



**PREDIKSI *FINANCIAL DISTRESS* DAN
PENGARUHNYA TERHADAP HARGA SAHAM
MELALUI STRUKTUR MODAL**

(Studi pada Perusahaan Non-keuangan di BEI Periode 2011 – 2016)

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

**Reknaningtyas
NIM 7311413142**

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI**

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2017

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh Pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Jumat

Tanggal : 8 September 2017

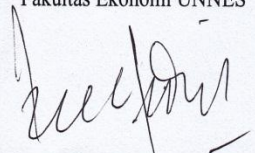
Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen,
Fakultas Ekonomi UNNES



Rini Setyo Winastuti, S.E., M.M.
NIP. 197610072006042002

Dosen Pembimbing,
Fakultas Ekonomi UNNES



Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.
NIP 197001062008121001

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Jumat

Tanggal : 22 September 2017

Penguji I



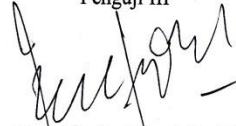
Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.
NIP. 197507262000121001

Penguji II



Anindya Ardiansari, S.E., M.M.
NIP. 198407232008122004

Penguji III



Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.
NIP. 197001062008121001

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi UNNES



Dr. Wahyono, M.M.
NIP 195601031983121001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Reknaningtyas

NIM : 7311413142

Tempat, Tanggal Lahir : Pati, 18 Oktober 1995

Alamat : Desa Sumberrejo, Kecamatan Gunungwungkal,
Kabupaten Pati

menyatakan bahwa apa yang tertulis di dalam skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri, bukan meniru atau menjiplak dari karya tulis orang lain baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat serta temuan pihak lain yang terdapat di dalam skripsi ini telah dikutip berdasarkan kode etik ilmiah. Jika di kemudian hari terbukti bahwa skripsi ini merupakan jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, 8 September 2017



Reknaningtyas
NIM. 7311413142

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO :

Sekalipun ada emas dan permata banyak,
tetapi yang paling berharga ialah bibir
yang berpengetahuan.

(Amsal 20:15, TB)

PERSEMBAHAN :

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

1. Kedua orang tua saya, Bapak Warso dan Ibu Susana,
2. Almamater Universitas Negeri Semarang.

UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan YME yang telah melimpahkan kasih karunia dan senantiasa menyertai penulis sehingga skripsi yang berjudul “Prediksi *Financial Distress* dan Pengaruhnya terhadap Harga Saham melalui Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Non-keuangan di BEI Periode 2011 – 2016)” dapat terselesaikan dengan baik tanpa terkendala suatu apapun.

Penulis sepenuhnya menyadari bahwa tanpa bantuan dari berbagai pihak, skripsi ini tidak dapat tersusun sebagaimana mestinya. Oleh sebab itu, penulis menyampaikan rasa terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum., selaku Rektor Universitas Negeri Semarang yang selama ini selalu memberikan kreasi dan inovasinya demi kemajuan civitas akademika Universitas Negeri Semarang.
2. Dr. Wahyono, M.M., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
3. Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M., selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Negeri Semarang yang telah memberi pengesahan pada skripsi ini.
4. Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing penulis yang bersedia meluangkan waktu, tenaga, dan pemikirannya untuk memberikan bimbingan serta pengarahan dalam penyusunan skripsi ini.
5. Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M., Anindya Ardiansari, SE., M.M., dan Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si. selaku Dosen Penguji Skripsi yang telah memberikan

banyak saran dan masukan yang berarti demi tersusunnya skripsi ini dengan baik.

6. Seluruh dosen pengajar serta staf di Jurusan Manajemen yang telah memberikan ilmu kepada penulis disaat mengikuti perkuliahan selama ini.
7. Bapak dan Ibu tercinta, Bapak Warsa dan Ibu Susana, terimakasih untuk rasa bangga menjadi anak dari kedua orang tua yang hebat.
8. Teman-teman seperjuangan Manajemen Fakultas Ekonomi UNNES angkatan 2013 atas bantuan dan dukungannya selama mengikuti proses perkuliahan.
9. Semua pihak yang membantu proses penulisan skripsi ini yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu.

Semoga Tuhan YME membalas kebaikan mereka semua atas seluruh dukungan yang telah diberikan. Penulis menyadari bahwa di dalam penyusunan skripsi ini masih jauh dari kata sempurna, mengingat terdapat keterbatasan ilmu pengetahuan yang dimiliki. Namun besar harapan penulis agar skripsi ini dapat bermanfaat dan berguna bagi penulis sendiri maupun pembaca pada umumnya.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

Semarang, September 2017

Penulis

SARI

Reknaningtyas. 2017. *Prediksi Financial Distress dan Pengaruhnya terhadap Harga Saham melalui Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Non-keuangan di BEI periode 2011 – 2016)*. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si. 131 hal.

Kata kunci: Altman Z-score, Financial Distress, Harga Saham, Springate, Struktur Modal.

Memasuki perkembangan perekonomian yang semakin pesat sangat dibutuhkan kekuatan yang lebih besar untuk menghadapi persaingan bisnis. Pada dasarnya, tujuan yang ingin dicapai oleh perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kesejahteraan pemilik. Harga saham juga merupakan indikator keberhasilan pengelolaan perusahaan. Namun, perusahaan tidak akan mampu mencapai tujuannya apabila tidak diikuti ketepatan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Penggunaan utang yang berlebihan dapat menyebabkan naiknya tingkat risiko perusahaan. Hasil prediksi *financial distress* dapat dimanfaatkan oleh pihak manajemen sebagai pedoman dalam menentukan struktur modal dan juga oleh investor untuk melakukan analisis terhadap fundamental perusahaan sebelum melakukan investasi.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh hasil prediksi *financial distress* terhadap harga saham secara langsung maupun melalui struktur modal. Secara teori, informasi *financial distress* dapat digunakan dalam penentuan struktur modal dan juga untuk analisis fundamental sebelum investor melakukan investasi.

Perusahaan bukan keuangan di BEI menjadi objek penelitian yang diambil menggunakan teknik *purposive sampling*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial distress* yang diprediksi menggunakan model Altman berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan model Springate tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Selain itu, hasil regresi juga menunjukkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap harga saham. Prediksi *financial distress*, baik yang menggunakan model Altman maupun model Springate, menunjukkan hasil yang sama, yaitu tidak berpengaruh terhadap harga saham secara langsung dan tidak langsung. Hasil tersebut ditunjukkan oleh signifikansi setiap variabel dalam analisis jalur dan juga uji sobel untuk pengaruh mediasi.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa informasi *financial distress* tidak mendasari setiap keputusan yang diambil oleh pihak yang berkepentingan. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan untuk melakukan pembaharuan-pembaharuan, salah satunya dengan melakukan perbandingan antar sektor.

ABSTRACT

Reknaningtyas. 2017. *Prediction of Financial Distress and Their Effects on The Stock Prices through Capital Structure (Study at The Non-financial Companies that listed in Indonesian Stock Exchange on 2011 – 2016)*. Thesis. Department of Management. Economic Faculty. Universitas Negeri Semarang. Supervisor Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si. 131 pages.

Keyword: *Altman Z-score, Capital Structure, Financial Distress, Springate, Stock Price.*

Enter the development of the economy that rapidly, the companies much needed greater strength to confront the competition. Basically, the company's goal is increase the value of the company and maximize prosperity of the owner. Stock price is also an indicator of the success on company's management. However, the company will not be able to achieve the goal if not followed the accuracy in decision-making funding. The use of debt excessive can lead to increased the company's risk. The results of the prediction of financial distress can be utilized by management as guidelines in determining the capital structure and also for investors to do the analysis of the fundamental company before investing.

This study aims to determine the effect of the prediction of financial distress of the stock price directly or through the capital structure. In theory, information of financial distress can be used in the determination of capital structure and also for the fundamental analysis before investors investment.

The non-financial company in Indonesia Stock Exchange become the research object taken using purposive sampling technique. The method used in this study is path analysis.

The results showed that the financial distress predicted using Altman's model affect the capital structure, while the Springate's model not affect the capital structure. In addition, the results of regression also shows the capital structure has no effect on the stock price. Prediction of financial distress, either using Altman's model and Springate's model, show the same results, that are not affect the stock price directly and indirectly. These results are shown by the significance of each variable in path analysis and test sobel to determine the effect of mediation.

These results indicate that the financial distress prediction not underpinning every decision taken by stakeholders. For the furthermore researchers, they are expected to do innovation, one of them by doing a comparison between the sectors.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
PRAKATA	vi
SARI	viii
ABSTRACT	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Kegunaan Penelitian	11
1.5 Orisinalitas Penelitian	12
2. TINJAUAN PUSTAKA	14
2.1 Landasan Teori	14
2.1.1 <i>Grand Theory</i>	14
2.1.2 Harga Saham	17

2.1.3 Struktur Modal	22
2.1.4 <i>Financial Distress</i>	26
2.2 Penelitian Terdahulu	37
2.3 Hubungan Antar Variabel	39
2.3.1 Hubungan <i>Financial Distress</i> dan Struktur Modal	39
2.3.2 Hubungan Struktur Modal dan Harga Saham	40
2.3.3 Hubungan <i>Financial Distress</i> dan Harga Saham	41
2.4 Kerangka Berpikir	42
2.5 Pengembangan Hipotesis	42
3. METODE PENELITIAN	44
3.1 Ruang Lingkup Penelitian	44
3.2 Populasi, Sampel, dan Metode <i>Sampling</i>	44
3.2.1 Populasi	44
3.2.2 Sampel	45
3.2.3 Metode <i>Sampling</i>	45
3.3 Metode Pengumpulan Data	47
3.4 Definisi dan Pengukuran Variabel	47
3.4.1 Variabel Dependen	47
3.4.2 Variabel Independen	47
3.4.3 Variabel <i>Intervening</i>	48
3.5 Metode Analisis	49
3.5.1 Uji Statistik Deskriptif	49
3.5.2 Uji Data Panel	50

3.5.3 Pengujian Asumsi Klasik	50
3.5.4 Uji <i>Goodness of Fit</i>	54
3.5.5 Metode <i>Path Analysis</i>	54
4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	57
4.1 Hasil Penelitian	57
4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	57
4.1.2 Hasil Analisis Deskriptif	58
4.1.3 Uji Data Panel	60
4.1.4 Uji Asumsi Klasik	63
4.1.5 Uji <i>Goodness of Fit</i> Suatu Model	74
4.1.6 Pengujian Hipotesis	77
4.2 Pembahasan	94
4.2.1 Pengaruh <i>Financial Distress</i> terhadap Struktur Modal	94
4.2.2 Pengaruh <i>Financial Distress</i> dan Struktur Modal terhadap Harga Saham	96
4.2.3 Pengaruh <i>Financial Distress</i> terhadap Harga Saham melalui Struktur Modal	99
5. PENUTUP	102
5.1 Simpulan	102
5.2 Saran	103
DAFTAR PUSTAKA	105
LAMPIRAN	109

