

BAB I

Pendahuluan

1.1. Latar belakang masalah

Krisis yang terjadi di Indonesia tahun 1999 dan 2008 memberikan dampak langsung terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan Indonesia mengalami kerugian dan kekurangan dana untuk menjalankan aktivitas bisnis. Tahun 2003 perusahaan Indonesia mulai menunjukkan perbaikan dilihat dari nilai indeks harga saham gabungan (IHSG) yang terus meningkat (Hartono, 2010: 85). Nilai IHSG dari tahun 2003 hingga 2007 telah meningkat 470%. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa kinerja perusahaan Indonesia terus meningkat dari tahun ke tahun. Kinerja perusahaan sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana.

Perusahaan dapat memperoleh dana dari beberapa sumber. Sumber pendanaan perusahaan dibedakan menjadi dua yaitu eksternal dan internal. Komposisi sumber dana internal dan eksternal dapat dilihat dari neraca perusahaan. Komposisi hutang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan disebut struktur modal. Struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Sartono, 2010: 225)..

Struktur modal dapat digunakan untuk membedakan perusahaan *levered* dan perusahaan *unlevered*. *Unlevered* menggambarkan bahwa perusahaan menggunakan 100% modal sendiri untuk membiayai aktivitas bisnisnya. *Leverage* menggambarkan bahwa perusahaan menggunakan aset dan pinjaman untuk meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, 2010: 257). Struktur modal juga dapat digunakan sebagai gambaran bagaimana manajer keuangan membuat keputusan bisnis. Manajer keuangan dapat membuat keputusan bisnis yang berkaitan dengan keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan deviden. Keputusan manajer keuangan yang tercermin di dalam struktur modal perusahaan dapat menjadi alat ukur nilai perusahaan.

Teori yang pertama kali menghubungkan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dipublikasikan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Modigliani dan Miller menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Teori ini tidak memasukan unsur pajak, biaya keagenan, biaya informasi, tidak ada pertumbuhan dan bunga pinjaman sebesar bunga bebas resiko (Brigham dan Houston, 2007: 456). Modigliani dan Miller (1963) menyatakan struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Teori ini memasukan unsur pajak perusahaan dan pajak perseorangan. Teori ini menyatakan bahwa semakin besar *leverage* yang digunakan oleh perusahaan maka semakin besar pula nilai perusahaan.

Biaya bunga hutang digunakan sebagai penghemat pajak atau *tax shield*. Perusahaan dapat menggunakan 100% hutang dalam struktur modalnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan. *Leverage* yang tinggi juga menunjukkan resiko yang besar. Asumsi ini didukung oleh Myers (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan tidak seharusnya menggunakan 100% hutang. Struktur modal optimal untuk setiap perusahaan dapat ditentukan dengan mempertimbangkan unsur penghematan pajak dan *financial distress*, *agency cost*, efisiensi pasar dan *systematic information (trade off theory)*. Biaya *financial distress* termasuk tingginya *return* yang diminta oleh kreditor dan pemegang saham. Biaya tersebut berkaitan dengan biaya *financial distress* dan biaya kebangkrutan (Stretcher dan Johnson, 2011).

Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan akan cenderung menggunakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Perusahaan akan menggunakan dana eksternal apabila penggunaan dana tersebut memiliki resiko yang rendah. Pendekatan *pecking order theory* ini mengelompokkan sumber pendanaan menjadi hirarki dari resiko terendah hingga tertinggi. Perusahaan jarang mengeluarkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana. *Manager* keuangan akan berusaha meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Penerbitan saham baru akan mengurangi kesejahteraan pemegang saham lama karena penurunan proporsi kepemilikan.

Investor baru yang membeli saham perusahaan akan berasumsi bahwa *manager* keuangan tidak berpihak padanya dan investor akan mempertimbangkan harga yang dianggap tepat untuk membeli saham baru (Myers, 1984). Kebijakan manajer keuangan tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin di harga saham perusahaan. Nilai perusahaan yang berkaitan dengan harga saham dibedakan menjadi tiga yaitu nilai buku, nilai pasar, dan nilai intrinsik (Hartono, 2010: 121). Nilai perusahaan *go public* tercermin di dalam laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikannya. Laporan keuangan tersebut akan digunakan oleh investor untuk menilai kinerja perusahaan dan *prospect* perusahaan dimasa mendatang.

