

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Bursa Efek Indonesia mengklasifikasikan sektor jasa menjadi 4 subsektor. Keempat subsektor tersebut terdiri dari subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan, subsektor infrastruktur, utilitas & transportasi, subsektor keuangan, dan subsektor perdagangan, jasa dan investasi (Factbook IDX, 2009). Dalam subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan terdapat perusahaan yang bergerak di bidang properti & real estate dan konstruksi bangunan. Sedangkan dalam subsektor infrastruktur, utilitas & transportasi terdapat beberapa perusahaan yang bergerak di bidang konstruksi energi, jalan tol, bandara, pelabuhan dan pelayanan persediaan, telekomunikasi, transportasi dan konstruksi non bangunan. Selain itu, dalam subsektor keuangan terdapat beberapa perusahaan yang bergerak di bidang perbankan, penyewaan, perusahaan efek, asuransi, dan dana investasi/reksa dana. Sementara dalam perdagangan, jasa dan investasi terdapat beberapa perusahaan yang bergerak di bidang perdagangan eceran, restoran, hotel & pariwisata, periklanan, percetakan & media, kesehatan, komputer & jasa, dan perusahaan investasi.

Pada tahun 2009, BEI mencatat 223 perusahaan jasa yang *listing*. Dari 223, perusahaan terdapat 40 perusahaan berasal dari subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan, 29 perusahaan berasal dari subsektor infrastruktur,

utilitas dan transportasi, 69 berasal berasal dari subsektor keuangan, dan 85 perusahaan berasal dari subsektor perdagangan, jasa dan investasi.

Pada tahun 2010, BEI mencatat 250 perusahaan jasa yang *listing*. Dari 250, perusahaan terdapat 47 perusahaan berasal dari subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan, 35 perusahaan berasal dari subsektor infrastruktur, utilitas dan transportasi, 71 berasal berasal dari subsektor keuangan, dan 97 perusahaan berasal dari subsektor perdagangan, jasa dan investasi.

Pada tahun 2011, BEI mencatat 261 perusahaan jasa yang *listing*. Dari 261, perusahaan terdapat 50 perusahaan berasal dari subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan, 39 perusahaan berasal dari subsektor infrastruktur, utilitas dan transportasi, 72 berasal berasal dari subsektor keuangan, dan 100 perusahaan berasal dari subsektor perdagangan, jasa dan investasi.

Pada tahun 2012, BEI mencatat 281 perusahaan jasa yang *listing*. Dari 281, perusahaan terdapat 54 perusahaan berasal dari subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan, 45 perusahaan berasal dari subsektor infrastruktur, utilitas dan transportasi, 75 berasal berasal dari subsektor keuangan, dan 107 perusahaan berasal dari subsektor perdagangan, jasa dan investasi.

Pada tahun 2013, BEI mencatat 297 perusahaan jasa yang *listing*. Dari 297, perusahaan terdapat 54 perusahaan berasal dari subsektor properti, real estate dan konstruksi bangunan, 50 perusahaan berasal dari subsektor infrastruktur, utilitas dan transportasi, 81 berasal berasal dari subsektor keuangan, dan 112 perusahaan berasal dari subsektor perdagangan, jasa dan investasi.

Jika melihat perkembangan jumlah perusahaan jasa pada periode tahun 2009-2013, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan jasa sedang mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan yang terjadi selama 5 tahun penelitian adalah sebesar 5,64% dengan penambahan 74 perusahaan baru yang masuk dalam perdagangan Bursa Efek Indonesia.

4.1.2 Hasil Analisis Deskriptif

Berdasarkan hasil uji metode analisis Altman Z-Score, diperoleh hasil dalam tabel berikut:

Table 4.1
Hasil Koefisien Metode Altman Z-Score

No	Tahun	2009	2010	2011	2012	2013	rata-rata	Interpretasi
	Perusahaan							
1	APOL	3.52	3.17	-5.86	-3.72	1.00	-0.38	Zona berbahaya
2	ASIA	4.35	2.15	7.90	2.40	3.60	4.08	Zona aman
3	BHIT	1.76	-2.53	2.97	5.46	3.69	2.27	Zona abu-abu
4	BIPP	-2.00	-1.60	3.60	3.33	-1.55	0.36	Zona berbahaya
5	BKDP	4.83	-4.66	3.46	2.59	3.66	1.98	Zona abu-abu
6	BLTA	1.80	1.95	3.52	-5.07	-3.78	-0.32	Zona berbahaya
7	BMSR	-5.84	0.69	1.13	1.74	1.96	-0.06	Zona abu-abu
8	BNBR	7.21	6.33	5.94	6.70	4.46	6.13	Zona aman
9	BTEL	1.41	1.59	-4.03	-2.47	1.02	-0.50	Zona berbahaya
10	CENT	11.94	7.43	9.25	9.14	-1.20	7.31	Zona aman
11	ELTY	1.57	5.23	2.93	3.55	11.31	4.92	Zona aman
12	FMII	4.96	3.20	0.10	-2.90	-2.50	0.57	Zona berbahaya
13	HITS	4.39	1.86	-5.03	-6.10	5.87	0.20	Zona berbahaya
14	IATA	-0.53	-1.29	-1.65	-0.53	0.40	-0.72	Zona berbahaya
15	LCGP	9.17	1.60	4.02	9.66	3.90	5.67	Zona aman
16	LMAS	0.68	0.67	0.86	0.80	1.15	0.83	Zona berbahaya
17	META	7.69	7.45	7.77	4.10	-0.51	5.30	Zona aman
18	OKAS	3.66	3.12	0.13	0.19	0.35	1.49	Zona abu-abu
19	RIMO	-2.18	-2.93	-4.48	-2.13	-4.92	-3.33	Zona berbahaya
20	TKGA	0.28	2.04	11.45	3.99	-1.21	3.31	Zona berbahaya
21	TRIL	2.36	5.74	3.90	0.75	2.22	2.99	Zona aman
22	TRUB	9.34	6.57	4.28	8.66	8.02	7.37	Zona aman

23	ZBRA	4.83	5.26	1.94	0.02	-0.03	2.40	Zona abu-abu
	rata-rata	3.27	2.31	2.35	1.75	1.60		

Sumber: Lampiran 5

Dari hasil yang telah disajikan dalam tabel di atas, dapat dijelaskan berdasarkan interpretasi dari koefisien *Z-Score* masing-masing perusahaan, yaitu:

a. APOL

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh kecilnya aset lancarnya dan laba ditahan, sedangkan memiliki total utang yang besar. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar -5,86, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 3,52. Berikut grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:

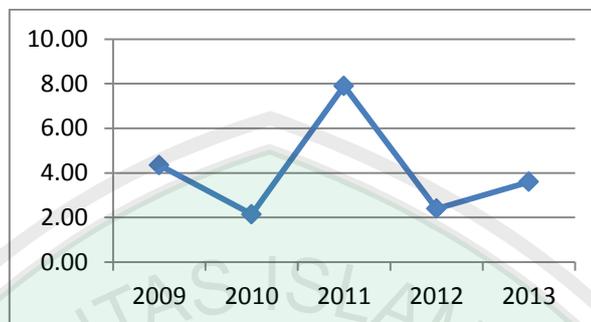


Gambar 4.1
Koefisien Z-Score APOL

b. ASIA

Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana masuk dalam kategori tidak *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh total utang yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar 2,15, sedangkan titik tertinggi

koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 7,90. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.2
Koefisien Z-Score ASIA

c. BHIT

Perusahaan ini masuk dalam zona abu-abu, di mana masuk dalam kondisi rawan. Hal ini disebabkan oleh besarnya total aset dengan pendapatan laba yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar -2,53, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar 5,46.

Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.3
Koefisien Z-Score BHIT

d. BIPP

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh kecilnya aset lancar, laba dan nilai

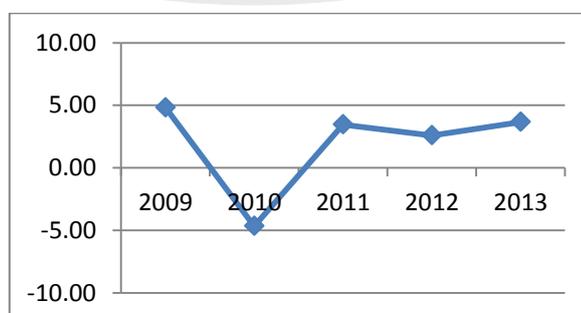
pasar saham. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar -2,00, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 3,60. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.4
Koefisien Z-Score BIPP

e. BKDP

Perusahaan ini masuk dalam zona abu-abu, di mana masuk dalam kondisi rawan. Hal ini disebabkan oleh besarnya total aset dengan rendahnya tingkat pengembalian laba. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar -4,66, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 4,83. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.5
Koefisien Z-Score BKDP

f. BLTA

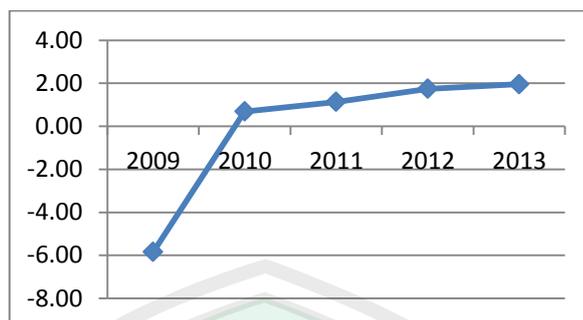
Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh kecilnya aset lancarnya dan laba ditahan, sedangkan memiliki total aset yang besar. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar -5,07, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 3,52. Berikut grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.6
Koefisien Z-Score BLTA

g. BMSR

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kondisi *financial distress*. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengalami kerugian dengan total aset yang besar. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar -5,84, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar 1,96. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.7
Koefisien Z-Score BMSR

h. BNBR

Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya nilai pasar saham dibandingkan total utang. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar 4,46, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 7,21. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:

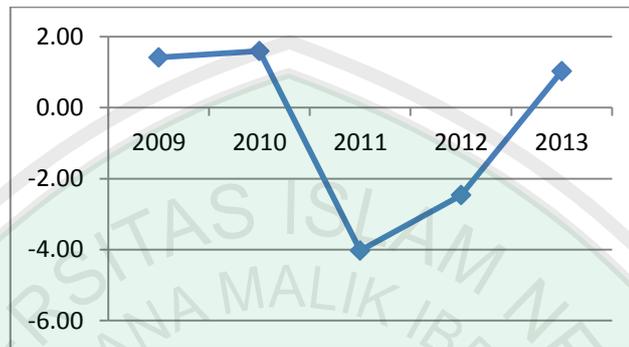


Gambar 4.8
Koefisien Z-Score BNBR

i. BTEL

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh karena besarnya utang perusahaan dengan tingkat pengembalian laba yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar -4,03, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score*

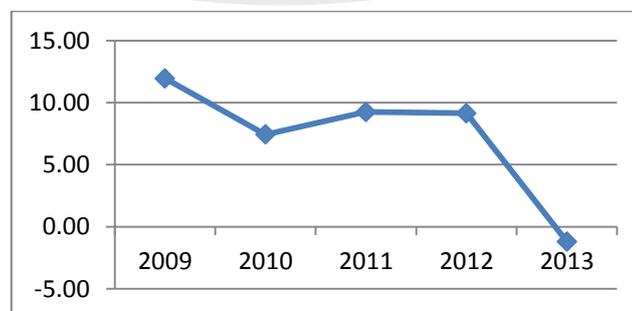
terjadi pada tahun 2010 sebesar 1,59. Berikut ini grafik pergerakan koefisien Z-Score perusahaan, yaitu:



Gambar 4.9
Koefisien Z-Score BTEL

j. CENT

Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar dan nilai pasar saham serta penggunaan utang dalam jumlah yang kecil. Titik terendah koefisien Z-Score terjadi pada tahun 2013 sebesar -1,20, sedangkan titik tertinggi koefisien Z-Score terjadi pada tahun 2009 sebesar 9,24. Berikut ini grafik pergerakan koefisien Z-Score perusahaan, yaitu:



Gambar 4.10
Koefisien Z-Score CENT

k. ELTY

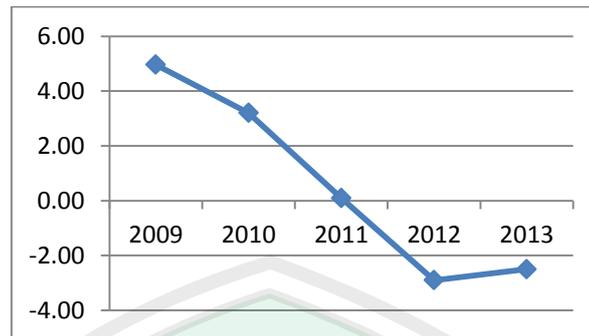
Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar sehingga mampu menghasilkan laba dalam jumlah besar. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 1,57, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar 11,31. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.11
Koefisien Z-Score ELTY

l. FMII

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya total aset perusahaan dengan tingkat pengembalian laba yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar -2,90, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 4,96. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.12
Koefisien Z-Score FMII

m. HITS

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya besarnya total aset perusahaan dengan tingkat pengembalian laba yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar -6,10, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar 5,87. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.13
Koefisien Z-Score HITS

n. IATA

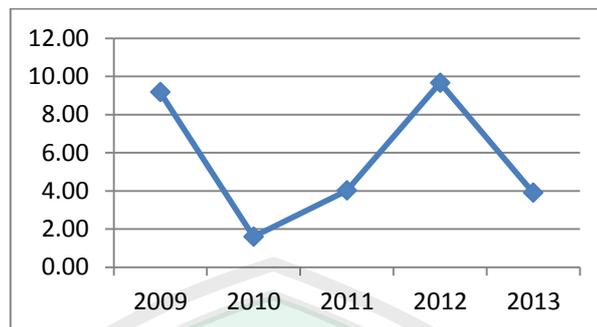
Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya total aset perusahaan dengan tingkat pengembalian laba yang kecil, bahkan cenderung negatif. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar -1,65, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar 0,40. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.14
Koefisien Z-Score IATA

o. LCGP

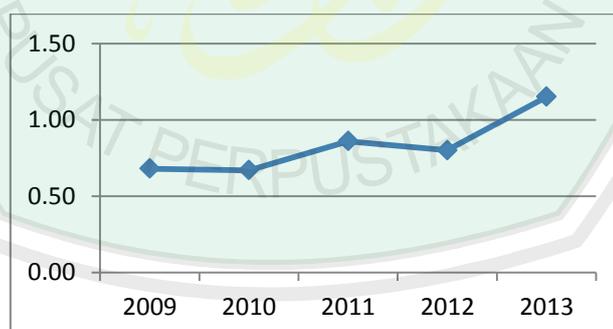
Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar dan jumlah utang yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar 1,60, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar 9,66. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.15
Koefisien Z-Score LCGP

p. LMAS

Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya total utang dengan laba perusahaan yang kecil serta minimnya penggunaan aset perusahaan. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar 0,67, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar 1,15. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.16
Koefisien Z-Score LMAS

q. META

Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar dan laba perusahaan serta kecilnya penggunaan utang. Titik terendah koefisien *Z-Score*

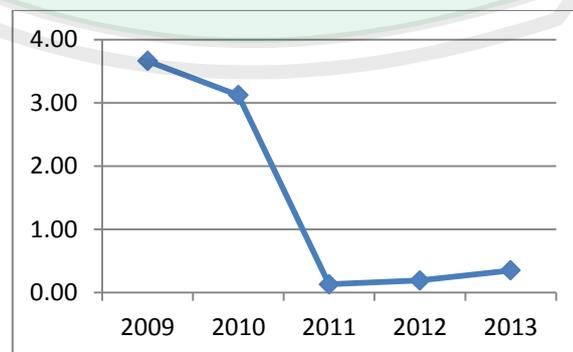
terjadi pada tahun 2013 sebesar -0,51, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 7,77. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.17
Koefisien Z-Score META

r. OKAS

Perusahaan ini masuk dalam zona abu-abu, di mana tidak masuk dalam kondisi rawan. Hal ini disebabkan oleh besarnya total aset dengan tingkat pengembalian laba yang kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 0,13, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 3,66. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.18
Koefisien Z-Score OKAS

s. RIMO

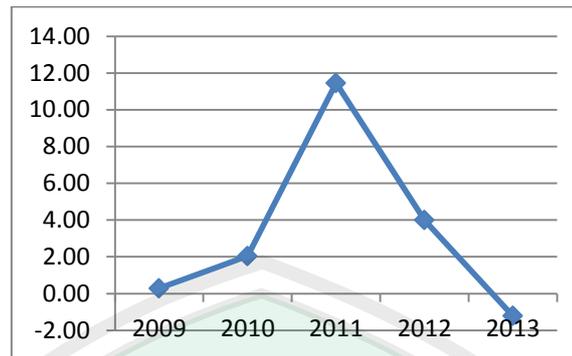
Perusahaan ini masuk dalam zona berbahaya, di mana masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh penggunaan aset dalam jumlah kecil sehingga menyebabkan laba perusahaan negatif. Selain itu, utang perusahaan dalam jumlah besar. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar -4,92, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar -2,13. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.19
Koefisien Z-Score RIMO

t. TKGA

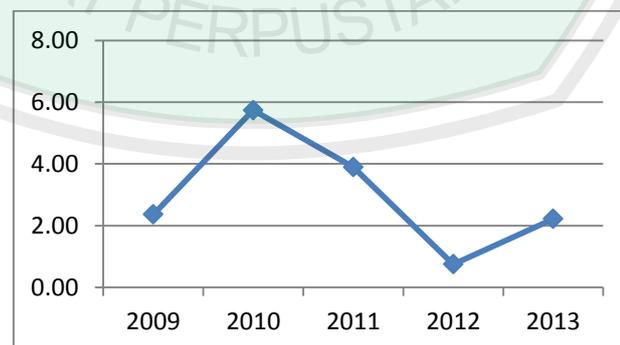
Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar dan nilai pasar saham. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar -1,21, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 11,45. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.20
Koefisien Z-Score TKG

u. TRIL

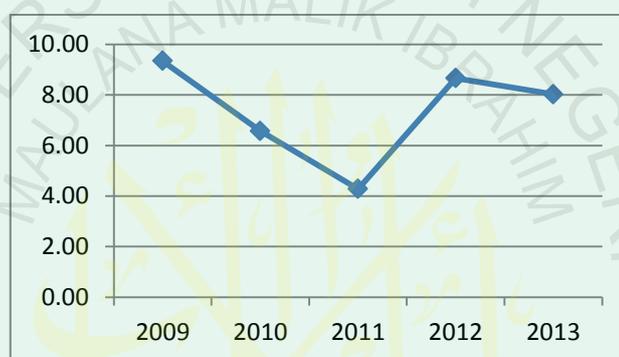
Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar dan nilai pasar saham serta penggunaan utang dalam jumlah kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2012 sebesar 0,75, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar 5,74. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.21
Koefisien Z-Score TRIL

v. TRUB

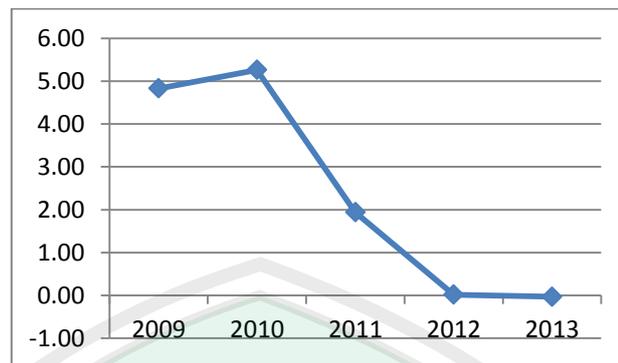
Perusahaan ini masuk dalam zona aman, di mana tidak masuk dalam kategori *financial distress*. Hal ini disebabkan oleh besarnya aktiva lancar dan nilai pasar saham serta penggunaan utang dalam jumlah kecil. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2011 sebesar 4,28, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2009 sebesar 9,34. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.22
Koefisien Z-Score TRUB

w. ZEBRA

Perusahaan ini masuk dalam zona abu-abu, di mana masuk dalam kondisi rawan. Hal ini disebabkan oleh besarnya kewajiban lancar dan total utang. Selain itu, perusahaan mengalami kerugian. Titik terendah koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2013 sebesar -0,03, sedangkan titik tertinggi koefisien *Z-Score* terjadi pada tahun 2010 sebesar 5,26. Berikut ini grafik pergerakan koefisien *Z-Score* perusahaan, yaitu:



Gambar 4.23
Koefisien Z-Score ZBRA

Berdasarkan grafik-grafik di atas, dapat diketahui bahwa dari 23 perusahaan sampel terdapat 10 perusahaan masuk zona berbahaya yang ditunjukkan oleh koefisien metode Altman $Z < 1,1$, yaitu: APOL, BIPP, BLTA, BTEL, FMII, HITS, IATA, LIMAS, RIMO, dan TKGGA. Sedangkan 5 perusahaan lainnya masuk zona abu-abu yang ditunjukkan oleh koefisien metode Altman $1,1 < Z < 2,6$, yaitu: BHIT, BKDP, BMSR, OKAS, dan ZBRA. Sementara itu, 8 perusahaan lainnya masuk dalam zona aman yang ditunjukkan oleh koefisien metode Altman $Z > 2,6$, yaitu: ASIA, BNBR, CENT, ELTY, LCGP, META, TRIL, dan TRUB. Dari kedua zona yang muncul, CENT menjadi perusahaan yang mempunyai nilai tertinggi pada zona aman dan RIMO menjadi perusahaan yang mempunyai nilai terendah kategori *financial distress*.

PT Centrin Online Tbk (CENT) memiliki angka Z-Score sebesar 7,31. Perusahaan ini mempunyai *working capital* dan *market Value of Eequity* yang cukup tinggi sehingga mengalami pertumbuhan keuangan. Kondisi keuangan yang baik membuat PT Centrin Online Tbk mampu memperluas kegiatan usaha baru di bidang jasa dan investasi (Aditiasari, 2013). Dengan menjalin kerjasama

dengan operator telekomunikasi besar di Indonesia diharapkan mampu melakukan *build to suit* dan operasional ekstensif untuk meminimalisir ketidakpastian pendapatan di masa depan melalui sewa jangka panjang dan pelanggan strategis (Aditiasari, 2013).

Sedangkan pada perspektif sebaliknya bahwa PT Rimo Catur Lestari Tbk (RIMO) mengalami kondisi *financial distress* terendah sebesar -3,33. Hal ini disebabkan oleh besarnya total utang dan kecilnya nilai pasar saham. BEI melakukan suspensi saham RIMO di pasar tunai dan pasar reguler pada 20 Desember 2012. Suspensi dilakukan karena harga saham RIMO dinilai bergerak di luar kewajaran dengan naik Rp 65 atau 127,45% yaitu dari harga penutupan Rp 51 pada 5 Desember 2012 menjadi Rp 116 pada 19 Desember 2012 (Agustian, 2013). Namun pada tanggal 15 Maret 2013 suspensi atas perdagangan saham RIMO di pasar reguler dan pasar tunai dibuka kembali.

Meskipun pernah terkena suspensi dari BEI, perusahaan ini tetap aktif dalam BEI sampai saat ini tanpa adanya *delisting* karena pembayaran utang perusahaan oleh investor baru. PT Rimo Catur Lestari Tbk diduga melakukan rekayasa laporan keuangan untuk menutupi kondisi kerugian perusahaan dalam mencari investor ([Http://www.bongkarlagi.com](http://www.bongkarlagi.com)).

Selain itu, hal lain yang menarik untuk diungkap dalam hasil penelitian ini adalah tentang PT Asia Natural Resources Tbk (ASIA) yang *notabene* masuk dalam kategori aman pada periode penelitian (2009-2013), akan tetapi mengalami *delisting* di luar masa penelitian yaitu pada tahun 2014. *Delisting* dilakukan karena BEI menilai perusahaan ini tidak memiliki keberlangsungan usaha (*going*

concern) yang baik ke depannya (Mahrofi, 2014). Penyebab lainnya adalah PT Asia Natural Resources Tbk tidak melaporkan pembukuan pendapatan dari kuartal I-2013 sampai kuartal I-2014. Sementara itu, perusahaan ini tidak menyelesaikan kewajiban pembayaran biaya pencatatan tahunan/*annual listing fee* (ALF) beserta denda-dendanya kepada Bursa Efek Indonesia. Hingga September 2014, tunggakan pembayaran yang belum dilunasi ASIA mencapai Rp 158,16 juta (Mahrofi, 2014).

Dari penjabaran beberapa data di atas, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa apabila suatu perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban jangka pendek, memiliki utang jangka panjang dalam jumlah tinggi, dan memperoleh tingkat laba yang rendah, serta tidak mampu menggunakan dana perusahaan sesuai dengan porsinya maka perusahaan tersebut dapat diprediksi mengalami *financial distress* (Kamaludin & Pribadi, 2011).

Dengan rasio likuiditas yang tinggi, rasio solvabilitas yang rendah, rasio rentabilitas yang tinggi, dan rasio aktivitas yang efektif perusahaan akan terhindar dari risiko *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa suatu perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, memiliki jumlah utang jangka panjang yang rendah, dan memperoleh tingkat laba yang tinggi, serta penggunaan dana perusahaan sesuai dengan keperluan maka perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya.

Jika perusahaan terus menerus mengalami kerugian yang ditunjukkan dengan menurunnya nilai rasio keuangan, maka akan mengurangi modal, investasi dan aktiva secara keseluruhan sehingga jumlah modal yang tersedia tidak cukup

untuk membayar kewajiban-kewajiban sehingga perusahaan mengalami masalah keuangan.

4.1.3 Uji Asumsi Klasik

a. Normalitas

Uji Normalitas dilakukan untuk melihat apakah dalam model regresi variabel terikat dan variabel bebas keduanya berdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah model regresi yang berdistribusi normal. Hasil pengujian untuk membuktikan distribusi normal dapat dicermati pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.2
Uji Normalitas

Variabel	K-S Z	Sign
Financial distress	.071	1.291

Sumber: Lampiran 4

Variabel	K-S Z	Sign
Financial distress dan struktur modal	.971	.489

Sumber: Lampiran 4

Keterangan : K-S Z : Kolmogorov-Smirnov test Z

Dari hasil pengujian di atas, diperoleh nilai signifikan sebesar $0,06 > 0,05$, maka asumsi normalitas terpenuhi. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi data merupakan distribusi yang normal sehingga bisa digunakan analisis path.

b. Multikolenieritas

Uji Multikolinieritas merupakan uji yang ditujukan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik selayaknya tidak terjadi multikolinieritas. Pada tabel di bawah ini dapat

dilihat bahwa tidak ada variabel yang memiliki nilai VIF yang lebih besar dari 10. Kondisi ini menunjukkan model regresi terbebas dari problem multikolonieritas.

Tabel 4.3
Uji Multikolenieritas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
Financial distress	1,000	1,000

Sumber: Lampiran 4

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
Financial distress	0,983	1,017
Struktur modal	0,983	1,017

Sumber: Lampiran 4

c. Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas menunjukkan bahwa varians antar variabel tidak sama untuk semua pengamatan. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas.

Dari tabel di bawah menunjukkan bahwa variabel yang diuji tidak mengandung heteroskedastisitas. Hal ini ditunjukkan dari nilai signifikansi setiap variabel lebih dari 5%. Artinya tidak ada korelasi antara besarnya data dengan residual sehingga bila data diperbesar tidak akan menyebabkan residual (kesalahan) semakin besar pula, sehingga model *path* layak untuk digunakan.

Tabel 4.4
Uji Heteroskedastisitas

Variabel Bebas	r	Sig	Keterangan
----------------	---	-----	------------

Financial distress	-.173	.064	Homoskedastisitas
--------------------	-------	------	-------------------

Sumber: Lampiran 4

Variabel Bebas	r	Sig	Keterangan
Financial distress	-.028	.762	Homoskedastisitas
Struktur modal	.164	.080	Homoskedastisitas

Sumber: Lampiran 4

Keterangan : Jumlah data (observasi) = 115, Nilai t_{tabel} ; $\alpha = 5\% = 1,984$

d. Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah untuk menguji tentang ada tidaknya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode $t-1$ pada persamaan regresi linear. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas autokorelasi. Salah satu untuk mendeteksi autokorelasi adalah dengan uji Durbin-Watson. Kriteria pengujian autokorelasi yaitu jika DW sekitar 2, maka dapat dinyatakan tidak terjadi autokorelasi. Cara lain yang digunakan untuk mendeteksi gejala autokorelasi dapat digunakan *rule of thumb*, jika nilai $du < dw < 4-du$ maka tidak terdapat autokorelasi.

Tabel 4.5
Uji Autokorelasi

No		dl	du	4-du	4-dl	dw	Interpretasi
1	Nilai	1,522	1,562	2,438s	2,478	1.923	Tidak autokorelasi

Sumber: Lampiran 4

No		dl	du	4-du	4-dl	dw	Interpretasi
1	Nilai	1,503	1,583	2,417s	2,497	1.927	Tidak autokorelasi

Sumber: Lampiran 4

Berdasarkan tabel di atas, dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi pada variabel independen yang ditunjukkan dengan $du < dw < 4 - du$ ($1,562 < 1,923 < 2,438$) dan ($1,583 < 1,927 < 2,417$). Kemudian jika dibandingkan dengan nilai tabel Durbin Watson atau nilai dw tersebut kita bandingkan dengan 2, dan karena nilai ini sangat dekat dengan 2, maka asumsi tidak terjadinya autokorelasi terpenuhi.

4.1.4 Uji Analisis Path

Analisis jalur dilakukan dengan metode regresi berganda melalui program SPSS versi 16 for windows untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

a) Pengaruh financial distress (X) terhadap struktur modal (Y_1).

Dalam tabel di bawah ini tampak hasil analisis regresi atas pengaruh *financial distress* (X) terhadap struktur modal (Y_1).

Tabel 4.6
Hasil Analisis Regresi Pengaruh X_1 terhadap Y_1

Variabel Bebas	Standardized Coefficient Beta	t	Sign
Constanta	-	6.692	.000
Financial distress	-.130	-1.389	.168
Variabel Terikat = Struktur Modal			
R	= 0.130		
R Square (R^2)	= 0.017		
S_e	= 2.03895		

Sumber : lampiran 5

Dari tabel di atas, maka dapat diperoleh model persamaan pertama sebagai berikut:

$$\text{Struktur modal} = -0.130 \text{ Financial Distress} + e$$

$R^2 = 0,017$ berarti 1,7% variasi struktur modal bias dijelaskan oleh variable *financial distress*. Untuk standar error estimate (S_e), apabila semakin kecil nilainya maka akan membuat model regresi semakin tepat memprediksi variable dependen.

b) Pengaruh *financial distress* (X) dan struktur modal (Y_1) terhadap harga saham

Dalam tabel di bawah ini tampak hasil analisis *financial distress* (X) dan struktur modal (Y_1) terhadap harga saham:

Tabel 4.7
Hasil Analisis Regresi Pengaruh X_1 terhadap Y_2

Variabel Bebas	Unstandardized Coefficient Beta	t	Sign
Constanta	-	23.292	0,000
Financial distress	-.666	-9.717	.000
Struktur modal	.126	1.843	.068
Variabel Terikat	= Harga Saham		
R	= .694		
R Square (R^2)	= .482		
S_e	= 62.50492		

Sumber: Lampiran 6

Dari table di atas, maka dapat diperoleh model persamaan kedua sebagai berikut:

$$\text{Harga saham} = -0,666 \text{ Financial Distress} + 0,126 \text{ Struktur Modal} + e$$

$R^2 = 0,482$ berarti 48,2% variasi harga saham bias dijelaskan oleh variabel *financial distress* dan struktur modal. Untuk nilai standar error estimate (S_e), apabila semakin kecil nilainya maka akan membuat model regresi semakin tepat memprediksi variable dependen.

Berdasarkan model-model pengaruh di atas, maka dapat disusun model lintasan pengaruh yang disebut analisis path. Pengaruh error pada persamaan pertama dan kedua adalah sebagai berikut:

$$Pe_1 = \sqrt{1 - R^2}$$

$$Rm^2 = 1 - Pe_1^2 Pe_2$$

$$Pe_1 = \sqrt{(1 - 0,017)} = 0,983$$

$$= 1 - (0,983)^2 (0,518)^2$$

$$Pe_2 = \sqrt{(1 - 0,482)} = 0,518$$

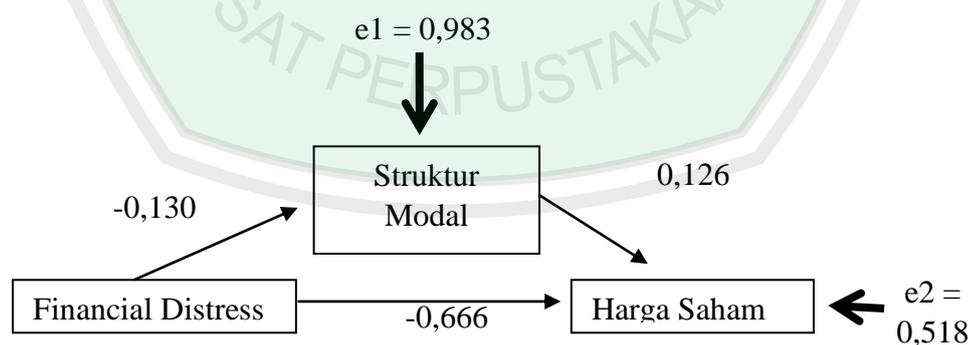
$$= 0,738$$

Pemeriksaan validitas model melalui koefisien determinasi total (Rm^2) menunjukkan nilai sebesar 73,8%. Jadi, total keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model adalah sebesar 73,8%.

- c) Pengaruh tidak langsung *financial distress* (x) terhadap harga saham (Y_2) melalui struktur modal (Y_1)

Dari hasil penghitungan regresi di atas dapat dihitung pengaruh tidak langsung *financial distress* (x) terhadap harga saham (Y_2) melalui struktur modal (Y_1).

Untuk nilai koefisien jalurnya dapat dilihat pada gambar di bawah ini:



Gambar 4.24
Model Lintasan Pengaruh

Berdasarkan gambar di atas, untuk mencari pengaruh tidak langsung adalah sebagai berikut:

$$PTL (X-Y_2) = P_1 \times P_2$$

Keterangan:

$PTL (X-Y_2)$ = pengaruh tidak langsung variable X terhadap variable Y_2 .

P_1 = pengaruh langsung variable X terhadap Y_1 .

P_3 = pengaruh Y_1 terhadap Y_2 .

$$PTL (X-Y_2) = -0,130 \times 0,126$$

$$= -0,016$$

Berdasarkan analisis data di atas, dapat diringkas pada table di bawah ini:

Tabel 4.8
Pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung

Variabel	Pengaruh langsung	Sign	Variabel	Pengaruh tidak langsung	Sign
X terhadap Y_1	-1,389	Non sign	X terhadap Y_2	-0,016	Sign
Y_1 terhadap Y_2	0,126	Non sign		Total = -0,175	

Sumber : Hasil Perhitungan (2014)

4.1.5 Pengujian Hipotesis

a. Persamaan Pertama (Menguji Hipotesis 1)

Untuk menguji signifikansi konstanta dari setiap variabel independen dengan menggunakan uji t maka digunakan hipotesis sebagai berikut:

H_a = koefisien regresi signifikan

H_0 = koefisien regresi tidak signifikan

Untuk pengambilan keputusannya (berdasarkan probabilitas) adalah sebagai berikut:

- a. Jika probabilitasnya $> 0,005$ maka H_0 diterima
- b. Jika probabilitasnya $< 0,05$ maka H_0 ditolak

Adapun hasil analisis regresi berdasarkan uji t adalah sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil Uji t: Pengaruh X Terhadap Y₂

Model		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	184.007	7.900		23.292	.000
	financial distress	-14.225	1.464	-.666	-9.717	.000

a. Dependent Variable: harga saham

Sumber: Lampiran 6

Berdasarkan angka signifikan t pada tabel di atas, terlihat pengaruh parsial dari masing-masing faktor lingkungan, maka dapat diambil keputusan bahwa *financial distress* mempunyai nilai $t_{hitung} = -9,717$ dengan tingkat signifikansi 0,000 dan $t_{tabel} = 1,984$. Probabilitas sebesar -9,717 lebih kecil dari 0,05 dan nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel *financial distress* berpengaruh signifikan terhadap harga saham secara langsung. Hal ini karena H_0 ditolak.

Hasil pengujian hipotesis pertama penelitian ini yaitu pengaruh langsung *financial distress* terhadap harga saham. Hasil pengujian hipotesis membuktikan bahwa terdapat pengaruh negatif terhadap harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa ketika *financial distress* mengalami kenaikan, maka harga saham akan mengalami penurunan.

Dari penjelasan di atas, maka hipotesis pertama dari penelitian ini dapat diterima dengan asumsi bahwa *financial distress* berpengaruh signifikan negatif terhadap harga saham.

b. Analisis Jalur (Menguji Hipotesis 2)

1) Pengaruh jalur

Pengaruh langsung variabel financial distress secara parsial terhadap variabel struktur modal dan harga saham dapat dijelaskan sebagai berikut:

a) Analisis Jalur P₁

Jalur X ke Y₂ adalah jalur P₂ dengan nilai $\beta = -0,666$ dan tingkat sign = 0,000 (lebih kecil dari 0,05). Hasil tersebut dapat diartikan bahwa variabel X berpengaruh secara signifikan negatif terhadap variabel Y₂ sebesar -0,666, artinya setiap kenaikan satu poin variabel X maka Y₂ akan turun sebesar 0,666.

b) Analisis Jalur P₂

Jalur X ke Y₁ adalah jalur P₁ dengan tingkat $\beta = -0,130$ dan tingkat sign = 0,168 (lebih besar dari 0,05). Hasil tersebut dapat diartikan bahwa variabel X tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel Y₁.

c) Analisis Jalur P₃

Jalur Y₁ ke Y₂ adalah jalur P₃ dengan nilai $\beta = 0,126$ dan tingkat Sign t = 0,068 (lebih besar dari 0,05). Hasil tersebut dapat diartikan bahwa variabel Y₁ tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel Y₂.

2) Pengaruh tidak langsung

Berdasarkan analisis jalur yang signifikan dapat diketahui pengaruh secara tidak langsung antara variabel bebas terhadap variabel Y_2 melalui variabel Y_1 sebagai berikut:

Pengaruh tidak langsung variabel X terhadap Y_2 diperoleh dengan cara mengalikan koefisien path pengaruh langsung variabel X terhadap Y_1 (P_1) dengan koefisien path pengaruh variabel Y_1 dengan Y_2 (P_3) yaitu $-0,130 \times 0,126 = -0,016$. Hal ini berarti terdapat pengaruh negatif secara tidak langsung variabel X terhadap Y_2 melalui Y_1 sebesar 0,016.

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian ($P_1 \times P_3$) = -0,016 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel tes sebagai berikut:

Hitung standar error dari koefisien indirect effect (Sp_1p_3):

$$\begin{aligned} Sp_{1,p_3} &= \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2} \\ &= \sqrt{(0,126)^2 (0,47)^2 + (0,130)^2 (2,884)^2 + (0,47)^2 (2,884)^2} \\ &= \sqrt{(0,015876)(0,2209) + (0,0169)(8,317456) + (0,2209)(8,317456)} \\ &= \sqrt{0,0035 + 0,141 + 1,84} \\ &= \sqrt{1,9845} \\ &= 1,41 \end{aligned}$$

Dari hasil Sp_1P_3 di atas, dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$\begin{aligned} t &= \frac{P_{123}}{Sp_{123}} = \frac{-0,016}{1,41} \\ &= -0,011 \end{aligned}$$

Berdasarkan rumus sobel di atas, maka hasil uji pengaruh variabel mediasi adalah sebagai berikut:

Tabel 4.10
Hasil Uji Pengaruh Variabel Mediasi

Variabel	Pengaruh tidak langsung	S _{indirect effect}	t	Keterangan
X	-0,016	1,41	-0,011	Non Sign

Sumber: Hasil Perhitungan (2014)

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa secara keseluruhan variabel financial distress memiliki t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar -0,016 maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi tidak signifikan yang berarti tidak terdapat pengaruh mediasi.

Hasil pengujian hipotesis kedua penelitian ini yaitu pengaruh tidak langsung antara financial distress terhadap harga saham melalui struktur modal. Hasil pengujian hipotesis membuktikan bahwa *financial distress* berpengaruh langsung terhadap harga saham dan tidak berpengaruh secara tidak langsung terhadap harga saham melalui struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak dapat menjelaskan hubungan tidak langsung antara *financial distress* dan harga saham.

Dari penjelasan di atas, maka hipotesis kedua dari penelitian ini ditolak dengan asumsi bahwa *financial distress* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham melalui struktur modal.

4.2 Pembahasan

Pada bagian ini dijelaskan pembahasan hasil penelitian yang diperoleh dari analisis deskriptif dan model analisis path, mengenai hubungan antara *financial distress*, struktur modal dan harga saham.

4.2.1 Pengaruh Financial Distress terhadap Harga Saham

Menjawab rumusan masalah pertama, secara parsial dapat diamati dari hasil analisis *path* pada tabel 4.1 . Tabel tersebut menunjukkan bahwa financial distress berpengaruh negatif terhadap harga saham sebesar -0,666 (66,6%) dengan signifikansi sebesar 0,000. Hal ini setidaknya memberikan penjelasan bahwa kondisi *financial distress* yang dialami oleh sebuah perusahaan merupakan prioritas utama bagi investor dalam memutuskan untuk menanamkan dananya. Pada gambar di bawah dapat diketahui pergerakan keefisien *financial distress* periode 2009-2013:



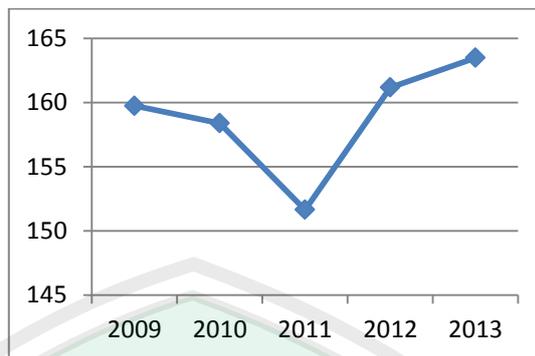
Gambar 4.25
Pergerakan Financial Distress

Dari grafik di atas, dapat diketahui bahwa pada 5 tahun periode pengamatan secara rata-rata menunjukkan bahwa perusahaan sektor jasa tidak ada yang mengalami kondisi *financial distress*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien rata-rata Z-Score pada tahun 2009 sebesar 3,27 sehingga masuk zona aman. Pada

tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 2.31 sehingga masuk zona abu-abu. Sedangkan pada tahun 2011 mengalami kenaikan sebesar 2,35 sehingga tetap pada zona abu-abu. Pada tahun 2012 mengalami penurunan sebesar 1,75 sehingga tetap masuk zona abu-abu. Dan pada tahun 2013 terus mengalami penurunan mencapai 1,60 sehingga masih masuk zona abu-abu.

Koefisien Z-Score rata-rata terkecil terjadi pada tahun 2013. Hal ini dilatarbelakangi oleh terjadinya inflasi pada November 2013 menyebabkan kenaikan tarif listrik sehingga harga komoditas perumahan, air, listrik dan bahan bakar mencapai inflasi 0,68%. Selain itu Bank Sentral kembali menaikkan suku bunga acuan (*BI rate*) menjadi 7,50% (<http://macroeconomicdashboard.com>). Sedangkan koefisien Z-Score rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2009. Hal ini dilatarbelakangi oleh ekspor Indonesia yang kepentingannya relatif terbatas terhadap perekonomian nasional, kepercayaan pasar yang terus tinggi, dan konsumsi domestik berkelanjutan yang kuat (<http://www.indonesia-investments.com>).

Dari lima tahun periode penelitian, dapat diperoleh harga saham rata-rata dari 23 perusahaan sampel. Pada tahun 2009 harga saham mencapai 159,74. Pada tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 158,39. Pada tahun 2011 mengalami penurunan sebesar 151,65. Pada tahun mengalami kenaikan 2012 sebesar 161,17. Sedangkan pada tahun 2013 mengalami kenaikan tertinggi sebesar 163,48. Harga saham rata-rata terendah terjadi pada tahun 2011. Sedangkan harga saham rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2013. Berikut ini dijelaskan pergerakan harga saham:



Gambar 4.26
Pergerakan Harga Saham

Penurunan harga saham secara signifikan pada tahun 2011 tidak hanya disebabkan terjadinya financial distress, melainkan adanya penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang mengalami tekanan sekitar 5%, lebih disebabkan oleh sentimen pasar global. Hal tersebut terjadi karena permasalahan moneter di negara Yunani sehingga menyebabkan fluktuasi rupiah (Kristanti & Pratomo, 2011). Faktor lain adalah meredupnya prospek ekonomi Eropa dan Amerika Serikat (AS), pertumbuhan ekonomi China yang melambat, menekan indeks saham sedunia, termasuk IHSG ([Http://www.dplkmuamalat.com](http://www.dplkmuamalat.com)).

Kondisi keuangan Indonesia terpuruk dari tahun 2011-2013 akibat krisis di Amerika dan Eropa. Pengetatan anggaran menyebabkan dana asing yang dahulu masuk dengan deras mulai agak berubah polanya. Ada yang jangka panjang (*long only*) ada juga yang spekulatif. Disaat yang sama peran investor domestik bertambah kuat, sehingga harga saham tidak lagi dikendalikan seluruhnya dari pergerakan dari pihak asing dan cenderung naik signifikan sampai akhir tahun 2013 (Rudiyanto, 2013).

Semakin lama kondisi *financial distress* yang dialami perusahaan, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin buruk. Hal ini

mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kinerja manajerial yang buruk sehingga dianggap tidak akan mampu menghasilkan keuntungan yang diinginkan oleh investor. Penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin buruk pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Hidayat (2009) pada perusahaan manufaktur mendapatkan hasil yang sama bahwa turunnya harga saham disebabkan karena perusahaan mengalami *capital loss* sehingga terjadi *financial distress*. *Capital loss* disebabkan oleh menurunnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *profit*, pemanfaatan aset tetapnya, intensifnya modal, persediaan barang dan piutang dagang, dan tingginya utang.

Hasil yang sama pada penelitian Wasono (2012) menjelaskan bahwa *financial distress* mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur baik secara parsial maupun simultan. Dengan demikian, jika kondisi perusahaan melampaui batas *financial distress*, maka harga saham diprediksi akan turun dalam jumlah besar dan sebaliknya.

Jika dikaitkan dengan perspektif Islam, perusahaan yang mengalami *financial distress* tidak dibenarkan melakukan penipuan terhadap laporan keuangannya untuk menarik investor ataupun menghindari pajak. Selain melanggar syariat islam, hal tersebut masuk dalam kategori kejahatan yang bisa dikenai sanksi hukum. Sebuah penipuan mendatangkan keuntungan pada satu pihak saja dan merugikan pada pihak lainnya. Keuntungan yang didapatkan tidak akan bertahan lama, karena Allah akan memberikan balasan bagi orang yang

berbuat dzalim pada yang lain. Dalam firman Allah dijelaskan pada Q.S. Qashash ayat 37:

وَقَالَ مُوسَىٰ رَبِّيٰ أَعْلَمُ بِمَن جَاءَ بِالْهُدَىٰ مِن عِنْدِهِ ۖ وَمَن تَكُونُ لَهُ عَنقِبَةُ 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).

4.2.2 Pengaruh Financial Distress terhadap Harga Saham melalui Struktur Modal

Menjawab rumusan masalah kedua secara parsial dapat diamatai dari hasil analisis *path* pada tabel 4.8. Tabel tersebut menunjukkan bahwa *financial distress*, struktur modal, dan harga saham terdapat hubungan baik positif maupun negatif yang dapat dibuktikan dengan nilai hasil perkalian koefisien *path* antar variabel. Koefisien *path financial distress* dengan koefisien *path* struktur modal menunjukkan koefisien pengaruh -0,130 dengan signifikansi sebesar 0,168. Sedangkan koefisien *path* struktur modal dengan koefisien *path* harga saham menunjukkan koefisien pengaruh sebesar 0,126 dengan signifikansi sebesar 0,068.

Berdasarkan hasil uji sobel, dapat diketahui bahwa *financial distress* tidak berperan secara tidak langsung terhadap harga saham melalui struktur modal. Artinya, kondisi *financial distress* mampu menurunkan harga saham secara

langsung tanpa melalui pilihan struktur modal. Tidak adanya pengaruh mediasi dalam penelitian ini disebabkan karena variabel struktur modal itu sendiri, di mana struktur modal tidak menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan atas *financial distress* dan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal memunculkan persepsi yang berbeda bagi investor.

Temuan ini mendukung penelitian Mustaqim (2012) bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penelitian tersebut sesuai dengan *trade off theory* yang menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan utang. Sesuai dengan teori ini utang bisa saja memberikan keuntungan yang lebih terutama disisi pembayaran pajak, karena dengan adanya utang maka pembayaran pajak akan berkurang sehingga menambah laba perusahaan. Selain itu, Kartika (2009) menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal sehingga tidak terlalu berpengaruh dalam pengambilan keputusan penentuan proporsi struktur oleh manajer, hal ini tampak dari pengaruh parsial dari risiko bisnis terhadap struktur modal yang tidak signifikan.

Asumsi di atas mendukung penelitian Liwang (2011) pada perusahaan LQ45 yang menjelaskan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, rasio utang, profitabilitas, ukuran perusahaan dan likuiditas) dan struktur modal tidak berpengaruh terhadap harga saham. Oleh karena itu, adanya perubahan penggunaan proporsional modal, baik modal sendiri maupun modal utang tidak akan mempengaruhi harga saham.

Dalam penelitiannya Kesuma (2012) pada perusahaan *real estate* menjelaskan bahwa investor dalam melakukan investasi tidak terlalu mempertimbangkan rasio utang, akan tetapi terdapat beberapa faktor yang mendasari perubahan harga saham. Faktor-faktor tersebut adalah tingkat kegiatan industri, tingkat inflasi, perbedaan antara tingkat bunga jangka pendek dengan jangka panjang, perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang berisiko tinggi dengan yang berisiko rendah. Secara umum yang mempengaruhi keputusan investor untuk membeli saham adalah aspek fundamental dari perusahaan yang memasuki pasar modal seperti profitabilitas dan laba yang diperoleh perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, maka hasil penelitian tersebut mendukung terhadap temuan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh signifikan negatif terhadap harga saham, *financial distress* berpengaruh tidak signifikan negatif terhadap struktur modal, dan struktur modal berpengaruh tidak signifikan positif terhadap harga saham. Investor percaya bahwa manajemen akan mampu mengelola utang tersebut dengan baik, sehingga dampak penggunaan utang dalam struktur modalnya tidak akan mempengaruhi harga saham. Hal tersebut sesuai dengan konsep dari *trade of theory*. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa struktur modal tidak menjadi pertimbangan antara risiko bisnis maupun harga saham pada perusahaan tanpa melihat sektor yang ada.

Dalam perspektif islam, penggunaan utang dalam kegiatan bisnis diperbolehkan. Pengelolaan utang secara benar dan tepat tidak akan menimbulkan risiko bagi orang yang memberi pinjaman ataupun orang yang meminjam.

Pemenuhan utang sesuai akad akan mempermudah bagi peminjam dana untuk mencari pinjaman pada waktu yang akan datang. Kemudahan tersebut dapat berupa penundaan pembayaran waktu ataupun tambahan dana yang bisa dipinjam. Sebagai seorang muslim, sudah sepatutnya menunaikan janji sesuai dengan kesepakatan dalam akad karena setiap perbuatan akan ada balasannya dari Allah SWT. 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 حُصُوهَ فِتَابَ عَلَيْكُمْ ۖ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنَ الْقُرْآنِ ۗ عَلِمَ أَن سَيَكُونُ مِنكُم مَّرْضَىٰ ۚ وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ اللَّهِ ۚ وَآخَرُونَ يُقْتَتِلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ ۗ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنْهُ ۗ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا ۗ وَمَا تُقَدِّمُوا لِأَنفُسِكُمْ مِن خَيْرٍ نَّحْدُوهُ عِنْدَ اللَّهِ هُوَ خَيْرًا وَأَعْظَمَ أَجْرًا ۗ وَأَسْتَغْفِرُوا لِلَّهِ ۗ 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”.