

# BAB I

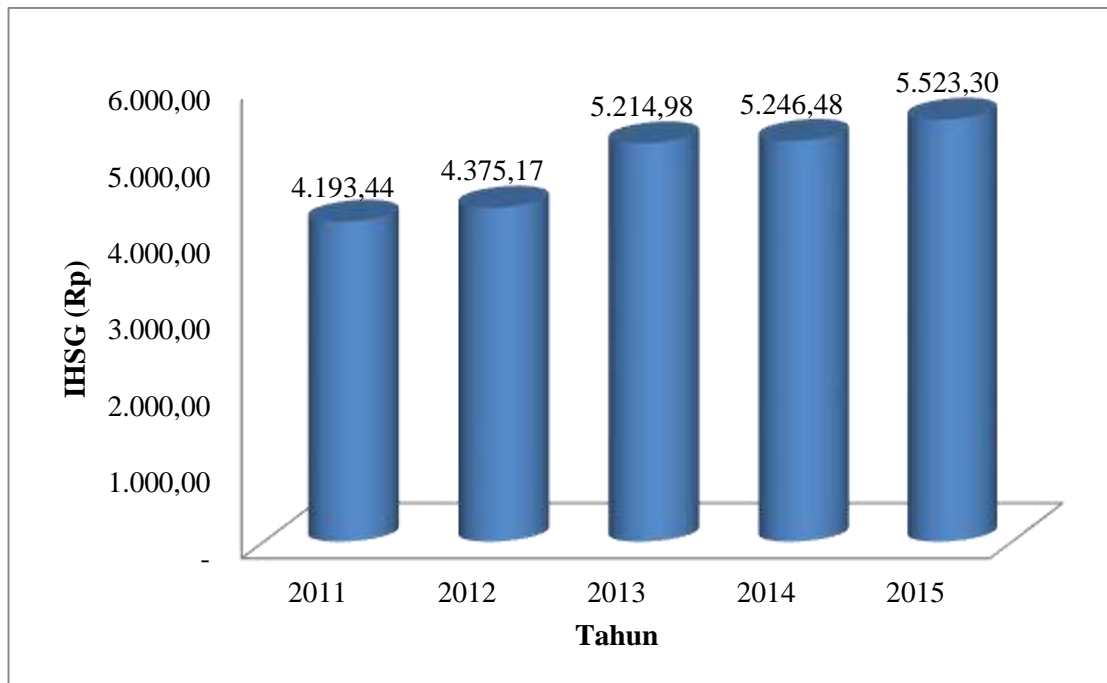
## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Penelitian

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas, dan mereka membeli saham karena mereka ingin mendapatkan pengembalian dari investasi yang dikeluarkan yang selanjutnya disebut Investor. Pemiliki saham akan memilih direksi yang kemudian akan menunjuk para manajer untuk menjalankan perusahaan secara harian. Manajer bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai para pemegang saham (Brigham & Houston, 2006, p. 18). Oleh karena itu, secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan (*value of the firm*) yang tercermin dari harga sahamnya (Athanasakos, 2007; Berk, DeMarzo, & Harford, 2012; Brusov, Filatova, Orekhova, & Eskindarov, 2015; Damodaran, 2013).

Pengamatan terhadap nilai perusahaan menjadi penting bagi para Investor untuk memperoleh informasi tentang performansi perusahaan sehingga para pelaku pasar melihat harga saham akan dihargai oleh individu maupun kolektif pada sebuah pasar modal. Lebih lanjut, nilai perusahaan yang tergambar dari harga saham, di Indonesia secara kolektif dikenal dalam bentuk IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) yang mencerminkan perubahan harga saham secara keseluruhan di BEI.

