

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian yang telah dilakukan dengan menganalisis prediksi *financial distress*. Penelitian yang dilakukan Wasono (2012) pada analisis pengaruh *financial distress ratio* model Altman terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2010 menunjukkan bahwa *financial distress* berpengaruh terhadap harga saham sebesar 35%. Hasil tersebut berbanding terbalik dengan penelitian Widyastuti (2006) pada analisis kinerja keuangan metode Altman dan pengaruhnya terhadap harga saham pada perusahaan jasa Go Publik di BEI. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan harga saham secara signifikan pada perusahaan kategori sehat dan tidak sehat.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud (2008) pada analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa faktor-faktor penentu struktur modal (*profitability, size, growth opportunity, asset structure, dan cost of financial distress*) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan faktor *tax shield effect* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Muhammad (2006) melakukan penelitian tentang analisis struktur modal terhadap harga saham perusahaan obat-obatan terbuka di Bursa Efek Jakarta mendapatkan hasil penelitian yang sama bahwa struktur modal *Debt to Asset*

Ratio (DAR), Longterm Debt to Asset Ratio (LDAR), Debt Equity Ratio (DER), dan Debt to Equity to Asset (EAR) berpengaruh terhadap harga saham.

Sementara Mahapsari & Taman (2013) melakukan penelitian yang menguji struktur modal sebagai variabel *intervening* dalam pengaruh profitabilitas, struktur aktiva, dan pertumbuhan penjualan terhadap harga saham menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif sebagai variabel *intervening*.

Maka dari itu, peneliti akan meneliti keterkaitan antara beberapa indikator di atas, dengan menggunakan variabel struktur modal yang menjadi pemediasi, peneliti akan mengkaji pengaruh *financial distress* terhadap harga saham Perusahaan. Persamaan penelitian ini dengan penelitian lain adalah variabel control yang digunakan hampir sama, namun terdapat perbedaan di mana alat analisis dengan menggunakan *path analysis* di dalamnya. Dari penelitian terdahulu di atas maka dapat dibuat tabel berikut ini:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti (th)	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
1	Iman Muhammad (2006)	Analisis Struktur Modal Terhadap Harga Saham Perusahaan Obat-obatan Terbuka Di Bursa Efek Jakarta	Dependen (Y) Harga Saham Independen (X) <i>Debt to Asset Ratio (DAR), Longterm Debt to Asset Ratio (LDAR), Debt Equity Ratio (DER), dan Debt to Equity to Asset (EAR)</i>	Analisis liner berganda	Struktur modal (DAR, LDAR, DER, dan EAR) mempunyai pengaruh terhadap harga saham sebesar 77,28%.
2	Rini Widyastuti (2006)	Analisis Kinerja Keuangan Metode Altman dan Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Jasa Go	Dependen (Y) Harga Saham Independen (X) Rasio Keuangan Altman	<i>Analisis regresi berganda</i>	Tidak ada perbedaan harga saham secara signifikan antara perusahaan yang masuk kategori sehat dan tidak sehat pada perusahaan Go Public.

		Public di Bursa Efek Jakarta.			
3	Masdar Mas'ud (2008)	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan.	<p>Dependen (Y) nilai perusahaan, dan struktur modal</p> <p>Independen (X) <i>profitability, size, growth opportunity, asset structure, cost of financial distress, dan tax shields effects</i></p>	<i>Structural Equation Modeling (SEM) dan t-test .</i>	<p>a. Faktor-faktor penentu (<i>profitability, size, growth opportunity, asset structure, dan cost of financial distress</i>) struktur modal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.</p> <p>b. faktor <i>tax shield effect</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.</p> <p>c. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.</p>
4	Mario Wasono (2012)	Pengaruh <i>Financial Distress Ratio</i> Model Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2008-2009.	<p>Dependen (Y) Harga saham</p> <p>Independen (X) Rasio keuangan Altman,</p>	<i>Analisis regresi berganda</i>	Financial distress mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham baik secara parsial maupun simultan.
5	Ali Kesuma (2012)	Analisis Faktor yang Mempengaruhi	Dependen (Y) Harga Saham	<i>Structural Equation Modeling</i>	a. Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif dengan sturktur modal

		Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan <i>Real Estate</i> yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Indonesia.	Independen (X) Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva, Profitabilitas, Rasio Hutang.	(SEM)	<ul style="list-style-type: none"> b. Profitabilitas mempunyai pengaruh berlawanan arah dengan struktur modal c. Rasio Hutang mempunyai pengaruh yang signifikan dan searah dengan struktur modal d. Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap harga saham e. Struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif atau berlawanan arah dengan harga saham f. Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan serta searah dengan harga saham g. Rasio Hutang mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap harga saham h. Struktur modal mempunyai pengaruh tidak signifikan dan searah dengan harga saham.
6	Nunky Rizka Mahapsari & Abdullah Taman (2013)	Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Harga	<p>Dependen (Y) Harga Saham</p> <p>Independen (X) Profitabilitas, struktur aktiva,</p>	<i>Analisis regresi berganda, analisis jalur</i>	<ul style="list-style-type: none"> a. Tidak terdapat pengaruh negative profitabilitas, struktur aktiva, dan pertumbuhan terhadap harga saham. b. Terdapat pengaruh positif profitabilitas, struktur aktiva, dan pertumbuhan terhadap harga saham

		Saham dengan Struktur Modal Sebagai Variabel <i>Intervening</i> pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.	pertumbuhan penjualan, dan struktur modal.		melalui struktur modal.
--	--	---	--	--	-------------------------

Sumber: Dari berbagai sumber yang telah diringkas (2014)

Pada penelitian ini terdapat beberapa perbedaan dengan penelitian terdahulu yang telah dilakukan. Perbedaannya terletak pada digunakannya *financial distress* dengan menggunakan metodel Altman terhadap harga saham serta penggunaan struktur modal sebagai variabel *intervening* dalam penelitian ini.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Financial Distress

Menurut Mamduh (2004) kesulitan keuangan (*financial distress*) merupakan kondisi kontinum mulai dari kesulitan keuangan yang ringan (seperti masalah likuiditas), sampai pada kesulitan keuangan yang lebih serius, yaitu tidak solvabel (utang lebih besar dibandingkan dengan aset). Elloumi dan Gueyie (2001) mengategorikan perusahaan dengan *financial distress* bila selama dua tahun berturut-turut mengalami laba bersih negatif.

Sedangkan Pradipta (2013:23) berpendapat bahwa *Financial distress* adalah keadaan perusahaan di mana memiliki potensi untuk mengalami kebangkrutan karena perusahaan tidak mampu membayar kewajiban-kewajibannya dan menghasilkan laba yang kecil yang memberikan dampak pada perubahan modal sehingga perlu restrukturisasi pada perusahaan yang bersangkutan.

Dari beberapa pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa *financial distress* merupakan sebuah kondisi menurunnya kinerja keuangan perusahaan yang ditandai dari laba bersih negatif secara berturut-turut serta ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya, sehingga dibutuhkan sebuah restrukturisasi untuk menghindari kebangkrutan.

Sebuah prediksi atas kesulitan keuangan tidak hanya diperlukan oleh pihak perusahaan saja, melainkan beberapa pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan. Dengan adanya prediksi tersebut, sebuah keputusan dapat diambil

oleh pihak yang terlibat. Menurut Hanafi & Halim (2009), prediksi *financial distress* bisa bermanfaat bagi beberapa pihak seperti:

a. Pemberi pinjaman (kreditor).

Kreditor menggunakan prediksi kesulitan keuangan sebagai alat untuk memonitor pinjaman yang telah ada sehingga pihak kreditor akan mengambil langkah antisipasi apabila sebuah perusahaan mengarah pada *financial distress*.

b. Investor.

Prediksi *financial distress* membantu investor untuk mengambil sikap terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan dalam membayar bunga dan utang pokoknya. Investor yang menganut strategi aktif akan mengembangkan model prediksi kesulitan keuangan menjadi peringatan awal adanya indikasi kesulitan keuangan.

c. Akuntan

Akuntan mempunyai kepentingan terhadap informasi kelangsungan suatu usaha karena akan menilai kemampuan *going concern* suatu perusahaan.

d. Manajemen

Prediksi kesulitan keuangan sangat berpengaruh terhadap pengambilan keputusan strategis seorang manajer. Dengan adanya prediksi tersebut, diharapkan pihak manajemen mampu melakukan langkah penyelamatan dan penghematan, seperti restrukturisasi keuangan.

