum melakukan aksi pembelian atau penjualan saham. Bagi bidang akademik, penelitian ini dapat dijadikan tambahan wawasan saat meneliti mengenai pengaruh *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint* terhadap *return* saham khususnya dalam kondisi ekonomi yang sedang krisis agar semakin banyak

referensi terkait *capital market research* yang membahas permasalahan tersebut. Bagi pemerintah sebagai pembuat kebijakan, penelitian ini bisa digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam membuat kebijakan terkait regulasi yang dapat membuat kondisi keuangan perusahaan lebih fleksibel khususnya yang dapat mengurangi tingkat *leverage* perusahaan sehingga perusahaan-perusahaan tetap mampu bertahan di masa krisis demi kestabilan ekonomi nasional. Serta, pemerintah lebih antisipatif apabila nantinya terjadi lagi kondisi krisis yang serupa dengan pandemi Covid-19.

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan berupa periode *event window* yang kurang panjang dan proksi pengukuran *cash holdings* yang belum bervariasi. Berdasarkan keterbatasan penelitian yang ada, terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan untuk penelitian selanjutnya. Pertama, sebaiknya memperpanjang *event window* dengan memulai *key event* sejak tanggal 3 Januari 2020, karena meskipun pada tanggal tersebut Covid-19 belum dikabarkan masuk ke Indonesia, namun pada tanggal tersebut IHSG sudah anjlok dan masuk ke dalam zona merah, sehingga dapat memberikan gambaran lebih mendalam dan komprehensif mengenai pengaruh *cash holdings*, *leverage*, dan *financial constraint* terhadap *return* saham akibat adanya pandemi Covid-19. Kedua, pengukuran *financial constraint* dapat menggunakan proksi selain *Whited and Wu Index* (WW Indeks) seperti *Kaplan and Zingales Index* (KZ indeks) atau *Size Age Index* (SA indeks) yang dikembangkan oleh Hadlock & Pierce (2010) untuk mengetahui dampaknya terhadap hasil penelitian. Selain itu dapat juga menggunakan *HR cash ex-ante* yang dikembangkan oleh Huang & Ritter (2019) untuk dapat mengetahui kemampuan perusahaan dalam mendanai dirinya sendiri dengan menggunakan *cash holdings* yang mereka miliki.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R. (1997). *Buku pintar pasar modal*.
- Antara. (2 Maret 2020). IHSG melemah 1,68 persen pasca Indonesia positif virus corona. <https://bisnis.tempo.co/read/1314535/ihsg-melemah-168-persen-pasca-indonesia-positif-virus-corona>.
- Badan Pusat Statistik. (2020). Laporan bulanan data sosial ekonomi indonesia edisi Mei 2020.
- Badan Pusat Statistik. (2020). Laporan Perokonomian Indonesia 2020.
- Bagus, E.R. (2009). *Analisis financial constraint terhadap return saham*. Universitas Brawijaya.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2015). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis*.
- Davison, C. (2020). Stock Returns, Leverage, and the COVID-19 Pandemic. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3627595>
- Devi, S., Warasniasih, N. M. S., & Masdiantini, P. R. (2020). The Impact of COVID-19 Pandemic on the Financial Performance of Firms on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(2). <https://doi.org/10.14414/jebav.v23i2.2313>
- Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2020). How Valuable is Financial Flexibility When Revenue Stops? Evidence from the Covid-19 Crisis. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3586540>
- Fama, E. F. (1970). Session Topic: Stock Market Price Behavior Session Chairman: Burton G. Malkiel Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. (1976). American Finance Association. *The Journal of Finance*, 31(1), 143–145. <https://doi.org/10.1111/jofi.12985>

- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: Reply. *The Journal of Finance*, 46(1), 1575–1617. <https://doi.org/10.2307/2326404>
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70–79. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- Gunawan, B., & Hardyani, R. P. (2014). Analisis pengaruh pengukuran kinerja keuangan dalam memprediksi. *Jurnal Akuntansi*, 2(1), 98–117.
- Hahn, J., & Lee, H. (2009). Financial constraints, debt capacity, and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 64(2), 891–921. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01452.x>
- Herwany, A., Febrian, E., Anwar, M., & Gunardi, A. (2021). The Influence of the COVID-19 Pandemic on Stock Market Returns in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 39–47. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0039>
- Jinkar, R. T. (2011). *Analisa faktor-faktor penentu kebijakan cash holding perusahaan manufaktur di Indonesia*.
- Joseph, A., Kneer, C., van Horen, N., & Saleheen, J. (2019). All You Need Is Cash: Corporate Cash Holdings and Investment after the Financial Crisis. *SSRN Electronic Journal*, 843. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3508667>
- Kritzman, M. P. (1994). What Practitioners Need to Know...About Event Studies. *Financial Analysts Journal*, 50(6), 17–20. <https://doi.org/10.2469/faj.v50.n6.17>
- Lamont, O., Polk, C., & Saa-Requejo, J. (2001). Financial Constraints and Stock Returns. *Lamont, Owen Polk, Christopher Saa-Requejo, Jesus*, 14(2), 529–554.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47–56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Nurrani, M. D., Puspitasari, E., & Fanggidae, R. E. (2019). PENGARUH EXCESS CASH DAN INSUFFICIENT CASH TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DAN REAKSI PASAR (STUDI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2010-2013). *Journal Accounting and Finance*, 3(2), 11–25.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish Stock Price Reactions to the Novel Coronavirus. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3550274>
- Rokhlinasari, S. (2014). Perbankan Syariah dan Manajemen Laba. *Al-Amwal : Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syari'ah*, 6(1), 80–94.
- Setyawasih, R. (2007). STUDI TENTANG PERISTIWA (EVENT STUDY): Suatu Panduan Riset Manajemen Keuangan di Pasar Modal. *Jurnal Fakultas Ekonomi : OPTIMAL*, 1(1), 52–58.
- WHO. (27 April 2020). Archived: WHO timeline-Covid-19. World Health Organization. <https://www.who.int/news/item/27-04-2020-who-timeline---covid-19>
- Yudiawati, R., & Indriani, A. (2016). Analisis Pengaruh Current Ratio, Debt To Total Asset Ratio, Total Asset Turnover, dan Sales Growth Ratio Terhadap Kondisi Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur. *Diponegoro Journal of Management*, 5(2), 1–13.

