

Pengaruh Debt To Equity Ratio Dan Return On Assets Terhadap Market Value Of Equity Dengan Memperhatikan Financial Distress Sebagai Variabel Moderasi

Dian Ary Rahmana¹, Rosidi², Djuni Farhan³

Mahasiswa Program Magister Manajemen Universitas Gajayana, Malang, Indonesia¹

Dosen Universitas Gajayana Malang, Indonesia^{2,3}

Email : dian.rahmana@gmail.com

Abstrak

Kesulitan keuangan yang bisa berpotensi pada kebangkrutan perusahaan merupakan risiko yang harus diperhitungkan oleh investor. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh profitabilitas dan utang terhadap nilai perusahaan dengan Financial Distress sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016, 2017 dan 2018, sedangkan analisis data yang digunakan adalah Moderated Regression Analysis. Penelitian yang dilakukan menggunakan alat bantu berupa Program SPSS 22. Dari penelitian yang dilakukan diperoleh hasil bahwa : (1) DER berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap MVE, (2) ROA berpengaruh positif signifikan terhadap MVE, (3) FD mampu memoderasi pengaruh DER terhadap MVE, (4) FD tidak mampu memoderasi pengaruh ROA terhadap MVE.

Kata Kunci : debt to equity ratio, return on assets, financial distress, market value

PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi Indonesia semester I dan II 2019 mengalami perlambatan akibat adanya perang dagang antara Amerika Serikat dengan China. Dampak yang ditimbulkan dari ketegangan tersebut tidak hanya dirasakan oleh Amerika dan China, tetapi juga mempengaruhi perdagangan global. Dalam persaingan global tersebut, perusahaan dituntut untuk meningkatkan kinerjanya agar dapat terus bertahan. Investor luar yang merespon kinerja bagus manajemen, akan cenderung untuk berinvestasi sehingga nilai perusahaan juga akan naik (Heri Sukoco, 2013). Indikator untuk mengukur nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah MVE (*Market Value of Equity*), yang merupakan perbandingan antara jumlah saham beredar pada harga saham (*share price*) dengan nilai buku *total equity*-nya. Penghargaan pasar terhadap nilai buku suatu perusahaan dapat tercermin dari MVE. Jika diambil asumsi utang tetap, nilai perusahaan naik maka modal sendiri naik. Naiknya nilai modal sendiri akan menambah harga per lembar saham dari perusahaan (Setia-Atmaja, 2010).

Nilai suatu perusahaan diprosikan dengan MVE (market value of equity) yaitu rasio pasar yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan suatu perusahaan dengan cara membandingkan nilai pasar saham dengan nilai buku saham. Nilai tersebut diperoleh dari jumlah saham beredar akhir tahun dikalikan harga pasar saham penutupan akhir tahun dibagi jumlah ekuitas (Husnan dan Pudjiastuti, 2002).

Perusahaan yang dapat menghasilkan keuntungan yang tinggi, akan menjadi daya tarik bagi investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga nilai perusahaan tersebut akan meningkat. Hal tersebut sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan Barakat (2014), yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, rasio yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah

ROA (*Return On Asset*). ROA akan menampilkan sejauh mana investasi mampu memberikan keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Investasi tersebut merupakan asset perusahaan yang telah ditanamkan (Fahmi, 2013). Semakin tinggi tingkat pengembalian perusahaan, maka akan semakin menarik bagi investor. Dengan kata lain semakin tinggi kinerja keuangan yang diukur dengan ROA maka semakin baik produktivitas *asset* dalam menghasilkan laba bersih (Tamarani & Efni, 2015). Analisa ROA bersifat menyeluruh dan dapat dimanfaatkan untuk mengukur efektifitas dari seluruh kegiatan operasional perusahaan. ROA dipengaruhi oleh dua faktor (Hesty Mariyati Lumbanraja, 2014 : 18) yaitu tingkat perputaran aktiva untuk operasi dan laba operasi.

Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan, ditemukan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA) terhadap nilai perusahaan diperoleh hasil yang tidak konsisten. Al Najjar (2012) menyatakan bahwa ROA berpengaruh signifikan positif pada nilai perusahaan sedangkan menurut Mehta (2012) menyatakan ROA terbukti berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dari informasi tersebut dapat disimpulkan bahwa ROA merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Beberapa perusahaan ditutup karena tidak mampu mempertahankan kelangsungan usahanya. Penyebab ketidakmampuan atau kegagalan beberapa perusahaan tersebut terdiri dari dua hal, yaitu kegagalan ekonomi dan kegagalan keuangan. Kegagalan ekonomi pada perusahaan selain berkaitan dengan adanya ketidakseimbangan antara pendapatan dan pengeluaran juga dapat disebabkan oleh biaya modal perusahaan yang melebihi tingkat laba atas biaya historis investasi (Gholizadeh, 2011).