Investor melakukan analisis fundamental untuk mendapatkan informasi yang relevan mengenai suatu perusahaan. Analisis fundamental akan digunakan oleh investor untuk membuat keputusan bisnis. Informasi tersebut akan memicu reaksi di pasar modal. Harga saham perusahaan dapat naik maupun turun ketika suatu informasi diterima oleh investor. Reaksi investor ini akan mempengaruhi perdagangan saham perusahaan. Perdagangan saham perusahaan dapat dilihat dari seberapa besar volume, frekuensi perdagangan, volatility harga saham dan kapitalisasi pasar. Myers (1984) menyatakan bahwa investor sangat tertarik dengan kebijakan pendanaan perusahaan, karena pengumuman kebijakan pendanaan akan mengubah harga saham.

Menurut Welch (2004) rasio hutang terhadap modal (*debt-equity ratios*) sangat erat kaitannya dengan fluktuasi harga saham perusahaan. Selain itu, Harris dan Raviv (1991) juga menyatakan bahwa semua harga saham akan meningkat ketika adanya pengumuman meningkatnya tingkat *leverage* di dalam struktur modal. Investor akan memperhatikan *leverage* yang digunakan oleh perusahaan untuk menentukan prospek perusahaan. Investor lebih menyukai perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang optimal sesuai dengan kemampuan perusahaan. Tingkat *leverage* tersebut tidak menggunakan 100% hutang. Tingkat *leverage* umumnya dikomposisikan menggunakan rasio seperti 0,4 atau 40% dari seluruhan modal perusahaan. Ketika investor memandang *leverage* yang sesuai dengan kemampuan perusahaan maka akan memicu aksi beli saham perusahaan.

Aksi beli akan membuat harga saham perusahaan akan meningkat. *Leverage* yang tinggi akan membuat perusahaan lebih beresiko. Perusahaan yang memiliki *leverage* beresiko mengalami kebangkrutan dan menjadi target *takeover* oleh perusahaan lain. Investor akan memandang resiko tersebut sebagai faktor untuk membuat keputusan investasi. Perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi akan memicu investor untuk melakukan aksi jual. Investor memandang *leverage* yang tinggi akan menyebabkan investasi yang dilakukannya di perusahaan lebih beresiko. Aksi jual akan menyebabkan harga saham perusahaan turun. *Leverage* yang optimal sangat susah untuk ditentukan.

Tingkat *leverage* perusahaan satu dan lain akan berbeda. Keputusan tingkat *leverage* tidak hanya didasari kemampuan perusahaan tetapi juga dipengaruhi oleh gaya *management*. Gaya *management* yang konservatif akan menyebabkan tingkat *leverage* akan lebih rendah dari *leverage* yang optimal. *Management* lebih menyukai pendanaan internal sehingga hutang yang digunakan lebih sedikit. Gaya *management* yang agresif memungkinkan tingkat *leverage* akan lebih tinggi dari *leverage* yang optimal. *Management* lebih menyukai hutang daripada modal sendiri sehingga hutang yang digunakan dapat lebih besar dari modal sendiri. Pihak *management* juga akan lebih hati-hati dalam membentuk struktur modal karena akan berdampak pada karirnya.

Tingkat *leverage* yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan dan pihak manager akan berpeluang kehilangan pekerjaan. Tingkat *leverage* yang digunakan perusahaan dari tahun ke tahun belum tentu sama. Tingkat *leverage* dari tahun ketahun bisa meningkat dan menurun tergantung kebijakan perusahaan dan kondisi perusahaan. *Leverage* yang digunakan oleh perusahaan saat ini belum tentu dapat menggambarkan kemampuan sebenarnya dari perusahaan. Oleh karena itu, struktur modal tetap menjadi *puzzle* yang sulit untuk dipecahkan hingga saat ini. Tidak ada yang bisa mengidentifikasi berapa struktur modal optimal perusahaan atau bagaimana mengukur dampak perubahan struktur modal terhadap biaya modal dan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2007: 462).

1.2 Rumusan masalah

Nilai perusahaan merupakan akibat dari keputusan manajer keuangan. Keputusan manajer keuangan mempengaruhi komposisi hutang dan modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan hutang lebih besar dari modal akan membuat perusahaan menjadi tidak efisien. Hal ini mengakibatkan berkurangnya dana yang akan dibagikan kesetiap pemegang saham. Perusahaan akan mengutamakan pembayaran hutang terlebih dahulu. Semakin besar hutang maka semakin besar pula resiko yang akan dihadapi perusahaan. Resiko tersebut yaitu resiko *financial distress* dan resiko menjadi *target firm*. Resiko perusahaan yang meningkat seiring meningkatnya penggunaan hutang akan memicu reaksi dari investor. Investor akan meminta *return* yang tinggi ketika resiko perusahaan meningkat. Reaksi investor tersebut akan mengakibatkan adanya perubahan transaksi di pasar modal. Perubahan transaksi di pasar modal dapat dilihat dari dari volume, frekuensi, *value*, dan harga saham. Berdasarkan hal tersebut maka rumusan masalah dituliskan sebagai berikut:

- a. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia?
- b. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap volume perdagangan saham perusahaan manufaktur di Indonesia?
- c. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap volatility harga saham perusahaan manufaktur di Indonesia?

- d. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap frekuensi perdagangan saham perusahaan manufaktur di Indonesia?

1.3 Batasan masalah

Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan saham. Penelitian ini hanya melibatkan rasio-rasio struktur modal dan kinerja saham yang diukur menggunakan volume, frekuensi dan volatility harga saham. Penelitian ini tidak melibatkan kapitalisasi pasar dalam mengukur kinerja saham. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah perusahaan manufaktur yang telah *listing* sebelum atau sejak tahun 2004 hingga 2013. Perusahaan juga harus mempublikasikan laporan keuangan dari tahun 2004 hingga 2013 yang telah diaudit. Tahun 2004 hingga 2013 dipilih karena informasi laporan keuangan auditan dan *stock summary* yang ada di *database* perusahaan, *Indonesia Stock Exchange* dan *Yahoo Finance* umumnya berjangka waktu 10 tahun. Selain itu, penelitian sebelumnya menggunakan jangka waktu 10 untuk menilai pengaruh kinerja perusahaan terhadap kinerja saham.

1.4 Keaslian penelitian

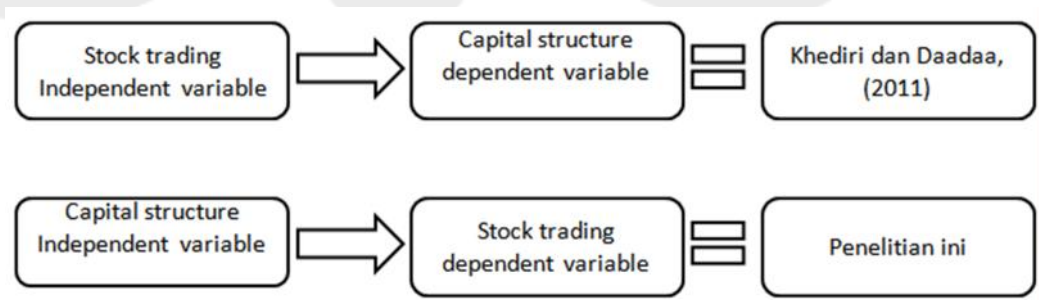
Penelitian ini mengacu pada dua sumber yaitu disertasi dan *journal*. Disertasi yang digunakan berjudul: peran kinerja perusahaan dalam menentukan pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan

perusahaan terhadap nilai perusahaan. Disertasi ini disusun oleh Bambang Sudiyatno pada tahun 2010. Penelitian ini dilakukan dari tahun 2004 hingga 2006. Perusahaan yang diteliti terdiri dari 23 perusahaan manufaktur Indonesia. Disertasi ini memiliki 12 hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan pendanaan, yaitu penggunaan hutang. Kebijakan pendistribusian laba dan kebijakan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Sudiyatno, 2010). Nilai perusahaan dihitung menggunakan Tobin's Q.