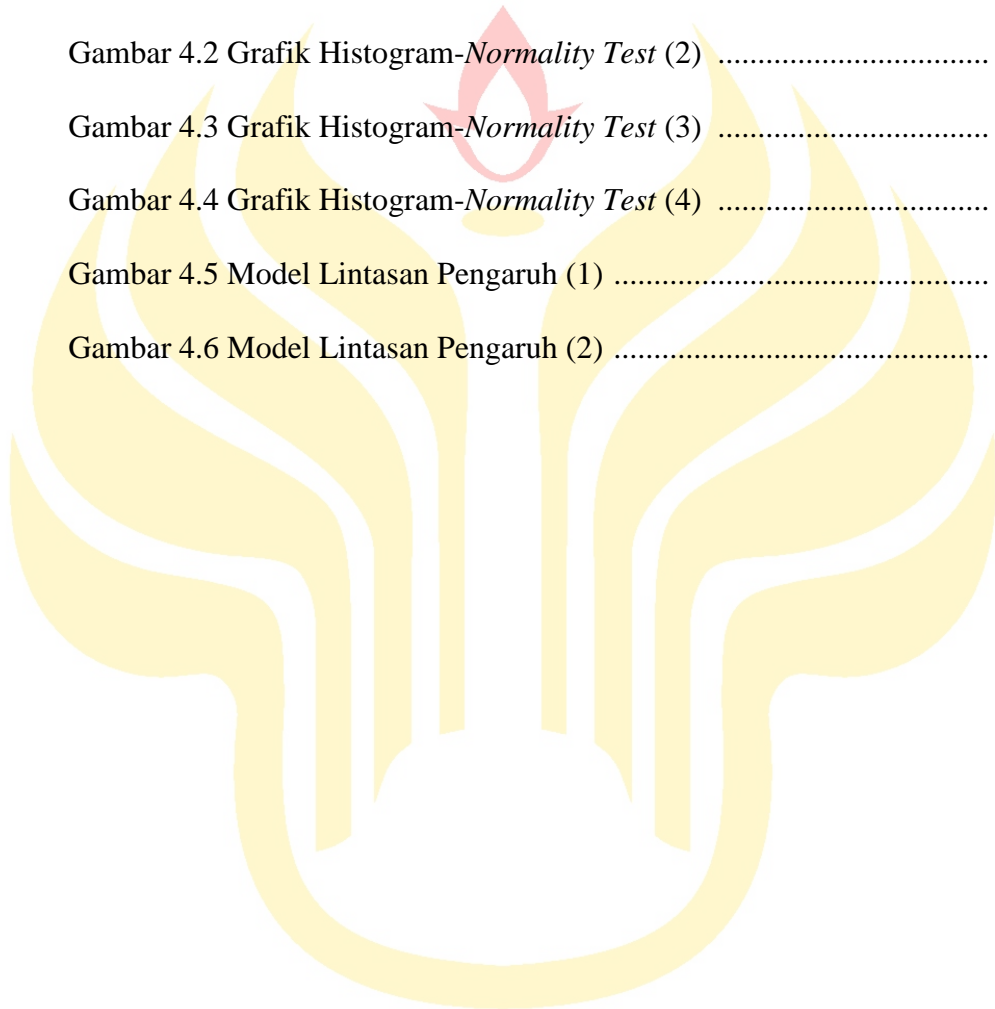
DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 <i>Research Gap</i>	8
Tabel 3.1 Pemilihan Sampel Penelitian	46
Tabel 3.2 Pengambilan Keputusan Uji Durbin-Watson.....	53
Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif	58
Tabel 4.2 Likelihood Ratio (1)	60
Tabel 4.3 Likelihood Ratio (2)	60
Tabel 4.4 Likelihood Ratio (4)	60
Tabel 4.5 Likelihood Ratio (4)	60
Tabel 4.6 Hasil Uji Hausman (1)	61
Tabel 4.7 Hasil Uji Hausman (2)	61
Tabel 4.8 Hasil Uji Hausman (3)	61
Tabel 4.9 Hasil Uji Hausman (4)	61
Tabel 4.10 Hasil Uji Lagrange Multiplier (1)	62
Tabel 4.11 Hasil Uji Lagrange Multiplier (2)	62
Tabel 4.12 Hasil Uji Lagrange Multiplier (3)	62
Tabel 4.13 Hasil Uji Matrik Korelasi antar Variabel Independen (1)	68
Tabel 4.14 Hasil Uji Matrik Korelasi antar Variabel Independen (2)	68
Tabel 4.15 Hasil Uji Heteroskedastisitas (1)	69
Tabel 4.16 Hasil Uji Heteroskedastisitas (2)	69
Tabel 4.17 Hasil Uji Heteroskedastisitas (3)	69
Tabel 4.18 Hasil Uji Heteroskedastisitas (4)	70

Tabel 4.19 Hasil Uji Durbin-Watson (1)	71
Tabel 4.20 Hasil Uji Durbin-Watson (2)	72
Tabel 4.21 Hasil Uji Durbin-Watson (3)	72
Tabel 4.22 Hasil Uji Durbin-Watson (4)	73
Tabel 4.23 Ringkasan R^2 dan <i>Adjusted</i> R^2 (1)	75
Tabel 4.24 Ringkasan R^2 dan <i>Adjusted</i> R^2 (2)	75
Tabel 4.25 Ringkasan R^2 dan <i>Adjusted</i> R^2 (3)	75
Tabel 4.26 Ringkasan R^2 dan <i>Adjusted</i> R^2 (4)	76
Tabel 4.27 Ringkasan <i>F-Statistic</i> dan <i>Prob. (F-Statistic)</i> (1)	77
Tabel 4.28 Ringkasan <i>F-Statistic</i> dan <i>Prob. (F-Statistic)</i> (2)	77
Tabel 4.29 Hasil Analisis Regresi Pengaruh X terhadap Y_1	78
Tabel 4.30 Hasil Analisis Regresi Pengaruh X terhadap Y_1	79
Tabel 4.31 Hasil Analisis Regresi Pengaruh X dan Y_1 terhadap Y_2	80
Tabel 4.32 Hasil Analisis Regresi Pengaruh X dan Y_1 terhadap Y_2	81
Tabel 4.33 Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung (1)	83
Tabel 4.34 Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung (2)	84
Tabel 4.35 Hasil Uji t: Pengaruh X terhadap Y_1 (1)	85
Tabel 4.36 Hasil Uji t: Pengaruh X terhadap Y_1 (2)	86
Tabel 4.37 Hasil Uji t: Pengaruh Y_1 terhadap Y_2	87
Tabel 4.38 Hasil Uji t: Pengaruh X terhadap Y_2 secara langsung (1)	88
Tabel 4.39 Hasil Uji t: Pengaruh X terhadap Y_2 secara langsung (2)	89

DAFTAR GAMBAR

Gambar 4.1 Grafik Histogram- <i>Normality Test</i> (1)	64
Gambar 4.2 Grafik Histogram- <i>Normality Test</i> (2)	65
Gambar 4.3 Grafik Histogram- <i>Normality Test</i> (3)	66
Gambar 4.4 Grafik Histogram- <i>Normality Test</i> (4)	67
Gambar 4.5 Model Lintasan Pengaruh (1)	82
Gambar 4.6 Model Lintasan Pengaruh (2)	83



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Penelitian Terdahulu	110
Lampiran 2 Daftar Sampel Penelitian Keseluruhan	113
Lampiran 3 Kelompok Sampel Berdasarkan Tahun Penelitian	114
Lampiran 4 Kelompok Sampel Berdasarkan Sektor dan Subsektor	116
Lampiran 5 Hasil Uji Asumsi Klasik Persamaan 1	118
Lampiran 6 Hasil Uji Asumsi Klasik Persamaan 2	120
Lampiran 7 Hasil Uji Asumsi Klasik Persamaan 3	122
Lampiran 8 Hasil Uji Asumsi Klasik Persamaan 4	124
Lampiran 9 Hasil Regresi	126
Lampiran 10 Data Penelitian Asli	128



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Memasuki perkembangan perekonomian yang semakin pesat sangat dibutuhkan kekuatan yang lebih besar untuk menghadapi persaingan dalam dunia bisnis. Perusahaan harus mempunyai berbagai strategi dalam pengambilan keputusan dan penetapan kebijakan. Hal tersebut yang kemudian mendorong perluasan tanggung jawab dari beberapa pihak, salah satunya yaitu peran manajer keuangan.

Dalam perkembangan perusahaan di masa kini, manajer keuangan memiliki peranan yang dinamis, yang sebelumnya tidak dimiliki. Sebelum pertengahan abad ini, tugas para manajer keuangan terutama mencari dana dan mengelola posisi kas perusahaan mereka. Pada tahun 50-an, dengan semakin meningkatnya konsep nilai sekarang, turut mendorong para manajer keuangan untuk memperluas tanggungjawab mereka dan lebih memperhatikan pemilihan proyek-proyek investasi modal. Sedangkan pada tahun 90-an, kepala keuangan muncul sebagai pemain tim dalam keseluruhan usaha perusahaan untuk menciptakan nilai (Horne & Wachowicz, 1997).

Tujuan perusahaan pada dasarnya untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui keputusan pendanaan, kebijakan investasi, dan kebijakan deviden dalam harga saham di pasar modal (Maftukhah, 2013). Semakin tinggi harga saham menunjukkan meningkatnya kesejahteraan pemilik

perusahaan. Horne dan Wachowicz (1997) juga mengatakan bahwa kesuksesan keputusan suatu bisnis dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkan terhadap harga saham.

Sedangkan Sukmawati dkk (2014) menyatakan bahwa harga saham juga dapat menjadi salah satu indikator keberhasilan pengelolaan perusahaan. Keputusan investor dalam menanamkan modalnya pada perusahaan emiten dapat dipengaruhi oleh harga pasar suatu saham. Para investor dapat menilai kondisi kesehatan perusahaan dengan melihat kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan tersebut.

Dengan demikian dapat dipahami bahwa harga saham mempunyai peranan penting dalam penciptaan nilai perusahaan. Horne dan Wachowicz (1997) menyatakan bahwa harga pasar menunjukkan seberapa baik manajemen menjalankan tugasnya atas nama pemegang saham. Dan mereka juga mengungkapkan bahwa harga pasar merupakan barometer dari kinerja bisnis.

Selain memahami tujuan perusahaan, hal yang perlu dipahami dan diperhatikan adalah berkenaan dengan keputusan pendanaan. Suatu perusahaan tidak dapat mencapai tujuannya apabila tidak diikuti ketepatan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan berhubungan dengan fundamental perusahaan, yang mana kondisi fundamental perusahaan dapat dipahami melalui laporan keuangan. Dalam hal ini sisi sebelah kanan neraca perlu dicermati untuk mendapatkan kombinasi struktur modal yang tepat. Pendanaan dapat dilakukan dengan modal sendiri, modal pinjaman (utang pihak ketiga), atau penerbitan saham.

Ketepatan dalam menentukan struktur modal sangat berpengaruh pada jalannya operasional perusahaan. Penggunaan utang yang berlebihan dapat menyebabkan naiknya tingkat risiko perusahaan. Untuk mengetahui risiko penggunaan utang dapat dilihat dari *Debt to Equity Ratio*, yang mana semakin tinggi rasio ini maka semakin tinggi risiko perusahaan. Sedangkan pendanaan melalui penerbitan saham juga harus memperhatikan biaya-biaya yang muncul, seperti laba yang disyaratkan oleh investor.

Pasar modal adalah salah satu alternatif yang dapat dimanfaatkan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya (Susilawati, 2005). Perusahaan yang memilih untuk menerbitkan obligasi maupun saham dapat memanfaatkan keberadaan pasar modal tersebut untuk menjual sebagian surat berharganya kepada masyarakat. Banyaknya perusahaan yang *go public* mendorong para calon investor untuk semakin berhati-hati dalam menentukan keputusan berinvestasi.