Menurut Kasmir (2016:151) rasio *leverage* adalah rasio yang dipakai untuk mengukur sampai dimana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Seiring dengan adanya pajak penghasilan bagi perusahaan maka kebijakan untuk mengambil utang dapat dijadikan sarana untuk melakukan perencanaan pajak (*tax planning*) sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang yang timbul dapat digunakan sebagai pengurang laba perusahaan yang pada akhirnya akan mengurangi beban pajak. Akan tetapi jika penggunaan utang terlalu tinggi, selain perusahaan menghadapi biaya kebangkrutan perusahaan juga akan dihadapkan pada biaya agensi yang tinggi. Dengan demikian peningkatan utang pada satu sisi akan meningkatkan nilai perusahaan, namun pada satu titik tertentu dapat menurunkan nilai perusahaan.

Pengertian utang menurut PSAK (2009) No.57 adalah sebagai berikut : “Kewajiban kini entitas yang timbul dari peristiwa masa lalu yang penyelesaiannya dapat mengakibatkan arus keluar sumber daya entitas yang mengandung manfaat ekonomi.” Menurut Fahmi (2013:160) utang adalah kewajiban (*liabilities*). Maka utang adalah kewajiban perusahaan yang berasal dari sumber dana dari luar baik yang berasal dari utang pada bank, lembaga pembiayaan, penjualan obligasi dan yang sejenisnya. Oleh karena itu suatu kewajiban akan mewajibkan bagi sebuah perusahaan untuk melaksanakan kewajibannya dan jika apabila kewajiban tersebut tidak dilaksanakan pada waktu yang ditentukan dapat mengakibatkan sanksi.

Menurut Irawan (2012) pada saat pinjaman atau utang berubah maka profitabilitas dari perusahaan juga akan berubah. Karena utang merupakan instrumen yang sangat peka pada perubahan nilai perusahaan, maka manajemen dan para pemilik perusahaan lebih memilih untuk melakukan kebijakan utang yang baik sehingga nilai perusahaan naik. Dari hasil penelitian Sukoco (2013) diperoleh informasi bahwa kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keputusan yang akan diambil terkait struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat *return*. Penambahan utang akan memperbesar tingkat *return* yang diharapkan. Kebijakan pendanaan yang optimal terjadi saat struktur modal dapat mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan *return* sehingga memaksimalkan harga saham (Sofyaningsih & Hardiningsih, 2011). Dalam teori *Trade Off* dijelaskan bila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka dari setiap penambahan utang akan menurunkan

nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Sari dan Abundanti (2014) menunjukkan adanya pengaruh negatif antara *leverage* terhadap nilai perusahaan. Artinya, bila rasio *leverage* perusahaan meningkat maka nilai perusahaan akan menurun, begitu juga sebaliknya.

Menurut Jogiyanto (2012:392), informasi yang disampaikan sebagai suatu pengumuman akan menjadi sinyal bagi investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi. Perusahaan yang meningkatkan nilai utang dapat dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di waktu mendatang dan akan semakin semakin mendorong investor untuk berinvestasi pada saat profitabilitas perusahaan naik sehingga pada akhirnya nilai perusahaan akan meningkat.

Pengaruh *debt to equity ratio* terhadap nilai perusahaan dalam penelitian Umi Mardiyati, Gatot Nazir Ahmad, Ria Putri (2012), Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011), menyatakan bahwa kebijakan utang perusahaan tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Mehta (2012) menyatakan bahwa utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi dari hasil penelitian Al Najjar (2012) menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Financial distress adalah keadaan sebelum terjadinya kebangkrutan dimana perusahaan dalam kondisi darurat keuangan (Kordestani et al dalam Febriani (2010 : 196), yaitu dalam tahapan setelah perusahaan mengalami kekurangan kas walaupun mungkin masih mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi. Menurut Chalendra (2013:24) faktor penyebab *financial distress* dapat terbentuk dari *internal* maupun *eksternal* perusahaan. Penyebab dari *internal* perusahaan akan lebih bersifat mikro.

Kesulitan keuangan (*Financial Distress*) yang bisa berpotensi pada kebangkrutan perusahaan merupakan risiko yang harus diperhitungkan oleh *investor*. Persepsi risiko (*Perceived Risk*) terdiri dari tujuh indikator yang dikembangkan oleh Koonce et al. (2004:25), yaitu : Laporan Keuangan menunjukkan kesulitan keuangan, kekhawatiran kondisi keuangan perusahaan, kondisi keuangan tidak dapat dikendalikan, hubungan risiko keuangan dengan waktu terjadinya, probabilitas kerugian ekonomi laporan keuangan, rugi yang diprediksi akan terjadi pada perusahaan, risiko keuangan terjadi pada perusahaan.

Dari penelitian yang dilakukan oleh Ufo (2015) terhadap perusahaan manufaktur di Ethiopia medapat kesimpulan bahwa terdapat efek *financial distress* pada profitabilitas perusahaan. Sedangkan untuk penelitian yang dilakukan oleh Cheng dan Tzeng (2011) yang menggunakan *financial distress* sebagai variabel moderasi antara pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan dihasilkan nilai perusahaan yang meningkat saat kondisi perusahaan sehat. Untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan apakah sedang mengalami *financial distress* atau tidak dapat dihitung dengan menggunakan model Altman Z-score, dimana semakin tinggi nilai Z-score maka kondisi kesehatan keuangan perusahaan lebih baik, sebaliknya jika diperoleh hasil yang semakin kecil pada nilai Z-score maka perusahaan diindikasikan sedang mengalami *financial distress* (Altman, 2000).