Secara empiris bahwa Index Harga Saham Gabungan (IHSG) sepanjang lima tahun terakhir (2011 sampai dengan 2015) mencatatkan *performance* (kinerja) cukup baik dengan *return* hingga 27,14 persen. IHSG yang cenderung bergerak positif ini, merupakan cerminan perilaku pasar terhadap emiten di BEI dengan kata lain kepercayaan para Investor terhadap Nilai Perusahaan semakin meningkat. Trend IHSG akhir tahun posisi tertinggi 2011 sampai dengan 2015 seperti berikut :



Sumber : BEI

**Grafik 1.1**  
**IHSG Bursa Efek Indonesia Posisi Akhir Tahun 2011 – 2015**

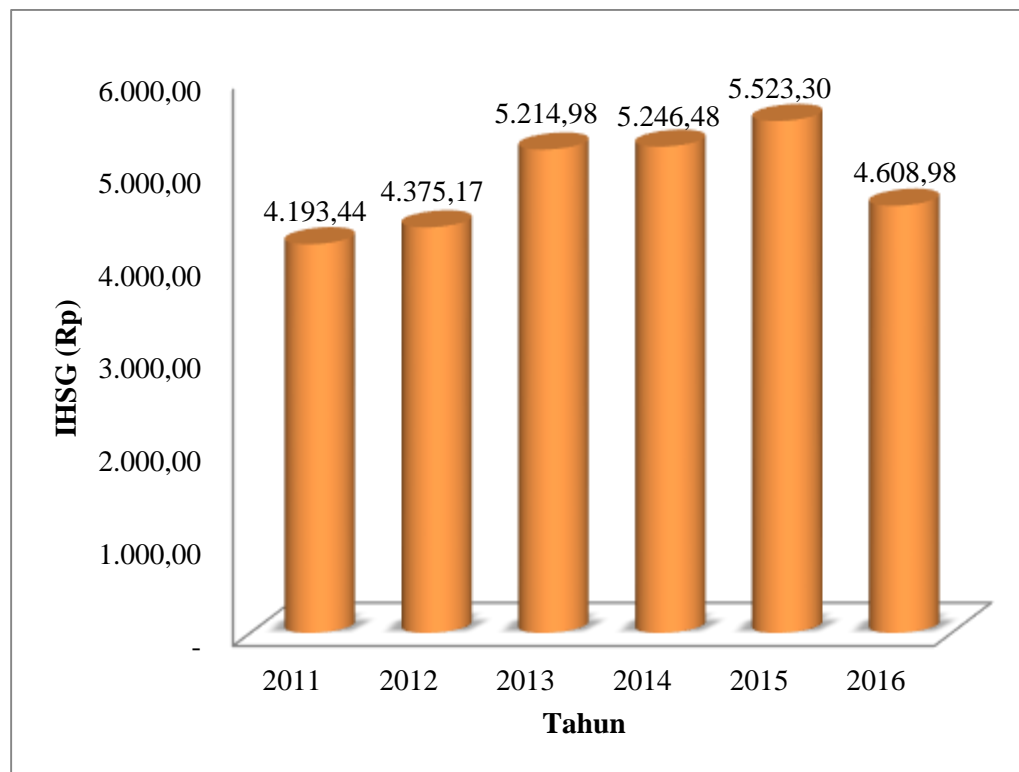
Trend yang selalu naik secara terus menerus seperti kondisi tersebut di atas tidak dapat bertahan di tahun 2016, karena menjelang akhir tahun 2016 penurunan IHSG di Bursa Efek Indonesia cukup signifikan tercatat dalam 3 bulan menjelang akhir tahun terkoreksi 5,09 persen. Hal ini seperti yang disampaikan oleh Filbert (2016) dalam salah satu artikel pada harian Kompas bahwa bagi pelaku pasar ataupun yang baru saja memulai investasi di 3 bulan terakhir di tahun 2016 mereka memiliki kekhawatiran tersendiri karena harapan para pelaku pasar pada akhir tahun biasanya memperoleh keuntungan, sementara sampai akhir tahun 2016 IHSG tidak juga membaik, hal ini bukan sebuah kejadian yang pertama kali dalam sebuah penutupan bursa justru pada bulan Desember bukan naik, tetapi malah terkoreksi.

Grafik 1.2 menggambarkan titik balik dari kondisi 5 tahun terakhir yang terus menaik, namun kondisi tahun 2016 IHSG yang cenderung bergerak negatif sebagai cerminan perilaku pasar terhadap emiten di BEI bahwa para investor menurun dalam menganalisis nilai perusahaan.