Investor dalam menginvestasikan dananya akan bersikap rasional, sehingga aspek fundamental akan menjadi dasar penilaian yang utama (Haryanto, 2014). Kondisi fundamental perusahaan sangat menentukan kekuatan perusahaan dalam menghadapi persaingan. Perusahaan yang mempunyai fundamental lemah akan lebih mudah mengalami *financial distress* atau kesulitan keuangan sehingga menyebabkan investor dan kreditur merasa khawatir menanamkan modalnya. Oleh karena itu, dalam era globalisasi ini perusahaan harus memperkuat fundamentalnya sebagai salah satu modal dalam bersaing.

Prediksi terhadap *financial distress* sangat penting dilakukan untuk mengetahui posisi perusahaan dalam kondisi sehat, abu-abu, atau tidak sehat. Hal

ini akan membantu dalam melihat kondisi fundamental perusahaan yang nantinya akan dijadikan sebagai pedoman manajemen untuk membuat keputusan yang berkaitan dengan perbaikan perusahaan dan juga dapat digunakan oleh calon investor untuk melihat kondisi fundamental perusahaan. Pihak manajemen perusahaan juga membutuhkan informasi prediksi *financial distress* untuk menentukan keputusan pendanaan perusahaannya.

Investor, kreditur, dan para pengguna laporan keuangan membutuhkan informasi yang relevan mengenai laporan keuangan suatu perusahaan untuk pengambilan keputusan (Yendrawati & Pratiwi, 2014). Laporan keuangan dapat dijadikan dasar untuk mengukur kesehatan suatu perusahaan melalui analisis laporan keuangan dengan mengukur rasio-rasio keuangan yang ada (Nurchayono & Sudharma, 2014).

Terdapat berbagai cara yang dapat digunakan untuk memprediksi *financial distress* hingga kebangkrutan, salah satunya adalah menggunakan analisis rasio keuangan (Dwijayanti, 2010). Berbagai model pun muncul untuk memprediksi *financial distress* yang disusun dari berbagai rasio keuangan. Menurut Purnajaya dan Merkusiwati (2014) alat analisis kebangkrutan yang banyak digunakan yaitu model Altman, model Springate, dan model Zmijewski. Alasan ketiga alat analisis tersebut banyak digunakan adalah karena ketiganya relatif mudah untuk digunakan dan juga memiliki tingkat keakuratan yang cukup tinggi dalam melakukan prediksi potensi kebangkrutan suatu perusahaan.

Selain untuk mengetahui kondisi fundamental perusahaan, analisis terhadap rasio keuangan juga akan memberikan informasi yang dapat dijadikan sebagai

pertimbangan oleh para calon investor dan kreditur dalam menanamkan modal, yaitu ketika dilakukan analisis rasio keuangan terhadap harga saham. Hal tersebut dipandang sebagai salah satu alternatif untuk mengetahui apakah informasi keuangan bermanfaat untuk melakukan klasifikasi atau prediksi terhadap harga saham (Susilawati, 2005).

Harga saham yang sering mengalami fluktuasi menyebabkan para investor merasa perlu untuk melakukan *forecasting* atau peramalan sebelum mengambil keputusan. Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor yang dilihat oleh calon investor untuk menentukan investasi saham (Haryanto, 2014). Menurut Fahmi (2012) ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi suatu saham itu akan mengalami fluktuasi.

Faktor eksternal dan internal perusahaan dapat berpengaruh dalam penentuan harga saham. Kondisi ekonomi makro dan mikro serta persaingan usaha menjadi indikator dalam melihat kondisi eksternal. Naik-turunnya kondisi ekonomi dapat dilihat melalui pertumbuhan PDB setiap tahunnya, yang mana jumlah PDB ini akan menggambarkan kontribusi perusahaan pada sektor usaha masing-masing.

Beralihnya struktur lapangan usaha sebagian masyarakat Indonesia dari lapangan usaha pertanian, kehutanan, dan perikanan ke lapangan usaha ekonomi lainnya dapat terlihat dari besarnya kontribusi masing-masing lapangan usaha terhadap pembentukan PDB Indonesia. Pada tahun 2015 sumbangan terbesar dihasilkan oleh lapangan usaha industri pengolahan, kemudian lapangan usaha pertanian, kehutanan, dan perikanan; perdagangan besar dan eceran, reparasi

mobil dan motor; konstruksi; pertambangan dan penggalan; dan transportasi dan perdagangan. Sementara kontribusi lapangan usaha lainnya di bawah 5 persen (Katalog BPS tahun 2016).

Mengingat pentingnya peranan perusahaan dalam perekonomian, maka perlu dilakukan prediksi *financial distress* untuk mengetahui tingkat kesehatan perusahaan melalui analisis rasio keuangan. Hasil dari analisis rasio tersebut kemudian akan dihubungkan dengan harga saham untuk mengetahui ketepatan dalam prediksi harga saham periode berikutnya. Struktur modal akan digunakan untuk memediasi hubungan prediksi *financial distress* dengan harga saham.

Selain karena mempunyai hubungan dengan nilai perusahaan, yang dalam hal ini diukur menggunakan harga saham, pertimbangan digunakannya struktur modal sebagai variabel *intervening* adalah untuk pembaharuan penelitian. Beberapa penelitian sebelumnya masih banyak yang hanya menguji pengaruh langsung *financial distress* terhadap harga saham, sedangkan dalam penelitian ini akan menguji pengaruh tidak langsung antara kedua variabel tersebut. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjawab beberapa keterbatasan yang terdapat pada penelitian sebelumnya.

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya, masih ditemukan perbedaan hasil antara satu penelitian dengan penelitian yang lain. Perbedaan hasil penelitian dapat disebabkan oleh perbedaan alat ukur yang digunakan oleh peneliti, data dan sampel yang diambil, dan juga bisa oleh alat analisis yang digunakan. Penelitian Bastomi (2015) menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap harga saham. Namun, dua penelitian mengungkapkan hal yang berbeda,

diantaranya Ardian dan Khoiruddin (2014) serta Muthmainnah (2016) yang menyatakan bahwa *Z-score* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham dan secara parsial *financial distress* tidak berpengaruh signifikan.

Selain penelitian mengenai pengaruh langsung *financial distress* terhadap harga saham, muncul pula penelitian yang mencari tahu pengaruh tidak langsung *financial distress* terhadap harga saham. Kedua penelitian yang meneliti pengaruh tidak langsung tersebut menggunakan struktur modal sebagai variabel *intervening* dan menghasilkan kesimpulan yang sama. Bastomi (2015) mengatakan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal. Muthmainnah (2016) mendukung hasil tersebut dengan menyatakan bahwa struktur modal tidak mampu menjelaskan hubungan tidak langsung antara *financial distress* dengan harga saham melalui struktur modal.

Bastomi (2015) dan Muthmainnah (2016) menemukan hasil yang berbeda dalam pengujian *financial distress* terhadap struktur modal. Bastomi (2015) mengatakan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan Muthmainnah (2016) mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *financial distress* dengan struktur modal. Sementara itu, hasil penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap harga saham juga terdapat perbedaan. Dewi dan Wirajaya (2013) mengatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (harga saham). Namun, hasil ini ditolak oleh Nisak dan Ardiansari (2016) yang menemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Research gap disajikan dalam tabel di bawah ini untuk mempermudah dalam melihat perbedaan hasil beberapa penelitian sebelumnya.

Tabel 1.1 *Research Gap*

No.	Variabel	Peneliti (tahun)	Hasil
1.	<i>Financial distress</i> terhadap struktur modal.	Muthmainnah (2016).	Berpengaruh negatif.
2.	<i>Financial distress</i> terhadap struktur modal.	Bastomi (2015).	Tidak berpengaruh.
3.	Struktur modal terhadap harga saham.	Dewi dan Wirajaya (2013).	Berpengaruh negatif.
4.	Struktur modal terhadap harga saham.	Nisak dan Ardiansari (2016)	Tidak berpengaruh.
5.	Struktur modal terhadap harga saham.	Muthmainnah (2016).	Tidak berpengaruh.
6.	<i>Financial distress</i> terhadap harga saham.	Bastomi (2015).	Berpengaruh negatif.
7.	<i>Financial distress</i> terhadap harga saham.	Ardian dan Khoiruddin (2014).	Tidak berpengaruh.
8.	<i>Financial distress</i> terhadap harga saham.	Muthmainnah (2016).	Tidak berpengaruh.

Ketidakkonsistenan beberapa hasil penelitian ini yang kemudian mendorong untuk melakukan penelitian lanjutan dengan memasukkan beberapa pembaharuan, antara lain penggunaan variabel *intervening*, perbandingan pengukuran *financial distress*, penggunaan periode yang berbeda untuk variabel dependen dan independennya, serta perluasan objek penelitian dan perpanjangan periode pengamatan.

Berdasarkan latar belakang di atas, penulis bermaksud untuk melakukan penelitian dengan membawa beberapa pembaharuan yang diharapkan dapat menjawab beberapa pertanyaan dan keterbatasan penelitian sebelumnya. Dengan demikian penulis mengangkat judul “Prediksi *Financial Distress* dan Pengaruhnya terhadap Harga Saham melalui Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Non-keuangan di BEI Periode 2011 – 2016)”.

1.2 Rumusan Masalah

Bastomi (2015) menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap harga saham, namun hasil tersebut ditolak oleh penelitian yang dilakukan oleh Ardian dan Khoiruddin (2014) serta Muthmainnah (2016) yang menyatakan bahwa *Z-score (financial distress)* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Kemudian dalam penelitiannya, Bastomi (2015) juga menemukan bahwa struktur modal tidak dapat menjelaskan hubungan tidak langsung *financial distress* terhadap harga saham, hasil ini didukung oleh penelitian Muthmainnah (2016) dengan hasil yang sama. Meskipun Muthmainnah (2016) sependapat dengan Bastomi (2015) mengenai pengaruh *financial distress* terhadap harga saham melalui struktur modal, namun kedua penelitian tersebut memberikan hasil yang berbeda pada hasil uji pengaruh *financial distress* terhadap struktur modal. Bastomi (2015) mengatakan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan Muthmainnah (2016) menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Wirajaya (2013),

Nisak dan Ardiansari (2016), juga menemukan hasil yang berbeda pada pengaruh struktur modal terhadap harga saham.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah dijabarkan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam proposal ini sebagai berikut.

1. Apakah *financial distress* model Altman berpengaruh terhadap struktur modal?
2. Apakah *financial distress* model Springate berpengaruh terhadap struktur modal?
3. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap harga saham?
4. Apakah *financial distress* model Altman berpengaruh secara langsung terhadap harga saham?
5. Apakah *financial distress* model Springate berpengaruh secara langsung terhadap harga saham?
6. Apakah *financial distress* model Altman berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal?
7. Apakah *financial distress* model Springate berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang diajukan, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui pengaruh *financial distress* model Altman terhadap struktur modal.
2. Mengetahui pengaruh *financial distress* model Springate terhadap struktur modal.

3. Mengetahui pengaruh struktur modal terhadap harga saham.
4. Mengetahui pengaruh langsung *financial distress* model Altman terhadap harga saham.
5. Mengetahui pengaruh langsung *financial distress* model Springate terhadap harga saham.
6. Mengetahui pengaruh tidak langsung *financial distress* model Altman terhadap harga saham melalui struktur modal.
7. Mengetahui pengaruh tidak langsung *financial distress* model Springate terhadap harga saham melalui struktur modal.