Dari berbagai hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh *profitabilitas* (ROA) dan utang (DER) terhadap nilai perusahaan tersebut diperoleh hasil yang tidak konsisten. Berdasarkan pernyataan dalam penelitian oleh Ahmad Nurkhin (2009:63), disebutkan bahwa rasio keuangan (termasuk ROA dan DER) dipandang tidak cukup untuk dijadikan pertimbangan dalam keputusan investasi karena pengukuran rasio keuangan belum memperhatikan besarnya biaya modal dan risiko. Hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut mendorong penulis untuk menguji pengaruh *profitabilitas* (ROA) dan utang (DER) terhadap nilai perusahaan dengan *Financial Distress* (FD) sebagai variabel moderasi.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian kausalitas, yaitu penelitian yang ditujukan untuk mengukur kekuatan hubungan antar dua variable atau lebih, serta menunjukkan hubungan antara variable bebas dengan variabel terikat. Variabel terikat atau disebut juga sebagai variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas (Sugiyono, 2011 : 61). Dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah *Market Value of Equity* (MVE). Nilai Perusahaan yang diukur dengan MVE (market value of equity) merupakan jumlah nilai pasar dari saham yang dimiliki oleh pemegang saham terhadap nilai buku dari total ekuitas. Variabel Independen menurut Sugiyono (2011 : 15), merupakan variabel yang mempengaruhi/menjadi penyebab perubahan/timbulnya variabel terikat. variabel lain. Variabel independen pada penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Return on Asset* (ROA). "Variabel moderasi merupakan variabel independen yang akan memperkuat/memperlemah hubungan variabel independen lainnya dengan variabel dependen" (Imam Ghozali, 2011: 223). Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *Financial Distress*. FD (*financial distress*) adalah kondisi keuangan perusahaan yang diukur dengan model Altman Z-score yang terbagi dalam tiga zona diskriminan : yaitu zona "aman"; zona "abu-abu"; dan zona "*distress*"

Dalam penelitian ini populasinya adalah semua perusahaan manufaktur yang laporan keuangannya tersaji dalam publikasi BEI tahun 2016, 2017 dan 2018. Sampel pada penelitian ini terdiri dari 19 perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016, 2017, dan 2018. Pada penelitian ini metode atau teknik yang dipakai adalah Teknik Sampling (*Purposive Sampling*) yaitu teknik penentuan sampel yang dipilih secara khusus atas dasar tujuan penelitian. Jumlah data sampel tersebut diterapkan pada waktu penelitian 3 periode yaitu tahun 2016 – 2018, sehingga jumlah seluruh datanya adalah 57 data pada setiap variabel DER, ROA, FD dan MVE. Tahapan untuk melakukan analisis data pada penelitian ini meliputi analisis deskriptif, uji asumsi klasik, analisis MRA dan pengujian hipotesis uji F dan uji t.

Tabel 1. Daftar Perusahaan Manufaktur Sebagai Sampel

No	Kode	Nama	Sub Sektor
1	ADES	Akasha Wira International Tbk.	consumer goods industry
2	ALTO	Tri Banyan Tirta Tbk.	consumer goods industry
3	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk.	Basic industry and chemical
4	BUDI	Budi Starch & Sweetener Tbk.	consumer goods industry
5	CINT	Chitose Internasional Tbk.	consumer goods industry
6	IGAR	Champion Pacific Indonesia Tbk	Basic industry and chemical
7	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	consumer goods industry
8	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk.	consumer goods industry
9	KBLI	KMI Wire & Cable Tbk.	Aneka industri (miscellaneous ind)
10	KBLM	Kabelindo Murni Tbk.	Aneka industri (miscellaneous ind)
11	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk.	Basic industry and chemical
12	LION	Lion Metal Works Tbk.	Basic industry and chemical
13	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk	Basic industry and chemical
14	RMBA	Bentoel Internasional Investam	consumer goods industry
15	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk.	consumer goods industry

No	Kode	Nama	Sub Sektor
16	SMCB	Solusi Bangun Indonesia Tbk.	Basic industry and chemical
17	SPMA	Suparma Tbk.	Basic industry and chemical
18	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk.	consumer goods industry
19	VOKS	Voksel Electric Tbk.	Aneka industri (miscellaneous ind)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berikut ini merupakan hasil analisis deskriptif data penelitian dengan program SPSS versi 22 yang disajikan dalam tabel 2 :

Tabel 2. Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	57	0,160820	2,197340	0,97264947	0,508128508
ROA	57	-0,154838	0,157704	0,02419526	0,048805728
Z-Score	57	0,067270	7,152290	1,94155439	1,172683652
MVE	57	0,015380	1,829070	0,66264982	0,481268594
Valid N (listwise)	57				

Debt to Equity Ratio (DER)

Berdasarkan tabel 2 diatas diketahui bahwa DER memiliki nilai minimum 0,161; nilai maksimum 2,197; nilai rata-rata 0,973 dan standar deviasinya 0,508. Predikat DER terendah 0,161 terjadi pada IGAR, sedangkan predikat DER tertinggi 2,197 pada CINT. Berdasarkan data tersebut, rata-rata DER untuk perusahaan manufaktur dalam penelitian ini adalah 97,3%.