Sumber kedua yaitu *journal* yang berjudul "*Stock trading and capital structure in Tunisian stock exchange*" (Khediri dan Daadaa, 2011). Penelitian ini menganalisis 23 perusahaan non perbankan sejak tahun 2000 hingga 2009. Perusahaan tersebut terdaftar dibursa efek Tunisia. Penelitian tersebut dilakukan untuk menguji pengaruh perdagangan saham terhadap struktur modal perusahaan. Perdagangan saham diukur menggunakan empat formula yaitu volume, relative volume, *frequency* dan *value* saham. *Leverage* diukur menggunakan dua formula *book debt / book value of assets* dan *book debt / market value of assets*. Karakteristik perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q, *return on assets*, *asset tangibility*, dan depresiasi dan *size*. Hasil penelitian menunjukkan volume perdagangan saham berpengaruh signifikan dan negative terhadap *book leverage* dan *market leverage*.

Frequency perdagangan saham berpengaruh signifikan dan negative terhadap *book leverage* dan *market leverage*. Hasil penelitian diatas menjadi daya tarik penulis untuk melakukan penelitian serupa. Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q dan saham perusahaan. Saham perusahaan diukur menggunakan tiga variabel *trading volume*, *volatility* harga saham dan frekuensi. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu menambahkan *volatility* harga saham sebagai *variable dependent*. Penulis menggunakan hasil penelitian diatas untuk mengembangkan penelitian dengan sampel yang lebih banyak. Sampel yang digunakan yaitu 49 perusahaan manufaktur dengan jangka waktu 10 tahun. Penelitian ini diharapkan memberikan bukti empiris untuk mengkonfirmasi penelitian sebelumnya.

Gambar 1.1: Perbandingan penelitian Khediri dan Daadaa (2011) dan penelitian ini diilustrasikan sebagai berikut:



Sumber: penelitian terdahulu

1.5 Tujuan penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, volume perdagangan, frekuensi transaksi, dan volatility harga saham. Penelitian ini bertujuan untuk melihat reaksi pasar pertanggal publikasi laporan keuangan dan periode selanjutnya (*lags*). Penelitian ini juga bertujuan untuk mengkonfirmasi dan mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.

1.6 Manfaat penelitian

a. Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat mengkonfirmasi penelitian sebelumnya dan menjadi acuan bagi penelitian selanjutnya. Hasil penelitian diharapkan dapat menjadi sumber informasi yang relevan untuk pengembangan teori dan *knowledge*.

b. Praktisi

Penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tambahan bagi *manager* dalam membuat keputusan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian diharapkan dapat menjadi informasi yang relevan bagi keputusan bisnis

1.7 Sistematika penulisan

BAB I: Pendahuluan

Pendahuluan berisi latar belakang, rumusan masalah, batasan masalah, keaslian penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan. Latar belakang menjelaskan penyebab permasalahan yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnis. Rumusan masalah memberikan gambaran permasalahan perusahaan yang diringkas di dalam *problem statement*. Batasan masalah menjelaskan apa yang menjadi fokus penelitian. Batasan masalah memberikan penjelasan *variable* mana yang akan digunakan di dalam penelitian dan *variable* mana yang tidak terkait dengan penelitian. Keaslian penelitian menjelaskan perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. Tujuan penelitian akan menjadi panduan dalam menemukan kesimpulan dan solusi yang tepat sesuai dengan rumusan masalah. Manfaat penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi positif bagi pihak-pihak yang menggunakan hasil penelitian. Hasil penelitian dapat digunakan sebagai penambah acuan *knowledge* dan pengambilan keputusan bisnis. Sistematika penulisan memudahkan pembaca untuk memahami komposisi pada penelitian ini.

BAB II: Landasan teori

Landasan teori memberikan dasar pemikiran yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian. Landasan teori digunakan untuk memudahkan pembaca memahami variabel-variabel penelitian.

BAB III: Metode penelitian

Metode penelitian menjelaskan sampel, lokasi penelitian, alat ukur penelitian dan informasi yang dibutuhkan dalam penelitian.

BAB IV: Hasil penelitian dan pembahasan

Hasil penelitian dan pembahasan berisi analisis yang dilakukan terhadap hasil yang diperoleh. Hasil analisis diharapkan memberikan informasi yang dapat menjawab rumusan masalah.

BAB V: Penutup

Penutup berisi kesimpulan, saran dan keterbatasan penelitian. Kesimpulan menggambarkan ringkasan hasil penelitian. Saran memberikan petunjuk bagi pihak yang akan memanfaatkan hasil penelitian. Keterbatasan penelitian menjelaskan kelemahan data dan asumsi yang digunakan dalam menganalisis data.