1.4 Kegunaan Penelitian

1.4.1 Kegunaan Teoritis

Penelitian ini dapat berkontribusi terhadap ilmu pengetahuan, khususnya ilmu manajemen dalam kajian mengenai kondisi *financial distress* dan hubungannya dengan harga saham maupun struktur modal. Selain itu, hasil penelitian ini juga dapat digunakan sebagai bahan rujukan untuk penelitian selanjutnya dan dapat dikembangkan dengan mencari jawaban atas keterbatasan dalam penelitian ini.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Penelitian ini dapat dimanfaatkan oleh para *stakeholder* maupun pihak lain yang berkepentingan berkaitan dengan analisis *financial distress* dan hubungannya dengan harga saham maupun struktur modal. Beberapa pihak yang dapat memanfaatkan hasil penelitian ini, sebagai berikut:

- a. Investor

Investor merupakan salah satu pihak yang utama dapat memanfaatkan hasil penelitian ini karena dapat digunakan sebagai pedoman dalam mengambil keputusan berinvestasi.

b. Kreditur

Kreditur dapat memanfaatkan hasil penelitian ini untuk membantu dalam mempertimbangkan pemberian kredit pada suatu perusahaan.

c. Manajemen

Hasil penelitian ini dapat membantu para manajer dan pihak internal ketika melakukan evaluasi kinerja perusahaan. Hal ini dimaksudkan supaya manajemen dapat mengambil keputusan yang tepat dalam setiap permasalahan yang sedang dihadapi perusahaan, baik *financial* maupun *non-financial*.

Ketiga pihak di atas merupakan sebagian dari pihak-pihak yang berkepentingan dalam pemanfaatan hasil penelitian ini dan masih ada pihak-pihak lain yang dapat memanfaatkan hasil penelitian ini yang belum disebutkan di atas.

1.5 Orisinalitas Penelitian

Dalam penelitian ini penulis melakukan beberapa pembaharuan, antara lain penggunaan variabel *intervening*, perbandingan beberapa pengukuran *financial distress*, penggunaan periode yang berbeda untuk variabel dependen dan independennya, serta perluasan objek penelitian dan perpanjangan periode pengamatan. Beberapa penelitian sebelumnya hanya menguji pengaruh langsung *financial distress* pada harga saham dan terbatas pada perusahaan di salah satu sektor saja, sedangkan dalam penelitian ini akan menggunakan variabel mediasi

untuk menguji pengaruh tidak langsung. Penelitian ini akan membedakan penggunaan data dalam prediksi *financial distress* dan harga saham, yang mana data tahun 2010 untuk prediksi *financial distress* akan dihubungkan dengan data harga saham 2011 demikian seterusnya. Selain beberapa penjelasan di atas, pembaharuan yang juga terdapat dalam penelitian ini yaitu penggunaan dua alat ukur untuk memprediksi *financial distress*, yang mana penelitian-penelitian sebelumnya hanya menggunakan satu alat ukur. Dengan demikian diharapkan penelitian ini akan memberikan warna yang berbeda melalui beberapa pembaharuan yang dilakukan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Grand Theory*

a. Teori Modigliani dan Miller (*Irrelevancy Theory*)

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM) menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis (Brigham & Houston, 2006). Hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut ini:

1. Tidak ada biaya pialang,
2. Tidak ada pajak,
3. Tidak ada biaya kebangkrutan,
4. Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan,
5. Semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan di masa depan,
6. EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan utang.

Hasil karya MM menandai awal penelitian struktur modal modern, dan penelitian selanjutnya berfokus pada melonggarkan asumsi-asumsi MM guna

mengembangkan suatu teori struktur modal yang lebih realistis (Brigham & Houston, 2006).

Hasil irelevansi MM salah satunya tergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak akan ada biaya kebangkrutan. Namun, kebangkrutan pada praktiknya terjadi, dan hal ini dapat sangat mahal biayanya (Brigham & Houston, 2006).

Ancaman kebangkrutan akan membawa masalah-masalah, seperti karyawan-karyawan penting pindah, pemasok menolak memberikan kredit, pelanggan mencari pemasok yang lebih stabil, dan pemberi pinjaman menuntut tingkat bunga yang lebih tinggi dan menerapkan persyaratan-persyaratan pinjaman yang lebih membatasi jika terdapat potensi kebangkrutan di depan mata (Brigham & Houston, 2006). Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak utang dalam struktur modalnya. Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan mendorong penggunaan utangnya hingga ke tingkat yang berlebihan (Brigham & Houston, 2006).

b. *Trade off Theory*

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan menukarkan keuntungan-keuntungan pendanaan melalui utang (perlakuan pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham & Houston, 2006). Hal ini disebabkan karena bunga mengurangi beban pajak sehingga utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Semakin banyak perusahaan mempergunakan utang, maka semakin

tinggi nilai dan harga sahamnya. Menurut Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan utang 100 persen (Brigham & Houston, 2006).

Namun dalam dunia nyata, perusahaan jarang mempergunakan utang 100 persen. Alasan utama perusahaan membatasi penggunaan utangnya adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah (Brigham & Houston, 2006).

c. *Pecking Order Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Donaldson tahun 1961, namun pandangan ini diperluas oleh Myers (1984) yang kemudian memberikan penamaan *Pecking Order Theory* pada teori ini. Myers meringkas teori *Pecking Order* tentang struktur modal dalam empat poin (Keown, Martin, Petty, & David F Scott, 2010) yaitu:

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang konstan, fluktuasi probabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, maka terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.

4. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), jika masih belum mencukupi maka saham baru diterbitkan.

Pecking Order Theory merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh suatu perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya (Fahmi, 2012). Dampak lebih jauh perusahaan akan mengalami kekurangan aset karena digunakan untuk membiayai rencana aktivitas perusahaan baik yang sedang maupun yang akan (Fahmi, 2014). Dalam teori ini (Husnan, 2013) perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan menggunakan dana pinjaman yang sedikit karena kebutuhan dana sudah tercukupi dari menggunakan sumber dana internal yaitu laba ditahan.

2.1.2 Harga Saham

Harga saham adalah harga suatu saham yang sedang berlangsung di pasar. Menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pada hakekatnya harga saham merupakan besarnya penerimaan sebagai imbal hasil dari pengorbanan yang harus dilakukan oleh setiap investor untuk penyertaan dalam perusahaan (Muthmainnah, 2016). Sedangkan menurut Jogiyanto (2013) harga saham adalah harga yang terjadi di pasar bursa yang ditentukan oleh *supply* dan *demand* dari anggota bursa yang meneriakkan *ask price* (harga penawaran terendah untuk menjual) dan *bid price* (harga permintaan terendah untuk membeli). Harga saham yang ada di bursa merupakan harga yang dinilai oleh

pasar, yaitu harga yang terbentuk dari kekuatan permintaan dan penawaran dalam pasar itu sendiri. Konsep harga pasar merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar dalam menilai suatu perusahaan yang ada di pasar modal (Muthmainnah, 2016). Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi nilai perusahaan tersebut, sehingga harga saham mendapat perhatian yang besar dari perusahaan agar tetap berada pada rentang yang optimal (Astuti, 2012).

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa harga saham adalah harga yang terbentuk dari kekuatan permintaan dan penawaran saham di pasar dengan harapan memperoleh keuntungan. Perusahaan diharapkan untuk dapat mempertahankan harga saham optimal di pasar yang mencerminkan nilai perusahaan.

2.1.2.1 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Harga saham di bursa sangat ditentukan oleh kekuatan pasar yakni berhubungan dengan permintaan dan penawaran saham. Harga saham akan sangat berfluktuatif seiring perubahan permintaan dan penawaran saham itu sendiri. Ketika permintaan terhadap suatu saham meningkat, maka harga saham tersebut akan naik dengan cepat. Sebaliknya, apabila penawaran saham meningkat atau lebih banyak dari yang diminta pasar, maka harga saham tersebut akan turun.

Faktor-faktor yang menentukan harga saham di pasar adalah (Husnan, 2013):

- a. Taksiran penghasilan yang akan diterima.
- b. Besarnya tingkat keuntungan yang disyaratkan investor, yang mana dipengaruhi keuntungan bebas risiko yang ditanggung investor.

Selain itu, menurut Fahmi (2012) terdapat beberapa faktor yang menyebabkan fluktuasi harga saham, yaitu:

1. Kondisi mikro dan makro ekonomi.
2. Kebijakan perusahaan dalam memutuskan untuk ekspansi.
3. Pergantian direksi secara tiba-tiba.
4. Adanya direksi atau pihak komisaris yang terlibat tindak pidana dan kasusnya sudah masuk ke pengadilan.
5. Kinerja perusahaan yang terus mengalami penurunan dalam setiap waktunya.
6. Risiko sistematis, yaitu suatu bentuk risiko yang terjadi secara menyeluruh dan telah menyebabkan perusahaan ikut terlibat.
7. Efek dari psikologi pasar yang ternyata mampu menekan kondisi teknikal jual beli saham.

2.1.2.2 Macam-macam Harga Saham

Harga saham menurut Hidayat (2010) dapat dibedakan menjadi beberapa jenis yaitu:

a) Harga Nominal

Harga nominal merupakan nilai yang ditetapkan oleh emiten untuk menilai setiap lembar saham yang dikeluarkannya. Harga nominal ini tercantum dalam lembar saham tersebut. Harga ini digunakan untuk tujuan akuntansi, yaitu mencatat modal disetor penuh.

b) Harga Perdana

Harga perdana merupakan harga sebelum harga tersebut dicatat di bursa efek. Besarnya harga perdana ini tergantung dari persetujuan antara emiten dan penjamin emisi.

c) Harga Pasar

Harga pasar adalah harga jual dari investor yang satu ke investor yang lain. Harga pasar terjadi setelah saham tersebut dicatat di bursa efek. Untuk saham yang menjadi incaran investor, pergerakan harga pasar saham tersebut biasanya sangat fluktuatif, berubah-ubah dalam hitungan menit bahkan detik. Sebaliknya, untuk saham “tidur” yang pada saat itu kurang peminat, biasanya hanya ada sedikit pergerakan atau justru tidak bergerak sama sekali.

d) Harga Pembukaan

Harga pembukaan adalah harga yang diminta penjual dari pembeli pada saat jam bursa dibuka.

e) Harga Penutupan

Harga penutupan merupakan harga yang diminta oleh penjual dan pembeli pada saat akhir hari buka.