Return On Assets (ROA)

Berdasarkan data pada tabel 2, diketahui bahwa ROA terendah dengan nilai minimum -1,55 nilai maksimum ROA pada angka 0,158, nilai rata-rata (*mean*) pada angka 0,024 dan standar deviasi 0,049. Nilai ROA terendah -0,155 terjadi pada RMBA sedangkan ROA tertinggi 0,158 pada IGAR. Pada penelitian ini, rata-rata ROA untuk perusahaan manufaktur adalah 2,4%.

Financial Distress (Z-Score)

Data variabel *Financial Distress* dalam penelitian ini merupakan *Z-Score*, yang diperoleh dari perhitungan rumus Altman *Z-Score* pada laporan keuangan perusahaan sampel yang dipublikasikan di BEI dan tersaji dalam bentuk desimal. Dari tabel 2, diketahui *Z-Score* terendah dengan nilai minimum 0,067 nilai maksimum *Z-Score* pada angka 7,152; nilai rata-rata (*mean*) pada angka 1,942 dan standar deviasi 1,173. Nilai *Z-Score* terendah 0,067 terjadi pada ALTO, sedangkan nilai tertinggi 7,152 terjadi pada IGAR.

Market Value of Equity (MVE)

Berdasarkan data pada tabel 2, diketahui bahwa MVE terendah dengan nilai minimum 0,015 nilai maksimum MVE pada angka 1,829; nilai rata-rata (*mean*) pada angka 0,663 dan standar deviasi 0,481. Nilai MVE terendah 0,015 terjadi pada RMBA, sedangkan nilai tertinggi

sebesar 1,829 terjadi pada KDSI. Untuk MVE perusahaan manufaktur yang listing di BEI dalam penelitian ini rata-ratanya adalah 66.3%

Uji Normalitas

Dengan menggunakan program SPSS 22 dilakukan uji normalitas yang hasilnya sebagai berikut:

Tabel 3. Uji Normalitas
 One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		57
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,40130462
Most Extreme Differences	Absolute	0,102
	Positive	0,102
	Negative	-0,090
Test Statistic		0,102
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,200 ^{cd}

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.
- d. This is a lower bound of the true significance.

Tabel 3 menunjukkan bahwa data pada penelitian ini berdistribusi normal. Dapat dilihat dari nilai *asymptotik sygnificancenya* sebesar 0,200 > 0,05.

Uji Multikolinearitas

Dengan program SPSS 22 dilakukan pengujian multikolinearitas yang tersaji dalam tabel berikut :

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
DER	0,980	1,020
ROA	0,678	1,476
Z-Score	0,689	1,452

a. Dependent Variable: MVE

Dari tabel 4 tersebut diketahui bahwa masing-masing variabel memiliki nilai toleransi diatas 0,05 dan nilai VIF dibawah 10 sehingga bisa disimpulkan bahwa pengujian data pada penelitian ini terbebas dari gejala multikolinearitas diantara variabel bebas dalam model regresi.

Uji Heterokedastisitas

Dengan program SPSS 22 dilakukan uji heterokedastisitas dan hasilnya adalah sebagaimana dalam tabel 5 berikut :

Tabel 5. Hasil Uji Glejser

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,239	0,080		3,010	0,004
X1 (DER)	0,064	0,057	0,154	1,128	0,264
X2 (ROA)	-0,357	0,714	-0,082	-0,501	0,618
X3 (<i>Z-Score</i>)	0,023	0,029	0,125	0,769	0,445

a. Dependent Variable: Abs_RES

Dari hasil pengujian Glejser pada tabel diatas diketahui bahwa nilai signifikansi dari variabel DER, ROA dan FD (*Z-Score*) diatas 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini tidak terjadi gejala heterokedastisitas.

Uji Autokorelasi

Dari hasil pengolahan data statistik diperoleh tabel pengujian autokorelasi sebagai berikut :

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin Watson
1	.325 ^a	.106	.072	10.52433	1.995

Sumber : data sekunder diolah, 2020

Dari hasil uji autokorelasi tersebut diketahui bahwa model yang diteliti memiliki jumlah observasi sebanyak 57, dengan jumlah variabel bebas sebanyak 3 variabel. Dari hasil uji Durbin Watson diketahui bahwa nilai DW = 1.995, du = 1.4637, dL = 1.6845, dan 4-du = 2.5363. Untuk menentukan bahwa model tidak memiliki masalah autokorelasi, maka persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$du < DW < 4-du \quad (1.4637 < 1.995 < 2.5363)$$

Dari pengujian tersebut diketahui bahwa tidak ada autokorelasi dalam penelitian ini.

Analisis Model Regresi Pada Hipotesis 1 dan 2

Tabel 7. Koefisien Determinasi (R^2)

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,445 ^a	0,198	0,169	0,438849887

a. Predictors: (Constant), ROA, DER

Koefisien determinasi (R^2) diterapkan guna mengukur seberapa jauh sebuah model dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi yaitu antara 0 s.d. 1 (100%) (Imam Ghazali, 2011 : 97). Jika nilai R^2 mendekati 1 maka variabel independen memberikan hampir seluruh informasi yang diperlukan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Dari tabel di atas tersebut diketahui bahwa R^2 sebesar 0,198 atau 19,8% yang berarti bahwa 19,8% variabel MVE mampu dijelaskan oleh variabel DER dan ROA sedangkan sisanya 80,2% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Tabel 8. Uji Signifikansi Simultan

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,571	2	1,285	6,674	0,003 ^b
	Residual	10,400	54	0,193		
	Total	12,971	56			

a. Dependent Variable: MVE

b. Predictors: (Constant), ROA, DER

Dari hasil uji F diperoleh nilai 6,674 dengan nilai sig. sebesar 0,003 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan DER dan ROA secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap MVE. Hasil tersebut menunjukkan bahwa persamaan regresi yang dihasilkan layak digunakan dalam memprediksi nilai perusahaan (MVE).

Tabel 9. Uji Signifikansi Parsial

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
1	(Constant)	0,586	0,134		4,374	0,000
	DER	-0,029	0,116	-0,031	-0,251	0,803
	ROA	4,339	1,212	0,440	3,579	0,001

a. Dependent Variable: MVE

Uji t merupakan pengujian parameter individual yang ditujukan untuk melihat variabel DER dan ROA memiliki pengaruh terhadap variabel MVE secara individu dan diasumsikan variabel independen lain konstan. Koefisien regresi DER bernilai negatif pada angka -0,029 dengan nilai signifikansi sebesar 0,803 dimana lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 yang berarti variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap MVE. Selanjutnya untuk variabel ROA dengan koefisien positif sebesar 4,339 dan nilai signifikansi sebesar 0,001 dimana lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 yang berarti terdapat pengaruh ROA terhadap MVE sebesar 4,339. Setiap kenaikan 1% ROA akan meningkatkan nilai MVE sebesar 4,339%. Dari Pengujian diatas dapat disimpulkan sebagai berikut :

- 1) Hipotesis 1 (DER berpengaruh negatif terhadap MVE) ditolak.
- 2) Hipotesis 2 (ROA berpengaruh positif terhadap MVE) diterima.

Persamaan regresi linear:

$$Y = a + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2$$

$$MVE = 0,586 - 0,029 \text{ DER} + 4,339 \text{ ROA}$$

Analisis Model Regresi Moderasi (MRA) untuk hipotesis 3 dan 4

Uji interaksi atau disebut juga dengan Moderated Regression Analysis (MRA) adalah alat untuk melakukan regresi berganda linear dimana pada persamaan regresinya terdapat unsur interaksi (perkalian dua/ lebih variabel independen) (Ghozali, 2013). Berikut ini merupakan hasil pengujian analisis uji hipotesis 3 dan hipotesis 4 dengan menggunakan program SPSS 22 yang akan dijelaskan satu persatu pada masing-masing variabel bebas :

Financial Distress (FD) mampu memoderasi pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Market Value of Equity (MVE)

Analisis hubungan tersebut dipakai untuk mengetahui pengaruh yang diberikan oleh variabel moderasi yaitu *Financial Distress* pada hubungan variabel bebas (DER) atau X1 terhadap variabel terikat (MVE) atau Y. Dalam penelitian ini, FD diukur dengan model Altman Z-Score. Hasil pengujian dari model MRA dengan program SPSS 22 adalah sebagaimana berikut :

Tabel 11. Hasil Uji Regresi DER dan FD ke variabel MVE
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,317	0,154		2,055	0,045
DER	-0,066	0,110	-0,070	-0,602	0,550
Z-Score	0,211	0,048	0,514	4,426	0,000

a. Dependent Variable: MVE

Tabel 12. Hasil Uji Regresi DER, FD dan Interaksi (DER*FD) ke variabel MVE

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,359	0,202		1,780	0,081
DER	-0,119	0,195	-0,125	-0,608	0,546
Z-Score	0,193	0,073	0,471	2,652	0,011
DER* Z-Score	0,023	0,072	0,079	0,327	0,745

a. Dependent Variable: MVE

Berdasarkan tabel 11 dan tabel 12 tersebut dapat diketahui bahwa pengaruh FD (*Z-Score*) terhadap MVE pada tabel 10.1 outputnya signifikan karena nilainya sebesar $0,000 < 0,05$. Sedangkan pada tabel 10.2 diketahui bahwa pengaruh interaksi *DER*Z-Score* outputnya tidak signifikan yaitu sebesar 0,745 atau lebih besar dari nilai signifikansi 0,05. Dari kedua output tersebut, salah satunya signifikan, jadi pengujian dilakukan dengan cara regresi interaksi, akan tetapi variabel moderasi tidak berfungsi sebagai variabel bebas (Imam Ghozali, 2013). Dengan persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$Y = a + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_1 \cdot X_3 + e$$

Keterangan :

Y = MVE

a = Konstanta

β = Koefisien Regresi

X1 = DER

X3 = FD

X1*X3 = Interaksi DER dengan FD

e = Faktor Pengganggu / Residual

Tabel 13. Hasil Uji *Pure Moderator* Hipotesis 3 : *Financial Distress* (FD) mampu memoderasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Market Value of Equity (MVE)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,786	0,129		6,108	0,000
DER	-0,446	0,159	-0,471	-2,797	0,007
DER* Z-Score	0,167	0,050	0,561	3,332	0,002

a. Dependent Variable: MVE

Hasil output SPSS pada tabel 13 terlihat bahwa variabel interaksi memberikan nilai positif pada angka 0,167 dan signifikan pada $0,002 < 0,05$ yang berarti bahwa variabel *Z-Score* adalah variabel murni (*pure moderator*). *Z-Score* tidak dapat berfungsi sebagai variabel independen akan tetapi berinteraksi dengan variabel independen lain, dalam penelitian ini adalah DER. Nilai positif pada koefisien interaksi bermakna bahwa *Z-Score* berpengaruh positif terhadap hubungan antara DER dengan MVE. Jadi semakin tinggi *Z-Score* maka akan semakin kuat pengaruh DER terhadap MVE. Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 *Financial Distress* (FD) mampu memoderasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Market Value of Equity (MVE) diterima.

Persamaa Analisis Regresi Hipotesis 3 :

$$Y = a + \beta_1.X_1 + \beta_2.X_1 * X_3$$

$$MVE = 0,786 - 0,446 DER + 0,167 DER * FD$$

***Financial Distress* (FD) mampu memoderasi pengaruh *Return On Asset* (ROA) terhadap Market Value of Equity (MVE)**

Analisis hubungan tersebut dipakai untuk mengetahui pengaruh yang diberikan oleh variabel moderasi yaitu *Financial Distress* pada hubungan variabel bebas (ROA) atau X2 terhadap variabel terikat (MVE) atau Y. Hasil pengujian dari model MRA dengan program SPSS 22 adalah sebagaimana berikut :

Tabel 14. Hasil Uji Regresi ROA dan FD ke variabel MVE

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,297	0,109		2,722	0,009
	ROA	2,235	1,349	0,227	1,657	0,103
	<i>Z-Score</i>	0,160	0,056	0,391	2,857	0,006

Tabel 15. Hasil Uji Regresi ROA, FD dan Interaksi (ROA*FD) ke variabel MVE

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,273	0,137		1,989	0,052
	ROA	2,521	1,677	0,256	1,503	0,139
	<i>Z-Score</i>	0,177	0,081	0,432	2,191	0,033
	ROA* <i>Z-Score</i>	-0,200	0,687	-0,071	-0,292	0,772

a. Dependent Variable: MVE

Berdasarkan tabel 14 dan tabel 15 diketahui bahwa pengaruh *Z-Score* terhadap MVE pada tabel 14 outputnya signifikan karena nilainya sebesar $0,006 < 0,05$. Sedangkan pada tabel 15 diketahui bahwa pengaruh interaksi ROA**Z-Score* outputnya tidak signifikan

yaitu sebesar 0,772 atau lebih besar dari nilai signifikansi 0,05. Dari kedua output tersebut, salah satunya signifikan, jadi *Z-Score* harus dilakukan pengujian dengan cara regresi interaksi, akan tetapi variabel moderasi tidak berfungsi sebagai variabel bebas (Imam Ghozali, 2011 : 232). Persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$Y = a + \beta_1 \cdot X_2 + \beta_2 \cdot X_2 \cdot X_3 + e$$

Keterangan :

Y = MVE

a = Konstanta

β = Koefisien Regresi

X₂ = ROA

X₃ = *Z-Score*

X₂*X₃ = Interaksi ROA dengan *Z-Score*

e = Faktor Pengganggu / Residual

Tabel 16. Hasil Uji *Pure Moderator* Hipotesis 4
Financial Distress (FD) mampu memoderasi pengaruh *Return On Asset* (ROA)
 terhadap Market Value of Equity (MVE)

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,542	0,064		8,503	0,000
	ROA	2,147	1,726	0,218	1,244	0,219
	<i>Z-Score</i> *ROA	0,874	0,497	0,308	1,758	0,084

a. Dependent Variable: MVE

Hasil output SPSS pada tabel 16 terlihat bahwa variabel interaksi memberikan nilai positif pada angka 0,874 dan tidak signifikan karena 0,084 > 0,05. Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 *Financial Distress* (FD) mampu memoderasi pengaruh *Return On Assets* (ROA) terhadap Market Value of Equity (MVE) ditolak.