**Hendratno, 2017**

*ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu



Sumber : BEI

**Grafik 1.2**  
**IHSG Bursa Efek Indonesia Posisi Akhir Tahun 2011 – 2016**

Trend membaik dan memburuknya kinerja saham yang dilihat dari IHSG pada dasarnya mencerminkan perilaku pasar terhadap emiten di BEI, dan secara teoritis harga saham sebagai cerminan dari *value of the firm* ditentukan oleh kondisi fundamental (Fabozzi & Peterson, 2003, p. 300), baik bersifat makro yang terkait dengan situasi perekonomian suatu negara maupun yang bersifat mikro yang terkait dengan kondisi perusahaan yang biasanya direpresentasikan oleh kinerja keuangan (Pasaribu, 2008).

Trend nilai perusahaan yang dikaitkan dengan faktor fundamental, oleh para peneliti telah menjadi suatu topik penelitian yang dinilai menarik untuk dikaji lebih jauh. Misalnya di Indonesia penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu (2008) yang menemukan hasil bahwa perubahan harga saham sebagai cermin dari nilai perusahaan menurutnya disebabkan oleh faktor pertumbuhan, profitabilitas, struktur modal,

Hendratno, 2017

ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

likuiditas, dan efisiensi perusahaan berpengaruh signifikan terhadap harga saham di bidang usaha pertanian, pertambangan, industri dasar, aneka industri, konsumsi, properti, infrastruktur, dan industri perdagangan.

Penelitian lainnya mengenai faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, dikemukakan oleh Kodongo, Mokoteli, & Maina (2014) yang mengemukakan bahwa faktor fundamental yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan terdiri dari profitabilitas, struktur modal, keberwujudan aset, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan. Agak berbeda dengan penelitian sebelumnya, Tai (2014) menambah variabel fundamental berupa kondisi ekonomi secara makro berupa variabel pertumbuhan ekonomi dan tingkat suku bunga selain variabel – variabel yang terkait dengan perkembangan perusahaan. Hasil penelitiannya ia menjelaskan profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, pertumbuhan ekonomi, dan pertumbuhan bunga tidak berpengaruh terhadap perubahan harga saham. Lebih lanjut Tai (2014) menjelaskan bahwa masih dimungkinkan ada beberapa variabel fundamental lainnya yang menjadi faktor yang menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi saham.

Berdasarkan uraian hasil penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu (2008), Kodongo et al. (2014), dan Tai (2014) menunjukkan faktor fundamental yang dapat diteliti sangat bervariasi baik dari sisi informasi yang dihasilkan oleh perusahaan maupun informasi ekonomi secara makro. Karena luasnya faktor fundamental sangat dimungkinkan hasil penelitian masih menunjukkan inkonsistensi hasil penelitian, dan masih terbuka untuk dilakukannya penelitian dengan melibatkan faktor fundamental lainnya sebagai faktor yang dinilai tepat menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi dengan memanfaatkan informasi yang dihasilkan perusahaan maupun informasi yang bersifat makro di luar informasi yang dihasilkan perusahaan.

Walaupun sejumlah hasil penelitian masih menunjukkan keberagaman, secara teoritis masih diyakini bahwa salah satu fungsi manajemen keuangan yaitu keputusan menggunakan dana untuk berinvestasi sebagai faktor fundamental dapat menjadi faktor penentu harga saham sebagai cerminan dari nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penjelasan Wagenhofer (2010) yang menguraikan tujuan perusahaan dapat

**Hendratno, 2017**

*ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan, oleh karenanya hal tersebut harus dilakukan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan.

Salah satu keputusan keuangan yang perlu mendapatkan perhatian dalam kaitannya dengan nilai perusahaan adalah masalah struktur modal (Modigliani & Miller, 1958). Dalam artikelnya ia menjelaskan bahwa dalam penetapan struktur modal ada dua hal yang harus menjadi pertimbangan pengambil keputusan yakni maksimalisasi keuntungan (*the maximization of profits*) dan maksimalisasi nilai pasar (*the maximization of market value*). Dengan demikian pertimbangan utama dalam menentukan komposisi modal yang tepat adalah sejauhmana modal yang dikumpulkan perusahaan mampu memberikan keuntungan dan pada gilirannya berdampak pada capaian nilai pasar yang maksimal.