2.1.2.3 Penilaian Harga Saham

Investor tidak akan selalu mampu untuk mengalahkan pasar dan memperoleh tingkat keuntungan di atas normal. Hal ini disebabkan karena adanya faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham tersebut. Investor memerlukan cara untuk menerapkan faktor-faktor tersebut ke dalam suatu model perhitungan yang dapat digunakan untuk memilih saham yang dapat dimasukkan ke dalam

portofolionya. Berikut akan dibahas tentang beberapa pendekatan perhitungan harga saham yang seharusnya (nilai intrinsik) oleh Halim (2015).

a. Analisis Fundamental

Analisis ini akan membandingkan nilai intrinsik suatu saham dengan harga pasarnya guna menentukan apakah harga pasar saham tersebut sudah mencerminkan nilai intrinsiknya atau belum, dimana nilai intrinsik tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental. Pendekatan ini berdasarkan ide bahwa harga saham dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, yang mana kinerja perusahaan dipengaruhi oleh kondisi industri dan makro ekonomi. Dalam analisis ini terdapat dua pendekatan, yakni pendekatan dividen dan pendekatan *price earning ratio* (Halim, 2015).

b. Analisis Teknikal

Analisis ini dimulai dengan cara memperhatikan perubahan saham itu sendiri dari waktu ke waktu. Analisis teknikal beranggapan bahwa harga suatu saham akan ditentukan oleh penawaran dan permintaan terhadap saham tersebut. Dengan demikian, asumsi dasar yang berlaku dalam analisis ini menurut Halim (2015) adalah:

1. Harga pasar saham ditentukan oleh interaksi penawaran dan permintaan.
2. Penawaran dan permintaan itu sendiri dipengaruhi oleh banyak faktor, baik yang rasional maupun irasional.

3. Perubahan harga saham cenderung bergerak mengikuti kecenderungan (*trend*) tertentu.
4. Kecenderungan tersebut dapat berubah karena bergesernya penawaran dan permintaan.
5. Pergeseran penawaran dan permintaan dapat dideteksi dengan mempelajari diagram dari perilaku pasar.
6. Pola-pola tertentu yang terjadi pada masa lalu akan terulang kembali pada masa mendatang.

Terdapat beberapa teori analisis teknikal yang mempelajari dan menjelaskan mengenai kecenderungan pergerakan dalam bursa saham, diantaranya *dow theory*, diagram batang, analisis keluasan pasar, analisis kekuatan relatif, dan analisis pergerakan rata-rata (Halim, 2015).

2.1.3 Struktur Modal

Struktur modal merupakan bauran (atau proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang diwakili oleh utang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa (Horne & Wachowicz, 2007). Langkah awal yang sebaiknya dilakukan oleh perusahaan, yaitu menganalisis sejumlah faktor, kemudian menetapkan suatu struktur modal sasaran. Sasaran ini dapat mengalami perubahan dari waktu ke waktu sesuai dengan perubahan kondisi, tetapi struktur modal yang spesifik harus selalu ada dalam pikiran manajemen di setiap waktu. Jika pada kenyataannya rasio utang berada di bawah tingkat sasaran, ekspansi modal biasanya akan dilakukan dengan menerbitkan utang, sedangkan jika rasio utang

berada di atas tingkat sasaran, biasanya ekuitas yang akan diterbitkan (Brigham & Houston, 2006).

2.1.3.1 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian. Penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham. Namun, biasanya akan muncul ekspektasi tingkat pengembalian atas sekuritas semakin tinggi ketika penggunaan utang semakin besar (Brigham & Houston, 2006).

Risiko yang lebih tinggi cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi ekspektasi tingkat pengembalian yang lebih tinggi akan menaikkannya. Karena itu, struktur modal yang optimal harus mencapai suatu keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham & Houston, 2006).

Menurut Brigham dan Houston (2006) empat faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal adalah:

1. Risiko bisnis, dimana semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, maka semakin rendah rasio utang optimalnya. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang menggunakan *leverage* operasi yang tinggi, dan akibatnya risiko bisnis juga tinggi, akan menghadapi biaya-biaya yang tinggi ketika terjadi kesulitan keuangan (*financial distress*).
2. Posisi perpajakan perusahaan. Salah satu alasan utama menggunakan utang adalah bunganya yang dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan mengurangi biaya utang efektif.

3. Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk memperoleh modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk.
4. Konservatisme atau keagresifan manajemen, yang mana beberapa manajer lebih agresif dari lainnya, sehingga beberapa perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai usaha untuk mendorong keuntungan.

Keempat faktor di atas akan sangat menentukan sasaran struktur modal, namun kondisi operasi juga dapat menyebabkan struktur modal aktual berbeda dari sasaran.

2.1.3.2 Teknik Analisis Pengelolaan Struktur Modal

Dalam menentukan struktur modal optimal masih relatif sulit untuk dihitung secara akurat. Perusahaan dituntut untuk dapat menentukan kombinasi yang tepat antara penggunaan utang dan biaya modal yang terkandung dalam struktur modal. Ada beberapa alat analisis yang dapat digunakan oleh manajer keuangan untuk mengelola struktur modal perusahaannya, namun yang umum digunakan antara lain (Muthmainnah, 2016):

a. Analisis EBIT-EPS

Ada dua jenis pendekatan analisis EBIT-EPS. Pertama, jika EPS dari utang lebih tinggi daripada saham biasa, maka alternatif obligasi lebih disukai untuk mendanai proyek tertentu. Kedua, jika EPS disamakan dari dua jenis sumber dana, misalnya antara utang dan saham biasa, maka dari penyamaan tersebut akan ditemukan EBIT indifferen, EBIT yang menjadikan EPS utang dan EPS saham biasa sama besar. Selanjutnya,

apabila EBIT diprediksi akan melebihi titik indeferen, semakin besar *leverage*-nya dan EPS yang dihasilkan juga semakin besar, maka obligasi dipilih sumber dana. Sebaliknya, jika EBIT diprediksi akan lebih kecil dari titik indeferen, dengan *leverage* yang rendah namun menghasilkan EPS lebih besar maka saham biasa dipilih sebagai sumber pendanaan (Keown et al., 2010).

b. Analisis Rasio *Leverage*

Rasio-rasio solvabilitas atau *leverage* dapat digunakan untuk mengukur dua hal, yakni proporsi utang dalam struktur modal dan kemampuan perusahaan untuk membayar utang. Rasio *leverage* atau *debt ratio* menurut Horne dan Wachowicz (2009) dapat diukur dengan menggunakan DER (*Debt Equity Ratio*). DER didefinisikan sebagai hasil bagi antara total utang dan modal pemegang saham. Para kreditor lebih suka DER yang rendah karena akan meningkatkan pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham dan peningkatan perlindungan bagi kreditor jika terjadi penyusutan nilai aktiva atau kerugian besar. Analisis rasio *leverage* mengisyaratkan bahwa perusahaan sebenarnya telah memiliki suatu target struktur modal atau proporsi utang yang diyakini paling sesuai dengan kondisi perusahaan. Dengan demikian, analisis tersebut digunakan untuk memastikan apakah target struktur modal yang telah ditetapkan itu belum atau sudah terlampaui.

c. Analisis Arus Kas

Saat terjadi resesi ekonomi, perusahaan akan menghadapi berbagai kesulitan, seperti turunnya pendapatan dari penjualan dan naiknya harga bahan baku serta beban operasional lainnya. Tingginya tingkat suku bunga juga akan menyebabkan beban struktur modal perusahaan lebih berat. Oleh karena itu, perlu disiapkan arus kas yang khusus untuk membayar pokok pinjaman beserta bunganya oleh setiap perusahaan. Informasi dari anggaran arus kas dapat digunakan untuk menghitung kecukupan arus kas menghadapi resesi ekonomi.

2.1.4 *Financial Distress*

2.1.4.1 Pengertian *Financial Distress*

Plat dan Plat dalam (Fahmi, 2014) mendefinisikan *financial distress* sebagai tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuiditasi. *Financial distress* dimulai dengan ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban-kewajibannya, terutama kewajiban jangka pendek. Kesulitan likuiditas dapat menjadi salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya *insolvency*. Untuk itu sangat penting perusahaan dalam meningkatkan kinerja keuangannya, terutama likuiditas perusahaan.

Financial distress merupakan tanda-tanda yang mengarah pada kebangkrutan apabila tidak segera diatasi secara benar. Kebangkrutan tidak secara tiba-tiba dialami oleh sebuah perusahaan, tetapi dapat dilihat dari tanda-tanda yang muncul dalam waktu yang berlangsung lama. Oleh karena itu, pihak-pihak yang berkepentingan akan melihat dari berbagai sudut pandang yang berbeda

(Fahmi, 2014). Hal tersebut diharapkan mampu untuk membantu dalam membuat keputusan yang tepat berkaitan dengan penanganan *financial distress*.

Financial distress telah lama menjadi isu yang penting bagi pemerintah dan kalangan investor tidak hanya di Indonesia. Penurunan yang signifikan dan terus-menerus dalam kinerja keuangan perusahaan pada akhirnya dapat mengakibatkan kebangkrutan; membuat investor dan kreditur menderita kerugian keuangan yang cukup besar. Namun, *financial distress* tidak selalu menyebabkan kebangkrutan (Habib, Bhuiyan, & Islam, 2013). Sementara itu, Parkinson (2016) menyatakan bahwa *financial distress* berpotensi diciptakan oleh berbagai faktor internal dan eksternal yang dapat mengganggu tata kelola perusahaan dalam berbagai cara.

Berdasarkan beberapa pendapat yang dikemukakan di atas, dapat disimpulkan bahwa *financial distress* merupakan suatu kondisi dimana terjadi penurunan performa keuangan yang dapat mengakibatkan berbagai kerugian pada pihak-pihak yang berkepentingan. Kerugian terbesar dari kondisi kesulitan keuangan ini adalah ketika perusahaan menjadi bangkrut. Apabila hal itu terjadi, maka sangat sulit untuk membangkitkan perusahaan tersebut sehingga kemungkinan besar terjadi penutupan perusahaan. Oleh karena itu, kondisi *financial distress* perlu dikenali dan diwaspadai tanda-tanda awalnya dan segera dilakukan tindakan untuk mengantisipasi serta menangani kondisi tersebut.

2.1.4.2 Faktor-faktor yang Menyebabkan *Financial Distress*

Salah satu faktor yang menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah keburukan perusahaan dalam mengelola fundamentalnya yang kemudian menurunkan kinerja perusahaan itu sendiri.

Selain faktor internal tersebut, faktor eksternal pun ikut mempengaruhi kondisi tersebut. Menurut Rodoni dan Ali (2010) apabila ditinjau dari aspek keuangan, maka terdapat tiga keadaan yang dapat menyebabkan *financial distress* yaitu:

- a. Faktor ketidakcukupan modal atau kekurangan modal akibat ketidakseimbangan penerimaan dana dengan dana yang digunakan untuk membiayai operasional perusahaan.
- b. Besarnya beban utang dan bunga akibat ketidakmampuan perusahaan melakukan manajemen risiko atas hutangnya.
- c. Perusahaan menderita kerugian akibat ketidakmampuan perusahaan menghasilkan pendapatan atau laba bersih untuk menutupi seluruh biaya yang dikeluarkan.

Selain itu, lebih lanjut Rodoni dan Ali (2010) mengatakan bahwa ketidakpastian perekonomian suatu negara juga menjadi salah satu penyebab terjadinya *financial distress*. Berikut beberapa faktor ekonomi makro yang dapat menyebabkan *financial distress*:

- a. Naik-turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).
- b. Tingkat inflasi yang tinggi.
- c. Fluktuasi nilai tukar.