LAMPIRAN

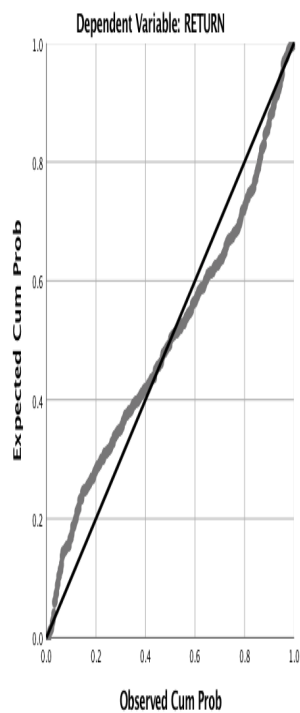
Pendefinisian Variabel

No	Variabel	Nama	Jenis	Rumus
1	R_{it}	<i>Return</i>	Variabel Terikat	$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$
2	CHOL	<i>Cash Holdings</i>	Variabel Bebas	$Cash\ Holdings = \frac{Kas + Setara\ Kas}{Total\ Aset}$
3	LEV	<i>Leverage</i>	Variabel Bebas	$Leverage = \frac{St.Debt + Lt.Debt}{Total\ Aset}$
4	FC	<i>Financial Constraint</i>	Variabel Bebas	$FC_{it} = -0,091 \times (OCF/TA) - 0,062 \times DIVPOS_{it} + 0,021 \times (LTD/TA) - 0,044 \times \ln TA_{it} - 0,035 \times S_{git}$
5	BETA	Beta Saham	Variabel Kontrol	$R_{it} = \alpha_i + \beta_{it} R_{mt} + e_{it}$
6	BTM	Book to Market Ratio	Variabel Kontrol	$BTM = \frac{Book\ Equity}{Market\ Equity}$
7	PROFITABL	<i>Profitability</i>	Variabel Kontrol	$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$
8	MCAP	<i>Log (Market Capital)</i>	Variabel Kontrol	MCAP = log (nilai pasar ekuitas)

Uji Normalitas

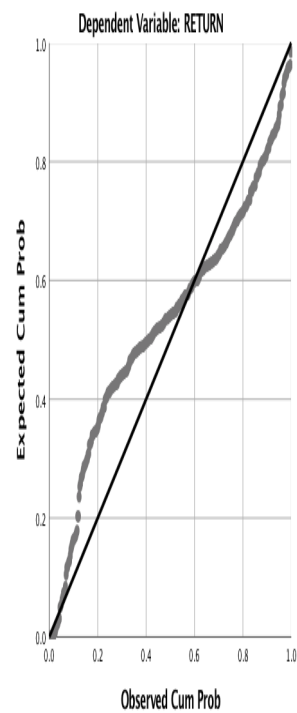
Periode Kolaps

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



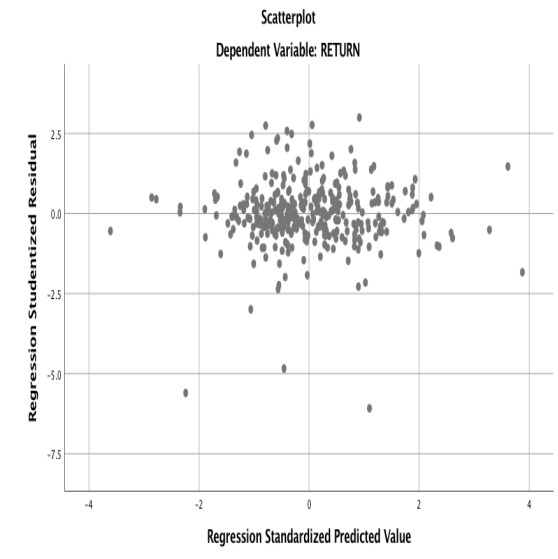
Periode Stimulus

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Uji Heteroskedastisitas

Periode Kolaps



Periode Stimulus