2.2.1.1 Penyebab Financial Distress

Pada dasarnya, penyebab kegagalan utama yang mengakibatkan kesulitan keuangan perusahaan adalah tata kelola manajemen yang kurang baik. Akan

tetapi, penyebab kegagalan tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang terdapat keterkaitan antara faktor satu dengan faktor lainnya. Menurut Rudianto (2009: 252) terdapat dua faktor yang memicu timbulnya kegagalan, yaitu:

a. Faktor Internal

Manajemen perusahaan merupakan faktor internal yang mempunyai peran strategis dalam penentuan kebijakan. Kesalahan dalam pengambilan keputusan dapat menjadi penyebab kegagalan perusahaan, meliputi faktor keuangan maupun nonkeuangan. Kesalahan pengelolaan di bidang keuangan dapat memunculkan kegagalan, antara lain:

- 1) Munculnya utang yang terlalu besar sehingga memberikan beban tetap yang berat bagi perusahaan.
- 2) Adanya "*current liabilities*" yang terlalu besar di atas "*current assets*".
- 3) Lambatnya pebagihan piutang atau banyaknya "*bad debts*" (piutang tak tertagih).
- 4) Kesalahan dalam "*devidend policy*".
- 5) Tidak cukupnya dana-dana penyusutan.

Sedangkan kesalahan pengelolaan di bidang nonkeuangan dapat memunculkan kegagalan, antara lain:

- 1) Kesalahan dalam pemilihan tempat kedudukan perusahaan.
- 2) Kesalahan dalam penentuan produk yang dihasilkan.
- 3) Kesalahan dalam penentuan besarnya perusahaan.
- 4) Krang baiknya struktur organisasi perusahaan.
- 5) Kesalahan dalam pemilihan perusahaan.

- 6) Kesalahan dalam kebijakan pembelian.
- 7) Kesalahan dalam kebijakan produksi.
- 8) Kesalahan dalam kebijakan pemasaran.
- 9) Adanya ekspansi yang berlebihan.

b. Faktor Eksternal

Penyebab eksternal adalah berbagai hal yang muncul atau berasal dari luar perusahaan dan berada di luar kekuasaan atau kendali pimpinan perusahaan sehingga mempunyai pengaruh secara tidak langsung, yaitu:

- 1) Kondisi perekonomian secara makro, baik domestik maupun internasional.
- 2) Adanya persaingan yang ketat antar perusahaan.
- 3) Berkurangnya permintaan terhadap produk yang dihasilkan.
- 4) Turunnya harga-harga dan sebagainya.

2.2.1.2 Indikator dalam Memprediksi Financial Distress

Kesulitan keuangan dialami perusahaan dengan beberapa tahapan, selalu ada indikasi yang dapat dijadikan prediksi awal. Menurut Mamduh (2004) terdapat 6 indikator mengenai kemungkinan dari kesulitan keuangan, diantaranya:

- a. Analisis arus kas untuk periode sekarang dan yang akan datang.
- b. Analisis strategi perusahaan yang mempertimbangkan pesaing potensial, struktur biaya relatif, perluasan rencana dalam industri, kemampuan perusahaan untuk meneruskan kenaikan biaya, kualitas manajemen dan lain sebagainya.

- c. Analisis laporan keuangan dari perusahaan serta perbandingannya dengan perusahaan lain. Analisis ini dapat berfokus pada suatu variabel keuangan tunggal atau suatu kombinasi dari variabel keuangan.
- d. *Trend* penjualan sebagai tolak ukur pertumbuhan perusahaan. Jika *trend* penjualan mengalami penurunan, maka pihak manajemen harus mengontrol penyebabnya agar tidak menjadi kesulita permanen.
- e. Kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan akan menentukan kekuatan daya saing perusahaan terhadap lawannya.
- f. Informasi eksternal perusahaan bisa memberikan acuan kondisi terbaru dunia bisnis, seperti informasi yang dikeluarkan oleh pasar keuangan terhadap rating obligasi.

2.2.1.3 Tipe Financial Distress

Financial distress yang didefinisikan menurut tipenya oleh Brigham dan Gapenski (1997) adalah sebagai berikut:

- a. *Economic failure*

Economic failure atau kegagalan ekonomi adalah keadaan dimana pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi total biaya, termasuk *cost of capitalnya*. Bisnis ini dapat melanjutkan operasinya sepanjang kreditur mau menyediakan modal dan pemiliknya mau menerima tingkat pengembalian (*rate of return*) di bawah pasar. Meskipun tidak ada suntikan modal baru saat aset tua sudah harus diganti, perusahaan dapat juga menjadi sehat secara ekonomi.

b. *Business failure*

Kegagalan bisnis didefinisikan sebagai bisnis yang menghentikan operasi dengan akibat adanya laba negatif kepada kreditur.

c. *Technical insolvency*

Sebuah perusahaan dikatakan dalam keadaan *technical insolvency* jika tidak dapat memenuhi kewajiban lancar ketika jatuh tempo. Ketidakmampuan membayar hutang secara teknis menunjukkan kekurangan likuiditas yang sifatnya sementara, yang jika diberi waktu, perusahaan mungkin dapat membayar hutangnya dan *survive*. Di sisi lain, jika *technical insolvency* adalah gejala awal kegagalan ekonomi, ini mungkin menjadi perhentian pertama menuju bencana keuangan (*financial disaster*).

d. *Insolvency in bankruptcy*

Sebuah perusahaan dikatakan dalam keadaan *insolvent in bankruptcy* jika nilai buku utang melebihi nilai pasar aset. Kondisi ini lebih serius daripada *technical insolvency* karena, umumnya, ini adalah tanda *economic failure*, dan bahkan mengarah kepada likuidasi bisnis. Perusahaan yang dalam keadaan *insolvent in bankruptcy* tidak perlu terlibat dalam tuntutan kebangkrutan secara hukum.

e. *Legal bankruptcy*

Perusahaan dikatakan bangkrut secara hukum jika telah diajukan tuntutan secara resmi dengan undang-undang.

2.2.1.4 Alat Prediksi Financial Distress

Terdapat beberapa metode yang telah dikembangkan oleh beberapa peneliti terdahulu sebagai alat prediksi *financial distress* yang dialami oleh sebuah

perusahaan. Metode Altman Z Score sering digunakan sebagian besar perusahaan karena dianggap mampu mendeteksi kondisi keuangan perusahaan secara tepat.

Edward I Altman mengkaji pemanfaatan analisis rasio keuangan sebagai alat prediksi yang menghasilkan rumus yang disebut *Z-Score*. Analisis *Z-Score* adalah metode untuk memprediksi keberlangsungan hidup suatu perusahaan dengan mengombinasikan beberapa rasio keuangan yang umum dan pemberian bobot berbeda satu dengan yang lainnya (Rudianto, 2009:254). Analisis *Z-Score* dikemukakan Altman pada tahun 1968 dengan menyeleksi 22 rasio keuangan sehingga ditemukan 5 rasio yang menekankan pada profitabilitas sebagai komponen yang paling berpengaruh terhadap kebangkrutan.

Rumus *Z-Score* dihasilkan atas penelitian berbagai perusahaan manufaktur di Amerika Serikat yang terdaftar di bursa efek. Oleh karena itu, rumus ini hanya cocok untuk memprediksi keberlangsungan perusahaan yang *go public* saja. Kelima rasio yang digunakan yaitu yaitu *working capital to total asset*, *retained earning to total asset*, *earning before interest and taxes to total asset*, *market value of equity to book value of total debts*, dan *sales to total assets*. Karena skor yang diperoleh merupakan gabungan dari 5 unsur yang berbeda, maka sangat penting untuk memahami dari hasil yang muncul. Definisi dari diskriminasi Z (zeta) adalah (Rudianto, 2009:255):

a. Rasio X_1 (Working Capital to Total Asset)

Mengukur likuiditas dengan membandingkan modal kerja dengan total aset. Modal kerja didefinisikan sebagai aset lancar dikurangi total kewajiban lancar. Indikator internal dapat digunakan untuk mendeteksi adanya masalah

pada likuiditas perusahaan seperti ketidakcukupan kas, utang dagang membengkak, utilisasi modal (harta kekayaan) menurun, penambahan utang yang tidak terkendali dan beberapa indikator lainnya. Umumnya, bila perusahaan mengalami kesulitan keuangan, modal kerja akan turun lebih cepat daripada total aset.

b. Rasio X_2 (Retained Earning to Total Assets)

Rasio ini mengukur besarnya kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh keuntungan, ditinjau dari kemampuan perusahaan yang bersangkutan dalam memperoleh laba dibandingkan dengan kecepatan perputaran *operating assets* sebagai ukuran efisiensi usaha. Rasio ini mengukur akumulasi laba selama perusahaan beroperasi. Umur perusahaan berpengaruh terhadap rasio tersebut karena semakin lama perusahaan beroperasi memungkinkan untuk memperbesar akumulasi laba ditahan, dan sebaliknya.

c. Rasio X_3 (Earning Before Interest and Taxes to Total Assets)

Rasio ini mengukur tingkat pengembalian atas aset. Rasio ini menjelaskan pentingnya pencapaian laba perusahaan terutama dalam rangka memenuhi kewajiban bunga para investor. Indikator yang dapat digunakan dalam mendeteksi adanya masalah pada kemampuan profitabilitas perusahaan antara lain adalah piutang dagang meningkat, rugi terus menerus, persediaan meningkat, penjualan menurun, terlambatnya hasil penagihan piutang, kredibilitas perusahaan berkurang serta kesediaan memberi kredit pada konsumen yang tidak dapat membayar pada waktu yang telah ditetapkan.

d. Rasio X_4 (Market of Equity to Book Value of Total Debt)

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan kepada setiap utangnya melalui modalnya sendiri. Oleh karena itu, rasio ini merupakan kebalikan dari utang per modal sendiri (DER). Nilai modal sendiri yang dimaksud adalah nilai pasar modal sendiri, yaitu jumlah lembar saham perusahaan dikalikan harga pasar saham per lembar.

e. Rasio X_5 (Sales to Total Assets)

Rasio ini mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan aset untuk menghasilkan penjualan yang merupakan operasi inti dari perusahaan untuk dapat menjaga keberlangsungan operasionalnya.