2.1.4.3 Manfaat Informasi *Financial Distress*

Banyak pihak yang kemudian menyoroti kondisi *financial distress* karena dampaknya yang cukup penting bagi kegiatan bisnis. Untuk itu, informasi kondisi *financial distress* suatu perusahaan menjadi sangat penting untuk diketahui oleh pihak-pihak berkepentingan (Almilia & Kristijadi, 2003), seperti berikut:

a) Pemberi Pinjaman

Penelitian berkaitan dengan *financial distress* mempunyai relevansi terhadap institusi pemberi pinjaman, baik dalam memutuskan pemberian pinjaman maupun dalam menentukan kebijakan untuk mengawasi pinjaman yang diberikan.

b) Investor

Model prediksi *financial distress* dapat membantu investor ketika akan menilai kemungkinan masalah suatu perusahaan dalam melakukan pembayaran kembali pokok dan bunga.

c) Pembuat Peraturan

Lembaga regulator memiliki tanggungjawab mengawasi kesanggupan perusahaan dalam membayar utang dan menstabilkan perusahaan individu. Hal ini menyebabkan perlunya suatu model aplikatif untuk mengetahui kesanggupan perusahaan dalam hal memenuhi kewajibannya.

d) Pemerintah

Prediksi *financial distress* juga penting bagi pemerintah dalam *antitrust regulation*.

e) Auditor

Model prediksi *financial distress* dapat menjadi alat yang bermanfaat bagi auditor dalam membuat penilaian *going concern* suatu perusahaan.

f) Manajemen

Apabila perusahaan mengalami kebangkrutan maka perusahaan akan menanggung biaya langsung (*fee* akuntan dan pengacara) dan biaya tidak langsung (kerugian paksaan akibat keputusan pengadilan). Sehingga adanya model prediksi *financial distress* diharapkan dapat membantu menghindari kebangkrutan perusahaan dan secara otomatis juga menghindari biaya-biaya kebangkrutan tersebut.

2.1.4.4 Indikator dalam Memprediksi *Financial Distress*

Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan selalu melalui beberapa tahapan dan ada indikasi yang dapat dijadikan prediksi awal. Menurut Dwijayanti (2010) ada berbagai macam cara yang bisa digunakan untuk memprediksi *financial distress* hingga kebangkrutan, yaitu:

- 1) Analisis rasio keuangan, yang mana cara ini merupakan cara yang paling sering digunakan untuk memprediksi *financial distress*. Banyak penelitian yang dilakukan untuk menemukan rasio keuangan yang bisa digunakan dalam prediksi *financial distress*.
- 2) Analisis arus kas, yang mana laporan arus kas melaporkan arus kas perusahaan pada periode berjalan sekaligus menggambarkan arus kas masa depan.
- 3) Prediksi melalui *Corporate Governance* perusahaan. Prediksi *financial distress* dapat dilakukan melalui evaluasi *corporate governance* atau tata kelola perusahaan, yang mana apabila tata kelola perusahaan baik maka kemungkinan perusahaan tersebut mengalami *financial distress* kecil.

- 4) Prediksi melalui kondisi ekonomi makro. Jika kondisi makro ekonomi di suatu negara memburuk, maka kemungkinan banyak perusahaan di negara tersebut akan mengalami kesulitan keuangan. Beberapa faktor ekonomi makro yang dapat menyebabkan *financial distress*, diantaranya fluktuasi dalam inflasi, suku bunga, GNP, ketersediaan kredit, tingkat upah pegawai, dan sebagainya (Liou & Smith, 2007) dalam Dwijayanti (2010).
- 5) *Credit Cycle Index*. Hasil penelitian Tsai & Chang (2010) dalam Dwijayanti (2010) menunjukkan bahwa *credit cycle index* dapat meningkatkan kinerja indikator *cut off* untuk memprediksi *financial distress*, terutama di pasar negara berkembang.
- 6) Prediksi melalui opini auditor independen. Pada tahap penyelesaian audit, auditor independen harus melakukan evaluasi terhadap *going concern* perusahaan. Jika terdapat keraguan atas *going concern* perusahaan, maka auditor memberi pendapat wajar tanpa pengecualian dengan paragraf penjelas atau tidak memberikan pendapat. Dari membaca laporan audit, para *stakeholder* dapat memprediksi kondisi perusahaan menuju ke arah mana.

2.1.4.5 Alat Prediksi *Financial Distress*

Ada berbagai macam cara yang bisa digunakan untuk memprediksi *financial distress* hingga kebangkrutan, salah satunya yakni analisis rasio keuangan (Dwijayanti, 2010). Terdapat berbagai alat analisis kebangkrutan yang telah ditemukan, namun alat analisis yang banyak digunakan yaitu analisis *Z-score*

model Altman, model Springate, dan model Zmijewski (Purnajaya & Merkusiwati, 2014). Dalam penelitian mereka, Purnajaya dan Merkusiwati (2014) mengungkapkan bahwa alasan memilih ketiga alat analisis tersebut karena ketiganya paling sering digunakan, selain itu juga relatif mudah untuk digunakan dan juga memiliki keakuratan yang cukup tinggi dalam melakukan prediksi potensi kebangkrutan suatu perusahaan.

Dalam penelitian ini, penulis hanya menggunakan model Altman *Z-score* dan model Springate dikarenakan model Zmijewski kurang tepat bila diterapkan pada perusahaan yang belum bangkrut.

1. Model Altman *Z-score*

Altman (1968) dalam Ramadhani dan Lukviarman (2009) adalah orang pertama yang menerapkan *Multiple Discriminant Analysis*. Analisis diskriminan ini merupakan suatu teknik statistik yang mengidentifikasi beberapa macam rasio keuangan yang dianggap memiliki nilai paling penting dalam mempengaruhi suatu kejadian, lalu mengembangkannya dalam suatu model dengan maksud untuk memudahkan menarik kesimpulan dari suatu kejadian. Analisis diskriminan ini kemudian menghasilkan suatu dari beberapa pengelompokan yang bersifat apriori atau berdasarkan teori dari kenyataan.

Penggunaan model Altman sebagai salah satu pengukuran kinerja kebangkrutan tidak bersifat tetap atau stagnan melainkan berkembang dari waktu ke waktu, dimana pengujian dan penemuan

model terus diperluas oleh Altman hingga penerapannya tidak hanya pada perusahaan manufaktur publik, tetapi sudah mencakup perusahaan manufaktur non-publik, perusahaan non-manufaktur, dan perusahaan obligasi korporasi. Berikut perkembangan model Altman (Ramadhani & Lukviarman, 2009):

a) Model Altman Pertama

Setelah melakukan penelitian terhadap variabel dan sampel yang dipilih, Altman menghasilkan model kebangkrutan yang pertama. Persamaan kebangkrutan yang ditujukan untuk memprediksi sebuah perusahaan publik manufaktur. Persamaan dari model Altman pertama yaitu:

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

Keterangan:

Z : *bankruptcy index*

X₁ : *working capital / total asset*

X₂ : *retained earnings / total asset*

X₃ : *earning before interest and taxes / total asset*

X₄ : *market value of equity / book value of total debt*

X₅ : *sales / total asset*

Nilai Z adalah indeks keseluruhan fungsi *multiple discriminant analysis*. Menurut Altman, terdapat angka-angka *cut off* nilai Z yang dapat menjelaskan apakah perusahaan akan mengalami kegagalan atau

tidak pada masa mendatang. Altman membaginya ke dalam tiga (3) kategori, yakni:

- a. Jika nilai $Z < 1,8$ maka termasuk perusahaan yang bangkrut.
- b. Jika nilai $1,8 < Z < 2,99$ maka termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan apakah perusahaan sehat ataupun mengalami kebangkrutan).
- c. Jika nilai $Z > 2,99$ maka termasuk perusahaan yang tidak bangkrut.

b) Model Altman Revisi

Model Altman pertama mengalami revisi, dimana hal ini merupakan penyesuaian yang dilakukan agar model prediksi kebangkrutan ini tidak hanya untuk perusahaan manufaktur yang *go public* melainkan juga dapat diaplikasikan untuk perusahaan-perusahaan di sektor swasta.

Model yang lama mengalami perubahan pada salah satu variabel yang digunakan. Altman mengubah pembilang *Market Value of Equity* pada X_4 menjadi *Book Value of Equity* karena perusahaan privat tidak memiliki harga pasar untuk ekuitasnya.

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,108X_3 + 0,42X_4 + 0,988X_5$$

Keterangan:

Z' : *bankruptcy index*

X_1 : *working capital / total asset*

X_2 : *retained earnings / total asset*

X_3 : *earning before interest and taxes / total asset*

X_4 : *book value of equity / book value of total debt*

X_5 : *sales / total asset*

Klasifikasi perusahaan yang sehat dan bangkrut didasarkan pada nilai *Z-score* model Altman (1983), yakni:

- a. Jika nilai $Z' < 1,23$ maka termasuk perusahaan yang bangkrut.
 - b. Jika nilai $1,23 < Z' < 2,9$ maka termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan apakah perusahaan sehat ataupun mengalami kebangkrutan).
 - c. Jika nilai $Z' > 2,9$ maka termasuk perusahaan yang tidak bangkrut.
- c) Model Altman Modifikasi

Seiring dengan berjalannya waktu dan penyesuaian terhadap berbagai jenis perusahaan, Altman kemudian memodifikasi modelnya supaya dapat diterapkan pada semua perusahaan, seperti manufaktur, non-manufaktur, dan perusahaan penerbit obligasi di negara berkembang (*emerging market*). Dalam model modifikasi ini, Altman mengeliminasi variabel X_5 (*sales / total asset*) karena rasio ini sangat bervariasi pada industri dengan ukuran aset yang berbeda-beda. Berikut persamaan *Z-score* yang dimodifikasi Altman dkk (1995):

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Keterangan:

Z'' : *bankruptcy index*

X_1 : *working capital / total asset*

X_2 : *retained earnings / total asset*

X_3 : *earning before interest and taxes / total asset*

$$X4 \quad : \textit{book value of equity} / \textit{book value of total debt}$$

Klasifikasi perusahaan yang sehat dan bangkrut didasarkan pada nilai *Z-score* model Altman modifikasi, yakni:

- a. Jika nilai $Z'' < 1,1$ maka termasuk perusahaan yang bangkrut.
- b. Jika nilai $1,1 < Z'' < 2,6$ maka termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan apakah perusahaan sehat ataupun mengalami kebangkrutan).
- c. Jika nilai $Z'' > 2,6$ maka termasuk perusahaan yang tidak bangkrut.

2. Model Springate

Model ini dikembangkan oleh Springate (1978) menggunakan analisis multidiskriminan dengan 40 perusahaan sebagai sampelnya. Model ini dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan dengan tingkat keakuratan 92,5%. Model yang berhasil dikembangkan oleh Springate adalah sebagai berikut (Purnajaya & Merkusiwati, 2014):

$$Z = 1,03A + 3,07B + 0,66C + 0,4D$$

Notasi:

Z : *bankruptcy index*

A : *working capital / total asset*

B : *net profit before taxes / total asset*

C : *net profit before taxes / current liabilities*

D : *sales / total asset*

Jika $Z < 0,862$ maka perusahaan diklasifikasikan "*failed*".

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian terkait prediksi *financial distress* pada harga saham telah banyak dilakukan, salah satunya oleh Handojo (2001) yang melakukan penelitian pada perusahaan pengolahan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Pada penelitiannya, Handojo menemukan bahwa hasil uji-F menunjukkan rasio keuangan altman secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham. Penemuan tersebut didukung oleh penelitian Sukmawati dkk (2014) yang dilakukan dengan objek perusahaan perbankan di BEI. Mereka mengungkapkan bahwa variabel rasio keuangan altman secara simultan berpengaruh pada harga saham. Kemudian penelitian meluas ke arah prediksi *financial distress* terhadap harga saham yang dilakukan oleh Ardian dan Khoiruddin (2014), Bastomi (2015) dan Muthmainnah (2016).