Dalam perkembangannya, struktur modal tidak hanya difokuskan pada struktur yang dinilai tepat untuk pencapaian hasil, namun seiring dengan semakin pesatnya perkembangan bisnis hal lain yang perlu dilakukan oleh pengambil keputusan dalam menetapkan struktur modal adalah masalah kecepatan respon pengambil keputusan dalam menentukan struktur modal yang dinilai tepat untuk menghadapi situasi bisnis yang dihadapi. Secara teoritis, kecepatan respon perubahan struktur modal dikenal dengan konsep *a Dynamic Capital Structure Model* (Drobetz & Wanzenried, 2006; Flannery & Rangan, 2006; Getzmann, Lang, & Spremann, 2010a; Haas & Peeters, 2006; Huang & Ritter, 2009).

Kecepatan respon dalam menentukan struktur modal pada gilirannya diharapkan akan tetap berdampak pada pencapaian maksimalisasi keuntungan dan nilai perusahaan. Sebagai gambaran kondisi struktur modal dengan tingkat nilai perusahaan yang merupakan gambaran atas apresiasi penilaian pemegang saham sebagai berikut :

**Tabel 1.1**  
**Wealth Added Index (WAI) Perusahaan di BEI Tahun 2013 – 2015**

No	Kode	Nama Emiten	Average of Corporate Value	Average of DER (%)
			2013-2015	
1	HMSP	HM Sampoerna Tbk.	20.11	71.84
2	JKON	Jaya Kontruksi Manggala Pratama Tbk.	7.68	139.99
3	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	7.28	28.55
4	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Tbk.	5.61	23.16
5	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	4.88	63.28
6	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk.	4.30	133.26
7	JRPT	Jaya Real Property Tbk.	3.77	121.80
8	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	3.70	16.85
9	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	3.47	37.78
10	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	3.18	168.87
11	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.	3.13	75.74
12	GGRM	Gudam Garam Tbk.	3.06	80.75
13	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	3.03	77.34
14	SMAR	SMART Tbk.	2.78	234.59
15	EXCL	XL Axiata Tbk.	2.69	211.02
16	ASII	Astra International Tbk.	2.37	92.63
17	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	1.85	31.82
18	UNTR	United Tractors Tbk.	1.76	56.54
19	SMCB	Holcim Indonesia Tbk.	1.70	109.84
20	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.	1.69	27.47
21	TURI	Tunas Ridean Tbk.	1.61	109.80
22	CTRA	Ciputra Development Tbk.	1.43	151.24
23	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	1.38	141.34

Sumber : Bursa Efek Indonesia, 2016

Tabel 1.1 memperlihatkan bahwa pada sebagian besar perusahaan memiliki kebijakan struktur modal yang dicerminkan dengan DER dibandingkan dengan nilai nilai perusahaan yang merupakan harga saham dibandingkan dengan harga saham yang tercatat di perusahaan (*Corporate Value*) terlihat bahwa ada sejumlah perusahaan dengan tingkat DER tinggi dan ada pula perusahaan DER yang rendah

Hendratno, 2017

ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

namun *Corporate Value* tinggi (di atas 3), meliputi perusahaan dengan kode HMSP, JKON, KLBF, ULTJ, CPIN, MPPA, JPRT, INTP, AKRA, AALI, GGRM dan PGAS. Pada bagian lain perusahaan dengan *Corporate Value* yang rendah (di bawah 3), memiliki DER yang tinggi dan juga yang rendah.

Struktur modal senantiasa akan berubah – ubah, karena aktivitas perusahaan berperilaku dinamis, sehingga dalam struktur modal dapat bersifat fleksibel mengikuti perubahan lingkungan bisnis. Untuk menjelaskan fenomena dari perubahan struktur modal perusahaan digunakan suatu model dinamik, hal ini diharapkan dapat menjelaskan determinan dari struktur modal dan menjelaskan seberapa cepat perusahaan melakukan penyesuaian struktur modalnya.

Penelitian yang terkait dengan kecepatan penyesuaian struktur modal diantaranya dilakukan oleh Antoniou, Guney, dan Paudyal (2008) yang membuktikan bahwa perusahaan memiliki target *leverage* dan melakukan penyesuaian. Penelitian ini menggunakan data panel dan *two-step system- GMM*, hasilnya dapat menemukan bukti bahwa rasio *leverage* dipengaruhi secara positif oleh aset tetap dan ukuran perusahaan, namun berhubungan negatif saat keuntungan perusahaan naik, kesempatan untuk tumbuh, dan kinerja harga saham. Penelitian ini menemukan bahwa kondisi pasar berpengaruh pada rasio *leverage* dan adanya target rasio *leverage* serta ada usaha melakukan penyesuaian. Kecepatan perubahan tersebut dipengaruhi oleh profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, aset tetap, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, kinerja harga saham.

Smith, Chen, & Anderson (2010) dalam penelitiannya menggunakan *Partial Adjustment Model* (PAM) dinamis yang merupakan kelanjutan penelitian Drobetz et al. (2006) pada perusahaan di India menunjukkan bahwa penyesuaian struktur modal yang dinamis dipengaruhi oleh faktor spesifik perusahaan (likuiditas, ukuran perusahaan, kesempatan untuk tumbuh, profitabilitas, dan aset tetap) dan variabel makro ekonomi. Selain itu, *leverage* yang menjadi target dan kecepatan penyesuaian dipengaruhi juga oleh reaksi perusahaan dan atau perilaku pro aktif perusahaan.

Mahakud & Mukherjee (2011) membuktikan bahwa penyesuaian struktur modal dilakukan oleh perusahaan ditentukan oleh karakteristik perusahaan dan faktor makro ekonomi. Variabel yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal dan berkorelasi positif pada penelitian mereka antara lain, ukuran perusahaan, aset, profitabilitas, likuiditas dan bunga yang ditanggung, pertumbuhan perusahaan mengalami penyesuaian lebih lambat, yang menggambarkan bahwa ada potensi masalah *underinvestment*, bagi perusahaan yang memiliki aset *intangible* yang besar. Sedangkan untuk variabel makro ekonomi, pertumbuhan nyata dari Pendapatan Domestik Bruto (PDB), menunjukkan korelasi yang positif. Variabel *market dividend yield* juga menunjukkan korelasi positif terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan faktor – faktor yang menentukan struktur modal optimal didasarkan pada faktor yang berkaitan dengan karakteristik perusahaan sebagai faktor internal dan situasi perkembangan ekonomi secara makro sebagai faktor eksternal. Namun pada bagian lain temuan dari penelitian terdahulu menunjukkan masih adanya perbedaan seperti yang dikemukakan oleh Antoniou, Guney, dan Paudyal (2008) yang menemukan profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, aset tetap, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield* memiliki pengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal. Sementara itu, hasil penelitian (Mukherjee & Mahakud, 2010) justru menemukan adanya pengaruh negatif antara ukuran perusahaan, tangibilitas, *non-debt tax shield*, dan profitabilitas terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

Secara empiris penelitian mengenai kecepatan penyesuaian struktur modal dengan subjek perusahaan di Indonesia, hanya terbatas pada penelitian yang dilakukan oleh Freddy Nemesius Wetty (2013), Subiakto (2014), Fransiska Novieta Prabandari (2015) dan Danang Heru Prasetya (2015). Perhatian para peneliti mengenai kecepatan penyesuaian struktur modal di Indonesia masih relatif sedikit, sebagian besar peneliti masih berorientasi pada penentuan struktur modal yang

Hendratno, 2017

ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu



optimal, sehingga penelitian ini akan menguji pengaruh beberapa variabel karakteristik perusahaan yang terdiri dari ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, tangibilitas, profitabilitas, likuiditas, *NDTS*, dan dua variabel makro yaitu inflasi dan nilai tukar rupiah.

## 1.2. Rumusan Masalah

Uraian latar belakang penelitian di atas secara empiris menunjukkan struktur modal sebagian perusahaan yang memiliki *corporate value* di atas 1 memiliki komposisi nilai utang yang lebih tinggi dari pada nilai ekuitasnya, ataupun lebih rendah dari nilai ekuitasnya, sehingga belum dapat menentukan tinggi rendahnya *corporate value*.

Struktur modal yang ditetapkan pengelola perusahaan merupakan strategi pilihan yang tepat setelah mempertimbangkan karakteristik perusahaan diantaranya ukuran perusahaan, tangibilitas, dan profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan *NDTS* maupun situasi perekonomian secara makro seperti inflasi dan nilai tukar, yang selanjutnya menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah faktor internal perusahaan berpengaruh terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal ?
2. Apakah makro ekonomi berpengaruh terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal ?
3. Apakah kecepatan penyesuaian struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?

## 1.3. Maksud dan Tujuan Penelitian

Penelitian ini secara umum menganalisis interaksi faktor internal dan kondisi makro ekonomi dengan tujuan mengembangkan model prediksi kecepatan penyesuaian struktur modal pada perusahaan yang tercatat di BEI kurun waktu 2009 sampai dengan 2015 tidak termasuk perusahaan bidang keuangan dan pengaruhnya

Hendratno, 2017

ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

terhadap nilai perusahaan. Secara khusus dalam kerangka *stakeholder theory* dan *dynamic capital structure*, tujuan yang ingin dicapai yaitu menguji secara empiris mengenai pengaruh :

1. Menguji pengaruh faktor internal perusahaan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal,
2. Menguji pengaruh makro ekonomi terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal,
3. Menguji pengaruh kecepatan penyesuaian struktur modal terhadap nilai perusahaan.

#### **1.4. Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini diharapkan memiliki kegunaan secara teoritis maupun praktis, sebagaimana diuraikan sebagai berikut:

##### **1. Kegunaan Teoritis**

Secara teoritis hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu sumbangan pemikiran sebagai pengayaan konsep struktur modal yang berorientasi pada kecepatan penyesuaian struktur modal yang dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan.

##### **2. Kegunaan Praktis**

Secara praktis penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan sebagai berikut:

- a. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan dalam mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan dengan mempertimbangkan perubahan situasi lingkungan internal dan eksternal perusahaan. Pada bagian lain perusahaan juga dapat melakukan evaluasi mengenai perubahan dalam struktur modal yang dikaitkan dengan perubahan nilai perusahaan.

**Hendratno, 2017**

**ANALISIS KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

- b. Bagi pihak investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu informasi bagi investor dalam menilai kemampuan perusahaan untuk melakukan perubahan struktur modal yang disebabkan oleh faktor internal maupun eksternal. Hasil evaluasi ini diharapkan nantinya dapat dimanfaatkan untuk menetapkan suatu keputusan yang tepat dalam menargetkan nilai investasi yang akan diikutsertakan.
- c. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK), penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu acuan dalam menentukan regulasi yang terkait penyusunan koridor rambu-rambu etika bisnis yang dibutuhkan sebagai landasan hukum yang kokoh bagi pemberdayaan emiten. Dengan demikian aspek pengetahuan, aspek keterbukaan, aspek informasi dan keterampilan serta motif tentang pengimbangan hutang dengan modal sendiri merupakan bentuk peningkatan komitmen positif bagi pemberdayaan emiten. Kebijakan rasio hutang atas aktiva otomatis merupakan pilihan alternatif terbaik sebagai tanggung jawab perusahaan pada pasar. Pilihan alternatif tersebut baru akan bermakna baik, ketika kebijakan hutang dikaitkan dengan terciptanya hasil lebih di atas pengorbanannya yang optimal. Singkat kata, terciptanya struktur modal optimal akan berdampak positif tidak hanya bagi emiten secara individu akan tetapi berdampak pula terhadap pasar modal.