Rumus pertama tersebut adalah sebagai berikut:

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

Notasi:

$X_1 = \text{working capital/total asset}$

$X_2 = \text{retained earnings/total asset}$

$X_3 = \text{earnings before interest and taxes/total asset}$

$X_4 = \text{market capitalization/book value of debt}$

$X_5 = \text{sales/total asset}$

Hasil perhitungan tersebut akan menghasilkan skor yang berbeda antar perusahaan. Skor tersebut harus dibandingkan dengan standar penilaian berikut ini:

$Z > 2,99$ = Zona aman

$1,81 < Z < 2,99$ = Zona abu-abu

$Z < 1,81$ = Zona berbahaya

Model yang dikembangkan oleh Altman ini mengalami suatu revisi. Revisi penelitian oleh Altman merupakan penyesuaian yang dilakukan agar model prediksi kebangkrutan ini tidak hanya untuk perusahaan manufaktur yang *go publik* melainkan juga dapat diaplikasikan untuk perusahaan-perusahaan di sektor swasta. Model yang lama mengalami perubahan pada salah satu variabel yang digunakan.

$$Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,988 X_5$$

Notasi:

$X_1 = \text{working capital/total asset}$

$X_2 = \text{retained earnings/total assets}$

$X_3 = \text{earnings before interest and taxes/total asset}$

$X_4 = \text{book value of equity/book value of debt}$

$X_5 = \text{sales/total asset}$

Hasil perhitungan tersebut akan menghasilkan skor yang berbeda antar perusahaan. Skor tersebut harus dibandingkan dengan standar penilaian berikut ini:

$Z > 2,9$ = Zona aman

$1,23 < Z < 2,9$ = Zona abu-abu

$Z < 1,23$ = Zona berbahaya

Setelah melakukan penelitian tentang berbagai macam perusahaan manufaktur, baik yang *go public* maupun yang tidak, Altman melakukan penelitian mengenai potensi kebangkrutan perusahaan selain manufaktur. Rumus *Z-Score* terakhir merupakan rumus yang fleksibel karena bisa digunakan untuk berbagai jenis bidang usaha perusahaan, baik yang *go public* maupun yang tidak, dan cocok digunakan di Negara berkembang seperti Indonesia (Rudianto, 2009:257). Hasil penelitian terakhir yang dikembangkan Altman, yaitu:

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

Notasi:

$X_1 = \text{working capital/total asset}$

$X_2 = \text{retained earnings/total assets}$

$X_3 = \text{earnings before interest and taxes/total asset}$

$X_4 = \text{book value of equity/book value of debt}$

Hasil perhitungan tersebut akan menghasilkan skor yang berbeda antar perusahaan. Skor tersebut harus dibandingkan dengan standar penilaian berikut ini:

$Z > 2,6$ = Zona aman

$1,1 < Z < 2,6$ = Zona abu-abu

$Z < 1,1$ = Zona berbahaya

Dari ketiga perhitungan yang telah dikembangkan oleh Altman, ketiga rumus tersebut mempunyai standar penilaian yang berbeda. Tolok ukur dari

perhitungan tersebut digunakan sebagai penilai kategori perusahaan, dapat diringkas sebagai berikut:

Tabel 2.2
Perkembangan Metode Altman

Perusahaan manufaktur <i>go public</i>	Perusahaan manufaktur <i>non go public</i>	Berbagai jenis perusahaan	Intepretasi
$Z > 2,99$	$Z > 2,90$	$Z > 2,60$	Zona aman menunjukkan perusahaan dalam kondisi sehat dan terhindar dari kebangkrutan.
$1,81 > Z > 2,99$	$1,23 > Z > 2,90$	$1,1 < Z < 2,60$	Zona abu-abu menunjukkan perusahaan dalam kondisi rawan (<i>grey area</i>). Pada kondisi ini perusahaan mengalami masalah kesulitan keuangan.
$Z < 1,81$	$Z < 1,23$	$Z < 1,1$	Zona berbahaya menunjukkan perusahaan dalam kondisi bangkrut.

Sumber: Rudianto (2009)

2.2.1.5 Financial Distress dalam Perspektif Islam

Financial distress sering dimaknai sebagai kondisi di mana seseorang dalam kondisi sulit keuangan. Kondisi ini akan menempatkan perusahaan pada ancaman kebangkrutan (*pailit*). *Financial distress* menyebabkan perusahaan terancam gagal dalam melaksanakan kewajibannya terhadap pihak yang berkepentingan dengan perusahaan, seperti investor, kreditor bahkan pihak penjamin dana. Kegagalan tersebut dapat berupa tidak terbayarnya utang perusahaan pada saat jatuh tempo, tidak terbayarnya deviden, dan membengkaknya jumlah utang.

Perusahaan sebagai penerima amanat mempunyai tanggungjawab atas kegiatan operasional sehingga mampu mendatangkan keuntungan bagi pihak yang

berkepentingan dengan perusahaan. Dalam menjalankan amanat, perusahaan dituntut adil dalam bagi semua pihak sehingga tidak ada satupun pihak yang merasa dirugikan. Hal ini sesuai dengan kaidah Islam yang terdapat pada firman Allah SWT dalam surat an-Nisa ayat 58:

﴿ إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا وَإِذَا حَكَمْتُمْ بَيْنَ النَّاسِ أَنْ تَحْكُمُوا بِالْعَدْلِ ۗ إِنَّ اللَّهَ نِعِمَّا يَعِظُكُمْ بِهِ ۗ إِنَّ اللَّهَ كَانَ سَمِيعًا بَصِيرًا ﴾

Artinya: “Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya, dan (menyuruh kamu) apabila menetapkan hukum di antara manusia supaya kamu menetapkan dengan adil. Sesungguhnya Allah memberi pengajaran yang sebaik-baiknya kepadamu. Sesungguhnya Allah adalah Maha mendengar lagi Maha Melihat”.

Kebangkrutan dalam fikih dikenal dengan sebutan *iflaas* (الإفلاس = tidak memiliki harta), sedangkan orang *pailit* disebut *muflis* (المفلس) dan keputusan hakim yang menyatakan bahwa seseorang/badan/lembaga jatuh pailit disebut *tafliis* (التفليس).

Dalam Hasan (2003) dijelaskan bahwa ulama fikih mendefinisikan *tafsliis* sebagai:

جَعَلَ الْحَاكِمُ الْمَدْيُونَ مُفْلِسًا بِنَعْمِهِ مِنَ التَّصَرُّفِ فِي مَالِهِ

Artinya: “Keputusan hakim yang melarang seseorang bertindak atas hartanya”

Dari hadits di atas dapat disimpulkan bahwa larangan tersebut muncul sebagai langkah antisipasi apabila seseorang diduga terlibat utang yang meliputi atau bahkan melebihi seluruh hartanya. Pencegahan tindakan hukum debitor *pailit* ini untuk menjamin utangnya kepada kreditor.

Dalam landasan dasar hukum Islam adalah sebuah riwayat yang menyatakan bahwa Rasulullah SAW menetapkan Mu'az bin Jabal sebagai orang yang terlilit utang dan tidak mampu melunasinya (*pailit*) (Hasan, 2003:196). Kemudian Rasulullah melunasi utang Mu'az bin Jabal dengan sisa harta yang dimiliki. Akan tetapi yang berpiutang tidak menerima seluruh pinjamannya, maka dia pun melakukan protes kepada Rasulullah. Protes tersebut dijawab oleh Rasulullah:

فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ : خُذُوا مَا وَجَدْتُمْ وَلَيْسَ لَكُمْ إِلَّا ذَلِكَ (رَوَاهُ الْبُخَارِيُّ وَمُسْلِمٌ)
 Artinya: “Tidak ada yang dapat diberikan kepada kamu selain itu”. (HR. Bukhori dan Muslim No. 2.275).

Berdasarkan hadits tersebut, ulama fikih telah sepakat menyatakan bahwa seorang hakim berhak menetapkan seseorang (debitor) *pailit*, karena tidak mampu membayar utang-utangnya tetapi secara hukum tetap harus melunasi utangnya ketika terdapat harta lainnya. Maka dapat disimpulkan bahwa kepailitan dapat diputuskan oleh pihak ketiga yang ditunjuk antara perusahaan (debitor) dan pemberi dana (kreditor) untuk menyelesaikan masalah secara adil.