Pada tahun 2015, Bastomi melakukan penelitian dan menemukan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap harga saham, yang artinya semakin tinggi potensi perusahaan mengalami *financial distress* maka harga saham akan mengalami penurunan.

Penelitian di atas menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara *financial distress* terhadap harga saham. Namun, Muthmainnah (2016) menemukan hal yang bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya, yaitu bahwa *financial distress* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hasil tersebut mendukung hasil penelitian Ardian dan Khoiruddin (2014) yang mengungkapkan bahwa *Z-score* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Selanjutnya terdapat pula penelitian mengenai pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan (yang diukur menggunakan harga saham). Penelitian tersebut dilakukan oleh Dewi dan Wirajaya (2013) dengan hasil yang menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan. Nisak dan Ardiansari (2016) menemukan hasil yang bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya, yakni mereka menemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (yang diukur menggunakan harga saham). Dua penelitian tersebut memberikan hasil yang berbeda.

Pada tahun 2015 penelitian mengenai pengaruh *financial distress* terhadap harga saham mulai memunculkan variasi dengan menambahkan struktur modal sebagai variabel *intervening*. Penelitian dengan menggunakan variabel *intervening* ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tidak langsung *financial distress* pada harga saham. Bastomi (2015) menemukan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap harga saham dan struktur modal tidak dapat menjelaskan hubungan tidak langsung antara variabel dependen dan independen. Penemuan ini didukung oleh Muthmainnah (2016) yang mengemukakan bahwa secara parsial *financial distress* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham dan *financial distress* tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal.

Rata-rata atau hampir semua penelitian di atas menggunakan model prediksi Altman *Z-score*. Sedangkan sebenarnya masih ada beberapa model lain yang juga dapat digunakan untuk memprediksi kondisi *financial distress*, seperti model Zeta, model *O-score*, model Zmijewski, rasio CAMEL, dan model Springate.

Untuk itu perlu penulis melakukan penelitian dengan menggunakan alat prediksi Altman *Z-score*, yang biasa digunakan, dan juga model Springate, yang mempunyai keakuratan tinggi untuk memprediksi *financial distress*.

Ringkasan hasil penelitian di atas dapat dilihat melalui tabel penelitian terdahulu yang tersaji pada lampiran 1.

2.3 Hubungan Antar Variabel

2.3.1 Hubungan *Financial Distress* dan Struktur Modal

Salah satu teori struktur modal, yakni teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller tahun 1958, mengungkapkan bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya (Brigham & Houston, 2006). Namun, hasil tersebut didasarkan pada beberapa asumsi yang terbatas, salah satunya asumsi tidak ada biaya kebangkrutan.

Dalam kenyataannya, kebangkrutan itu bisa terjadi dan akan memakan banyak biaya. Perusahaan yang bangkrut akan mempunyai beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi, selain itu juga akan mengalami kesulitan dalam mempertahankan para pelanggan, pemasok, dan karyawannya. Pada saat mengalami kebangkrutan kemungkinan besar perusahaan akan banyak menjual aset-asetnya untuk menutupi kekurangan utangnya dan agar tetap bisa beroperasi (Brigham & Houston, 2006).

Masalah-masalah yang berkaitan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak utang ke dalam struktur modalnya. Oleh karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan dalam menggunakan utang sampai berlebihan (Brigham & Houston, 2006).

Financial distress merupakan tanda awal dari kebangkrutan. Dengan memprediksi kondisi *financial distress* sedini mungkin, perusahaan dapat mengatur penggunaan atau proporsi utang dalam struktur modalnya. Apabila perusahaan terdeteksi masuk zona tidak sehat, maka perusahaan akan meminimalkan proporsi utang dalam struktur modal karena potensi kebangkrutan tinggi. Demikian sebaliknya.

Pernyataan di atas didukung oleh hasil penelitian Muthmainnah (2016) yang mengungkapkan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Pengaruh negatif tersebut berarti bahwa apabila kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* tinggi, maka perusahaan akan menurunkan atau mengurangi proporsi utang dalam struktur modalnya (penurunan DER).

2.3.2 Hubungan Struktur Modal dan Harga Saham

Teori *trade off* menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan utang dalam pendanaannya karena utang memberikan manfaat pengurangan pajak melalui bunga utang tersebut. Dengan demikian utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Jadi, penggunaan utang menyebabkan lebih banyak laba operasi perusahaan (EBIT) yang diterima para investor. Karenanya, semakin banyak perusahaan mempergunakan utang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya (Brigham & Houston, 2006).

Menurut asumsi tulisan Modigliani-Miller (Brigham & Houston, 2006) dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan menggunakan utang 100 persen. Dengan demikian sudah jelas bahwa

dalam teori tersebut menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Dewi dan Wirajaya (2013) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang berarti ketika perusahaan menggunakan banyak utang maka nilai perusahaan (harga sahamnya) akan turun. Sedangkan Nisak dan Ardiansari (2016) mengungkapkan hal yang berbeda, yaitu bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap harga saham. Perbedaan hasil ini mungkin disebabkan oleh perbedaan objek penelitian.

2.3.3 Hubungan *Financial Distress* dan Harga Saham

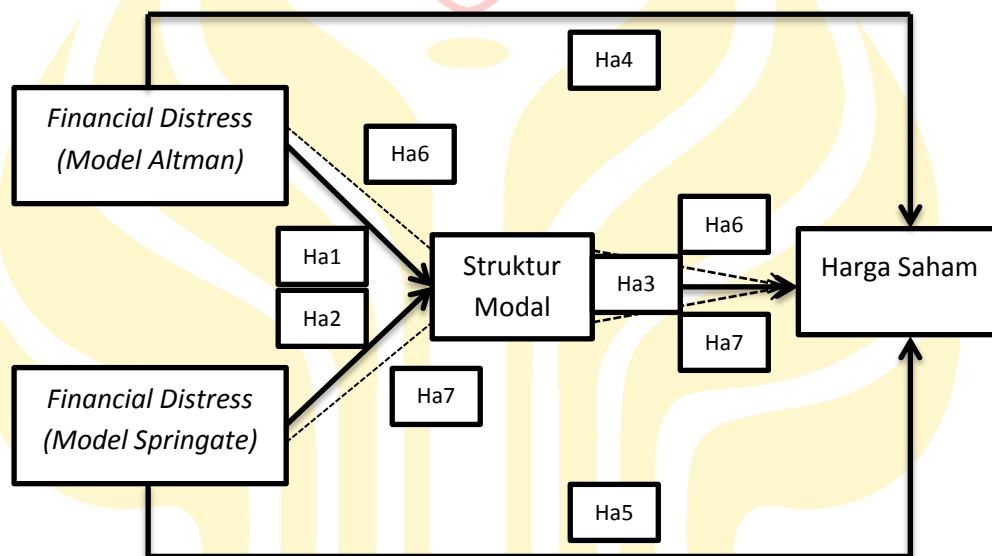
Seorang investor akan memperhatikan kondisi fundamental dari sebuah perusahaan ketika ia ingin menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut. Salah satu manfaat hasil prediksi *financial distress* adalah memudahkan investor untuk mengetahui kondisi kesehatan perusahaan tersebut. Apabila perusahaan berada pada kondisi yang tidak sehat (*financial distress* tinggi) maka investor tidak akan menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut

Ketika para investor tidak tertarik untuk memperdagangkan saham tersebut (permintaan saham tersebut turun) maka harga saham tersebut akan turun. Dengan demikian, prediksi kondisi *financial distress* mempunyai hubungan dengan harga saham perusahaan.

Bastomi (2015) mengungkapkan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hasil tersebut menjelaskan bahwa ketika *financial distress* tinggi, maka harga saham akan mengalami penurunan.

Namun, penelitian tersebut bertentangan dengan penelitian Ardian dan Khoiruddin (2014) serta Muthmainnah (2016) yang menyatakan bahwa *Z-score* (*financial distress*) tidak berpengaruh terhadap harga saham.

2.4 Kerangka Berpikir



2.5 Pengembangan Hipotesis

Setelah melalui penjabaran dalam beberapa teori dan didukung hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang terdapat dalam penelitian ini sebagai berikut:

Ha1 : *Financial distress* model Altman berpengaruh terhadap struktur modal.

Ha2 : *Financial distress* model Springate berpengaruh terhadap struktur modal.

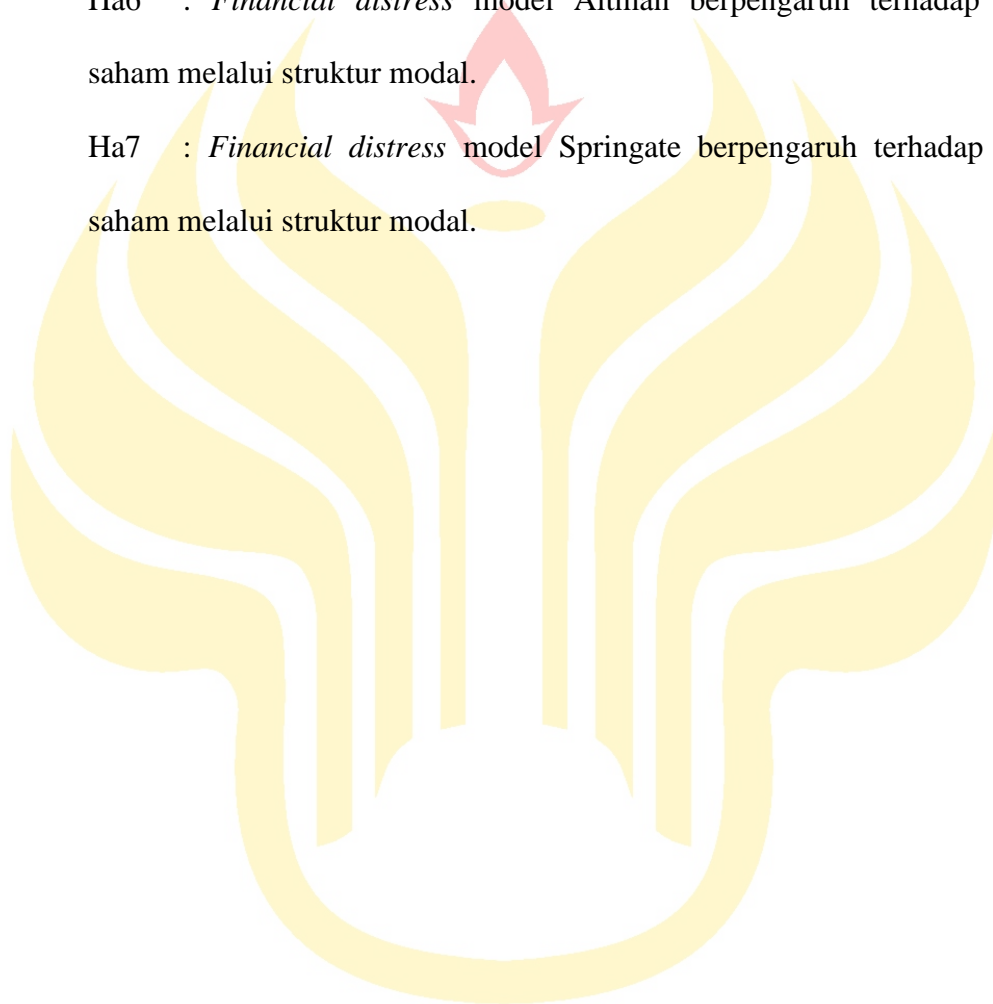
Ha3 : Struktur modal berpengaruh terhadap harga saham.