Persamaa Analisis Regresi Hipotesis 4 :

$$Y = a + \beta_1 \cdot X_2 + \beta_2 \cdot X_2 \cdot X_3$$

$$MVE = 0,542 + 2,147 \text{ ROA} + 0,874 \text{ DER} \cdot \text{FD}$$

KESIMPULAN

Hasil dari penelitian yang dilakukan ini dapat memberi solusi untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui variabel penelitian yang telah dilakukan. Berdasarkan hasil pembahasan yang telah dilakukan, DER tidak berpengaruh terhadap MVE perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016, 2017 dan 2018. Investor tidak melakukan respon atas naik/turun nya hutang perusahaan, sehingga nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh perubahan yang terjadi pada hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, Gatot Nazir Ahmad, Ria Putri (2012), Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011), yang menerangkan bahwa kebijakan utang perusahaan tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut Ogamalgai (2013) terdapat banyak faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai DER yang tidak berpengaruh signifikan mungkin

bisa disebabkan karena di Indonesia nilai saham lebih bersifat teknis dan bukan ke arah fundamental, dalam kondisi pasar modal sering kita temui banyaknya permasalahan pada saham yang digoreng sehingga nilainya tidak lagi mencerminkan nilai perusahaan yang sesungguhnya.

ROA berpengaruh positif signifikan terhadap MVE perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016, 2017 dan 2018. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Alfredo Mahendra DJ, Luh Gede Sri Artini & A. A Gede Suarjaya (2012) serta Putri (2015). Hasil yang positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *earning power* maka akan semakin tinggi juga perputaran asset atau profit margin perusahaan yang pada akhirnya akan berdampak pada naiknya nilai saham perusahaan.

Financial Distress (FD) mampu memoderasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Market Value of Equity* (MVE). Berdasar kriteria jenis variabel moderasi, *Financial Distress* dalam model regresi moderasi ini merupakan variabel *pure moderator*. *Financial Distress* terbukti memoderasi hubungan antara DER dengan MVE. Nilai positif dan signifikan menunjukkan bahwa FD memperkuat hubungan DER terhadap MVE. Rendahnya potensi kebangkrutan perusahaan, yang ditunjukkan oleh *Z-Score* yang tinggi akan meningkatkan pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan. Investor akan merespon positif terhadap hutang perusahaan ketika perusahaan dalam kondisi potensi kebangkrutannya rendah atau tekanan keuangannya rendah dan sebaliknya investor akan merespon negatif hutang perusahaan ketika perusahaan dalam posisi kebangkrutannya tinggi atau mengalami tekanan keuangan yang tinggi. Respon positif dari investor menunjukkan terjadinya peningkatan nilai perusahaan dan sebaliknya respon negatif akan menunjukkan penurunan nilai dari perusahaan. Hasil ini juga selaras dengan penelitian Wiyarni (2018) yang menyampaikan bahwa *Altman Z Score* memberi pengaruh positif pada harga saham perusahaan. Pada penelitian lain yang dilakukan oleh Cheng dan Tzeng (2011) dihasilkan kesimpulan bahwa : semakin sehat suatu perusahaan, maka efek hutang terhadap nilai perusahaan akan semakin positif. Kesehatan perusahaan akan menaikkan rating perusahaan saat berhutang sehingga bunga yang ditawarkan bisa lebih rendah dan pada akhirnya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Financial Distress (FD) tidak mampu memoderasi pengaruh *Return On Assets* (ROA) terhadap *Market Value of Equity* (MVE). Masuknya *Financial Distress* tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap nilai perusahaan (MVE). Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Catarina (2015) yang menyatakan bahwa *perceived risk (Financial Distress)* berpengaruh pada hubungan profitabilitas terhadap harga saham perusahaan. Potensi kebangkrutan perusahaan tidak mempengaruhi respon (perilaku) investor. Investor tidak merespon baik positif maupun negatif terhadap adanya potensi kebangkrutan perusahaan, meskipun kondisi kinerja keuangan (ROA) baik. Investor hanya merespon kinerja keuangan yang ditunjukkan oleh profitabilitas (ROA) tanpa melihat apakah perusahaan berpotensi bangkrut atau tidak.

Berdasar hasil penelitian yang telah dilakukan dan perkembangan pasar modal yang terjadi di Indonesia, ada beberapa saran dari hasil penelitian ini. Investor yang akan memilih saham perusahaan yang akan dibeli dianjurkan untuk lebih teliti dalam memilih saham sehingga keputusan yang diambil bisa lebih tepat, yaitu tidak hanya memperhitungkan hutang (DER) secara parsial, akan tetapi juga memperhitungkan variabel risiko (*Financial Distress*) dalam menganalisis informasi yang mendasar dari perusahaan, karena hutang (DER) pada perusahaan yang potensi kebangkrutannya rendah (nilai *Z-Score* tinggi) akan dapat menaikkan nilai perusahaan (MVE).

Bagi manajemen perusahaan, sebaiknya lebih memperhatikan tingkat laba perusahaan (ROA) karena memiliki bobot yang lebih tinggi bagi investor dalam menentukan pilihan kemana investasi akan diarahkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agusti, Chalendra Prasetya. (2013). “*Analisis Faktor yang Kemungkinan Terjadinya Financial Distress*”. Tesis. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ahmad Nurkhin. (2009). *Corporate Governance dan Profitabilitas; Pengaruhnya terhadap Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Magister Akuntansi. Universitas Diponegoro.
- Al Najjar, Basil, (2012), “*Dividends behavior and smoothing new evidence from Jordanian panel data*,” University of the West of England
- Altman, Edward I., (2000), *Predicting Financial, Distress of Companies : Revisiting The Z-score and Zeta @ Models*, New York University, Stern School of Business
- Ardiansyah, Windra dan Lailatul Amanah. (2015). “*Pengaruh Tingkat Kesehatan Keuangan, EVA dan Nilai Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Saham*”. Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi, Vol. 4 No. 12
- Arrozi, MF, (2010), *Pengaruh Manfaat Informasi Akuntansi, Faktor Keperilakuan dan Ketidakpastian Lingkungan Terhadap Mental Discounting Serta Subyektifitas Return Pada Analisis Efek di Bursa Efek Indonesia*, Disertasi, Program Pascasarjana, Universitas Airlangga.
- Barakat, Abdallah. (2014). *The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies)*. Journal of Finance and Accounting, 5 (1), 55-66.
- Barclay, Michael J., Smith, Clifford W., & Watts, Ross L. (1998). *The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies*. Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 7 (4), 4-19
- Brigham, Eugene F. dan Gapenski, Louis C. (1997). *Financial Management Theory and Practice*. Orlando : The Dryden Press
- Catarina, (2015). *Pengaruh Return On Investment dan Earning Per Share terhadap Harga Saham Perusahaan dengan Memperhatikan Perceived Risk Saham sebagai Variabel Moderasi*. Skripsi. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta.
- Cheng, Ming dan Tzeng, Huwei. (2011). *The Effect of Leverage On Firm Value And How The Firm Financial Quality Influence On This Effect*. World Journal Of Management. Vol 3 No.2 September 2011. Hal 30-53.
- Fahmi, Irham. (2013). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- FarahMargaretha,(2011), “*Manajemen Keuangan untuk Manajer Nonkeuangan*”, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Ghozali, Imam. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang : UNDIP.
- Harahap, Sofyan Syafri. (2011). *Analisis kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Jogiyanto Hartono. (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edis. Kedelapan*, BPFYogyakarta.
- Kasmir, (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT. RajaGrafindo Persada.
- Mahendra, Alfredo Dj., Luh Gede Sri Artini, dan A.A Gede Suarjaya. (2012). “*Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di BEI*”. Dalam Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan, Vol. 6No. 2 Bali: Universitas Udayana.
- Mardiyati, Umi; Gatot Nazir Ahmad dan Ria Putri. (2012). *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010*. Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI): Vol. 3, No. 1.

- Mehta, Anupam (2012), *An empirical analysis of determinants of dividend policy evidence from the UAE companies*, Global review of accounting and finance, vol1, hal 1-48
- Modigliani, F. & M. H. Miller. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*. American Economic Review, Vol. 48, No. 3. Juni 1958. 17 Juli 2012.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2018). Data Bursa Efek 2016-2018. Jakarta: PT Bursa Efek Indonesia.
- Sari, Putu Indah Purnama dan Abundanti, Nyoman. (2014). *Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Leverage Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan*. E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana Vol 3 No.5.
- Sekaran, Uma. (2003). *Research Methods for business , A Skill Approach*. Fourth Edition. John Willey&Sons, Inc
- Selva, Mohan. (1995). *Earnings and Stock Selection*. The SSRN. Diakses melalui <http://www.ssrn.com>:GELClassification:M41, pada tanggal 25 September 2014.
- Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011), *struktur kepemilikan, kebijakan deviden, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan*. Jurnal keuangan dan perbankan vol. 3 No.1, hal 68-87
- Sugiyono. (2011). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung:Alfabeta.
- Sukmawati, Ni Made Dewi dan Made Pradana Adiputra. 2014. *Pengaruh Rasio-Rasio dalam Model Altman z-score terhadap Harga Saham pada Perusahaan Perbankan*. Jurnal Akuntansi Universitas Pendidikan. Tahun 2014 Vol. 2 (1).
- Tamarani, Liza. (2015). *Pengaruh Good Corporate Governance Indeks dan Financial Distress terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan sebagai Variabel Intervening*. JOM FEKON, Februari 2015. Vol. 2 (1).
- Wijayani, Evi dan Januarti. (2011). *Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Perusahaan di Indonesia Melakukan Auditor Switching*. Makalah disampaikan dalam simposium nasional akuntansi XIV, Aceh
- Wiyarni, C. A. M. (2018). *Z Score Bankruptcy Prediction Model and Stock Prices Of The Cigarette Companies In Indonesia*. STIE Malangkucecwara, Malang, East Java. IJBMM 3 (10)