Islam mengajarkan umatnya untuk berperilaku bijak, namun tidak dibenarkan bahwa meminta hak secara paksa sehingga melukai orang yang mempunyai kewajiban terhadap orang tersebut. Ada beberapa cara yang bisa dilakukan agar antara pemilik hak dan pemilik kewajiban sama-sama tidak dirugikan. Langkah-langkah penyelesaian seseorang yang berutang dan tidak mampu membayarnya, pertama diberi penundaan waktu pembayaran (perpanjangan waktu peminjaman). Apabila dalam perpanjangan waktu tidak

mampu melunasi, maafkanlah dia dan anggap saja utang itu sebagai shadaqah (Suhendi, 2013:301-302). Hal itu lebih baik bagi yang meminjamkan. Sebagai dasar rujukan pendapat di atas akan diungkapkan di bawah ini:

عَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ عَنِ النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ كَانَ رَجُلٌ تَاجِرٌ يُدَايِنُ النَّاسَ فَكَانَ يَقُولُ لِفَتَاهِهِ إِذَا أَتَيْتَ مُعْسِرًا فَتَجَاوَزْ عَنْهُ لَعَلَّ اللَّهَ أَنْ يَتَجَاوَزَ عَنَّا فَلَقِيَ اللَّهَ فَتَجَاوَزَ عَنْهُ (رَوَاهُ الْبُخَارِيُّ)

“Diriwayatkan dari Abu Hurairah ra bahwa Nabi Muhammad SAW bersabda “Terdapat seseorang pedagang yang memberikan kepada orang lain pinjaman (sudah menjadi kebiasaannya) jika dia mengetahui bahwa pinjaman dalam keadaan susah, dia akan memerintahkan pelayannya untuk menghapuskan utang itu, dengan harapan semoga Allah mengampuninya (pemilik) karena perbuatan itulah Allah memaafkan kelebihan yang didapatkannya”. (Riwayat Bukhari NO. 15.438).

Hadits tersebut sesuai dengan al-Quran QS. Al-Baqoroh [2]: 280 yang mana barangsiapa terbukti mengalami kesulitan keuangan, dalam arti tidak mempunyai kekayaan yang bisa dijual untuk melunasi utangnya, ia tidak boleh ditagih, karena Allah SWT. Berfirman:

وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿٢٨٠﴾

Artinya: “Dan jika (orang yang berhutang itu) dalam kesukaran, Maka berilah tangguh sampai dia berkelapangan. dan menyedekahkan (sebagian atau semua utang) itu, lebih baik bagimu, jika kamu Mengetahui”.

Dengan diberikannya tenggang waktu, perusahaan diharapkan mampu menyelesaikan kondisi financial distress secara tepat sehingga terhindar dari ancaman *pailit* (bangkrut). Selain itu, perusahaan harus mampu bersikap adil dalam melaksanakan kewajibannya terhadap semua pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan tanpa ada kecurangan yang terdapat indikasi melanggar hukum.

Meskipun Islam memberikan kemudahan kepada pihak yang mengalami kesulitan, tidak dibenarkan apabila sebuah perusahaan menyatakan dalam kondisi *financial distress* dengan tujuan untuk menghindar dari kewajibannya untuk membayar pajak ataupun utang kepada kreditor. Perusahaan tersebut hanya mengejar keuntungan dengan memberikan informasi palsu dalam publikasi laporan keuangannya. Berikut firman Allah dalam Q.S. Qashash ayat 37:

وَقَالَ مُوسَىٰ رَبِّيَ أَعْلَمُ بِمَن جَاءَ بِالْهُدَىٰ مِنْ عِنْدِهِ وَمَن تَكُونُ لَهُ عَاقِبَةُ الدَّارِ إِنَّهُ لَا يُفْلِحُ
الظَّالِمُونَ ﴿٣٧﴾

Artinya: “Musa menjawab: Tuhanku lebih mengetahui orang yang (patut) membawa petunjuk dari sisi-Nya dan siapa yang akan mendapat kesudahan (yang baik) di negeri akhirat. Sesungguhnya tidaklah akan mendapat kemenangan orang-orang yang dalim”.

Dari ayat di atas dapat diketahui bahwa sikap memberikan informasi palsu termasuk zalim sehingga menghilangkan sumber keberkahan karena merugikan atau menipu orang lain yang di dalamnya terjadi eksploitasi hak-hak yang tidak dibenarkan dalam ajaran Islam (Djakfar, 2012:37).

2.2.2 Struktur Modal

Menurut Margaretha (2007:219) Struktur modal atau *capital structure* adalah gambaran, yakni pembiayaan permanen perusahaan yang terdiri dari utang jangka panjang dan modal sendiri.

Sedangkan Asnawi & Wijaya (2010) menjelaskan bahwa struktur modal merupakan kombinasi antara utang jangka panjang (*long term debt*) dengan ekuitas (*equity*), dengan mengabaikan bagian utang jangka pendek.

Maka, dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan proporsi penggunaan utang jangka panjang dan ekuitas untuk menunjang kegiatan operasional perusahaan.

2.2.2.1 Teori Struktur Modal

Teori struktur modal bertujuan untuk memberikan landasan berpikir untuk mengetahui penggunaan struktur optimal. Adapun teori-teori tersebut adalah:

a. Teori Modigliani dan Miller (MM)

Pada tahun 1958 Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller membuktikan bahwa nilai sebuah perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal (Brigham & Houston, 2006:33). MM menunjukkan kemungkinan munculnya proses *arbitrage* yang akan membuat harga saham (nilai perusahaan) yang tidak menggunakan utang maupun yang menggunakan utang akhirnya tetap sama. Proses *arbitrage* muncul karena investor selalu lebih menyukai investasi yang memerlukan dana yang lebih sedikit tetapi memberikan penghasilan bersih yang sama dengan risiko yang sama pula. Penggunaan utang dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak adanya pajak akan membuat keputusan pendanaan (*financing decisions*) menjadi tidak relevan sehingga memberi dampak yang sama seperti penggunaan modal sendiri (Husnan & Pudjiastuti, 2004:268).

b. Teori Keagenan (Agency Cost)

Biaya keagenan timbul akibat ketidakselarasan kepentingan antara pemilik dan kreditor (Mardiyanto, 2009:263). Selaku pemilik dana, kreditor melakukan langkah antisipasi dengan mengatur pemilik perusahaan

sedemikian rupa sehingga uang yang dipinjamkan dapat kembali beserta bunganya. Beberapa bentuk pengaturan dari pihak kreditor antara lain, menentukan jenis dan jumlah kolateral, menetapkan tingkat likuiditas minimum, dan memutuskan secara ketat jumlah dividen yang dibayarkan.

c. Pecking Order Theory

Teori ini menjelaskan alasan perusahaan menentukan hirarki sumber dana yang paling disukai. Sesuai dengan teori ini maka investasi akan dibiayai dengan dana internal terlebih dulu (yaitu laba ditahan), kemudian baru diikuti oleh penerbitan utang baru, dan akhirnya dengan penerbitan ekuitas baru (Husnan & Pudjiastuti, 2004:276). Penggunaan dana internal lebih menguntungkan karena tidak diharuskannya perusahaan mengungkapkan informasi baru kepada pemodal sehingga dapat mempengaruhi pergerakan saham. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, seperti penerbitan obligasi.

d. Teori Pertukaran (Trade of Theory)

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memperoleh keuntungan-keuntungan pendanaan melalui utang (perlakuan pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham & Houston, 2006:36). Hal ini disebabkan karena bunga utang mengurangi beban pajak sehingga utang lebih murah daripada saham biasa atau preferen. Perusahaan akan berutang sampai pada tingkat tertentu, di mana penghematan pajak dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan

keuangan. Karenanya, semakin banyak perusahaan mempergunakan utang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya (Brigham & Houston, 2006:37).

e. Teori Pensinyalan (Signaling Theory)

Investor memberikan respon bisnis berdasarkan informasi yang berhasil diperoleh. Namun pada kenyataannya, para manajer memiliki informasi yang lebih baik daripada investor pihak luar (*asymmetric information*). Perusahaan dengan prospek bagus lebih memilih untuk tidak melakukan pendanaan melalui penawaran saham baru, sedangkan perusahaan dengan prospek yang buruk akan memilih melakukan pendanaan dengan ekuitas pihak luar (Brigham & Houston, 2006:39).

Pengumuman penawaran saham biasa akan dianggap sebagai suatu sinyal bahwa prospek perusahaan oleh manajemen tidak terlalu bagus. Hal ini menunjukkan bahwa sebuah perusahaan akan mengalami penurunan harga saham. Jika memberikan sinyal negatif, maka perusahaan sebaiknya dalam waktu normal memiliki kapasitas pinjaman cadangan yang dapat digunakan ketika peluang baik investasi tiba.

2.2.2.2 Jenis-jenis Modal

Modal menunjukkan dana jangka panjang suatu perusahaan yang meliputi semua bagian di sisi kanan neraca perusahaan kecuali utang lancar. Modal didapatkan perusahaan melalui dua sumber, yaitu:

- a. Modal sendiri/ekuitas adalah dana jangka panjang dari pemilik perusahaan (pemegang saham). Modal sendiri memberikan kemudahan perusahaan dalam

mengelola modal karena jangka waktu yang tidak terbatas. Ada dua sumber dasar dari modal sendiri, yaitu:

- 1) Saham preferen
 - 2) Saham biasa yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan.
- b. Modal pinjaman merupakan semua pinjaman jangka panjang yang diperoleh perusahaan, seperti dana pinjaman bank.

2.2.2.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Dalam menentukan komposisi struktur modal, Najmudin (2011) menyebutkan bahwa ada beberapa faktor yang harus diperhatikan perusahaan sebelum mengambil kebijakan, antara lain:

a. Risiko bisnis

Semakin besar *business risk* maka semakin rendah rasio utang. Risiko bisnis dipengaruhi oleh empat hal (Margaretha, 2007), yakni (1) Perubahan penjualan (volume kerja dan harga), (2) Perubahan harga masukan (tenaga kerja dan biaya produksi lain), (3) kemampuan menyesuaikan perubahan harga keluaran akibat perubahan harga masukan, (4) tingkat *leverage* operasi.

b. Fleksibilitas finansial

Kemampuan perusahaan untuk memperoleh modal dengan syarat-syarat yang tidak memberatkan dalam kondisi-kondisi yang buruk sekalipun.

c. Tarif Pajak

Semakin tinggi tarif pajak, maka perusahaan akan semakin terdorong untuk menggunakan utang. Hal ini disebabkan bunga utang merupakan biaya yang

dapat mengurangi penghasilan (EBIT) sehingga sangat besar pengaruhnya terhadap pajak yang dikeluarkan perusahaan.

d. Sikap manajer

Manajer yang tergolong agresif lebih memilih sumber dana dari utang karena memberikan efek *leverage* keuangan lebih besar. Sebaliknya, manajer yang lebih konservatif cenderung memilih menerbitkan saham baru daripada utang.

e. Stabilitas penjualan

Perusahaan yang memiliki penjualan yang stabil dapat melakukan utang dan mengeluarkan biaya tetap yang lebih tinggi secara aman dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

f. Struktur asset

Perusahaan yang asetnya dapat dijadikan jaminan untuk utang mempunyai kecenderungan yang lebih besar untuk menggunakan modal utang.

g. Profitabilitas

Perusahaan yang memiliki *return on investment* (ROI) yang tinggi biasanya menggunakan relative sedikit utang.

h. Ukuran perusahaan

Perusahaan yang berskala besar pada umumnya lebih mudah memperoleh utang dibandingkan dengan perusahaan kecil karena terkait dengan tingkat kepercayaan kreditur pada perusahaan-perusahaan besar.

2.2.2.4 Teknik Analisis Pengelolaan Struktur Modal

Dalam menentukan struktur modal yang optimal masih relative sulit untuk dihitung secara akurat. Perusahaan dituntut untuk mampu membuat proporsi utang

yang menghasilkan laba maksimum dengan biaya modal paling minimum. Mardiyanto (2009) menjelaskan bahwa terdapat tiga alat analisis yang dipakai oleh manajer keuangan untuk mengelola struktur modal perusahaannya, antara lain:

a. Analisis EBIT-EPS

Ada dua jenis pendekatan analisis EBIT-EPS. *Pertama*, jika EPS dari utang lebih tinggi daripada saham biasa, maka pilih utang untuk mendanai proyek tertentu. *Kedua*, jika EPS disamakan dari dua jenis sumber dana, misalnya antara utang dan saham biasa. Dari penyamaan tersebut, akan ditemukan EBIT indferen, EBIT yang menjadikan EPS utang dan EPS saham biasa sama besar. Selanjutnya, apabila EBIT diprediksi akan melebihi titik indferen, maka utang dipilih sebagai sumber dana. Sebaliknya, jika EBIT diprediksi akan lebih kecil dari titik indferen, maka saham biasa dipilih sebagai sumber dana.

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 (2002:357) dapat diukur dengan menggunakan DER (*Debt Equity Ratio*). 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 turunnya pendapatan dari penjualan dan naiknya harga bahan baku serta beban operasional lainnya. Tingginya tingkat bunga akan memperberat struktur modal perusahaan, oleh karena itu, setiap perusahaan perlu menyiapkan arus kas yang dikhususkan untuk membayar pokok pinjaman beserta bunganya. Informasi dari anggaran kas dapat digunakan untuk menghitung kecukupan arus kas dalam menghadapi resesi ekonomi.

2.2.2.5 Struktur Modal dalam Perspektif Islam

Islam menganjurkan umatnya untuk melakukan investasi atas kekayaan atau harta yang dimiliki. Meskipun demikian, dalam melakukan investasi harus sesuai dengan kaidah-kaidah Islam sehingga kegiatan tersebut tidak mendatangkan kerugian bagi orang lain. Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Quran surat Al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اتَّقُوا اللّٰهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ وَّاتَّقُوا اللّٰهَ ۗ اِنَّ اللّٰهَ خَبِيْرٌۢ بِمَا تَعْمَلُوْنَ

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan”.

Dalam berinvestasi Allah SWT dan Rasul-Nya memberikan petunjuk (dalil) dan rambu-rambu pokok yang seyogianya diikuti oleh setiap muslim yang

beriman (Wiyanti, 2013:241), yaitu:

- a. Terbebas dari unsur riba (Riba adalah penambahan atas harta pokok tanpa adanya transaksi bisnis riil).
- b. Terhindar dari unsur *gharar* (sesuatu yang bersifat tidak pasti/*uncertainty*).
- c. Terhindar dari unsur judi (*maysir*/setiap bentuk permainan yang mengandung unsur pertaruhan).
- d. Terhindar dari unsur haram (sesuatu yang disediakan hukuman bagi yang melakukan dan disediakan pahala bagi yang meninggalkan karena diniatkan untuk menjalankan syariat Islam).
- e. Terhindar dari unsur *syubhat* (suatu perkara yang tercampur antara halal dan haram, tetapi tidak diketahui secara pasti apakah itu sesuatu yang halal atau haram, dan apakah ia hak atau bathil).

Harta yang dikelola dalam kegiatan produktif merupakan modal usaha. Setiap pelaku usaha memerlukan modal sebagai alat penggerak dan pengembang usahanya. Pemakaian modal disesuaikan dengan jenis usaha yang dilakukan karena setiap usaha atau bisnis memerlukan jumlah yang berbeda. Selain itu, pelaku usaha harus menyesuaikan sumber modal dengan jumlah modal yang diperlukan. Dalam sistem ekonomi Islam, terdapat beberapa sumber modal yang dapat digunakan (Najmudin, 2011:231), yaitu:

- a. Modal Utang Berbasis Syariah

Islam memperbolehkan adanya melalui transaksi utang-piutang.

Traksaksi utang-piutang yang sesuai deng prinsip syariah akan mendatangkan

manfaat bagi kedua pelah pihak sehingga pelaku usaha perlu berpegang pada kaidah syariah Islam. Allah SWT telah memberikan kejelasan mengenai utang-piutang dalam surah al-Hadid ayat 11:

مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضْعِفُهُ لَهُ وَأَلَّهُ- أَجْرٌ كَرِيمٌ ﴿١١﴾

Artinya: “Siapakah yang mau meminjamkan kepada Allah pinjaman yang baik, Maka Allah akan melipat-gandakan (balasan) pinjaman itu untuknya, dan dia akan memperoleh pahala yang banyak”.

Dalam utang syariah menciptakan sarananya melalui *hiyal*. *Hiyal* merupakan metode terakhir dari empat metode untuk mengkaji dan memutuskan hukum Islam. Jika dibandingkan antara utang syariah dengan utang konvensional, maka akan ditemukan bahwa produk utang syariah mengandung kondisi (syarat) dan batasan tambahan, serta transaksi ganda untuk mentransformasi produk konvensional ke dalam syariah. Hal ini terjadi karena tambahan prosedural dan persyaratan hukum *hiyal* selalu menimbulkan biaya hukum dan biaya transaksi tambahan.

Pada kenyataan di dunia bisnis bahwa hampir semua produk berbasis utang yang ditawarkan oleh bank konvensional mengandung riba. Di lain pihak, perbankan syariah menawarkan produk-produk berbasis utang yang berbeda dan terdapat produk lain yang berkaitan dengan penggunaan *hiyal*.

b. Modal Sendiri Berbasis Syariah

Peraturan yang berlaku pada operasi bank konvensional tersebut berbeda dengan bank syariah yang dapat melakukan investasi dalam bentuk saham biasa pada ekuitas perusahaan mitra mereka. Perbankan syariah menawarkan produk-produk tambahan yang berbasis ekuitas, antara lain skema *mudlarabah*

dan *musyarakah*. Dengan menggunakan modal sendiri, pelaku usaha dapat meminimalisir beberapa ancaman yang muncul karena modal sendiri tidak dipengaruhi oleh faktor-faktor yang mempengaruhi modal utang. Allah SWT menjelaskan dalam surah al-Baqoroh 274 mengenai penggunaan harta pribadi sebagai modal, yaitu:

الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ بِاللَّيْلِ وَالنَّهَارِ سِرًّا وَعَلَانِيَةً فَلَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ ﴿٢٧٤﴾

Artinya: “Orang-orang yang menafkahkan hartanya di malam dan di siang hari secara tersembunyi dan terang-terangan, Maka mereka mendapat pahala di sisi Tuhannya. tidak ada kekhawatiran terhadap mereka dan tidak (pula) mereka bersedih hati”.

Pentingnya modal dalam kehidupan manusia ditunjukkan pada Q.S. Ali Imran ayat 14 yaitu:

زُيِّنَ لِلنَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْقَنَاطِيرِ الْمُقَنْطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ وَالْخَيْلِ الْمُسَوَّمَةِ وَالْأَنْعَامِ وَالْحَرْثِ ۗ ذَٰلِكَ مَتَاعُ الدُّنْيَا ۗ وَاللَّهُ عِنْدَهُ حُسْنُ الْمَقَابِ ﴿١٤﴾

Artinya: “Dijadikan indah pada (pandangan) manusia kecintaan kepada apa-apa yang diingini, yaitu: wanita-wanita, anak-anak, harta yang banyak dari jenis emas, perak, kuda pilihan, binatang-binatang ternak dan sawah ladang. Itulah kesenangan hidup di dunia, dan di sisi Allah-lah tempat kembali yang baik (surga)”.

Dalam upaya pemanfaatan modal dalam Islam, pemilik modal seharusnya memutar modal dalam kegiatan produktif. Hal tersebut bertujuan agar modal di masa yang akan datang dapat berkembang seiring dengan berkembangnya kegiatan produktif tersebut. Sebaliknya, apabila modal dihabiskan dalam kegiatan konsumtif maka nilai modal tersebut akan habis pada waktu yang akan datang.

Islam sangat memperhitungkan faktor keberkahan untuk menggapai ridha Allah sehingga tercapainya kebahagiaan hidup manusia muslim yang menandakan terpenuhinya dua syarat diterimanya amal manusia, yakni adanya niat ikhlas dan cara yang sesuai dengan tuntunan syariat dalam pengembangan modal, baik dalam memproduksi atau investasi, harta atau aktiva, baik tetap atau lancar (Djakfar, 2012:136). Semua itu bertujuan agar modal bisa bertambah dari yang dimiliki sebelumnya.

Demikian Allah SWT memerintahkan kepada seluruh hamba-Nya yang beriman untuk melakukan investasi atas hartanya. Investasi dalam Islam tidak hanya sesuatu yang bermanfaat di dunia saja, melainkan sesuatu yang juga mendatangkan kemanfaatan di akhirat nanti seperti halnya dengan melakukan amal shaleh sejak dini sebagai bekal untuk menghadapi hari perhitungan. Dengan menerapkan amal shaleh dalam investasi pengelolaan harta, maka Allah SWT akan memberikan balasan kebaikan tidak hanya di dunia saja, melainkan di akhirat juga.

Islam memandang setiap perbuatan manusia merupakan sebuah investasi. Investasi tersebut akan mendapatkan imbalan/hasil (*return*) dari Allah SWT. Perbuatan jelek akan mendapatkan hasil berupa dosa di dunia dan akan mendapat siksa di akhirat, sedangkan perbuatan baik akan mendapat pahala di dunia dan akan mendapatkan kenikmatan berupa surga di akhirat. Begitu juga dalam Islam, *return* investasi akan diberikan Allah akan melipatkan kebaikan di dunia dan akhirat sesuai dengan usaha yang telah dilakukan. Sebagaimana firman Allah pada Q.S. Ali Imran 145:

وَمَا كَانَ لِنَفْسٍ أَنْ تَمُوتَ إِلَّا بِإِذْنِ اللَّهِ كَتَبْنَا مُؤَجَّلَاتٍ وَمَنْ يُرِدْ ثَوَابَ الدُّنْيَا نُؤْتِهِ مِنْهَا
وَمَنْ يُرِدْ ثَوَابَ الآخِرَةِ نُؤْتِهِ مِنْهَا وَسَنَجْزِي الشَّاكِرِينَ ﴿١٤٥﴾

Artinya: “Sesuatu yang bernyawa tidak akan mati melainkan dengan izin Allah, sebagai ketetapan yang Telah ditentukan waktunya. barang siapa menghendaki pahala dunia, niscaya kami berikan kepadanya pahala dunia itu, dan barang siapa menghendaki pahala akhirat, kami berikan (pula) kepadanya pahala akhirat itu. dan kami akan memberi balasan kepada orang-orang yang bersyukur”.

2.2.3 Harga Saham

Menurut Widiatmodjo (2000:45) Harga saham merupakan harga atau nilai uang yang bersedia dikeluarkan untuk memperoleh atas suatu saham. Pengertian harga saham menurut Martono (2007:13) mendefinisikan harga saham sebagai refleksi dari keputusan-keputusan investasi, pendanaan (termasuk kebijakan dividen) dan pengelolaan aset.

Sedangkan harga saham adalah harga suatu saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar dan ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham yang bersangkutan di pasar modal (Jogiyanto 2008:167).

Maka, dapat ditarik kesimpulan bahwa harga saham adalah harga yang terbentuk karena adanya interaksi permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual saham di pasar modal dengan harapan diperolehnya keuntungan dari penanaman modal tersebut.

Perusahaan menggunakan harga saham sebagai indikator penilaian perusahaan. Harga saham yang cukup tinggi akan memberikan keuntungan, yaitu berupa *capital gain* dan citra yang lebih baik bagi perusahaan sehingga memudahkan bagi manajemen untuk mendapatkan dana dari luar perusahaan.

Sebaliknya, harga saham yang terlalu rendah akan memberikan tingkat keuntungan yang kecil dan rendahnya tingkat kepercayaan investor atas perusahaan tersebut.

Anoraga dan Pakarti (2006:59) menyatakan bahwa “*Market price* atau harga pasar merupakan harga pada pasar riil, dan merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena merupakan harga dari suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung atau jika pasar sudah tutup, maka harga pasar adalah harga penutupnya (*closing price*).”

2.2.3.1 Macam-macam Harga Saham

Harga saham menurut Widiatmojo (2000:45), 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.

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.

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 saat akhir hari buka.

f. Harga Tertinggi

Harga saham tidak hanya sekali atau dua kali dalam satu hari, tetapi bisa berkali dan tidak terjadi pada harga saham yang lama. Dari harga-harga yang terjadi tentu ada harga yang paling tinggi pada satu hari bursa tersebut, harga itu disebut harga tertinggi.

g. Harga Terendah

Harga terendah merupakan kebalikan dari harga tertinggi, yaitu harga yang paling rendah pada satu hari bursa.

h. Harga Rata-rata

Harga rata-rata merupakan rata-rata dari harga tertinggi dan terendah. Harga ini bisa dicatat untuk transaksi harian, bulanan, atau tahunan.

2.2.3.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Harga saham selalu mengalami perubahan setiap harinya. Bahkan setiap detik harga saham dapat berubah. Oleh karena itu, investor harus mampu memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham. Menurut Alwi (2003:87), ada beberapa faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham, baik

yang berasal dari lingkungan internal maupun yang berasal dari lingkungan eksternal, antara lain:

a. Faktor Fundamental (Lingkungan Internal)

- 1) Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penjualan seperti pengiklanan, rincian kontrak, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk, dan laporan penjualan.
- 2) Pengumuman pendanaan (*financing announcements*), seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan utang.
- 3) Pengumuman badan direksi manajemen (*management-board of director announcements*) seperti perubahan dan pergantian direktur, manajemen, dan struktur organisasi.
- 4) Pengumuman pengambilalihan diversifikasi, seperti laporan merger, investasi ekuitas, laporan *take over* oleh pengakuisisian dan diakuisisi, laporan divestasi dan lainnya.
- 5) Pengumuman investasi (*investment announcements*), seperti melakukan ekspansi pabrik, pengembangan riset, dan penutupan usaha lainnya.
- 6) Pengumuman ketenagakerjaan (*labour announcements*), seperti negoisasi baru, kontrak baru, pemogokan, dan lainnya.
- 7) Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal dan setelah akhir tahun fiskal, *Earnings per Share* (EPS) dan *Dividend per Share* (DPS), *Price Earnings Ratio*, *Net Profit Margin*, *Return on Assets* (ROA), dan lainnya.

b. Faktor Kondisi Ekonomi (Lingkungan Eksternal)

- 1) Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia dan berbagai regulasi serta deregulasi ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah.
- 2) Pengumuman hukum (*legal announcements*), seperti tuntutan karyawan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya dan tuntutan perusahaan terhadap manajernya.
- 3) Pengumuman industri sekuritas (*securities announcements*), seperti laporan pertemuan tahunan, *insider trading*, volume atau harga saham perdagangan, pembatasan atau penundaan trading.
- 4) Gejolak politik-ekonomi dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya pergerakan harga saham di bursa efek suatu negara.
- 5) Berbagai isu baik dari dalam negeri dan luar negeri.

2.2.3.3 Penilaian Harga Saham

Menurut Sunariyah (2006:168-179) ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk menilai harga suatu saham tetapi pendekatan yang sering digunakan, yaitu:

- a. Pendekatan tradisional, untuk menganalisis surat berharga saham dengan pendekatan tradisional digunakan dua analisis yaitu:
 - 1) Analisis teknikal, merupakan suatu teknik analisis yang menggunakan data atau catatan mengenai pasar itu sendiri untuk berusaha mengakses permintaan dan penawaran suatu saham tertentu maupun pasar secara

keseluruhan. Pendekatan analisis ini menggunakan data pasar yang dipublikasikan seperti: harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham gabungan dan individu, serta faktor –faktor lain yang bersifat teknis. Oleh sebab itu, pendekatan ini juga disebut pendekatan analisis pasar (*market analysis*) atau analisis internal (*internal analysis*). Asumsi yang mendasari analisis teknikal adalah:

1. Terdapat ketergantungan sistematis di dalam keuntungan yang dapat dieksploitasi ke *return* abnormal.
2. Pada pasar tidak efisien, tidak semua informasi harga masa lalu diamati ketika memprediksi distribusi keuntungan sekuritas.
3. Nilai suatu saham merupakan fungsi permintaan dan penawaran. Beberapa kesimpulan menyangkut pendekatan analisis teknikal adalah sebagai berikut:
 - a) Analisis teknikal didasarkan pada data pasar yang dipublikasikan.
 - b) Fokus analisis teknikal adalah ketepatan waktu, penekanannya hanya pada perubahan harga.
 - c) Teknik analisis berfokus pada faktor-faktor internal melalui analisis pergerakan di dalam pasar atau suatu saham.
 - d) Para analisis teknikal cenderung lebih berkonsentrasi pada pasar jangka pendek, karena teknik-teknik analisis teknikal dirancang untuk mendeteksi pergerakan harga dalam jangka waktu yang relatif lebih pendek.

2) Analisis fundamental, Menurut Jogiyanto (2008:126), analisis fundamental merupakan analisis untuk menghitung nilai intristik saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan. Nilai intrinsik inilah yang diestimasi oleh para investor atau analisis. Nilai intrinsik merupakan suatu fungsi dari variabel-variabel perusahaan yang dikombinasikan untuk menghasilkan suatu *return* (keuntungan) yang diharapkan dan suatu resiko yang melekat pada saham tersebut. Hasil estimasi nilai intrinsik kemudian dibandingkan dengan harga pasar yang sekarang (*current market price*). Harga pasar saham merupakan refleksi dari rata-rata nilai intrinsiknya.

b. Pendekatan portofolio modern

Pendekatan portofolio modern menekankan pada aspek psikologi bursa dengan asumsi hipotesis mengenai bursa, yaitu hipotesis pasar efisien. Pasar efisien diartikan bahwa harga-harga saham yang terefleksikan secara menyeluruh pada seluruh informasi yang ada di bursa.

2.2.3.4 Harga saham dalam Perspektif Islam

Para pakar kontemporer sepakat, bahwa haram hukumnya memperdagangkan saham di pasar modal dari perusahaan yang bergerak di bidang usaha haram. Namun, ada beberapa pendapat yang menyatakan bahwa jika saham diperdagangkan di pasar modal dari perusahaan yang bergerak dalam bidang halal dapat dibenarkan hukum Islam (Yuliana, 2010:73). Menurut Yuliana (2010:73) sebagian *fuqoha* yang tidak membolehkan transaksi jual-beli saham memberikan beberapa argumentasi bahwa:

- a. Saham dipahami sebagai obligasi yang mana memperjual-belikannya sama juga hukumnya dengan jual-beli utang yang dilarang syariah.
- b. Banyak praktik jual beli penipuan (*najasi*) di bursa efek.
- c. Para investor pembeli saham keluar dan masuk tanpa diketahui oleh seluruh pemegang saham.
- d. Transaksi jual-beli saham dianggap batal secara hukum karena dalam transaksi tersebut tidak mengimplementasikan prinsip pertukaran (*sharf*).
- e. Adanya unsur ketidakpastian (*jahalah*) dalam jual-beli saham karena pembeli tidak mengetahui secara presis spesifikasi barang. Seperti hadits Nabi SAW:

حَدَّثَنَا عَبْدُ اللَّهِ حَدَّثَنِي أَبِي ثنا مُحَمَّدُ بْنُ السَّمَاكِ عَنْ يَزِيدِ بْنِ أَبِي زَيْدٍ عَنِ الْمَسِيْبِ بْنِ رَافِعِ
عَنْ عَبْدِ اللَّهِ بْنِ مَسْعُودٍ قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ لَا تَشْتَرُوا السَّمَكَ فِي
الْمَاءِ فَإِنَّهُ عَرْرٌ

Artinya: “Jangan kamu membeli ikan dalam air, karena sesungguhnya jual beli yang demikian itu melindungi penipuan”. (HR. Ahmad bin Hambal dan al-Baihaqi dari Ibnu Mas’ud No. 3.676).

- f. Nilai saham pada tiap tahunnya selalu berubah dan tidak bisa ditetapkan pada suatu harga tertentu berdasarkan kondisi pasar bursa saham.

Aturan dan norma jual beli saham tetap mengacu kepada pedoman jual beli pada umumnya, yaitu terpenuhinya rukun, syarat, aspek *taradhin*, terhindar dari unsur *riba*, *maisir*, *gharar*, *haram*, *dzulm*, *ghasy*, dan *najazy* (Nawawi, 2012:134). Jual-beli saham dalam Islam pada dasarnya adalah merupakan bentuk *Syirkah mudhorabah*, diantara para pengusaha dan pemilik modal sama-sama berusaha yang nantinya hasilnya bisa dibagi bersama (Yuliana, 2010:78). *Mudharabah*, merupakan akad antara pemilik modal (harta) dengan pengelola modal tersebut

dalam kegiatan produktif, dengan syarat bahwa keuntungan diperoleh dua belah pihak sesuai jumlah kesepakatan (Suhendi, 2013:138). Sebagaimana firman Allah SWT dalam Q.S. Al-Muzammil: 20:

﴿ إِنَّ رَبَّكَ يَعْلَمُ أَنَّكَ تَقُومُ أَدْنَىٰ مِنْ ثُلُثِي اللَّيْلِ وَنِصْفَهُ وَثُلُثَهُ وَطَآئِفَةٌ مِّنَ الَّذِينَ مَعَكَ ۗ وَاللَّهُ يُقَدِّرُ اللَّيْلَ وَالنَّهَارَ ۗ عَلِمَ أَن لَّنْ نَّحْصُوهُ فَتَابَ عَلَيْكُمْ ۖ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنَ الْقُرْآنِ ۗ عَلِمَ أَن سَيَكُونُ مِنكُم مَّرْضَىٰ ۖ وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ اللَّهِ ۖ وَآخَرُونَ يُقَاتِلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ ۖ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنْهُ ۗ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا ۗ وَمَا تُقَدِّمُوا لِأَنفُسِكُمْ مِّنْ خَيْرٍ تَجِدُوهُ عِنْدَ اللَّهِ هُوَ خَيْرًا وَأَعْظَمَ أَجْرًا ۗ وَاسْتَغْفِرُوا اللَّهَ ۗ إِنَّ اللَّهَ غَفُورٌ رَّحِيمٌ ﴿۲۰﴾

Artinya: “Sesungguhnya Tuhanmu mengetahui bahwasanya kamu berdiri (sembahyang) kurang dari dua pertiga malam, atau seperdua malam atau sepertiganya dan (demikian pula) segolongan dari orang-orang yang bersama kamu. Dan Allah menetapkan ukuran malam dan siang. Allah mengetahui bahwa kamu sekali-kali tidak dapat menentukan batas-batas waktu-waktu itu, maka Dia memberi keringanan kepadamu, karena itu bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al-Qur'an. Dia mengetahui bahwa akan ada di antara kamu orang-orang yang sakit dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah; dan orang-orang yang lain lagi berperang di jalan Allah, maka bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al-Qur'an dan dirikanlah sembahyang, tunaikanlah zakat dan berikanlah pinjaman kepada Allah pinjaman yang baik. Dan kebaikan apa saja yang kamu perbuat untuk dirimu niscaya kamu memperoleh (balasan)nya di sisi Allah sebagai balasan yang paling baik dan yang paling besar pahalanya. Dan mohonlah ampunan kepada Allah; sesungguhnya Allah Maha Pengampun lagi Maha Penyayang”.

Selain dari al-Quran, terdapat sebuah hadits yang menjelaskan tentang kewenangan dalam akad *mudhorabah*. Dalam sebuah hadits (Nawawi, 2012:142), Rasulullah Saw. bersabda:

حَدَّثَنَا الْحَسَنُ بْنُ عَلِيٍّ الْحَلَالِ. ثَنَا بَشَرُ بْنُ ثَابِتِ الْبَزَارِ. ثَنَا نَصْرُ بْنُ الْقَاسِمِ ، عَنْ عَبْدِ الرَّحْمَنِ (عَبْدُ الرَّحِيمِ) بْنُ دَاوُدَ ، عَنْ صَالِحِ بْنِ صَهَيْبٍ ، عَنْ أَبِيهِ قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ: ثَلَاثٌ فِيهِنَّ الْبِرْكَةُ. أَلْبَيْعُ إِلَى أَجَلٍ، وَالْمُقَارَضَةُ وَأَخْلَاطُ الْبُرِّ بِالشَّعِيرِ لِلْبَيْتِ، لَا لِلْبَيْعِ.

Artinya: “Ada tiga perkara yang diberkahi: jual beli yang ditangguhkan, memberi modal, dan mencampur gandum dengan delay untuk keluarga bukan untuk dijual” (HR. Ibn Majah No. 810)

Menurut para *Fuqhaha*, *mudharabah* adalah akad antara dua pihak yang saling menanggung, salah satu pihak menyerahkan hartanya kepada pihak lain untuk diperdagangkan dengan bagian yang telah ditentukan dari keuntungan. Jika usaha yang dijalankan mengalami kerugian maka kerugian itu ditanggung oleh pemilik modal (*shahibul mal*) sepanjang kerugian itu bukan kelalaian *mudharib*. Namun, jika kerugian itu diakibatkan karena kelalaian *mudharib*, maka *mudharib* harus bertanggungjawab atas kerugian tersebut.

Dalam kumpulan fatwa DSN Saudi Arabia yang diketuai Oleh Syaikh Abdul Aziz Ibnu Abdillah Ibnu Baz Jilid 13 (tiga belas) Bab Jual beli (JHJ 9) Halaman 320-321 fatwa nomor 4016 dan 5149 tentang hukum jual beli saham dinyatakan sebagai berikut (Huda & Nasution, 2007:66):

جَازَ بَيْعُهَا وَشِرَاؤُهَا بِثَمَنِ وَإِنَّمَا تَمَثَّلَ أَرْضًا أَوْ سَيَّارَاتٍ أَوْ عِمَارَاتٍ أَوْ نَحْوِ ذَلِكَ إِذَا كَانَتْ
الْأَسْهُمُ لَا تُمَثَّلُ نَقُودًا تَمَثِّلًا كَلْبًا أَوْ غَالِيًا لِعُمُومِ آدِلَّةِ جَوَازِ الْبَيْعِ وَالشِّرَاءِ حَالِ أَمْوَجَلٍ عَلَيَّ
دَفْعِهِ أَوْ دَفْعَاتٍ

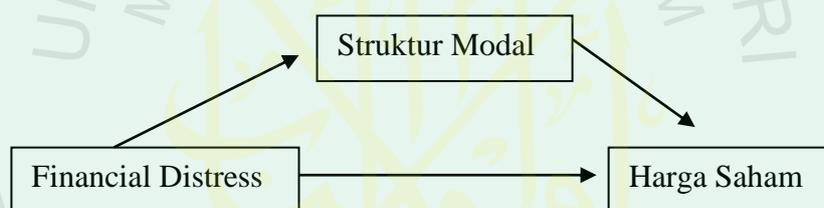
Artinya: “Jika saham yang diperjualbelikan tidak serupa dengan uang secara utuh apa adanya, akan tetapi hanya representasi dari aset seperti tanah, mobil pabrik dan lain sejenisnya. Dan hal tersebut merupakan hal yang telah diketahui oleh penjual dan pembeli, maka dibolehkan hukumnya untuk diperjual-belikan dengan tunai maupun tangguh, yang dibayar secara kontan ataupun beberapa kali pembayaran, berdasarkan keumuman dalil tentang dibolehkannya jual-beli.

Dari beberapa dasar hukum dan landasan teori yang telah dipaparkan di atas, hukum memperjual-belikan saham adalah boleh dengan syarat bahwa tujuan dari kegiatan tersebut untuk penambahan modal, memperoleh aset likuid, maupun

pengharapan deviden. Saham yang tidak memiliki jatuh tempo dapat diperjual-belikan sewaktu-waktu. Sedangkan memperjual-belikan saham dengan tujuan memperoleh *capital gain* diperbolehkan asalkan pada usaha yang halal, tidak melanggar syariat, dan tidak dijadikan sebagai alat spekulasi.

2.3 Kerangka Berfikir

Dalam penelitian ini akan melihat pengaruh prediksi *financial distress* terhadap harga saham, pengaruh struktur modal terhadap harga saham, dan pengaruh *financial distress* terhadap harga saham dengan struktur modal sebagai variabel *intervening* yang dapat digambarkan melalui gambar sebagai berikut:



Gambar 2.1
Kerangka Berpikir Penelitian

Dalam Gambar di atas, variabel dependen berupa harga saham perusahaan dan variabel independen berupa *financial distress* sedangkan struktur modal menjadi variabel *intervening*.

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan hasil perumusan masalah, tujuan dan landasan teori yang perlu diuji kebenarannya, maka dibuatlah hipotesis sebagai berikut:

Ketidakstabilan kondisi keuangan pada perusahaan dapat menyebabkan keraguan investor untuk menawar harga saham pada harga yang tinggi. Investor

cenderung menghindari saham-saham perusahaan yang terdapat indikasi *financial distress*. Menurunnya jumlah saham yang ditawarkan investor akan berdampak pada penurunan harga saham. Investor berasumsi bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* akan memberikan keuntungan yang kecil dari saham yang telah dibeli. Hal ini dilakukan investor dalam rangka menghindari kerugian apabila perusahaan tidak mampu mengatasi *financial distress* sehingga mengalami kebangkrutan. Wasono (2012) mengungkapkan bahwa model prediksi Altman digunakan oleh sebagian investor untuk menghindari risiko kerugian akibat terjadinya pergerakan saham. Banyaknya peristiwa yang mempengaruhi kondisi perekonomian di Indonesia akhir-akhir ini mendorong peneliti untuk menguji konsistensi hasil penelitian terdahulu jika diterapkan pada kondisi saat ini. Untuk itu, hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

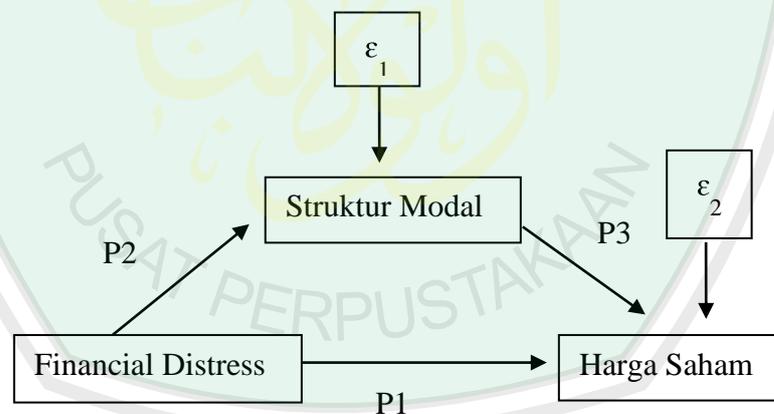
H1 : Diduga terdapat pengaruh secara langsung *financial distress* terhadap harga saham.

Juliani (2009) mengungkapkan bahwa jika investor menilai kinerja suatu perusahaan buruk, maka akan berdampak pada rendahnya harga yang ditawarkan investor terhadap harga saham perusahaan tersebut dan sebaliknya. Saham yang terjual dengan harga rendah menyebabkan laba yang diperoleh perusahaan akan menurun pula. Hal ini menyebabkan perusahaan akan mengalami penurunan proporsi struktur modalnya. Apabila kondisi ini tidak segera diselesaikan akan mengancam kegiatan operasional perusahaan karena kurangnya modal yang digunakan. Oleh karena itu, sebagian besar perusahaan yang mengalami *financial distress* akan mengeluarkan kebijakan terkait dengan struktur modalnya, seperti

penambahan utang baru atau penambahan jumlah saham yang diperjual-belikan di BEI. Secara tidak langsung struktur modal mempunyai pengaruh di antara terjadinya *financial distress* dan fluktuasi harga saham. Banyaknya peristiwa yang mempengaruhi kondisi perekonomian di Indonesia akhir-akhir ini mendorong peneliti untuk menguji konsistensi hasil penelitian terdahulu jika diterapkan pada kondisi saat ini. Untuk itu, hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

H2 : Diduga terdapat pengaruh secara tidak langsung *financial distress* terhadap harga saham melalui variabel struktur modal.

Berdasarkan teoritik yang telah dikemukakan di atas, maka penulis mengajukan hipotesis yang akan diujikan kebenarannya. Adapun hipotesis secara konseptual dijabarkan sebagai berikut:



Gambar 2.2
Model Konseptual Hipotesis