Ha4 : *Financial distress* model Altman berpengaruh terhadap harga saham secara langsung.

Ha5 : *Financial distress* model Springate berpengaruh terhadap harga saham secara langsung.

Ha6 : *Financial distress* model Altman berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal.

Ha7 : *Financial distress* model Springate berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal.



UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Berdasarkan tujuan penelitian dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka dari penelitian ini dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel *financial distress* yang diukur menggunakan model Altman berpengaruh terhadap struktur modal sebesar -0,77. Hal ini berarti perusahaan menggunakan alat prediksi model Altman dalam pengambilan keputusan penentuan struktur modal.
2. Variabel *financial distress* yang diukur menggunakan model Springate tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa informasi prediksi *financial distress* yang disampaikan dalam bentuk skor Springate tidak mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya.
3. Variabel struktur modal yang diukur menggunakan *debt equity ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hasil ini disebabkan masih banyaknya saham gorengan yang beredar di pasar dan juga banyaknya investor jangka pendek yang berorientasi pada *capital gain*.
4. Variabel *financial distress* yang diukur menggunakan model Altman tidak berpengaruh terhadap harga saham secara langsung. Hal ini berarti informasi prediksi *financial distress* yang disediakan dalam bentuk Altman *Z-score* tidak mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi pada saham karena masih

banyaknya saham gorengan yang beredar di pasar dan juga banyaknya investor jangka pendek yang berorientasi pada *capital gain*.

5. Variabel *financial distress* yang diukur menggunakan model Springate tidak berpengaruh terhadap harga saham secara langsung. Hal ini berarti informasi prediksi *financial distress* yang disediakan dalam bentuk skor Springate tidak mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi pada saham karena masih banyaknya saham gorengan yang beredar di pasar dan juga banyaknya investor jangka pendek yang berorientasi pada *capital gain*.

6. Variabel *financial distress* yang diukur menggunakan model Altman tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal. Hasil ini menyatakan bahwa prediksi kondisi *financial distress* oleh model Altman tidak mampu menurunkan dan/ menaikkan harga saham meski melalui pilihan struktur modal.

7. Variabel *financial distress* yang diukur menggunakan model Springate tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui struktur modal. Hasil ini menyatakan bahwa prediksi kondisi *financial distress* oleh metode Springate tidak mampu menurunkan dan/ menaikkan harga saham meski melalui pilihan struktur modal.

5.2 Saran

Berdasarkan simpulan dan manfaat dalam penelitian ini, maka saran yang dapat diberikan sebagai berikut:

1. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan dapat menggunakan alat ukur yang berbeda untuk memprediksi kondisi *financial distress* dan menggunakan indikator lain dalam menentukan struktur modal.

2. Bagi investor dalam melakukan analisis untuk berinvestasi, diharapkan untuk menggunakan model prediksi Altman karena model ini berpengaruh terhadap harga saham.
3. Bagi kreditur dalam menilai keputusan memberi pinjaman, diharapkan untuk menggunakan model prediksi Altman karena model ini berpengaruh terhadap harga saham.
4. Bagi manajer diharapkan untuk dapat melakukan evaluasi kinerja perusahaan dengan menggunakan prediksi kebangkrutan model Altman karena model ini berpengaruh terhadap harga saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, L. S., & Kristijadi, E. (2003). Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi Dan Auditing Indonesia*, 7(2), 1–27.
- Anoraga, & Pakarti. (2006). *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Ardian, A., & Khoiruddin, M. (2014). Pengaruh Analisis Kebangkrutan Model Altman terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur. *Management Analysis Journal*, 1(3), 1–14.
- Astuti, A. R. T. (2012). Analisis Pengaruh Stock Split terhadap Harga Saham Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Makassar: Universitas Hasanuddin.
- Bastomi, M. (2015). Analisis Prediksi Financial Distress serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Undergraduate Thesis*. Malang: UIN Maulana Malik Ibrahim.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Dewi, A. S. M., & Wirajaya, A. (2013). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 4(2), 358–372.
- Dwijayanti, S. P. F. (2010). Penyebab, Dampak, dan Prediksi dari Financial Distress serta Solusi untuk Mengatasi Financial Distress. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 2(2), 191–205.
- Fahmi, I. (2012). *Manajemen Investasi: Teori dan Soal Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, I. (2014). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2013). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Badan Penerbit

Universitas Diponegoro.

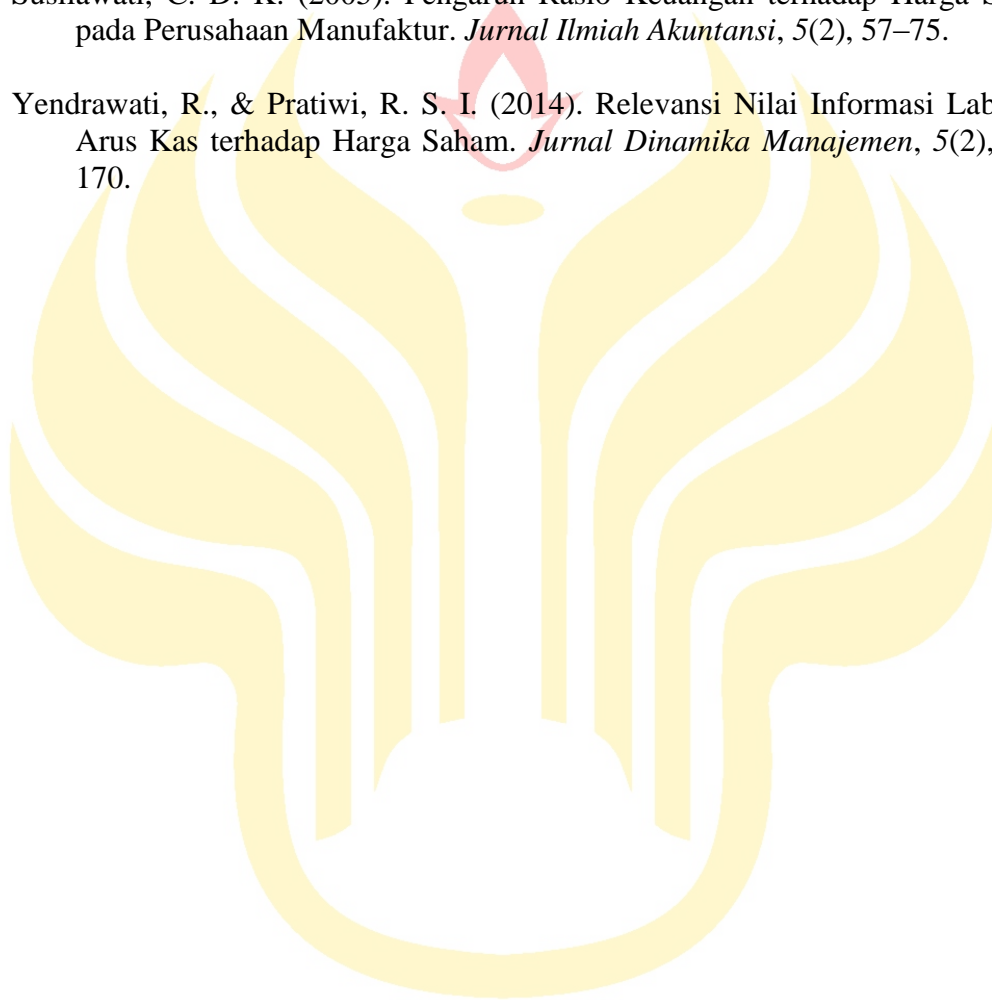
- Habib, A., Bhuiyan, M. B. U., & Islam, A. (2013). Financial Distress , Earnings Management and Market Pricing of Accruals During The Global Financial Crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155–180.
- Halim, A. (2015). *Analisis Investasi dan Aplikasinya dalam Aset Keuangan dan Aset Riil*. Jakarta: Salemba Empat.
- Handojo. (2001). Analisis Pengaruh Rasio-rasio Keuangan Altman terhadap Harga Saham Studi Empiris pada Perusahaan Pengolahan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Masters Thesis*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Haryanto, S. (2014). Identifikasi Ekspektasi Investor Melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan GCPI. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2), 183–199.
- Hidayat, T. (2010). *Buku Pintar Investasi: Reksa Dana, Saham, Stock Options, Valas, Emas*. Jakarta: Mediakita.
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz, J. M. (1997). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Terjemahan Heru Sutojo. Jakarta: Salemba Empat.
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz, J. M. (2007). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Terjemahan Dewi Fitriyani dan Deny Arnos Kwary. Jakarta: Salemba Empat.
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz, J. M. (2009). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan Edisi 12*. Terjemahan Dewi Fitriyani dan Deny Arnos Kwary. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan. (2013). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang Edisi 4 Buku 1*. Yogyakarta: BPFEE.
- Husnan, S. (1993). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jogiyanto. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 8*. Yogyakarta: BPFEE.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & David F Scott, J. (2010). *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan Edisi Kesepuluh Jilid 2*. Jakarta: PT. Indeks.
- Kesuma, A. (2009). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta

- Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 11(1), 38–45.
- Maftukhah, I. (2013). Kepemilikan Manjerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 69–81.
- Muthmainnah, A. (2016). Analisis Financial Distress dan Pengaruhnya terhadap Harga Saham melalui Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di IDX Periode 2010-2014. *Skripsi*. Makassar: Universitas Hasanuddin.
- Nisak, N. K., & Ardiansari, A. (2016). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Harga Saham pada Perusahaan yang Tergabung dalam LQ 45 Periode Tahun 2011-2013. *Management Analysis Journal*, 5(2), 88–95.
- Nurchayono, & Sudharma, K. (2014). Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress. *Management Analysis Journal*, 1(3), 1–6.
- Parkinson, M. M. (2016). Corporate Governance during Financial Distress – An Empirical Analysis. *International Journal of Law and Management*, 58(5), 486–506.
- Purnajaya, K. D. M., & Merkusiwati, N. K. L. A. (2014). Analisis Komparasi Potensi Kebangkrutan Dengan Metode Z Score Altman, Springate, dan Zmijewski pada Industri Kosmetik yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(1), 48–63.
- Ramadhani, A. S., & Lukviarman, N. (2009). Perbandingan Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Altman Pertama, Altman Revisi, dan Altman Modifikasi dengan Ukuran dan Umur Perusahaan sebagai Variabel Penjelas (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Siasat Bisnis*, 13(1), 15–28.
- Rodoni, A., & Ali, H. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Satori, D., & Komariah, A. (2014). *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian Pendidikan*. Bandung: Alfabeta.
- Sukmawati, N. M. D., Adiputra, I. M. P., & Darmawan, N. S. S. (2014). Pengaruh

Rasio-rasio dalam Model Altman Z Score terhadap Harga Saham (Studi pada Perusahaan Perbankan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia). *Jurusan Akuntansi Program S1*, 2(1), 1–11.

Susilawati, C. D. K. (2005). Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 5(2), 57–75.

Yendrawati, R., & Pratiwi, R. S. I. (2014). Relevansi Nilai Informasi Laba dan Arus Kas terhadap Harga Saham. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2), 161–170.



UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG